



analitik: Michał Krajczewski, CFA

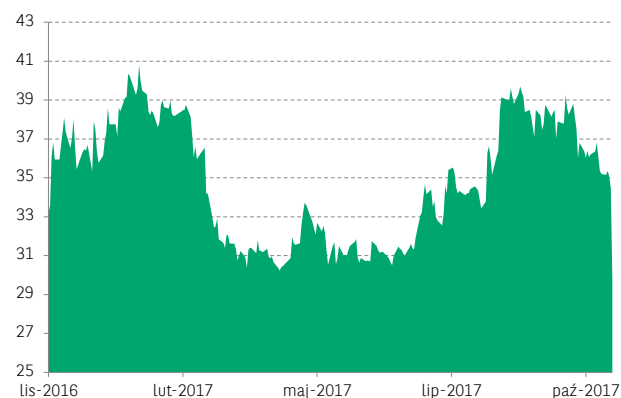
2017-11-10

**Podstawowe dane o spółce**

Cena	29,78
Kapitalizacja (mln zł)	4 144,3
Free float	53,0%
Wartość dzienna obrotów 1M (mln PLN)	14,9
P/E	169,4
EV/EBITDA	13,31

Grupa Eurocash to największa w Polsce grupa zajmująca się hurtową dystrybucją produktów szybkozbywalnych (FMCG). Działalność Grupy Eurocash obejmuje: m.in. ogólnopolską sieć dyskontowych hurtowni typu Cash & Carry oraz zarządzanie takimi sieciami franczyzowymi jak abc albo Delikatesy Centrum.

**Notowania Eurocash za ostatnie 12 miesięcy**



**Wyniki finansowe za III. kwartał 2017 roku**

mln PLN	3Q '16	4Q '16	1Q '17	2Q '17	3Q '17	r/r	q/q	Kons.	różnica	BGZ BNP	różnica
<b>Przychody</b>	5761,2	5340,5	5193,2	6084,4	6187,6	7,4%	1,7%	6415,6	-3,6%	6132,7	0,9%
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	570,0	601,5	546,6	669,9	653,6	14,7%	-2,4%			658,9	-0,8%
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	9,9%	11,3%	10,5%	11,0%	10,6%					10,7%	
<b>EBITDA</b>	123,2	159,6	37,5	5,9	101,5	-17,7%	1629,1%	131,0	-22,5%	124,1	-18,2%
<i>marża EBITDA</i>	2,1%	3,0%	0,7%	0,1%	1,6%					2,0%	
<b>EBIT</b>	81,1	116,5	-7,0	-39,6	58,2	-28,3%	-	85,1	-31,7%	78,2	-25,7%
<i>marża EBIT</i>	1,4%	2,2%	-0,1%	-0,7%	0,9%					1,3%	
<b>Zysk netto</b>	61,7	73,2	-15,0	-61,8	37,5	-39,3%	-	60,6	-38,2%	59,4	-36,9%
<i>marża netto</i>	1,1%	1,4%	-0,3%	-1,0%	0,6%					1,0%	
Cash flow operacyjny	130,4	51,1	-79,8	261,2	119,4	-8,5%	-54,3%				

**Komentarz do wyników**

Eurocash w III kwartale 2017 r. wyraźnie rozczarował wynikami, które były gorsze zarówno od rynkowego konsensusu, jak i prognoz BM BGZ BNP Paribas.

Przychody wyniosły 6 187 mln PLN (+7,4% r/r), bo było minimalnie powyżej naszych prognoz, jednak poniżej rynkowych oczekiwań. Eurocash kontynuował restrukturyzację segmentu Cash&Cary, który pomimo zamknięcia kolejnych dwóch hurtowni zdołał uzyskać +0,31% dynamiki sprzedaży lfl (dalszy wzrost w porównaniu do 2Q'17). Rozczarowała jednak sprzedaż w segmencie EC Serwis (papierosy i produkty impulsowe) oraz w segmencie EC Alkohole (brak sprzedaży eksportowej). W obydwu segmentach, zgodnie z komentarzem Zarządu, zaciężna chłodniejsza pogoda w trakcie miesięcy letnich (np. niższa sprzedaż piwa, napojów, lodów). Z uwagi na dokonane przejęcia w dalszym ciągu wysoki, dwucyfrowy wzrost obrotów odnotowuje segment detaliczny (+49,4% r/r), jednakże pomimo korzystnych warunków makroekonomicznych sprzedaż w ujęciu lfl jest naszym zdaniem rozczarowująca. Sprzedaż detaliczna sklepów franczyzowych Delikatesów Centrum wyniosła +4,3%, sklepy DC posiadane przez Eurocash miały +3,2%, natomiast Eko Holding zyskał tylko +2,2%, a Inmedio +1,5%. Sprzedaż w segmencie nowe projekty wyniosła 148,1 mln PLN (+118,6% r/r).

Dokonane przejęcia w segmencie detalicznym pozwoliły na dalszą poprawę marży brutto na sprzedaży (+0,67 pkt. proc) r/r, dzięki czemu wynik na tym poziomie wyniósł 653,6 mln PLN (+14,7% r/r). Kontynuowany był jednak wzrost kosztów sprzedaży (+24,6% r/r), gorsze o 10 mln PLN od analogicznego okresu roku ubiegłego było również saldo z pozostałej działalności operacyjnej. W efekcie wynik EBITDA był o 17,7% r/r niższy, a EBIT o 28,3% r/r niższy. Względem naszych prognoz EBIT różnica kształtowała się w następujący sposób: -5 mln PLN na wyniku brutto na sprzedaży, -5 mln PLN na SG&A oraz -10 mln PLN na pozostałym saldzie operacyjnym. Przy wyższej (24,2%) niż w ubiegłym roku (18,7%) stawce efektywnego podatku dochodowego, zysk na poziomie netto spadł o prawie 40% r/r do 37,5 mln PLN. W 3Q'17 niższy r/r był również cash flow z działalności operacyjnej (119,4 mln PLN wobec 130,4 mln PLN), chociaż od początku roku Eurocash notuje wzrost z 272,9 mln PLN do 300,7 mln PLN - cykl konwersji gotówki poprawił się o 0,7 dnia. Pomimo wyższej rotacji zapasów i gorszej rotacji zobowiązań, Spółka w wystarczającym stopniu skróciła rotację należności.

