



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Eurocash - 3Q'18;

2018-11-09 17:55



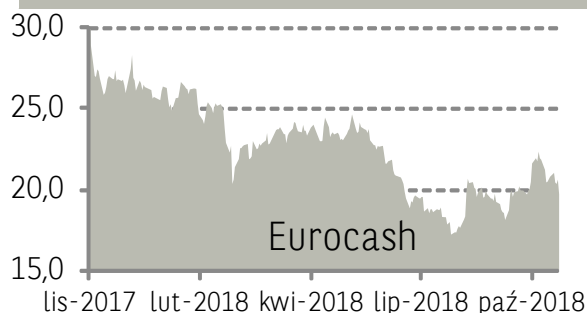
BM

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	19,67
Kapitalizacja (mln zł)	2 737,3
Free float	54,6%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	7,4
P/E	41,1
EV/EBITDA	9,37

Notowania spółki



WYNIKI 3Q18

mln PLN	3Q'18	3Q'17	r/r	3Q'18	kons.	różnica
Przychody	6256,2	6187,6	1,1%	6256,2	6233,9	0,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	785,1	653,6	20,1%	785,1	-	
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	12,5%	10,6%		12,5%		
EBITDA	105,1	101,5	3,6%	105,1	112,3	-6,4%
<i>marża EBITDA</i>	1,7%	1,6%		1,7%	1,8%	
EBIT	51,5	58,2	-11,4%	51,5	59,7	-13,7%
<i>marża EBIT</i>	0,8%	0,9%		0,8%	1,0%	
- HURT	104,3	71,3	46,2%			
- DETAL	-13,6	16,9	-180,3%			
- PROJEKTY	-7,3	-12,8	-42,7%			
- INNE	-31,9	-17,3	84,6%			
Zysk netto	39,9	38,6	3,5%	39,9	37,0	7,8%
<i>marża netto</i>	0,6%	0,6%		0,6%	0,6%	
Cash flow operacyjny	115,4	119,4	-3,3%	115,4	-	

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Wyniki Eurocash okazały się gorsze od rynkowego konsensusu. Pomimo mocnej poprawy sytuacji w Hurcie, po zakończonych działaniach restrukturyzacyjnych, rozczarował Detal. Segment ten jest w dalszym ciągu pod presją kosztów integracji z przejętymi sklepami Eko Holding i Miła. Zarząd spodziewa się utrzymania powyższych tendencji w najbliższych kwartałach, a po ukończeniu zmian w Detalu, dostrzegana jest szansa na mocną poprawę wyników tego segmentu. Utrzymujemy pozytywną opinię odnośnie Eurocash biorąc pod uwagę potencjał poprawy wyników w kolejnych dwóch latach, przy obecnej niskiej wycenie spółki.

W 3Q'18 raportowana sprzedaż poprawiła się nieznacznie – o 1% r/r, przy czym główne segmenty działalności notowały wyraźnie wyższe dynamiki. W Hurcie przychody wzrosły o prawie 8% r/r. Pozytywnie wyróżniały się działalności Eurocash Dystrybucja (+12,4% r/r) i Cash&Carry (+4,1%), na co wpływa poprawa rynkowej sprzedaży w sklepach małego formatu (+6,3% r/r za okres od 4Q'17 do 3Q'18). Po przejściowych problemach z ubiegłego roku, poprawie uległ również obrót w segmencie papierosów i produktów impulsowych (+7,2% r/r). Niewielki spadek kontynuuje natomiast obszar alkoholi (-1,3% r/r). Eurocash zwraca całą

Wzrost sprzedaży we większości obszarów w Hurcie.



BGZ BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Autorzy: Michał Krajczewski, CFA

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl
www.bgzbnpparibas.pl



czas uwagę na niższą inflację cen w obszarze małych sklepów względem dyskontów, z uwagi na inny mix sprzedażowy. Większość z poprawy przychodów zostaje osiągnięta dzięki wyższym wolumenom.

W Detalu wpływ na obroty miało ubiegłoroczne przejście Eko oraz tegoroczne przejście Mili, w efekcie których przychody były r/r wyższe o 40,1%. W segmencie Projekty sprzedaż wzrosła o 13,8% r/r.

