

piątek, 24 kwietnia 2015 | raport analityczny

## Jeronimo Martins: redukuje (nowa)

**JMT PL; JMT.LS | Handel, Portugalia**

### Czas złapać oddech

Po wzroście ceny akcji Jeronimo Martins o 40% YTD, Spółka jest wyceniona z 41% premią do grupy porównawczej na EV/EBITDA'15 oraz 20% premią na P/E'15. Uważamy, że tak wysoka kapitalizacja JMT nie znajduje uzasadnienia ze względu na: 1) ograniczenie tempa rozwoju sieci Biedronka do 4,7% 2014-17P CAGR (vs. 11,9% 2010-14 CAGR); 2) oczekiwane obniżenie rentowności EBITDA sieci Biedronka do odpowiednio 6,6% oraz 6,7% w latach 2015/16 (vs. 7,8%/6,8% w latach 2013/14); 3) presji na wynik EBITDA z tytułu rozwijania sieci Hebe oraz Ara. Wszystkie te czynniki powinny przełożyć się na niższą dynamikę wzrostu EBITDA (7,9% 2014-17P CAGR vs. 15,7% 2010-13 CAGR). Biorąc pod uwagę zmniejszenie tempa poprawy wyników JMT oraz brak perspektyw powrotu do wysokiej dynamiki w krótkim terminie, uważamy że obecna wycena Spółki nie jest uzasadniona. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla JMT z zaleceniem inwestycyjnym redukcji oraz ceną docelową 10,70 EUR/akcję (8,4% potencjał spadku).

### Powrót do wysokich wzrostów wyników możliwy po roku 2017

JMT ograniczyło plany dotyczące rozwoju sieci Biedronka, jednocześnie stawiając na rozwój sieci drogerii Hebe w Polsce oraz dyskontów Ara w Kolumbii. Wpływ obydwu biznesów na wyniki Spółki można rozpatrywać w perspektywie średnio-długoterminowej. W latach 2015-17 oczekujemy negatywnej presji na wynik EBITDA Grupy z tytułu nowych biznesów na średniorocznym poziomie 56 mln EUR. Wydatki na rozwój Hebe oraz Ara będą jednym z czynników wpływających na spadek dynamiki zysku netto z 33,9% 2010-13 CAGR do 14,4% 2014-17P CAGR.

### Stopniowe zwiększanie efektywności sprzedaży

Modernizacja sklepów, zwiększenie oferty produktowej, mniejsza presja ze strony deflacji cen żywności (od 2H'15) i pozytywny wpływ spadku kursu EURPLN powinny przełożyć się na 8,5% 2014-17P CAGR wzrostu przychodów w sieci Biedronka (vs. 17% 2010-13 CAGR). Pozwoli to Spółce zbliżyć się do celu strategicznego 11 mld EUR w 2017 roku z przychodami na poziomie 10,78 mld EUR. Oczekujemy, że sklepy sieci powinny pokazać mocną poprawę efektywności sprzedaży/średnią ilość mkw., która dla lat 2015-17 będzie kształtować się na poziomach: 0,4%/2,0%/1,5% w PLN (3,6%/3,5%/1,5% w EUR).

### Zbyt wysoka premia do grupy porównawczej

Uważamy, że po wzroście kursu JMT o 40% od początku roku, poprawa wyników sprzedażowych sieci Biedronka jest już zdyskontowana. Spółka jest obecnie wyceniana 0-8,6% i 2-7% powyżej 3-letniej średniej historycznej premii do grupy porównawczej na EV/EBITDA'15-16 i P/E'15-16. Ponadto poziom 22,4x wskaźnika 12M blended forward P/E jest bliski 8-letniemu maksimum, które Spółka osiągnęła w połowie 2013 roku (sieć Biedronka raportowała wtedy znacznie wyższe niż obecnie tempo rozwoju). Biorąc pod uwagę zmniejszenie dynamiki wzrostu wyników w kolejnych okresach, uważamy że tak wysoka premia w wycenie nie jest uzasadniona.

| (mln EUR)    | 2013     | 2014     | 2015P    | 2016P    | 2017P    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Przychody    | 11 829,3 | 12 680,0 | 13 745,9 | 14 689,5 | 15 485,9 |
| EBITDA       | 777,0    | 732,0    | 774,3    | 846,1    | 945,1    |
| marża EBITDA | 6,6%     | 5,8%     | 5,6%     | 5,8%     | 6,1%     |
| EBIT         | 525,0    | 448,5    | 479,4    | 542,9    | 628,1    |
| Zysk netto   | 382,3    | 301,4    | 328,6    | 381,9    | 451,1    |
| DPS (EUR)    | 0,3      | 0,3      | 0,2      | 0,3      | 0,3      |
| P/E          | 19,2     | 24,4     | 22,4     | 19,2     | 16,3     |
| P/CE         | 11,6     | 12,6     | 11,8     | 10,7     | 9,6      |
| P/BV         | 5,3      | 5,3      | 4,6      | 4,0      | 3,5      |
| EV/EBITDA    | 10,2     | 10,8     | 10,1     | 9,2      | 8,1      |
| DYield       | 2,9%     | 2,8%     | 2,1%     | 2,2%     | 2,6%     |

|                               |               |
|-------------------------------|---------------|
| Cena bieżąca                  | 11,68 EUR     |
| Cena docelowa                 | 10,70 EUR     |
| Kapitalizacja                 | 7 347 mln EUR |
| Free float                    | 2 850 mln EUR |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 34,97 mln EUR |

### Struktura akcjonariatu

|                                                   |        |
|---------------------------------------------------|--------|
| Sociedade Francisco Manuel dos Santos, SGPS, S.A. | 57,73% |
| Aberdeen Asset Managers Limited                   | 5,00%  |
| Heerema Holding Company Inc.                      | 5,00%  |
| Pozostali                                         | 32,27% |

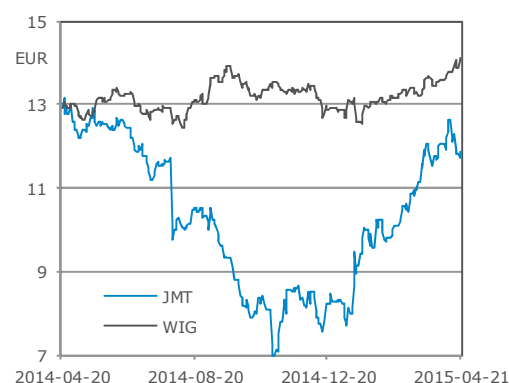
### Strategia dotycząca sektora

Wyniki podmiotów zajmujących się dystrybucją produktów FMCG są pod wyraźną presją deflacji cen żywności utrzymującej się od 2H'14. Ponadto, mocne inwestowanie w ceny przez podmioty na rynku przekłada się na obniżenie rentowności. Oczekujemy, że pojawienie się dodatniej dynamiki cen żywności w 2H'15 powinno pozytywnie odbić się na wynikach spółek z sektora.

### Profil spółki

Jeronimo Martins tworzy grupę podmiotów zajmujących się dystrybucją oraz sprzedażą żywności i innych towarów. Grupa prowadzi działalność w Polsce (pozycja lidera z siecią dyskontową Biedronka), w Portugalii (pozycja lidera z siecią supermarketów Pingo Doce oraz siecią cash&carry Recheio) oraz w Kolumbii (rozwój sieci Ara).

### Kurs akcji Jeronimo Martins na tle WIG



2014-04-20 2014-08-20 2014-12-20 2015-04-21

### Analityk:

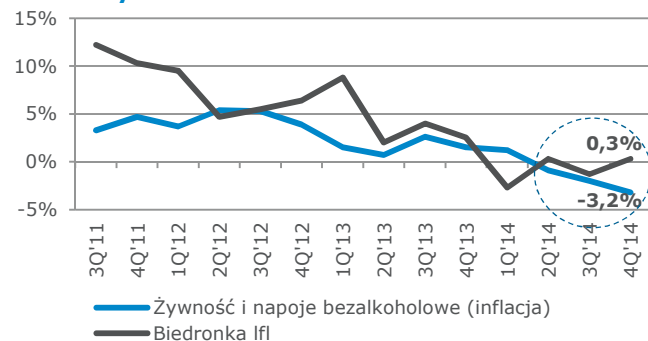
Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
piotr.bogusz@mdm.pl

## Ambitny cel przychodowy Biedronki

### Spowolnienie tempa rozwoju sieci...

Pod koniec 2014 roku Spółka Jeronimo Martins (JMT) ogłosiła, że odchodzi od strategii intensywnej ekspansji sklepów sieci Biedronka, ograniczając nowe otwarcia z 200-250 sklepów rocznie do około 100 sklepów rocznie (z czego 80% ma być otwieranych w większych miastach). Ponadto JMT planuje zmodernizować wygląd istniejących placówek (przebudowanie działów) oraz wprowadzić do obrotu większą ilość produktów (obecnie spółka powiększyła ofertę o około 100 SKU/sklep (ang. stock keeping unit) do 1100 SKU/sklep, a w planach jest osiągnięcie 1300 SKU/sklep). Pierwsze efekty pozytywnego wpływu wdrożenia nowej strategii można było zobaczyć w wynikach sprzedażowych za 4Q'14, gdzie Biedronka zanotowała 0,3% dodatniej sprzedaży porównywalnej (podczas gdy ceny żywności spadały 3,2% R/R).

### Sprzedaż porównywalna Biedronki vs. inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych w ujęciu kwartalnym

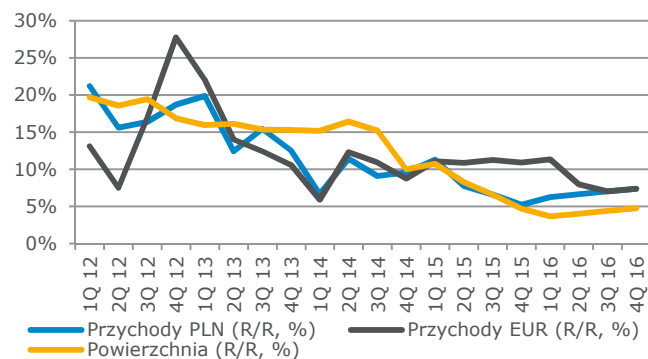


Źródło: JMT, GUS, Dom Maklerski mBanku

### ... oraz skupienie się na zwiększeniu efektywności sprzedaży/mkw...

Uważamy, że kontynuacja podjętych działań powinna pozytywnie wpłynąć na generowaną **sprzedaż/średnią ilość mkw. w PLN, którą szacujemy na +0,4% R/R w 2015 roku** (pomimo deflacji cen żywności utrzymującej się w 1H'15) vs. -2,9% w 2014 roku. Oczekujemy również, że **wskaźnik ten powinien wynieść 2,0%/1,5% w latach 2016/17P**. Biorąc pod uwagę spowolnienie tempa ekspansji oczekujemy, że dynamika wzrostu przychodów przewyższy tempo otwierania nowej powierzchni sprzedażowej w średnim terminie.

### Biedronka: dynamika wzrostu przychodów (R/R) vs. dynamika wzrostu powierzchni handlowej (R/R)

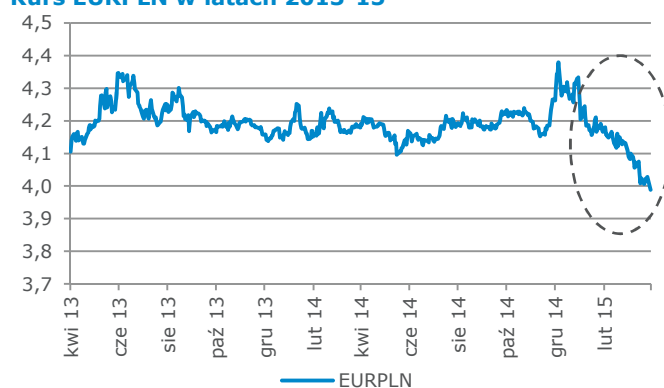


Źródło: JMT, Dom Maklerski mBanku

### ...połączone z pozytywnym wpływem dewaluacji kursu EUR...

W 2014 roku działalność prowadzona w ramach sieci Biedronka (rozliczana w PLN) odpowiadała za 66,5% całkowitych przychodów oraz 78,2% EBITDA (całkowita EBITDA'14 wyniosła 733 mln EUR). **W 1Q'15 średni kurs EURPLN wyniósł 4,19**, natomiast od początku kwietnia kurs wymiany utrzymuje się w okolicach 4,0 EURPLN (osłabienie waluty efektem wprowadzenia luzowania ilościowego przez ECB). **W naszych szacunkach przyjęliśmy kurs wymiany na poziomie 4,0 EURPLN od 2Q'15**, co pozytywnie wpłynie na wyniki osiągnięte przez Biedronkę. Potencjalne dalsze osłabienie się kursu EURPLN może być pozytywnym zaskoczeniem dla naszych szacunków.

### Kurs EURPLN w latach 2013-15

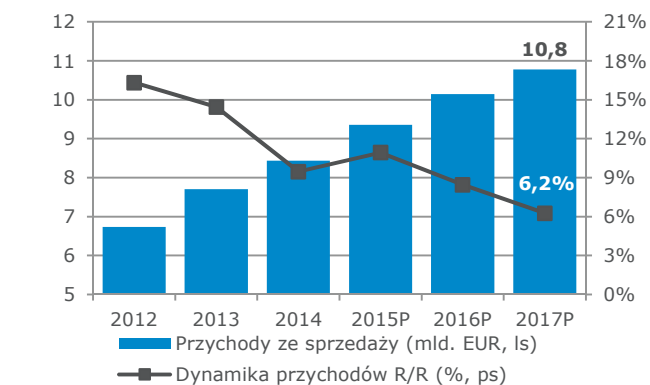


Źródło: JMT, Dom Maklerski mBanku

### ...nie wystarczą, aby osiągnąć 11 mld EUR przychodu w 2017 roku

Biorąc pod uwagę spowolnienie tempa otwarcia nowych sklepów Biedronki oraz utrzymującą się presję deflacyjną w cenach żywności w 1H'15, uważamy osiągnięcie 9,3% 2014-17P CAGR przychodów przy 4,7% 2014-17P CAGR przyrostu powierzchni sprzedażowej za trudny do osiągnięcia. W naszych szacunkach zakładamy średnioroczny wzrost przychodów na poziomie 8,5% w latach 2014-17P (powyżej dynamiki wzrostu powierzchni sprzedażowej), co pozwoli na wygenerowanie **10,78 mld EUR przychodów 2017P roku**.

### Biedronka: przychody ze sprzedaży vs. dynamika przychodów



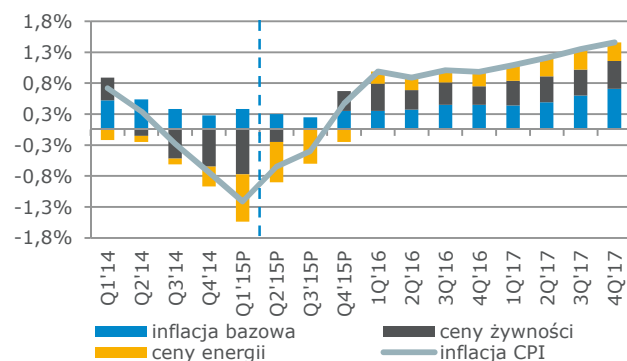
Źródło: JMT, Dom Maklerski mBanku

## Niskie tempo poprawy wyników nie uzasadnia bieżącej wyceny rynkowej

### Stopniowe zwiększanie rentowności w Biedronce

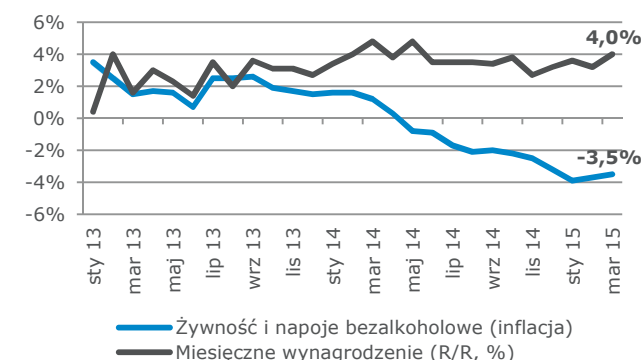
Istotny spadek rentowności na poziomie EBITDA w Biedronce był efektem negatywnej presji deflacji cen żywności, agresywnej polityki cenowej oraz utrzymującej się inflacji kosztowej (głównie kosztów wynagrodzeń). Wynikiem kombinacji tych czynników był spadek marży EBITDA 1p.p. R/R do 6,8% w 2014 roku. Powołując się na szacunki opublikowane przez NBP, oczekujemy utrzymania się negatywnej dynamiki cen w 1H'15, co będzie wywierało negatywny wpływ na wyniki oraz rentowność Biedronki w tym okresie.

### Dekompozycja inflacji w ujęciu kwartalnym w latach 2014-17P



Wartość inflacji cen żywności podana w projekcji NBP jest znacznie poniżej dynamiki wzrostu wynagrodzeń R/R (wartość 3,5% w marcu 2015). Wzrostu rentowności Biedronki można szukać w zwiększeniu efektywności sprzedaży/mkw. wynikającej z poszerzenia oferty produktowej oraz sprzedaży wysokomarżowych ekskluzywnych marek własnych. Mając na uwadze negatywny wpływ spadku cen żywności w 2015 roku oczekujemy dalszego **obniżenia się marży EBITDA Biedronki o 0,2p.p. do 6,6% w 2015 roku** (o 0,1p.p. powyżej minimalnego poziomu wyznaczonego przez zarząd na poziomie 6,5%). W kolejnych latach oczekujemy stopniowej poprawy **marży EBITDA do poziomu 6,7%/6,9% w latach 2016/17P.**

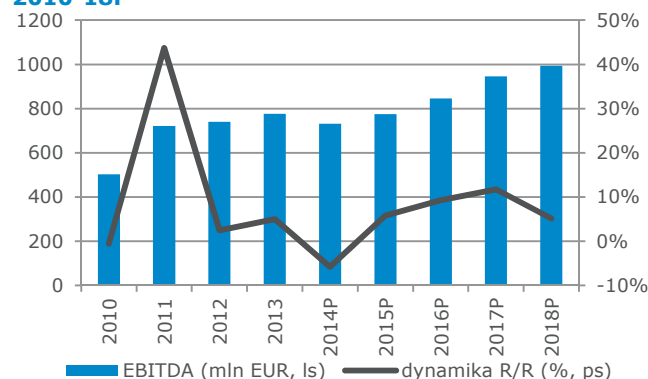
### Dynamika wzrostu wynagrodzeń R/R vs. inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych R/R w ujęciu miesięcznym



## Wzrost EBITDA JMT w tempie 7,9% 2014-18P CAGR...

Oczekujemy, że w wyniku stopniowej poprawy rentowności Biedronki, **JMT będzie w stanie poprawić wynik EBITDA w tempie 7,9% CAGR 2014-18P**, co jest znacznie wolniejszym tempem niż średnioroczna dynamika 15,7% zanotowana w latach 2010-13. Spowolnienie jest przede wszystkim efektem spowolnienia w ekspansji sieci Biedronka oraz negatywnej kontrybucji do wyniku biznesu kolumbijskiego oraz sieci Hebe.

### JMT: EBITDA oraz dynamika EBITDA R/R w latach 2010-18P



## ...co sprawia, że obecna wycena na EV/EBITDA nie jest uzasadniona

Mocny wzrost ceny akcji od początku roku przy jednoczesnym utrzymaniu relatywnie niezmiennych prognoz EBITDA'16, wywindowało wskaźnik EV/EBITDA spółki do 9,2x. Jest to wartość znacznie odbiegająca średniego poziomu i naszym zdaniem w świetle spowolnienia dynamiki wyników jest ona nieuzasadniona.

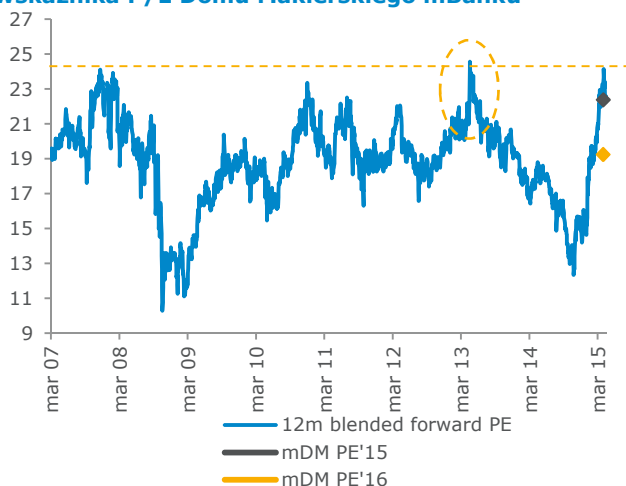
### Wskaźnik EV'EBITDA'16



## Wycena P/E na jednym z najwyższych poziomów

Podobnie jak w przypadku wskaźnika EV/EBITDA, nie widzimy uzasadnienia w tak wysokiej wycenie na wskaźniku P/E. Oczekujemy, że **dynamika zysku netto zmniejszy się z 33,9% 2010-13 CAGR do 12,7% 2014-18P CAGR**. Według naszych prognoz spółka powinna być wyceniona na wskaźnikach 22,4x PE'15 oraz 19,2x PE'16. Ostatni raz tak wysoka wartość wskaźnika została odnotowana w maju 2013 roku, gdy spółka zapowiadała osiągnięcie poziomu 3000 sklepów Biedronka na koniec 2015 roku, a sieć polskich dyskontów zaraportowała +8,8% sprzedaży porównywalnej w 1Q'13.

### Wskaźnik P/E 12M blended forward oraz szacunki wskaźnika P/E Domu Maklerskiego mBanku



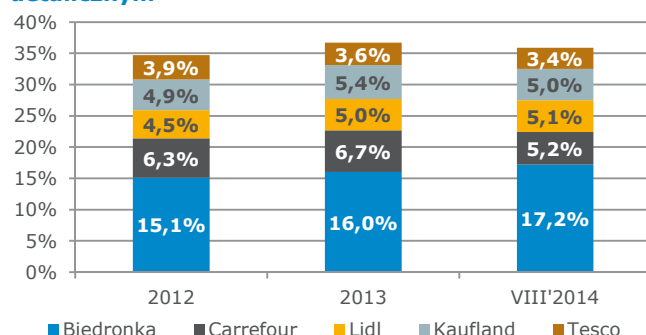
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## W średnim okresie Biedronka jest odpowiednio spozycjonowana na poprawę wyników

### Lider na polskim rynku...

Przewagę na tle konkurencji Biedronka potwierdza poprzez uzyskiwanie coraz większego udziału w rynku pomimo trudnego dla działalności środowiska deflacyjnego. Sieć powiększyła swój udział w rynku detalicznym o 1,1p.p. R/R do 16,9% w grudniu 2014. Było to możliwe z jednej strony dzięki utrzymywaniu mocnego tempa wzrostu placówek (+8,1% R/R na koniec 2014 roku) oraz ciągłej modernizacji sklepów.

### Udziały 5 największych graczy na polskim rynku detalicznym

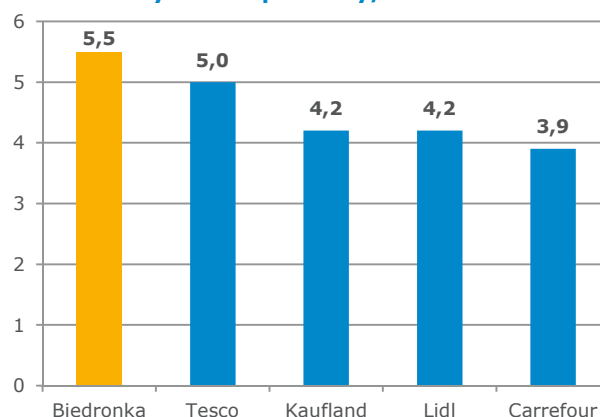


Źródło: GfK, Dom Maklerski mBanku

## ...z największą ilością sklepów w swoim segmencie i bezkonkurencyjną efektywnością sprzedaży/mkw...

Znaczący udział w rynku ma odzwierciedlenie w ilości placówek działających pod szyldem sieci. Biedronka zarządzała 2587 sklepami na koniec 2014 roku, co znacznie przewyższa liczbę sklepów zarządzanych przez Tesco (ponad 460), Carrefour (około 700), Lidl (ponad 520) oraz Kaufland (około 180). Ponadto pomimo największej sieci sprzedaży, Biedronka generuje również bezkonkurencyjny wynik jeśli chodzi o roczną sprzedaż/mkw., która wyniosła 5,5 tys. EUR w 2013 roku.

### Roczna efektywność sprzedaży/mkw. w 2013 roku

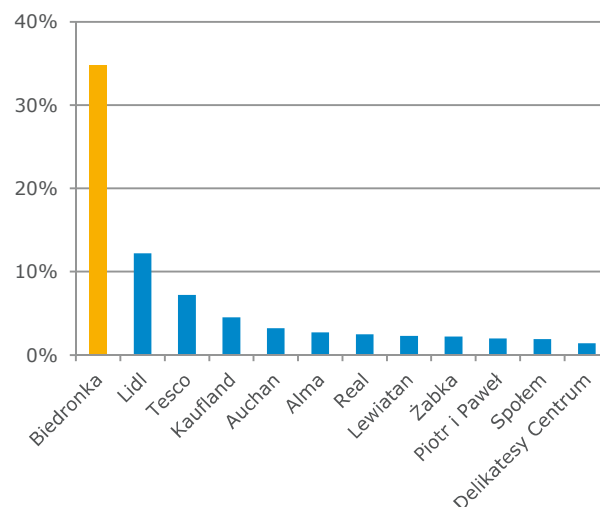


Źródło: Planet Retail, Dom Maklerski mBanku

## ...cieszący się zaufaniem konsumentów

W badaniu przeprowadzonym przez Reader's Digest, Biedronka od kilku lat zajmuje pierwsze miejsce w rankingu na markę godną zaufania. W wynikach raportu za 2014 rok na Biedronkę wskazało 34,8% respondentów, podczas gdy drugi w kolejności Lidl uzyskał 12,2%. Utrzymanie pozycji lidera w badaniu wskazuje na słuszność przyjętej przez Jeronimo Martins strategii rozwoju sieci i jest dobrym prognostykiem na przyszłe okresy.

### Wyniki badania „Marka godna zaufania” w 2014 roku



Źródło: Reader's Digest, Dom Maklerski mBanku



## Koszty rozwoju nowych biznesów negatywnie wpłyną na osiągnięte wyniki

### Sieć Hebe ma być rentowna do 2017P roku

W maju 2011 roku JMT otworzyło pierwszy sklep sieci drogerii Hebe. Na koniec 2014 roku biznes powiększył się o 18 nowych lokalizacji do 119 placówek (wliczając 4 apteki „Apteka na Zdrowie”). Sklepy sieci skupiają się na oferowaniu artykułów kosmetycznych w konkurencyjnych cenach. W 2014 roku sieć biznes wygenerował 87 mln EUR przychodów. W najbliższym okresie JMT chce się skoncentrować na restrukturyzacji Hebe (w tym celu została wzmocniona kadra zarządcza Hebe) oraz dalszej ekspansji (szacujemy wzrost sieci sprzedaży o 10 placówek rocznie). W naszych szacunkach przyjmujemy, że sieć **Hebe osiągnie rentowność na poziomie EBITDA w 2017 roku (2,3 mln EUR)**. Sieć sprzedaży powinna rosnąć w tempie 9% 2014-17P CAGR.

### Kolumbijski biznes ważny dla wyceny dopiero w długim terminie

Przy okazji ogłaszania strategii JMT w 2011 roku, spółka poinformowała o planach ekspansji na kolumbijskim rynku z siecią sklepów Ara. Pomimo że pierwsze 36 sklepów pojawiło się w 2013 roku, to właśnie 2014 rok był jednym z ważniejszych okresów dla rozwoju sieci sprzedaży. W 2014 roku JMT włożyło wiele wysiłku w dostosowanie konceptu placówek do potrzeb lokalnych konsumentów (m.in. poprzez poszerzenie oferty produktowej). Ponadto spółka opierała swoje działania na stworzeniu sobie opinii lidera cenowego, poprzez akcje promocyjne i mocne inwestowanie we własne marki. W 2014 roku Ara kontynuowała intensywną ekspansję poprzez dodanie 50 nowych placówek, notując w sumie 86 sklepów na koniec 2014 roku. Należy wspomnieć, że 2014 rok był okresem umacniania relacji z lokalnymi dostawcami (w ramach polityki JMT 95% sprzedawanych marek własnych jest wytworzona na lokalnym rynku).

W 2015 roku ma zostać ukończone drugie centrum dystrybucyjne, dzięki któremu JMT będzie mogło rozwijać sieć sklepów Ara w drugim regionie położonym u wybrzeży oceanu (pierwszy region to okolice miast Pereira, Cartago oraz Armenia). **Zakładamy, że spółka będzie otwierała średnio 65 sklepów rocznie w latach 2015-18.** Przyjmujemy, że biznes ten osiągnie rentowność na poziomie EBITDA w 2019 roku. Rozwój nowych biznesów (Hebe + Ara) powinien generować stratę na EBITDA na średniorocznym poziomie 56 mln EUR w latach 2015-17P.

## Wyniki za 1Q'15

### Dalsza presja deflacji cen żywności na wyniki sprzedażowe...

Według odczytów GUS inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych w Polsce R/R w I-III'2015 roku wyniosła odpowiednio -3,9%, -3,7% oraz -3,5%, co oznacza pogłębienie się spadków z poziomu zanotowanego w grudniu 2014 roku (-3,2%). Szacujemy, że konsekwentne realizowanie założeń nowej strategii, wprowadzanie nowych produktów oraz efekt kalendarzowy związany ze świętami wielkanocnymi wpłynie na **4,5% R/R wzrostu**

**wolumenowego sprzedaży sieci Biedronka w 1Q'15.** Oczekujemy, że **deflacja cen żywności oraz napojów bezalkoholowych powinna wynieść -3,7% R/R w 1Q'15**, co przy szacunkach wyższej dynamiki sprzedaży wolumenowej powinno przełożyć się na zaraportowanie pozytywnej sprzedaży porównywalnej w sieci Biedronka w 1Q'15. W podziale na segmenty oczekujemy **dynamiki sprzedaży/średnią ilość mkw. R/R o odpowiednio 0,3%, 1,0% oraz 1,0% dla Biedronki, Pingo Doce oraz Recheio**. W rezultacie oczekujemy wzrostu całkowitej sprzedaży do 3 161 mln EUR w 1Q'15 (+8,5% R/R).

### ...przy jednoczesnym obniżeniu rentowności w wyniku działalności promocyjnej i inflacji kosztów

Oczekujemy **spadku marży brutto na sprzedaży o 0,14p.p. do 21,24% w 1Q'15**, wynikającego ze wzmożonej działalności promocyjnej. Po stronie SG&A nadal widzimy presję ze strony wzrostu kosztów wynagrodzeń, która tylko częściowo została złagodzona przez niższe ceny logistyki. Oczekujemy utrzymania się wyższej dynamiki wzrostu SG&A (+9,13% R/R) vs. dynamika wzrostu przychodów (+8,54% R/R). **Całkowite koszty SG&A szacujemy na 580 mln EUR w 1Q'15.** Uwzględniając te czynniki, prognozujemy **spadek marży EBIT do 2,89% w 1Q'15** (vs. 3,13% w 1Q'14) oraz **marży EBITDA do 5,04% w 1Q'15** (vs. 5,42% w 1Q'14). Jednocześnie oczekujemy **spadku marży EBITDA w sieci Biedronka do około 5,9% w 1Q'15** (sezonowo jest to najgorszy kwartał sieci zarówno pod względem przychodów jak i rentowności). Na poziomie skonsolidowanym, spółka powinna zaraportować **91,5 mln EUR EBIT w 1Q'15 (+0,4% R/R)**.

Koszty finansowe powinny się obniżyć do -6 mln EUR w 1Q'15 z (vs. -7,8 mln EUR w 4Q'14) w wyniku mniejszych kosztów obsługi zadłużenia. Do wyliczenia podatku przyjmujemy stopę podatkową w wysokości 25%, co powinno wygenerować 21,4 mln EUR podatku. Po odliczeniu zysku wypłaconego udziałowcom mniejszościowym (szacujemy 3,3 mln EUR w 1Q'15) **zysk netto powinien wynieść 60,8 mln EUR w 1Q'15 (-2,5% R/R)**.

## Prognozy finansowe

### Zmniejszenie dynamiki przychodów

Wzrost sprzedaży w 2015 roku sieci Biedronka będzie funkcją dwóch czynników: i) ograniczenia tempa nowych otwarć; ii) osłabienia się kursu EUR względem PLN. Oczekujemy **wzrostu przychodów polskiej sieci o 11%/8,4% R/R w latach 2015-16P do R/R do 9,4%/10,1 mld EUR**. Ponadto szacujemy, że Biedronka osiągnie 10,8 mld EUR 2017P, co jest poziomem nieco poniżej celu przychodowego wyznaczonego w strategii. Oczekujemy, że **dynamika średniorocznej sprzedaży spadnie z 15,1% CAGR w latach 2010-14 do 8,5% CAGR w latach 2014-17P**.

W sieci **Pingo Doce** oczekujemy spowolnienia dynamiki generowanej sprzedaży **z 4,1% 2010-14 CAGR do 2,9% 2014-17P CAGR**. W naszych założeniach sieć dystrybucji **Recheio** będzie rosła w stabilnym tempie **1,0% 2014-17P CAGR**.

Na poziomie **Grupy, dynamika sprzedaży powinna się zmniejszyć z 10,8% 2010-13 CAGR do 6,9% 2014-17P CAGR**. Oczekujemy, że spółka zaraportuje 13,7 mld EUR w 2015 roku (+8,4% R/R) oraz 14,7 mld EUR w 2016 roku (+6,9% R/R)

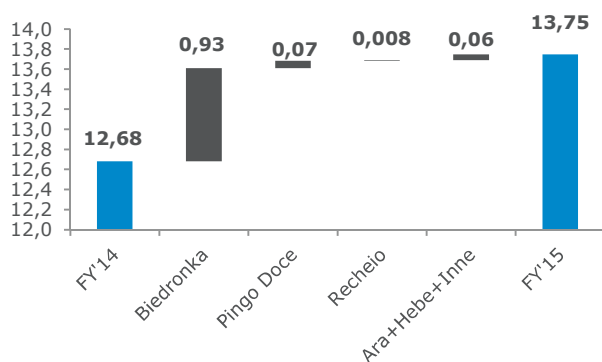
#### Przychody w podziale na segmenty w latach 2014-18P

| (mln EUR)    | 2014          | 2015P         | 2016P         | 2017P         | 2018P         |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Biedronka    | 8 432         | 9 362         | 10 144        | 10 778        | 11 339        |
| Pingo Doce   | 3 234         | 3 306         | 3 412         | 3 521         | 3 590         |
| Recheio      | 799           | 807           | 815           | 823           | 831           |
| Hebe+Ara     | 153           | 208           | 255           | 299           | 343           |
| Pozostałe    | 62            | 63            | 63            | 64            | 65            |
| <b>Razem</b> | <b>12 680</b> | <b>13 746</b> | <b>14 689</b> | <b>15 486</b> | <b>16 169</b> |

Źródło: JMT, Dom Maklerski mBanku

Oczekujemy, że W 2015 roku **największy udział we wzroście przychodów będzie miała sieć Biedronka (+930 mln EUR)**, następnie segment Pingo Doce (+72 mln EUR), a dopiero na trzecim miejscu Ara+Hebe z kontrybucją 56 mln EUR. Szacujemy, że **przychody JMT będą rosły w średniorocznym tempie 6,9% w latach 2014-17P**.

#### Dekompozycja sprzedaży w 2015 roku (mld EUR)



Źródło: JMT, Dom Maklerski mBanku

#### Spowolnienie tempa ekspansji

W prognozach przyjmujemy wzrost sieci **Biedronka na poziomie 100 sklepów rocznie w latach 2014-17** (zgodnie z założeniami strategii spółki). W latach **2018-20 zakładamy spadek tempa ekspansji do 60 sklepów rocznie**. W segmencie **Pingo Doce** oczekujemy stabilizacji sieci sprzedaży spowodowanej z relatywnie dużym nasyceniem rynku i zakładamy wzrost sieci sprzedaży o **5 sklepów rocznie w latach 2015-17**. W przypadku Recheio oczekujemy utrzymania obecnej ilości centrów dystrybucyjnych. W prognozach nowych biznesów przyjmujemy wzrost sieci sklepów Hebe i Ara o odpowiednio 12 placówek oraz 65 placówek rocznie w latach 2014-17.

#### Liczba placówek sprzedażowych na koniec roku

|            | 2014  | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Biedronka  | 2 587 | 2 682 | 2 782 | 2 882 | 2 942 |
| Pingo Doce | 380   | 385   | 390   | 395   | 399   |
| Recheio    | 41    | 41    | 41    | 41    | 41    |
| Ara        | 86    | 151   | 216   | 281   | 346   |
| Hebe       | 119   | 131   | 143   | 155   | 167   |

Źródło: JMT, Dom Maklerski mBanku

Presja deflacyjna utrzymująca się na podstawowych rynkach działalności JMT będzie wywierała presję na efektywność sprzedaży/mkw. (liczoną jako sprzedaż w okresie podzieloną przez średnią ilość mkw.). Szacujemy, że dzięki poszerzaniu oferty produktowej, zmniejszeniu tempa ekspansji oraz modernizacji sklepów sieć **Biedronka poprawi sprzedaż/mkw. w PLN o 0,4%/2,0% w latach 2015/16P (3,6%/3,5% w EUR)**. W Pingo Doce oczekujemy wzrostu sprzedaży/mkw. o 1,2% i 2% w latach 2015 i 2016. Dla Recheio wskaźnik sprzedaży/mkw. powinien oscylować w granicach 1,0-1,2% w latach 2015-17.

#### Sprzedaż/mkw. w podziale na segmenty w latach 2014-18P

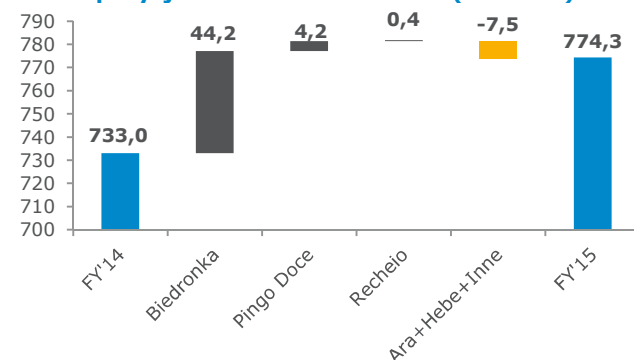
|                 | 2014  | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Biedronka (EUR) | -2,7% | 3,6%  | 3,5%  | 1,5%  | 1,3%  |
| Biedronka (PLN) | -2,9% | 0,4%  | 2,0%  | 1,5%  | 1,3%  |
| Pingo Doce      | 0,7%  | 1,2%  | 2,0%  | 2,0%  | 1,0%  |
| Recheio         | -0,5% | 1,2%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  |

Źródło: JMT, Dom Maklerski mBanku

#### Rentowność pod presją w 2015 roku...

Dalsze inwestowanie w ceny przez sieć Biedronka oraz prowadzenie działalności w środowisku spadku cen żywności przy jednoczesnej inflacji kosztów negatywnie wpłynie na marżę EBITDA segmentu. Oczekujemy **spadku rentowności Biedronki o 0,2p.p. R/R do 6,6% w 2015 roku**. Oczekujemy utrzymania się podobnej rentowności R/R w biznesie Pingo Doce oraz Recheio. Szacujemy, że JMT zaraportuje **774,3 mln EUR EBITDA w 2015 roku (+5,8% R/R)**, gdzie wzrost będzie oparty w głównej mierze o segment Biedronka. Negatywnie na wynik EBITDA'15 wpłynie strata 77 mln EUR wygenerowana przede wszystkim przez sklepy Hebe oraz Ara. Oczekujemy wypracowania przez JMT marży EBITDA'15 na poziomie 5,63% (-0,14p.p. R/R)

#### Dekompozycja EBITDA w 2015 roku (mln EUR)



Źródło: JMT, Dom Maklerski mBanku

#### ...oraz lekka poprawa w kolejnych latach

Dla lat 2016 i 2017 prognozujemy poprawę rentowności sieci Biedronka do odpowiednio 6,7% oraz 6,9%. W ramach pozostałej działalności szacujemy, że Pingo Doce zachowa dotychczasową rentowność, a **Recheio zwiększy marżę EBITDA do 5,3% w 2016 roku z 5,2% w 2015**. Szacujemy negatywny wpływ nowych biznesów (Ara oraz Hebe) na EBITDA na poziomie **-56 mln EUR średniorocznie w latach 2015-17P**. Jednocześnie oczekujemy, że sieć Hebe stanie się rentowna na poziomie EBITDA w 2017 roku. Według naszych założeń marża EBITDA notowana na poziomie Grupy powinna się

stopniowo poprawiać ze względu na coraz większą kontrybucję sieci Biedronka w tworzeniu wyniku. Oczekujemy, że marża EBITDA osiągnie poziom 6,23% w 2019 roku.

#### EBITDA w podziale na segmenty w latach 2014-18P

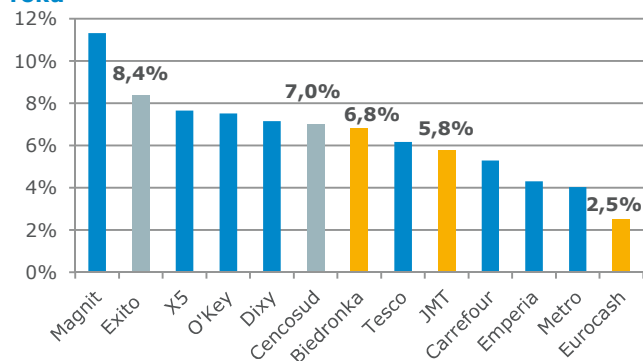
| (mln EUR)    | 2014       | 2015P      | 2016P      | 2017P      | 2018P        |
|--------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| Biedronka    | 573        | 618        | 683        | 747        | 814          |
| Pingo Doce   | 188        | 192        | 198        | 204        | 210          |
| Recheio      | 42         | 42         | 43         | 44         | 45           |
| Pozostałe    | -69        | -77        | -77        | -51        | 8            |
| <b>Razem</b> | <b>733</b> | <b>774</b> | <b>846</b> | <b>944</b> | <b>1 076</b> |

Źródło: JMT, Dom Maklerski mBanku

#### Rentowność EBITDA na tle konkurencji

Zdolność do generowania zysku EBITDA Biedronki plasuje się w grupie spółek porównywalnych z wynikiem 6,8%. Wyższą rentowność EBITDA zaraportowały w 2014 roku spółki działające na rynku rosyjskim (Magnit, X5, O'Key, Dixy) oraz na rynku kolumbijskim (Exito oraz Cencosud). Mocne marże osiągane przez graczy działających na kolumbijskim rynku są dobrym prognostykiem dla biznesu Ara, którego wpływ na wycenę będzie można rozpatrywać w długim terminie.

#### Rentowność EBITDA JMT na tle konkurencji w 2014 roku



Źródło: JMT, Dom Maklerski mBanku

#### Koszty finansowe

Spółka JMT posiadała na koniec 2014 roku wskaźnik długu netto/EBITDA na poziomie 0,4x. Oczekujemy, że Spółka będzie w przyszłych okresach spłacała zadłużenie, co wpłynie na obniżenie kosztów finansowych z 34 mln EUR w 2014 roku do odpowiednio 25 mln EUR i 17,6 mln EUR w latach 2015-16. Spółka powinna osiągnąć pozycję net cash na koniec 2017 roku.

#### Podmioty konsolidowane metodą praw własności oraz udziały mniejszościowe

Od 2013 roku Spółka rozpoczęła konsolidowanie działalności prowadzonej w ramach Unilever Jeronimo Martins oraz Gallo Worldwide metodą praw własności. Z tego tytułu JMT zanotowało 15 mln EUR zysku w 2014 roku. Oczekujemy stabilnego wzrostu wyników z tych działalności na średniorocznym poziomie 2,5% w latach 2014-2020.

Zysk netto przypadający podmiotom niesprawnym kontroli wyniósł 23 mln EUR, co prawie w całości było rozliczeniem części zysku wygenerowanego przez Pingo Doce (JMT posiada pakiet kontrolny w wysokości 51%

udziałów spółki). Oczekujemy, że Spółka rozpozna odpowiednio 23 mln EUR, 23,6 mln EUR i 24 mln EUR udziałów mniejszościowych w latach 2015-17.

#### Wzrost zysku netto w tempie 14,4% 2014-17P CAGR

Do wyliczenia zysku netto zakładamy średnią 25% stopę podatkową w latach 2015-2022P, wynikającą ze znacznie wyższych stawek CIT w Portugalii (25%) oraz Kolumbii (34%) vs. Polska (19%). **Po uwzględnieniu zysków dla udziałowców mniejszościowych zysk netto szacujemy na 328,6 mln EUR w 2015 (+9% R/R) oraz 382 mln EUR w 2016 roku (+16,2% R/R).**

#### Rachunek wyników JMT i prognozy mDM

| (mln EUR)                                | 2014         | 2015P        | 2016P        | 2017P        |
|------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody                                | 12 680       | 13 746       | 14 689       | 15 486       |
| Zysk brutto                              | 2 691        | 2 925        | 3 140        | 3 306        |
| MBNS                                     | 21,2%        | 21,3%        | 21,4%        | 21,3%        |
| Koszty ogólne                            | -2 235       | -2 445       | -2 597       | -2 678       |
| Poz. dz. netto                           | -7,4         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| EBIT                                     | 448,5        | 479,4        | 542,9        | 628,1        |
| EBITDA                                   | 732,0        | 774,3        | 846,1        | 945,1        |
| Dz. fin. netto                           | -35,0        | -25,3        | -17,6        | -10,7        |
| Podmioty wyceniane metodą praw własności | 15,0         | 15,4         | 15,8         | 16,2         |
| Udziały mniejszościowe                   | 23,0         | 23,6         | 23,9         | 24,0         |
| <b>Zysk netto</b>                        | <b>301,4</b> | <b>328,6</b> | <b>381,9</b> | <b>451,1</b> |

Źródło: JMT, Dom Maklerski mBanku

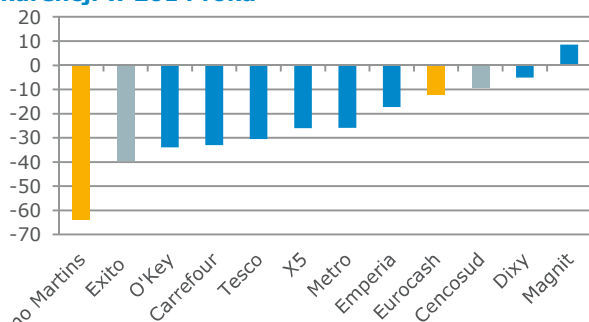
#### Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej

Spółka wygenerowała zdrowe przepływy pieniężne z działalności operacyjnej na poziomie 731 mln EUR, co stanowiło 99,9% wypracowanego wyniku EBITDA w 2014 roku. W latach 2010-14 średnia dla wskaźnika CFO/EBITDA wynosiła 103,3%. Oczekujemy stopniowego spadku wartości tego wskaźnika do średniego poziomu 91,6% w latach 2014-20. Wynika to z większej alokacji kapitału obrotowego w zapasach. W latach 2016-17 JMT powinno wygenerować odpowiednio 810,1 mln EUR oraz 862,2 mln EUR gotówki z działalności operacyjnej.

