

poniedziałek, 25 listopada 2019 | aktualizacja raportu

Eurocash: redukcja (podwyższona)

EUR PW; EUR.WA | Handel, Polska

Zmiany księgowe wspierają wynik

Zgodnie z naszymi wyliczeniami od 2018 roku powiększa się różnica pomiędzy EBITDA raportowaną, a EBITDA wyliczoną z przepływów z działalności operacyjnej (Cash EBITDA; szczegółowe wyliczenia w dalszej części raportu). Według naszych szacunków EBITDA była wyższa od Cash EBITDA (obie wartości bez wpływu MSSF 16) o 30/17 mln PLN odpowiednio w okresach 2018/9M'19, a różnica w latach 2016/17 była marginalna. Analogiczne porównanie w innych spółkach z sektora nie wykazuje tak istotnych różnic. Przyjęta zmiana sposobu księgowania wyniku utrudnia porównywalność danych między latami 2017-19 oraz stawia pod znakiem zapytania poprawę wyników spółki w podziale na segmenty w tym okresie. Dynamika wyliczonej Cash EBITDA wyniosła -7,7%/+9,8% r/r odpowiednio w 2018/9M vs. zaraportowana EBITDA +3%/+10% r/r odpowiednio w 2018/9M'19. W celu zachowania porównywalności danych z innymi spółkami z sektora, korygujemy nasz szacunek wyniku EBITDA w wycenie. Po wynikach za 3Q'19 zwracamy uwagę na niską dynamikę sprzedaży w C&C oraz EC Dystrybucja (liczona łącznie z EC Alkohole) oraz relatywnie niską dynamikę sprzedaży/sklep w segmencie detalicznym (pomimo wysokiego odczytu inflacji w kwartale). Biorąc pod uwagę niskie tempo otwarć w sieci Delikatesy Centrum (+8 placówek netto w 3Q'19 LTM), oczekujemy, że sieć powiększy się o 370 sklepów do 2023 roku vs. 900 zapowiadane w strategii. Przeprowadzona restrukturyzacja powinna pozwolić segmentowi detalicznemu na stopniową poprawę rentowności EBITDA do docelowego poziomu 4,4%. Biorąc pod uwagę wyższe założenia dla segmentu detalicznego oraz dokonaną korektę na wyniku EBITDA, podwyższamy naszą cenę docelową do 19,80 PLN oraz podwyższamy rekomendację do redukcji.

Zmiana sposobu księgowania

Od 2018 roku spółka rozpoznaje znacznie wyższe koszty finansowe w rachunku zysków i strat. Korekty dokonywane w przyrwykach z działalności operacyjnej wskazują, że gotówkowe koszty finansowe są znacznie niższe niż wykazywane w rachunku wyników. Jest to główna przyczyna różnic pomiędzy raportowaną EBITDA oraz Cash EBITDA.

Ambitny cel ekspansji w strategii

Zgodnie z założeniami strategii rozwoju, sieć Delikatesy Centrum powinna zostać powiększona o 900 sklepów do 2023 roku. Do końca 1Q'20 Eurocash będzie koncentrował się na integracji oraz reorganizacji przejętych sieci. Zgodnie z założeniami strategii spółka powinna otwierać średnio po 225 placówek w każdym z lat 2020-23. Biorąc pod uwagę presję konkurencyjną, potencjalne pogorszenie rentowności sklepów (oczekiwana presja na wynagrodzenia), oczekujemy że spółka otworzy 370 sklepów w tym okresie.

Niska efektywność sprzedaży w segmencie hurtu

W 3Q'19 wzrost sprzedaży w segmencie Hurt był napędzany przez wyższy wynik nisko-marżowej sprzedaży papierosów i produktów impulsowych. C&C oraz EC Dystrybucja (liczona z EC Alkohole) zaraportowały odpowiednio +0,7%/+0,9% wzrostu sprzedaży r/r w 3Q'19 pomimo znacznie wyższych odczytów inflacji. Niska efektywność sprzedaży oraz inflacja kosztów pracy w 2020 roku mogą stanowić ryzyko dla wyników segmentu w 2020 roku.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	20 814	22 833	24 581	25 163	25 705
Cash EBITDA	360,7	341,2	379,0	399,1	417,8
marża EBITDA	1,73%	1,49%	1,54%	1,59%	1,63%
EBIT	37,7	214,4	231,7	248,5	262,1
Zysk netto skor.	84,8	66,9	82,9	105,4	136,0
P/E	36,4	46,2	37,3	29,3	22,7
P/CE	11,5	11,4	10,4	9,6	8,6
P/BV	3,2	3,2	3,6	3,6	3,6
EV/Cash EBITDA	9,1	10,3	9,5	8,9	8,4
DPS	0,80	0,76	1,03	0,60	0,76
DYield	3,6%	3,4%	4,6%	2,7%	3,4%

Cena bieżąca	22,22 PLN
Cena docelowa	19,80 PLN
Kapitalizacja	13 235 mln PLN
Free float	9 917 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	15,2 mln PLN

Struktura akcjonariatu

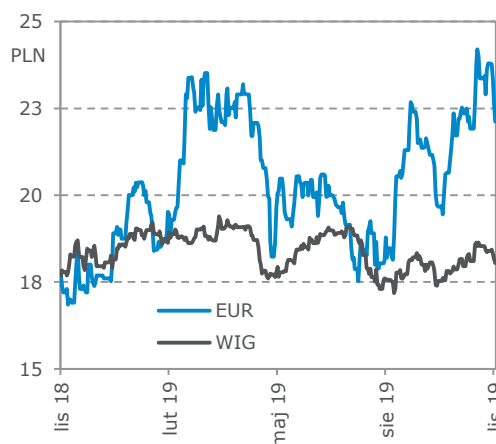
Luis Amaral	44,04%
Azvalor Asset Management	9,20%

Pozostali 64,87%

Profil spółki

Eurocash jest największym podmiotem w Polsce pod względem wartości sprzedaży oraz liczby placówek zajmujących się dystrybucją FMCG. Działalność ta jest realizowana w kilku segmentach dystrybucji, obejmujące hurtową dystrybucję, zaopatrywanie tradycyjnych sklepów, stacji benzynowych oraz restauracji.

Kurs akcji EUR na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Eurocash	19,80	18,10	redukcja	sprzedaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Eurocash	22,22	19,80	-10,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
Przychody	+4,0%	+6,1%	+6,5%
Cash EBITDA	+1,3%	+6,4%	+4,2%
zysk netto	+15,1%	+3,4%	-5,6%

Analityk:

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
 Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), które przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawieniem wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 25 listopada 2019 o godzinie 08:37. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 25 listopada 2019 o godzinie 08:37.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki Eurocash wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	trzymaj	redukuj	redukuj	sprzedaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2019-11-06	2019-09-05	2019-08-02	2019-06-03	2019-05-09	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	18,10	18,10	18,10	18,10	18,90	18,90	17,90	18,20
kurs z dnia rekomendacji	23,80	20,62	18,60	19,31	21,00	22,58	20,13	18,00

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl