



# KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Eurocash – 1Q'20

2020-05-13 17:19



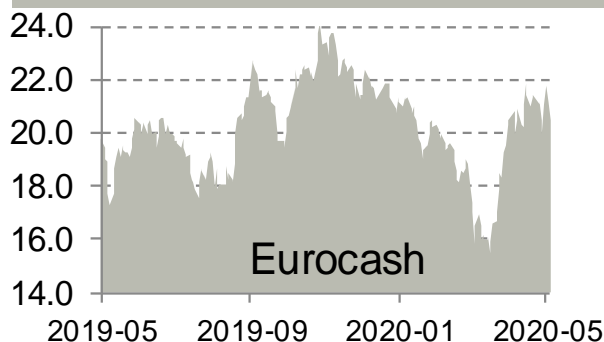
# BM

## PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

### Podstawowe dane o spółce

Cena	20.46
Kapitalizacja (mln zł)	2,847.3
Free float	54.6%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	11.0
P/E	57.5
EV/EBITDA	6.82

### Notowania spółki



## WYNIKI 1Q20

mln PLN	1Q'20	1Q'19	r/r	1Q'20	kons.	różnica
<b>Przychody</b>	5919,1	5482,9	8,0%	5919,1	5887,1	0,5%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	787,6	711,5	10,7%	787,6	-	
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	13,3%	13,0%		13,3%		
<b>EBITDA</b>	126,2	121,4	4,0%	126,2	134,6	-6,3%
<i>marża EBITDA</i>	2,1%	2,2%		2,1%	2,3%	
<b>EBIT</b>	-10,4	-9,7	7,4%	-10,4	-9,3	11,9%
<i>marża EBIT</i>	-0,2%	-0,2%		-0,2%	-0,2%	
- HURT	45,8	32,8	39,7%			
- DETAL	-6,1	-6,2	-2,7%			
- PROJEKTY	-18,7	-12,8	46,7%			
- INNE	-31,4	-23,5	33,9%			
<b>Zysk netto</b>	-61,1	-39,6	54,2%	-61,1	-37,8	61,7%
<i>marża netto</i>	-1,0%	-0,7%		-1,0%	-0,6%	
<b>Cash flow operacyjny</b>	-39,6	-133,9	-70,4%	-39,6	-	

## KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Rezultaty 1Q20 okazały się być lekko poniżej rynkowych oczekiwań, a zaskoczenia na linii wyniku netto to rezultat wpływu standardu rachunkowego MSSF16 i księgowania ujemnych różnic kursowych z wyceny zobowiązań leasingowych. Zwracamy przy tym uwagę, że sezonowo rezultaty I kwartału są mało istotne dla budowy całorocznych zysków. Wyniki spółki oceniamy neutralnie oczekując w kolejnych kwartałach utrzymania dobrego tempa poprawy rezultatów w części hurtowej oraz odbicia wyników w części detalicznej po zakończeniu ubiegłorocznej integracji przejętych biznesów.

Wyniki 1Q'20 nieco powyżej konsensusu

Pozytywnie oceniamy perspektywę spółki w kolejnych kwartałach



**BNP PARIBAS**  
BIURO MAKLESKIE

Autor: Michał Krajczewski, CFA

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A.  
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00  
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bnpparibas.pl  
www.bnpparibas.pl



W 1Q20 roku spółka wykorzystwała pozytywne warunki rynkowe do poprawy wyników w części hurtowej. Rosnąca inflacja żywności (+7,7%) a przede wszystkim odbicie dynamiki cen napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych (+3,6% - najlepszy wynik od wielu lat) przełożyły się na ponad 6,5% wzrost przychodów w Hurcie. Efekty przynosi także zakończona w 2018 r. restrukturyzacja Cash&Carry, które odnotowało 8,5% dynamikę obrotów. Zbliżone do ubiegłorocznych były przychody EC Dystrybucja (sprzedaż alkoholi oraz do sieci franczyzowych Lewiata, Euro sklep, Groszek). Z uwagi na obostrzenia związane z koronawirusem o prawie połowę spadły przychody EC Gastronomia, przy czym stanowią one niecałe 3% obrotów segmentu. Z uwagi na efekt dźwigni, wyraźny wzrost przychodów przełożył się na poprawę rentowności EBITDA o 0,16 pkt. proc, a wynik na tym poziomie był o 13% r/r lepszy. Z uwagi na stabilny poziom amortyzacji EBIT wzrósł jeszcze szybciej (prawie +40% r/r).