#### Cykl konwersji gotówki

JMT prowadzi działalność w oparciu o ujemny cykl konwersji gotówki, którego wartość w 2014 roku wyniosła -63,9 dni. Jest to wynik bezkonkurencyjny jeśli chodzi o pozostałe podmioty z segmentu. Bardzo dobra wartość wskaźnika konwersji gotówki wynika z niskiego poziomu obrotu należności w dniach (średnio 7,5 dnia w latach 2010-14 generowane przede wszystkim w segmencie Recheio) oraz długiego okresu rotacji zobowiązań w dniach (średnio 95 dni w latach 2010-14).

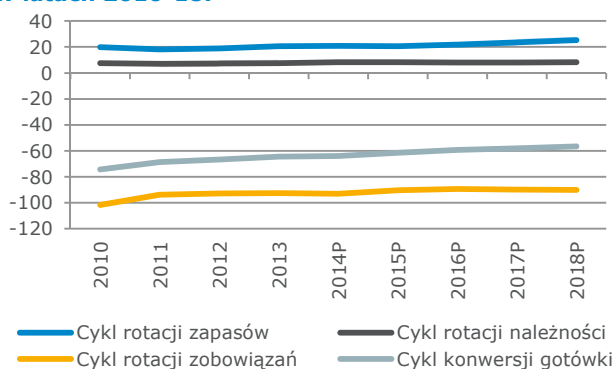
### Cykl konwersji gotówki w dniach JMT na tle konkurencji w 2014 roku



Źródło: JMT, Dom Maklerski mBanku

Oczekujemy, że w przyszłych latach cykl konwersji gotówki pogorszy się za sprawą wzrostu wskaźnika rotacji zapasów w dniach (efekt zwiększenia SKU/sklep w sieci Biedronka). Według naszych prognoz cykl konwersji gotówki powinien wynieść w 2020 roku -54 dni.

### Cykl konwersji gotówki w dniach oraz jego składniki w latach 2010-18P



Źródło: JMT, Dom Maklerski mBanku

## CAPEX

W 2015 roku wydatki inwestycyjne szacujemy na poziomie 508 mln EUR, z czego 304,8 mln EUR ma zostać przeznaczonych na sieć Biedronka. Większość z pozostałych nakładów inwestycyjnych zostanie przeznaczonych na rozwój sieci Hebe i Ara. W przyszłych okresach prognozujemy stopniowy spadek CAPEX, w którym coraz większy udział będą miały sieci Ara oraz Hebe.

## Dywidenda

Zgodnie z polityką dywidendową Jeronimo Martins, Spółka będzie wypłacała 40-50% wygenerowanego zysku netto w postaci dywidendy. W naszych założeniach przyjmujemy, że Spółka wypłaca w dywidendzie 50% zysku netto w okresie prognozy.

### Oczekiwania Domu Maklerskiego mBanku w porównaniu z konsensem

| (mln EUR)  | 2015P    |           |         | 2016P    |           |         | 2017P    |           |         |
|------------|----------|-----------|---------|----------|-----------|---------|----------|-----------|---------|
|            | mDM      | konsensus | różnica | mDM      | konsensus | różnica | mDM      | konsensus | różnica |
| Przychody  | 13 745,9 | 13 404,4  | 3%      | 14 689,5 | 14 202,4  | 3%      | 15 485,9 | 15 036,7  | 3%      |
| EBIT       | 479,4    | 456,7     | 5%      | 542,9    | 506,1     | 7%      | 628,1    | 559,6     | 12%     |
| EBITDA     | 774,3    | 747,2     | 4%      | 846,1    | 812,0     | 4%      | 945,1    | 884,2     | 7%      |
| Zysk netto | 328,6    | 316,8     | 4%      | 381,9    | 359,9     | 6%      | 451,1    | 403,3     | 12%     |

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

## Ryzyka do naszej wyceny

### Utrzymująca się deflacja cen żywności

Utrzymanie się negatywnej dynamiki cen żywności przez okres dłuższy niż zakładany stanowi istotne ryzyko dla naszych szacunków danych finansowych JMT. Czynniki te wpłynęłyby negatywnie zarówno na dynamikę przychodów Spółki, jak i sprzedaż porównywalną JMT.

### Pogorszenie się warunków makroekonomicznych

Działalność jest mocno uzależniona od warunków makroekonomicznych panujących w Polsce (Biedronka odpowiada za 75% wyniku EBITDA generowanego w Grupie). Spowolnienie wzrostu PKB, jak również zmniejszenie się konsumpcji prywatnej stanowi ryzyko do naszych szacunków.

### Niepowodzenie w rozwoju sieci sklepów Hebe lub Ara

Celem strategicznym Jeronimo Martins jest osiągnięcie rentowności EBITDA drogerii Hebe przed rokiem 2017. Trudna sytuacja na rynku, który jest zdominowany przez jednego gracza, może wydłużyć proces osiągania rentowności oraz mocno ograniczyć potencjał rozwoju sieci. Rozwój sieci Ara może zostać zaburzony poprzez potencjalne zdarzenia: 1) pogorszenie się sytuacji makroekonomicznej na rynku Kolumbijskim, 2) destabilizację sytuacji politycznej w Kolumbii; oraz 3) zmianę preferencji lokalnego konsumenta.

### Ryzyko kursów walutowych

Istotne umocnienie się EUR względem walut rozliczeniowych w krajach, gdzie Jeronimo Martins prowadzi swoją działalność, może stanowić zagrożenie dla poziomu wyników Spółki. Obecnie najważniejszym dla Spółki jest kurs wymiany EUR/PLN (65,5% przychodów oraz 75% wyniku EBITDA jest rozliczanych w PLN).

## Nasze prognozy vs. konsensus

Nasze szacunki przychodów dla lat 2015-17 są 3% powyżej oczekiwań rynkowych, co wynika głównie z uwzględnienia niższego kursu EUR/PLN. Na linii EBIT jesteśmy delikatnie powyżej oczekiwań rynkowych o 5%/7%/12% w latach 2015-17, co może wynikać z wyższych założeń przychodów oraz nieco agresywniejszych szacunków marży EBIT. Na poziomie EBITDA różnica wynika przede wszystkim z bardziej konserwatywnego podejścia do wyliczenia amortyzacji. Na poziomie wyniku netto różnica do oczekiwań rynkowych delikatnie się zmniejsza, co naszym zdaniem jest efektem zastosowania 25% stawki podatkowej.

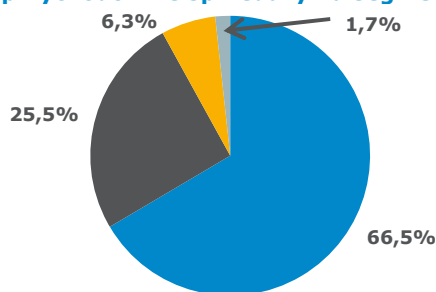


## Profil spółki

Jeronimo Martins tworzy Grupę podmiotów zajmujących się dystrybucją oraz sprzedażą żywności i innych towarów. Grupa prowadzi działalność w Polsce (pozycja lidera z siecią dyskontową Biedronka), w Portugalii (pozycja lidera z siecią supermarketów Pingo Doce oraz siecią cash&carry Recheio) oraz w Kolumbii (rozwój sieci Ara). Na koniec 2014 roku Spółka zatrudniała łącznie 86 tys. osób.

Największy udział w generowaniu przychodów Grupy ma działalność prowadzona przez sieć Biedronka (66,5% w 2014 roku). Druga w kolejności jest sieć Pingo Doce z udziałem 25,5%, natomiast trzecie pod względem generowanych przychodów jest Recheio (6,3% udziału w 2014 roku). W segmencie pozostałe znajduje się przede wszystkim sprzedaż generowana przez sieć drogerii Hebe w Polsce oraz sieć dyskontów Ara w Kolumbii.

### Podział przychodów ze sprzedaży na segmenty JMT



■ Biedronka ■ Pingo Doce ■ Recheio ■ Pozostałe

Źródło: JMT, Dom Maklerski mBanku

Grupa prowadzi swoją działalność w trzech krajach:

- Polsce – sieć dyskontów Biedronka, sieć drogerii Hebe (do sieci doliczane są placówki „Apteka na Zdrowie”);
- Portugalii – sieć supermarketów Pingo Doce, Cash&Carry Recheio (w segmencie zintegrowana jest spółka Caterplus działająca w segmencie HoReCa), Unilever Jeronimo Martins, Hüssel, Jeronimo Martins Agro-Alimental;
- Kolumbii – sieć dyskontów Ara

### Segmenty działalności



Sieć dyskontów Biedronka jest głównym segmentem działalności JMT jeśli chodzi o generowane przychody (66,5% udziału w przychodach) oraz EBITDA (75% udziału w EBITDA). Na koniec 2014 roku sieć zarządzała 2 587 sklepami (średnia wielkość sklepu to 638 mkw.). Dodatkowo, sieć sprzedaje jest zaopatrywana przez 15 centrów dystrybucyjnych. Na koniec 2014 roku Biedronka miała 16,9% udziału w rynku handlu detalicznego. W naszym modelu przyjmujemy wzrost powierzchni na poziomie 3,7% 2014-17P CAGR (100 sklepów rocznie) oraz wzrost przychodów na poziomie 8,5% 2014-17P CAGR. Zarząd JMT szacuje, że w Polsce jest jeszcze miejsce na otwarcie dodatkowych 500-650 sklepów Biedronka o powierzchni 600-950 mkw. w większości z większych miastach (w naszym modelu zakładamy otwarcie 595 sklepów w okresie prognozy).



Pingo Doce jest największą siecią supermarketów w Portugalii z około 18% udziałem w rynku. W 2014 roku spółka wygenerowała 25,5% całkowitych przychodów JMT oraz 25,6% EBITDA. Na koniec 2014 roku spółka zarządzała 380 placówkami, wśród których średnia powierzchnia na sklep wynosiła 1,2 tys. mkw. Ze względu na relatywnie duże nasycenie rynku oczekujemy, że sieć sprzedażowa Pingo Doce będzie rosła w tempie 5 sklepów rocznie w latach 2015-17 przy wzroście przychodów na poziomie 2,9% 2014-17P CAGR. Jako, że JMT posiada 51% udziału w spółce Pingo Doce, mniejszościowi akcjonariusze sieci supermarketów odpowiadają w większości za raportowane udziały mniejszościowe, które szacujemy na poziomie odpowiednio 23,6 mln EUR i 23,9 mln EUR w latach 2015-16.