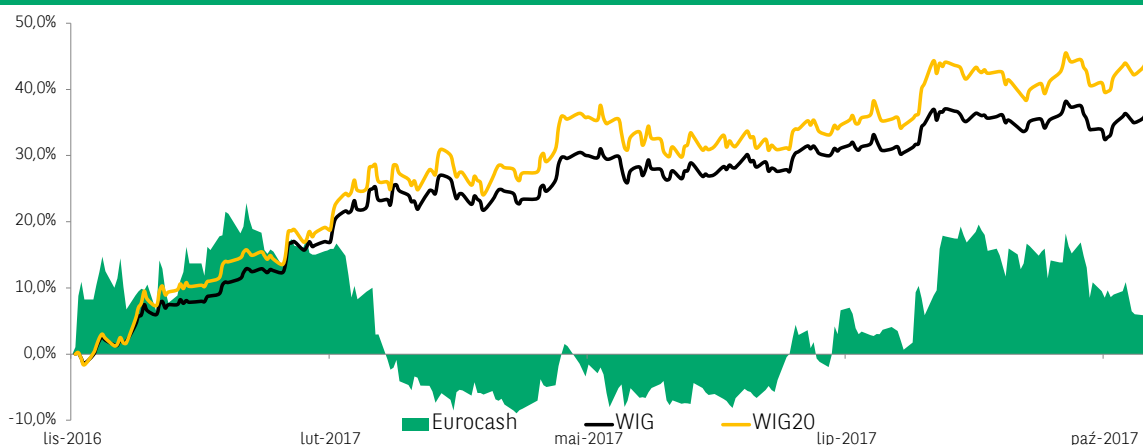


### **Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki**

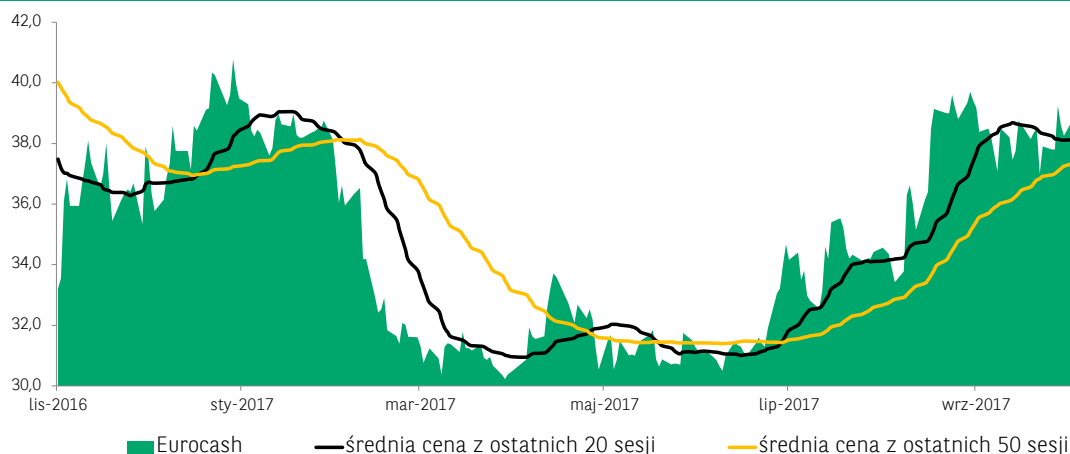
W trakcie telekonferencji po publikacji wyników Zarząd poinformował, iż z uwagi na czynniki pogodowe, słabsza sprzedaż i wynik w segmencie EC Alkohole i EC Serwis były czynnikiem jednorazowym w 3Q'17 i ten negatywny wpływ powinien zniknąć w 4Q'17. Kontynuowana ma być restrukturyzacja hurtowni Cash&Carry i do końca roku zamkniętych będzie kolejnych 5 punktów, zgodnie z wcześniejszymi planami. Jednakże z uwagi na wolniejszy wzrost cen produktów tytoniowych i alkoholu względem szerokiej kategorii CPI dla żywności, Eurocash może notować mniejsze dynamiki wzrostu w kolejnych okresach ponieważ Spółka posiada większą ekspozycję na wymienione kategorie. Eurocash pod koniec 3Q'17 połączył logistykę sklepów Eko z Delikatesami Centrum i rozpoczął rebranding przejętej sieci. Zarząd obserwuje, iż po remodelingu sklepów Eko sprzedaż rośnie o ok. 10-15%, przy czym potrzebne są na początku większe promocje aby zbudować traffic. Zarząd dostrzega także problemy z utrzymaniem planowanego tempa otwarć Delikatesów Centrum, a jednym z powodów są rosnące trudności ze znalezieniem pracowników do nowych sklepów. Z tego powodu Spółka planuje większą aktywność na polu M&A. Projekt świeżych dostaw do Delikatesów rozwija się szybciej od oczekiwań (500 mln PLN sprzedaży w całym 2017 r.) i zgodnie z planem ma przynieść ok. 25 mln PLN straty EBITDA w 2017 r., która ma być o połowę niższa w 2018 r. W 2019 r. ma być na tym polu osiągnięty poziom break-even.

Podsumowując – wyniki oceniamy jednoznacznie negatywnie, przy czym dzisiejszy spadek kursu naszym zdaniem w pełni zdyskontował skalę zaskoczenia. Uważamy jednak, iż perspektywa stabilizacji wyników w 4Q'17 i ich mocniejszego odbicia w 2018 r. (niska baza z br., zakończona restrukturyzacja Cash&Carry, rozwój sieci detalicznych, utrzymanie dobrego makro) powinna pozytywnie przekładać się na ocenę spółki w dłuższym terminie.

### **Notowania Eurocash w porównaniu do indeksów WIG i WIG20**



### **Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach**





ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa  
tel. (22) 566 97 00, fax (22) 566 97 29  
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl  
www.bgzbnpparibas.pl

**Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego**      **telefon**      **adres e-mail**

Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Aniol	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	<a href="mailto:adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl">adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno**      **telefon**      **adres e-mail**

Damian Zemlik	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl">marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Przemysław Borycki	22 566 97 04	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl">przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego**      **telefon**      **adres e-mail**

Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
-----------------	--------------	--

**Internetowe serwisy transakcyjne**

**SIDOMA WEB**

nowy system -wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

**SIDOMA PROFESSIONAL**

dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

EV - (enterprise value - wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa  
EBIT - (earnings before interest & tax - zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny  
EBITDA - (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
ROE - (return on equity - zwrot na kapitale własnym) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych  
ROA - (return on assets - zwrot na aktywach) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów  
NAV - wartość aktywów netto (aktywa - zobowiązania)  
P/CE - iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją  
EBIT/EV - iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej  
P/E (lub C/Z) - (price earnings ratio - wsk. cena / zysk) - iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję  
P/BV (lub C/WK) - (cena/wartość księgowa) - iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję  
EPS - (earnings per share - wsk. zysku na jedną akcję) - iloraz zysku netto oraz liczby akcji  
DPS - (dividend per share - wsk. stopy dywidendy) - iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji  
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
Marża EBITDA - EBITDA / przychody ze sprzedaży  
Yield - w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości  
NOI - (net operating income) - różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej  
NWC - (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług - zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa  
tel. (22) 566 97 00, fax (22) 566 97 29  
e-mail: [biuro.maklerskie@bmbgz.pl](mailto:biuro.maklerskie@bmbgz.pl)  
[www.bgzbnpparibas.pl](http://www.bgzbnpparibas.pl)

### **Disclaimer**

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;  
Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (0%; + 10%);  
Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odniesienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGZ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGZ BNP Paribas S.A. , a podmioty powiązane z Bankiem BGZ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

“Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie:

[https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)

Numer ewidencyjny:

**KW/2017/11/09/BFT/2**