Zwiększenie udziału części Detalicznej powoduje wzrost marży brutto na sprzedaży (+2 pkt. proc) przy równoczesnym zwiększeniu udziału kosztów SG&A w relacji do przychodów (+2,6 pkt. proc.). W podziale na segmenty, bardzo dobry wynik EBIT wypracował Hurt (+46,2% r/r) w efekcie poprawy sprzedaży, warunków na rynku i przede wszystkim dokonanej w ubiegłym roku restrukturyzacji segmentu. Z kolei część Detaliczna jest pod presją trwającego połączenia z Milą i rebrandingu Eko. Wyższa strata w obszarze Inne jest pochodną wzrostu rezerw na premie, kosztów IT albo wprowadzenia RODO w spółce.

*Integracja części
Detalicznej obciąża
wyniki operacyjne*

W efekcie, pomimo lekkiego wzrostu EBITDA, wynik operacyjny był niższy r/r. Na poziomie netto dużą różnicę robi stopa podatkowa (-2,5% vs 23,7% przed rokiem). Eurocash wygenerował zbliżony r/r cash flow operacyjny (115,5 mln PLN), utrzymując tendencję umiarkowanej poprawy średniego cyklu rotacji kapitału obrotowego. Dług netto/EBITDA wyniósł na koniec kwartału 1,67x wobec 1,90x po 2Q'18 i 1,11x przed rokiem.

*Stabilny cash flow
operacyjny, stopniowa
poprawa zadłużenia po
przejściu Mili.*

PERSPEKTYWY

- **HURT:** Eurocash powinien utrzymać wysokie tempo poprawy wyników. Bardzo dobrą sytuację notuje Cash&Carry, gdzie poprawa LFL jest najlepsza od końca 2013 r. Wpływa na nią nie tylko zamknięcie nierentownych lokalizacji, ale także dobra koniunktura i wzrost wolumenu sprzedaży w sklepach abc, jak i w sklepach niezależnych. Zarząd nie określa jednak ile z tej poprawy spowodowanej było zakazem handlu w niedzielę, ciepłą pogodą w lato (zakupy impulsowe), a ile dobrą sytuacją konsumentów.
- **DETAL:** rebranding sklepów Eko oraz integracja logistyki została już zakończona. Przejętych zostało także 80% funkcji back-office. Spółkę czeka jednak największy projekt integracji IT – ma być on dokonany równocześnie z analogiczną zmianą w Mili. Rebranding sklepów mocno wpływa zarówno na bieżące wyniki (przejściowe zamknięcie sklepu, konieczne do poniesienia koszty), ale także na kolejne kwartały – konieczne są inwestycje w promocje i ceny aby ponownie przyciągnąć klientów do sklepu. Zarząd dostrzega znaczny potencjał wzrostu sprzedaży na m² (średnio +11%) w dawnych sieciach Mila i Eko vs Delikatesy Centrum, potrzeba jednak znacznego czasu aby tego dokonać.
- **Wyniki:** cały proces integracji sklepów w części detalicznej potrwa jeszcze ok. trzech kwartałów i w tym okresie nie należy się spodziewać znacznej poprawy wyników segmentu Detal. Z drugiej strony Zarząd nie zakłada już dalszego spadku wyniku vs 3Q'18.
- **Projekty:** Projekt Fresh osiągnął w III kwartale break-even, a jego wyniki są powyżej oczekiwań Spółki. Projekt ten ma w kolejnych kwartałach dalej poprawiać rezultaty, a od 2019 r. nie będzie już klasyfikowany w segmencie projekty. Wpływ sprzedaży PayUp na wyniki ma być widoczny prawdopodobnie w 1Q'19.
- **M&A:** Spółka nie przewiduje na razie kolejnych większych transakcji, możliwe są natomiast niewielkie przejęcia małych sieci sklepów – analogicznie jak trwający proces zakupu spółki Partner prowadzącej 26 sklepów Lewiatan.

*Dobre perspektywy
przed segmentem Hurltu*

*Detal dopiero w trakcie
prowadzenia
restrukturyzacji*

*Dotek wyników Detalu
za nami, ale mocniejsza
poprawa dopiero za 3
kwartały*

*Lepsze rezultaty
projektu Fresh.*





KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Aniol	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl
Lukas Cinikas	22 507 52 94	lukas.cinikas@bgzbnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl
Paulina Sotdaj	22 566 97 32	paulina.sotdaj@bgzbnpparibas.pl

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 księgową) - 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
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

Autorzy: Michał Krajczewski, CFA



BGZ BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl
www.bgzbnpparibas.pl



NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie Banku BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie - nie na potrzeby Klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ 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 BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ 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 odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ 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 BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji 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