Recheio jest liderem na rynku dystrybutorów produktów FMCG w Portugalii, zarządzając 37 hurtowniami Cash&Carry oraz 4 punktami zaopatrującymi podmioty z segmentu HoReCa. W 2013 roku Recheio zintegrowało w ramach swojej struktury Caterplus (podmiot zajmujący się dostawami do klientów z segmentu HoReCa). Biznes odpowiada za 6,3% przychodów JMT oraz 5,7% wygenerowanego wyniku EBITDA w 2014 roku. Oczekujemy utrzymania się stabilnej bazy hurtowni Cash&Carry w prognozowanym okresie. Wyzwaniem dla Recheio w 2015 roku nadal będzie deflacja cen żywności skonfrontowana z inflacją kosztów. Spółka zaraportowała 0,7% R/R spadku sprzedaży porównywalnej w 2014 roku przy odnotowaniu wzrostu sprzedaży wolumenowej o 1,5% R/R. Pozytywnym czynnikiem wpływającym na generowaną sprzedaż będzie dalsza współpraca z intensywnie rozwijającą się siecią Amanhecer (wzrost o 101 sklepów do 150 placówek na koniec 2014 roku) oraz powolne zmniejszanie presji deflacyjnej. Oczekujemy stabilnego wzrostu przychodów Recheio w tempie 1,0% CAGR 2014-17P oraz poprawy marży EBITDA z 5,2% w 2015 roku do 5,3% w 2016 roku.

### Pozostałe segmenty działalności

W ramach pozostałej działalności JMT (-9,4% udziału w tworzeniu EBITDA) oprócz biznesu Hebe i Ara (opisane w części „Możliwości rozwoju w średnim/długim terminie”) włączamy działalność portugalskich spółek: Unilever Jeronimo Martins, Hüssel, Jeronimo Martins Agro-Alimental.

Unilever Jeronimo Martins (ULJM) jest spółką JV, gdzie JMT posiada 45%, a zyski generowane przez biznes są rozliczane metodą praw własności w 4Q. ULJM posiada około 70% udziału w rynku w swoich kategoriach produktowych (lody, detergenty, przyprawy). Oczekujemy, że JMT zaraportuje odpowiednio 15,4 mln EUR oraz 15,8 mln EUR w latach 2015-16 w zysku z jednostek wycenianych metodą praw własności.

Hussel to sieć hurtowni w ramach której działa 25 placówek (dane na koniec 2014 roku). JMT posiada 51% udziału w biznesie. Z racji bardzo małej skali, kontrybucja Hussel do udziałów mniejszościowych raportowanych w rachunku zysków i strat jest mało istotna.

Jeronimo Martins Agro-Alimental jest spółką, która powstała w 2014 roku w celu zapewnienia dostaw podstawowych produktów sprzedawanych w sklepach JMT. Plan inwestycyjny zakłada wydawanie do 50 mln EUR rocznie na przejęcia zakładów przetwórstwa rolnospożywczego w Portugalii.

## Wycena

Wartość spółki Jeronimo Martins szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Implikowana cena z metody zdyskontowanych przepływów to 10,2 EUR/akcję, a wartość oszacowana na bazie porównywalnych spółek to 10,0 EUR/akcję. 9-miesięczną cenę docelową wyznaczamy na poziomie 10,7 EUR/akcję.

| (EUR)                   | waga | cena |
|-------------------------|------|------|
| Wycena porównawcza      | 50%  | 10,0 |
| Wycena DCF              | 50%  | 10,2 |
| cena wynikowa           |      | 10,1 |
| cena docelowa za 9 m-cy |      | 10,7 |

## Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na 23 kwietnia 2015 roku. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec grudnia 2014 roku.
- W efekcie utrzymania się presji deflacyjnej na wyniki sieci Biedronka, oczekujemy spadku marży EBITDA JMT o 0,15p.p. R/R do 5,63% w 2015 roku. W kolejnych okresach oczekujemy stopniowego wzrostu rentowności do 6,22% w 2022P roku.
- Oczekujemy, że w roku 2015 spółka JMT przeznaczy 508 mln EUR na wydatki inwestycyjne. W kolejnych latach oczekujemy stopniowego obniżania się CAPEX, w którym coraz większy udział będą miały wydatki na

dalszy rozwój biznesu Hebe oraz Ara. W długim okresie zakładamy CAPEX na poziomie zrównanym z amortyzacją.

- Do obliczeń podatku przyjmujemy stopę opodatkowania na poziomie 25% w okresie prognozy. Na wyższy niż w Polsce poziom stopy podatkowej wpływa wyższy CIT w Portugalii (25%) oraz Kolumbii (34%).
- Stopę wolną od ryzyka przyjmujemy na poziomie 3,3%.
- Po roku 2023 zakładamy wzrost FCF na poziomie 1,75%.
- Współczynnik beta przyjmujemy na poziomie 1,0.

## Liczba placówek

|            | 2014  | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Biedronka  | 2 587 | 2 682 | 2 782 | 2 882 | 2 942 |
| Pingo Doce | 380   | 385   | 390   | 395   | 399   |
| Recheio    | 41    | 41    | 41    | 41    | 41    |
| Ara        | 86    | 151   | 216   | 281   | 346   |
| Hebe       | 119   | 131   | 143   | 155   | 167   |

Źródło: JMT, Dom Maklerski mBanku

## Analiza wrażliwości wyceny na średni kurs EURPLN w latach 2015 oraz 2016

|                                |      | Średni kurs EURPLN w 2015 roku |      |      |      |      |      |
|--------------------------------|------|--------------------------------|------|------|------|------|------|
|                                |      | 3,90                           | 3,95 | 4,00 | 4,06 | 4,10 | 4,15 |
| Średni kurs EURPLN w 2016 roku | 3,80 | 11,0                           | 10,9 | 10,9 | 10,8 | 10,8 | 10,7 |
|                                | 3,90 | 10,9                           | 10,8 | 10,8 | 10,7 | 10,7 | 10,7 |
|                                | 4,00 | 10,8                           | 10,8 | 10,7 | 10,7 | 10,6 | 10,6 |
|                                | 4,10 | 10,8                           | 10,7 | 10,7 | 10,6 | 10,6 | 10,5 |
|                                | 4,20 | 10,7                           | 10,7 | 10,6 | 10,6 | 10,5 | 10,5 |

Źródło: JMT, Dom Maklerski mBanku

## Analiza wrażliwości EBITDA'15 na średni kurs EURPLN oraz marżę EBITDA sieci Biedronka w 2015 roku

|                                          |      | Średni kurs EURPLN w 2015 roku |       |       |       |       |       |
|------------------------------------------|------|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                                          |      | 3,90                           | 3,95  | 4,00  | 4,06  | 4,10  | 4,15  |
| Marża EBITDA sieci Biedronka w 2015 roku | 6,9% | 828,9                          | 820,4 | 812,1 | 802,4 | 796,1 | 788,4 |
|                                          | 6,8% | 819,1                          | 810,7 | 802,6 | 793,0 | 786,8 | 779,2 |
|                                          | 6,7% | 809,4                          | 801,1 | 793,1 | 783,7 | 777,5 | 770,0 |
|                                          | 6,6% | 799,6                          | 791,5 | 783,6 | 774,3 | 768,3 | 760,9 |
|                                          | 6,5% | 789,9                          | 781,9 | 774,1 | 764,9 | 759,0 | 751,7 |

Źródło: JMT, Dom Maklerski mBanku

### Model DCF

| (mln EUR)              | 2015P  | 2016P  | 2017P  | 2018P  | 2019P  | 2020P  | 2021P  | 2022P  | 2023P+ |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody ze sprzedaży | 13 746 | 14 689 | 15 486 | 16 169 | 16 650 | 17 070 | 17 443 | 17 793 |        |
| zmiana                 | 8,4%   | 6,9%   | 5,4%   | 4,4%   | 3,0%   | 2,5%   | 2,2%   | 2,0%   |        |
| EBITDA                 | 774    | 846    | 945    | 994    | 1 037  | 1 066  | 1 089  | 1 106  |        |
| marża EBITDA           | 5,6%   | 5,8%   | 6,1%   | 6,1%   | 6,2%   | 6,2%   | 6,2%   | 6,2%   |        |
| Amortyzacja            | 294,9  | 303,2  | 317,0  | 325,4  | 331,6  | 334,5  | 333,0  | 372,5  |        |
| EBIT                   | 479    | 543    | 628    | 669    | 705    | 731    | 756    | 734    |        |
| marża EBIT             | 3,5%   | 3,7%   | 4,1%   | 4,1%   | 4,2%   | 4,3%   | 4,3%   | 4,1%   |        |
| Opodatkowanie EBIT     | 119,9  | 135,7  | 157,0  | 167,1  | 176,3  | 182,8  | 189,0  | 183,4  |        |
| NOPLAT                 | 360    | 407    | 471    | 501    | 529    | 548    | 567    | 550    |        |
| CAPEX                  | -508,0 | -522,9 | -508,7 | -447,3 | -413,7 | -390,1 | -333,1 | -372,5 |        |
| Kapitał obrotowy       | -44,4  | -67,7  | -43,1  | -19,9  | 13,0   | -13,6  | -5,8   | -0,8   |        |
| FCF                    | 191    | 255    | 323    | 399    | 434    | 506    | 573    | 551    | 561    |
| WACC                   | 7,9%   | 8,1%   | 8,2%   | 8,3%   | 8,3%   | 8,3%   | 8,3%   | 8,3%   |        |
| współczynnik dyskonta  | 94,7%  | 87,5%  | 80,9%  | 74,8%  | 69,1%  | 63,9%  | 59,1%  | 54,6%  |        |
| PV FCF                 | 180,8  | 223,4  | 261,0  | 298,8  | 299,8  | 323,6  | 338,2  | 300,9  |        |

|                            |       |       |       |       |       |       |       |       |  |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| WACC                       | 7,9%  | 8,1%  | 8,2%  | 8,3%  | 8,3%  | 8,3%  | 8,3%  | 8,3%  |  |
| Koszt długu                | 4,3%  | 4,3%  | 4,3%  | 4,3%  | 4,3%  | 4,3%  | 4,3%  | 4,3%  |  |
| Stopa wolna od ryzyka      | 3,3%  | 3,3%  | 3,3%  | 3,3%  | 3,3%  | 3,3%  | 3,3%  | 3,3%  |  |
| Premia za ryzyko kredytowe | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  |  |
| Efektywna stopa podatkowa  | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% |  |
| Dług netto / EV            | 7,7%  | 4,6%  | 1,8%  | 0,8%  | 0,8%  | 0,8%  | 0,8%  | 0,8%  |  |
| Koszt kapitału własnego    | 8,3%  | 8,3%  | 8,3%  | 8,3%  | 8,3%  | 8,3%  | 8,3%  | 8,3%  |  |
| Premia za ryzyko           | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  |  |
| Beta                       | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   |  |

|                                          |        |
|------------------------------------------|--------|
| Wzrost FCF po okresie prognozy           | 1,75%  |
| Wartość rezydualna (TV)                  | 8 614  |
| Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV) | 4 704  |
| Zdyskontowane FCF w okresie prognozy     | 2 227  |
| Wartość firmy (EV)                       | 6 930  |
| Dług netto                               | 284    |
| Udziałowcy mniejszościowi                | 242,9  |
| Wartość firmy                            | 6 403  |
| Liczba akcji (mln)                       | 629,29 |
| Wartość firmy na akcje (EUR)             | 10,2   |
| 9-miesięczny koszt kapitału własnego     | 5,9%   |
| Cena docelowa (EUR)                      | 10,8   |
| EV/EBITDA('15) dla ceny docelowej        | 9,4    |
| P/E('15) dla ceny docelowej              | 20,6   |
| Udział TV w EV                           | 68%    |