Z drugiej strony lekkim rozczarowaniem były rezultaty części detalicznej. Chociaż segment osiągnął 12% dynamikę przychodów (oraz najwyższy od wielu kwartałów wskaźnik LFL = 11,3%), to wynik EBITDA oraz EBIT były na porównywalnym poziomie. Zgodnie z komentarzem zarządu wynikało to zarówno z kosztów poniesionych w związku z dostosowaniem biznesu do wpływu koronawirusa (ok. 9,7 mln zł), jak i wzrostu wynagrodzeń.

Większa strata r/r w segmentach Projekty oraz Inne wynikała odpowiednio z inwestycji w nowe, jeszcze niedochodowe projekty (Duży Ben, Kontigo, abc na kołach) oraz wzrostu kosztów wynagrodzeń i marketingu.

Większa strata na poziomie netto nie przełożyła się na tendencje jeżeli chodzi o generowaną przez Eurocash gotówkę. Cash flow z działalności operacyjnej poprawił się z -133,9 do -39,6 mln zł (I kwartał sezonowo słaby) głównie za sprawą poprawy rotacji zobowiązań i należności. W efekcie wskaźnik długu netto/EBITDA spadł z 3,3x do 3,2x (z 1,8x do 1,7x przed MSSF16).

#### **Poniżej przedstawiamy najważniejsze informacje przedstawione w trakcie konferencji wynikowej:**

- 2Q: w ujęciu r/r sprzedaż w okolicach Wielkanocy była słabsza r/r, natomiast zbliżona w poszczególnych dniach podczas weekendu majowego, przy czym był on krótszy r/r co, wraz z gorszą pogodą, negatywnie przełożyło się na sprzedaż. Wg prezesa sprzedaż w całym kwartale (z wyłączeniem dotkniętych obostrzeniami biznesów odpowiadających za ok. 200 mln zł obrotów miesięcznie).
- Zarząd oczekuje, iż w części detalicznej wyniki poprawią się w kolejnych kwartałach – dopiero 1Q'20 był pierwszym okresem po zakończeniu procesu restrukturyzacji, a spółka pracuje m.in. nad ujednoczeniem asortymentu, strategią cenową oraz marketingiem. Ponadto mniejsze q/q mogą być koszty związane z dostosowaniem sklepów do obostrzeń sanitarnych.
- Po 2Q'20 zrewidowany ma być plan otwarcia nowych sklepów i rozwoju franczyzy.
- W części hurtowej wysoka sprzedaż LFL to nie tylko efekt zakupów na zapas związanych z epidemią koronawirusa. Wg zarządu dobre wskaźniki były przez cały kwartał oraz utrzymują się także w kwietniu. Przy czym niewiadomą jest jak długo potrwa tendencja wzrostu cen alkoholu (wpływ akcyzy) oraz papierosów (strategia cenowa dostawców).
- Spółka nie dostrzega problemów z wpływem koronawirusa na ściągalność należności oraz dostępność pracowników.
- Frisco: przy obecnych zwiększonych obrotach spółka jest bliska osiągnięcia break-even, a nowy magazyn działa na pełnym wykorzystaniu mocy, jednakże niewiadomą jest jak długo ta sytuacja utrzyma się. Eurocash będzie konsolidować wyniki Frisco od 3Q'20.
- Dywidenda: intencją zarządu jest wypłata dywidendy z uwagi na dobrą sytuację finansową, przy czym ze względu na dużą niepewność rynkową rekomendacja odnośnie podziału zysku zostanie ogłoszona w ostatnim możliwym momencie przed WZA.



## KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
<b>Michał Krajczewski, CFA</b>	<b>22 507 52 91</b>	<a href="mailto:michal.krajczewski@bnpparibas.pl">michal.krajczewski@bnpparibas.pl</a>
Adam Anioł, CFA	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bnpparibas.pl">adam.aniol1@bnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak, CFA	22 507 52 92	<a href="mailto:szymon.nowak@bnpparibas.pl">szymon.nowak@bnpparibas.pl</a>
Lukas Cinikas	22 507 52 94	<a href="mailto:lukas.cinikas@bnpparibas.pl">lukas.cinikas@bnpparibas.pl</a>

Zespół Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
<b>Maciej Sokółowski</b>	<b>22 578 57 68</b>	<a href="mailto:maciej.sokolowski@bnpparibas.pl">maciej.sokolowski@bnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bnpparibas.pl">marcin.rzany@bnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bnpparibas.pl">monika.dudek@bnpparibas.pl</a>
Artur Sulejewski	22 566 97 04	<a href="mailto:artur.sulejewski@bnpparibas.pl">artur.sulejewski@bnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bnpparibas.pl">s.orzechowski@bnpparibas.pl</a>
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	<a href="mailto:lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl">lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl</a>
Adrian Cieślak	22 578 57 69	<a href="mailto:adrian.cieslak@bnpparibas.pl">adrian.cieslak@bnpparibas.pl</a>

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
<b>Marek Jaczewski</b>	<b>22 329 43 53</b>	<a href="mailto:marek.jaczewski@bnpparibas.pl">marek.jaczewski@bnpparibas.pl</a>
Paulina Sołdaj	22 566 97 32	<a href="mailto:paulina.soldaj@bnpparibas.pl">paulina.soldaj@bnpparibas.pl</a>
Ewa Drózdź	22 368 92 50	<a href="mailto:ewa.drozdz@bnpparibas.pl">ewa.drozdz@bnpparibas.pl</a>
Michał Osiecki	22 566 97 34	<a href="mailto:michal.osiecki@bnpparibas.pl">michal.osiecki@bnpparibas.pl</a>
Damian Sienko	--	<a href="mailto:damian.sienko@bnpparibas.pl">damian.sienko@bnpparibas.pl</a>
Beata Skórka-Bydgoska	--	<a href="mailto:beata.skora-bydgoska@bnpparibas.pl">beata.skora-bydgoska@bnpparibas.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 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





## NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie Banku BNP Paribas S.A. z siedzibą w Warszawie przy ulicy Twardej 18 (dalej: BM) prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów BM.

Raport jest udostępniany klientom bezpłatnie, 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. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Przedstawione prognozy (w szczególności dotyczące cen akcji, wyników finansowych przedsiębiorstw, wskaźników finansowych) są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM. i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. BM 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 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 jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia jego sporządzenia 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. jest zabronione.

BM 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 jest strata z inwestycji.

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 a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w art. 5 i 6 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku.

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 BNP Paribas Bank Polska S.A
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

W celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym sporządzania rekomendacji, BM stosuje rozwiązania organizacyjne, administracyjne oraz bariery informacyjne polegające na fizycznym wydzieleniu pomieszczeń BM od pozostałych pomieszczeń Banku oraz kontrolowaniu dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane są rekomendacje. Analityków sporządzających rekomendacje obowiązuje dochowanie tajemnicy zawodowej oraz nieujawnianie informacji poufnych. Spółka nie posiada akcji BNP Paribas Bank Polska S.A. w wysokości przekraczającej 5% wyemitowanego kapitału podstawowego ogółem oraz na jej rzecz nie są świadczone usługi inwestycyjne, a podmioty powiązane z BNP Paribas Bank Polska S.A nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie zostały udostępnione emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Rekomendacja nie podlega ograniczeniom w zakresie rozpowszechniania, jest przekazywana klientom BM poprzez pocztę elektroniczną oraz jest zamieszczona na stronie internetowej BNP Paribas Bank Polska SA. Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

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

„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: [https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)