### Analiza wrażliwości

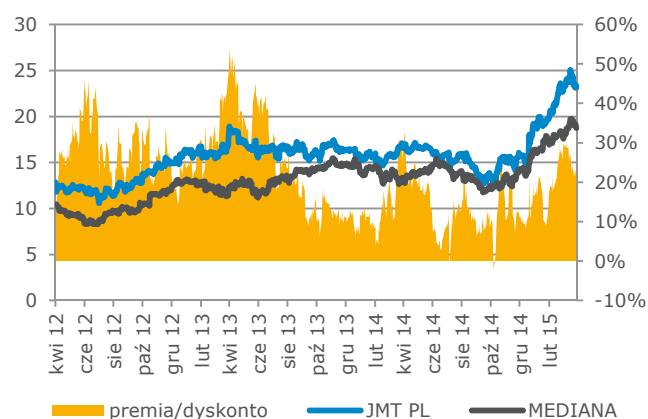
|                | Wzrost FCF po okresie prognozy |       |             |       |       |
|----------------|--------------------------------|-------|-------------|-------|-------|
|                | 0,75%                          | 1,25% | 1,75%       | 2,25% | 2,75% |
| WACC -1,0 p.p. | 10,7                           | 11,2  | 11,9        | 12,7  | 13,6  |
| WACC -0,5 p.p. | 10,0                           | 10,5  | 11,1        | 11,9  | 12,7  |
| WACC           | 9,7                            | 10,2  | <b>10,8</b> | 11,5  | 12,3  |
| WACC +0,5 p.p. | 9,3                            | 9,8   | 10,4        | 11,1  | 11,9  |
| WACC +1,0 p.p. | 8,7                            | 9,2   | 9,8         | 10,4  | 11,1  |



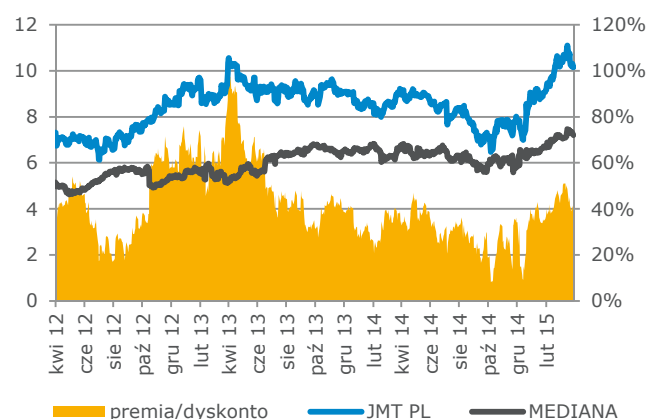
## Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2015-17P. Spółka jest wyceniana z 15-20% premią na wskaźniku P/E'15-17 oraz 38-41% premią na wskaźniku EV/EBITDA'15-17 w stosunku do grupy porównawczej składającej się z przedstawicieli europejskiego sektora handlu detalicznego.

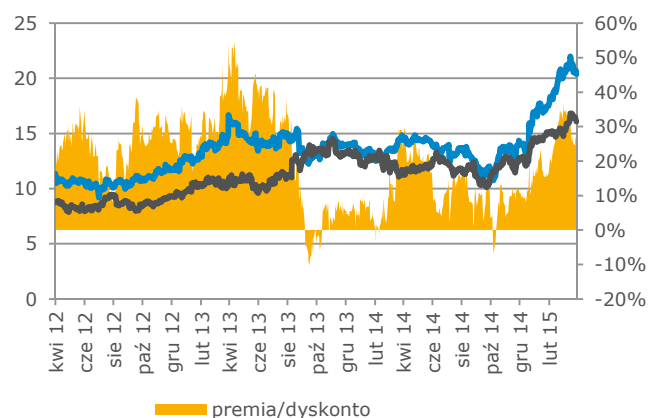
### PE'15: JMT vs. grupa porównawcza



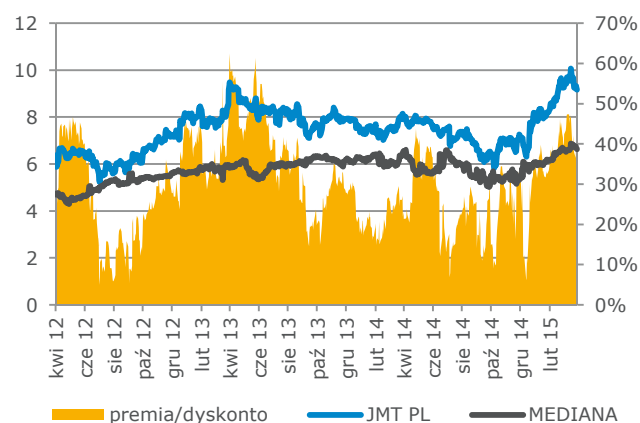
### EV/EBITDA'15: JMT vs. grupa porównawcza



### PE'16: JMT vs. grupa porównawcza



### EV/EBITDA'16: JMT vs. grupa porównawcza



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

### Analiza porównawcza

|                              | Cena  | P/E   |       |       | EV/EBITDA |       |       |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|                              |       | 2015P | 2016P | 2017P | 2015P     | 2016P | 2017P |
| Tesco                        | 225,3 | 21,3  | 21,7  | 17,1  | 9,7       | 8,8   | 7,6   |
| Carrefour                    | 31,5  | 18,3  | 16,1  | 14,8  | 7,2       | 6,6   | 6,2   |
| X5                           | 18,5  | 16,1  | 11,2  | 8,7   | 6,6       | 5,5   | 4,5   |
| Metro                        | 32,9  | 18,7  | 15,4  | 13,6  | 5,7       | 5,3   | 5,0   |
| O'Key Group                  | 3,4   | 13,6  | 10,2  | 9,3   | 6,2       | 5,8   | 5,5   |
| Magnit                       | 58,7  | 26,0  | 19,6  | 15,4  | 14,0      | 11,0  | 9,0   |
| Dixy Group                   | 453,0 | 10,0  | 7,3   | 5,8   | 4,1       | 3,2   | 2,5   |
| Emperia                      | 59,5  | 24,6  | 24,2  | b.d.  | 8,5       | 7,9   | b.d.  |
| Eurocash                     | 36,8  | 20,8  | 17,6  | 16,2  | 11,7      | 10,2  | 9,8   |
| Minimum                      |       | 10,0  | 7,3   | 5,8   | 4,1       | 3,2   | 2,5   |
| Maksimum                     |       | 26,0  | 24,2  | 17,1  | 14,0      | 11,0  | 9,8   |
| Mediana                      |       | 18,7  | 16,1  | 14,2  | 7,2       | 6,6   | 5,8   |
| Jeronimo Martins             | 11,68 | 22,4  | 19,2  | 16,3  | 10,1      | 9,2   | 8,1   |
| ( premia / dyskonto)         |       | 20%   | 19%   | 15%   | 41%       | 38%   | 38%   |
| Implikowana wycena           |       |       |       |       |           |       |       |
| Mediana                      |       | 18,7  | 16,1  | 14,2  | 7,2       | 6,6   | 5,8   |
| Waga wskaźnika               |       |       | 50%   |       |           | 50%   |       |
| Waga roku                    |       | 33%   | 33%   | 33%   | 33%       | 33%   | 33%   |
| Premia do wyceny             |       | 10%   |       |       |           |       |       |
| Wartość firmy na akcję (EUR) |       | 10,0  |       |       |           |       |       |

## Rachunek wyników

| (mln EUR)                                          | 2012     | 2013     | 2014     | 2015P     | 2016P     | 2017P     | 2018P     | 2019P     |
|----------------------------------------------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Przychody ze sprzedaży                             | 10 683,1 | 11 829,3 | 12 680,0 | 13 745,9  | 14 689,5  | 15 485,9  | 16 169,4  | 16 650,3  |
| zmiana                                             | 8,6%     | 10,7%    | 7,2%     | 8,4%      | 6,9%      | 5,4%      | 4,4%      | 3,0%      |
| Koszt własny sprzedaży                             | -8 337,5 | -9 288,7 | -9 989,0 | -10 821,3 | -11 549,5 | -12 180,3 | -12 722,8 | -13 106,2 |
| Zysk brutto na sprzedaży                           | 2 345,7  | 2 540,6  | 2 691,0  | 2 924,5   | 3 140,0   | 3 305,6   | 3 446,6   | 3 544,1   |
| marża brutto na sprzedaży                          | 22,0%    | 21,5%    | 21,2%    | 21,3%     | 21,4%     | 21,3%     | 21,3%     | 21,3%     |
| Koszty dystrybucji                                 | -1 643,5 | -1 812,2 | -2 021,0 | -2 216,5  | -2 351,4  | -2 415,4  | -2 505,9  | -2 555,5  |
| Koszty ogólnego zarządu                            | -183,7   | -200,6   | -214,1   | -228,6    | -245,7    | -262,1    | -272,1    | -283,6    |
| Pozostała działalność operacyjna netto             | -16,4    | -2,8     | -7,4     | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       |
| EBIT                                               | 502,1    | 525,0    | 448,5    | 479,4     | 542,9     | 628,1     | 668,6     | 705,0     |
| zmiana                                             | 0,4%     | 4,6%     | -14,6%   | 6,9%      | 13,3%     | 15,7%     | 6,4%      | 5,5%      |
| marża EBIT                                         | 4,7%     | 4,4%     | 3,5%     | 3,5%      | 3,7%      | 4,1%      | 4,1%      | 4,2%      |
| Wynik na działalności finansowej                   | -29,9    | -38,8    | -34,0    | -25,3     | -17,6     | -10,7     | -5,0      | -2,7      |
| Zysk z jednostek wycenianych metodą praw własności | 10,5     | 17,2     | 14,0     | 15,4      | 15,8      | 16,2      | 16,6      | 17,0      |
| Zysk brutto                                        | 482,7    | 503,4    | 428,5    | 469,5     | 541,1     | 633,5     | 680,1     | 719,3     |
| Podatek dochodowy                                  | -116,3   | -110,8   | -104,1   | -117,4    | -135,3    | -158,4    | -170,0    | -179,8    |
| Udziały mniejszościowe                             | 5,9      | 10,3     | 23,0     | 23,6      | 23,9      | 24,0      | 24,2      | 24,3      |
| Zysk netto                                         | 360,5    | 382,3    | 301,4    | 328,6     | 381,9     | 451,1     | 485,9     | 515,2     |
| zmiana                                             | 5,9%     | 6,0%     | -21,2%   | 9,0%      | 16,2%     | 18,1%     | 7,7%      | 6,0%      |
| marża                                              | 3,4%     | 3,2%     | 2,4%     | 2,4%      | 2,6%      | 2,9%      | 3,0%      | 3,1%      |
| Amortyzacja                                        | 237,9    | 252,0    | 283,5    | 294,9     | 303,2     | 317,0     | 325,4     | 331,6     |
| EBITDA                                             | 740,0    | 777,0    | 732,0    | 774,3     | 846,1     | 945,1     | 994,0     | 1 036,6   |
| zmiana                                             | 2,5%     | 5,0%     | -5,8%    | 5,8%      | 9,3%      | 11,7%     | 5,2%      | 4,3%      |
| marża EBITDA                                       | 6,9%     | 6,6%     | 5,8%     | 5,6%      | 5,8%      | 6,1%      | 6,1%      | 6,2%      |
| Liczba akcji na koniec roku (mln)                  | 629,3    | 629,3    | 629,3    | 629,3     | 629,3     | 629,3     | 629,3     | 629,3     |
| EPS                                                | 0,6      | 0,6      | 0,5      | 0,5       | 0,6       | 0,7       | 0,8       | 0,8       |
| ROA                                                | 7,6%     | 7,5%     | 5,8%     | 6,2%      | 6,9%      | 7,8%      | 7,9%      | 7,9%      |
| ROE                                                | 29,8%    | 27,6%    | 21,6%    | 20,6%     | 20,8%     | 21,3%     | 20,2%     | 19,1%     |

**Bilans**

| (mln EUR)                          | 2012    | 2013    | 2014    | 2015P   | 2016P   | 2017P   | 2018P   | 2019P   |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| AKTYWA                             | 4 771,7 | 5 099,2 | 5 172,4 | 5 341,5 | 5 539,3 | 5 773,3 | 6 117,9 | 6 507,8 |
| Majątek trwały                     | 3 642,3 | 3 857,8 | 3 851,5 | 4 064,5 | 4 284,3 | 4 475,9 | 4 597,8 | 4 680,0 |
| Rzeczowe aktywa trwałe             | 2 571,7 | 2 782,8 | 2 773,3 | 2 986,4 | 3 206,1 | 3 397,8 | 3 519,7 | 3 601,8 |
| Wartości niematerialne i prawne    | 794,4   | 805,8   | 806,2   | 806,2   | 806,2   | 806,2   | 806,2   | 806,2   |
| Rozliczenia międzyokresowe         | 52,1    | 51,0    | 51,3    | 51,3    | 51,3    | 51,3    | 51,3    | 51,3    |
| Pozostałe                          | 224,1   | 218,1   | 220,6   | 220,6   | 220,6   | 220,6   | 220,6   | 220,6   |
| Majątek obrotowy                   | 1 129,5 | 1 241,4 | 1 321,0 | 1 277,0 | 1 255,1 | 1 297,3 | 1 520,1 | 1 827,9 |
| Zapasy                             | 474,1   | 575,0   | 572,0   | 647,2   | 739,1   | 834,1   | 932,2   | 1 027,5 |
| Należności                         | 232,7   | 253,6   | 313,5   | 314,9   | 336,6   | 354,8   | 370,5   | 381,5   |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty | 375,1   | 371,7   | 430,7   | 310,0   | 174,5   | 103,6   | 212,6   | 414,0   |
| Pozostałe                          | 47,7    | 41,1    | 4,8     | 4,8     | 4,8     | 4,8     | 4,8     | 4,8     |

| (mln EUR)                            | 2012    | 2013    | 2014    | 2015P   | 2016P   | 2017P   | 2018P   | 2019P   |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| PASYWA                               | 4 771,7 | 5 099,2 | 5 172,4 | 5 341,5 | 5 539,3 | 5 773,3 | 6 117,9 | 6 507,8 |
| Kapitał własny                       | 1 211,5 | 1 382,7 | 1 395,8 | 1 593,8 | 1 835,3 | 2 119,5 | 2 404,0 | 2 700,6 |
| Udziały mniejszościowe               | 290,4   | 266,6   | 242,9   | 242,9   | 242,9   | 242,9   | 242,9   | 242,9   |
| Zobowiązania długoterminowe          | 797,8   | 566,1   | 560,6   | 410,6   | 410,6   | 260,6   | 186,9   | 186,9   |
| Kredyty i pożyczki                   | 570,8   | 369,1   | 373,9   | 223,9   | 223,9   | 73,9    | 0,2     | 0,2     |
| Pozostałe                            | 227,1   | 197,0   | 186,7   | 186,7   | 186,7   | 186,7   | 186,7   | 186,7   |
| Zobowiązania krótkoterminowe         | 2 471,9 | 2 883,8 | 2 973,2 | 3 094,3 | 3 050,5 | 3 150,3 | 3 284,0 | 3 377,4 |
| Kredyty i pożyczki                   | 107,4   | 324,7   | 340,9   | 340,9   | 115,9   | 59,4    | 59,4    | 59,4    |
| Zobowiązania z tytułu dostaw i usług | 2 232,5 | 2 477,7 | 2 616,0 | 2 737,1 | 2 918,4 | 3 074,7 | 3 208,4 | 3 301,8 |
| Pozostałe                            | 132,1   | 81,4    | 16,2    | 16,2    | 16,2    | 16,2    | 16,2    | 16,2    |
| Dług                                 | 678,2   | 693,8   | 714,8   | 564,8   | 339,8   | 133,3   | 59,6    | 59,6    |
| Dług netto                           | 303,1   | 322,1   | 284,1   | 254,8   | 165,3   | 29,6    | -153,0  | -354,4  |
| (Dług netto / kapitał własny)        | 25,0%   | 23,3%   | 20,4%   | 16,0%   | 9,0%    | 1,4%    | -6,4%   | -13,1%  |
| (Dług netto / EBITDA)                | 0,4     | 0,4     | 0,4     | 0,3     | 0,2     | 0,0     | -0,2    | -0,3    |
| BVPS                                 | 1,9     | 2,2     | 2,2     | 2,5     | 2,9     | 3,4     | 3,8     | 4,3     |

**Przepływy pieniężne**

| (mln EUR)                             | 2012   | 2013   | 2014   | 2015P  | 2016P  | 2017P  | 2018P  | 2019P  |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przepływy operacyjne                  | 667,9  | 685,1  | 731,4  | 732,1  | 810,1  | 862,2  | 877,0  | 877,7  |
| Zysk netto                            | 366,3  | 392,5  | 325,4  | 352,2  | 405,8  | 475,1  | 510,1  | 539,5  |
| Amortyzacja                           | 237,9  | 252,0  | 283,5  | 294,9  | 303,2  | 317,0  | 325,4  | 331,6  |
| Kapitał obrotowy                      | 105,6  | 68,7   | 81,4   | 44,4   | 67,7   | 43,1   | 19,9   | -13,0  |
| Pozostałe                             | -42,0  | -28,0  | 41,1   | 40,6   | 33,3   | 26,9   | 21,6   | 19,6   |
| Przepływy inwestycyjne                | -457,4 | -495,4 | -483,2 | -508,0 | -522,9 | -508,7 | -447,3 | -413,7 |
| CAPEX                                 | -483,0 | -512,0 | -486,0 | -508,0 | -522,9 | -508,7 | -447,3 | -413,7 |
| Pozostałe                             | 25,6   | 16,6   | 2,8    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
| Przepływy finansowe                   | -378,2 | -188,2 | -179,5 | -344,8 | -422,6 | -424,4 | -320,8 | -262,6 |
| Kredyty i pożyczki                    | -39,2  | 23,4   | 28,9   | -150,0 | -225,0 | -206,5 | -73,7  | 0,0    |
| Dywidenda                             | -339,0 | -211,6 | -208,4 | -154,2 | -164,3 | -191,0 | -225,5 | -243,0 |
| Pozostałe                             | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
| Zmiana stanu środków na koniec okresu | -167,7 | 1,5    | 68,6   | -120,7 | -135,5 | -70,9  | 109,0  | 201,4  |
| Środki pieniężne na koniec okresu     | 375,1  | 371,7  | 430,7  | 310,0  | 174,5  | 103,6  | 212,6  | 414,0  |
| DPS (EUR)                             | 0,5    | 0,3    | 0,3    | 0,2    | 0,3    | 0,3    | 0,4    | 0,4    |
| FCF                                   | 241,6  | 218,1  | 218,4  | 190,9  | 255,2  | 322,6  | 399,5  | 433,6  |
| (CAPEX / Przychody ze sprzedaży)      | 4,5%   | 4,3%   | 3,8%   | 3,7%   | 3,6%   | 3,3%   | 2,8%   | 2,5%   |

**Wskaźniki rynkowe**

|                                      | 2012  | 2013  | 2014  | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E                                  | 20,4  | 19,2  | 24,4  | 22,4  | 19,2  | 16,3  | 15,1  | 14,3  |
| P/CE                                 | 12,3  | 11,6  | 12,6  | 11,8  | 10,7  | 9,6   | 9,1   | 8,7   |
| P/BV                                 | 6,1   | 5,3   | 5,3   | 4,6   | 4,0   | 3,5   | 3,1   | 2,7   |
| P/S                                  | 0,7   | 0,6   | 0,6   | 0,5   | 0,5   | 0,5   | 0,5   | 0,4   |
| FCF/EV                               | 3,0%  | 2,7%  | 2,8%  | 2,4%  | 3,3%  | 4,2%  | 5,4%  | 6,0%  |
| EV/EBITDA                            | 10,7  | 10,2  | 10,8  | 10,1  | 9,2   | 8,1   | 7,5   | 7,0   |
| EV/EBIT                              | 15,8  | 15,1  | 17,6  | 16,4  | 14,3  | 12,1  | 11,1  | 10,3  |
| EV/S                                 | 0,7   | 0,7   | 0,6   | 0,6   | 0,5   | 0,5   | 0,5   | 0,4   |
| DYield                               | 4,6%  | 2,9%  | 2,8%  | 2,1%  | 2,2%  | 2,6%  | 3,1%  | 3,3%  |
| Cena (EUR)                           | 11,68 | 11,68 | 11,68 | 11,68 | 11,68 | 11,68 | 11,68 | 11,68 |
| Liczba akcji na koniec roku (mln)    | 629,3 | 629,3 | 629,3 | 629,3 | 629,3 | 629,3 | 629,3 | 629,3 |
| MC (mln EUR)                         | 7 350 | 7 350 | 7 350 | 7 350 | 7 350 | 7 350 | 7 350 | 7 350 |
| Kapitał udziałowców mniej. (mln EUR) | 290,4 | 266,6 | 242,9 | 242,9 | 242,9 | 242,9 | 242,9 | 242,9 |
| EV (mln EUR)                         | 7 944 | 7 939 | 7 877 | 7 848 | 7 758 | 7 623 | 7 440 | 7 239 |



**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

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**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

**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

**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. 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.

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 przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Dom Maklerski mBanku 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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. 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.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku 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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku 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 S.A. 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.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**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.

**Dom Maklerski mBanku S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Jeronimo Martins.**

Michał Marczak  
członek zarządu  
tel. +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mdm.pl](mailto:michal.marczak@mdm.pl)  
strategia, surowce, metale

#### Departament analiz:

Kamil Kliszc  
wicedyrektor  
tel. +48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mdm.pl](mailto:kamil.kliszcz@mdm.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski  
tel. +48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mdm.pl](mailto:michal.konarski@mdm.pl)  
banki

Jakub Szkopek  
tel. +48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mdm.pl](mailto:jakub.szkopek@mdm.pl)  
przemysł

Paweł Szpigiel  
tel. +48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mdm.pl](mailto:pawel.szpigiel@mdm.pl)  
media, IT

Piotr Zybała  
tel. +48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mdm.pl](mailto:piotr.zybala@mdm.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz  
tel. +48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mdm.pl](mailto:piotr.bogusz@mdm.pl)  
handel

#### Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron  
dyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mdm.pl](mailto:piotr.gawron@mdm.pl)

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mdm.pl](mailto:marzena.lempicka@mdm.pl)

#### Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA  
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych  
tel. +48 22 697 48 47  
[lukasz.wojtowicz@mdm.pl](mailto:lukasz.wojtowicz@mdm.pl)

Dom Maklerski mBanku S.A.  
Departament analiz  
ul. Senatorska 18  
00-075 Warszawa  
[www.mDomMaklerski.pl](http://www.mDomMaklerski.pl)

#### Maklerzy:

Krzysztof Bodek  
tel. +48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mdm.pl](mailto:krzysztof.bodek@mdm.pl)

Michał Jakubowski  
tel. +48 22 697 47 44  
[michal.jakubowski@mdm.pl](mailto:michal.jakubowski@mdm.pl)

Tomasz Jakubiec  
tel. +48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mdm.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mdm.pl)

Szymon Kubka, CFA, PRM  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mdm.pl](mailto:szymon.kubka@mdm.pl)

Anna Łagowska  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mdm.pl](mailto:anna.lagowska@mdm.pl)

Paweł Majewski  
tel. +48 22 697 49 68  
[pawel.majewski@mdm.pl](mailto:pawel.majewski@mdm.pl)

Adam Mizera  
tel. +48 22 697 48 76  
[adam.mizera@mdm.pl](mailto:adam.mizera@mdm.pl)

Adam Prokop  
tel. +48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mdm.pl](mailto:adam.prokop@mdm.pl)

Michał Roźmiej  
tel. +48 22 697 49 85  
[michal.rozmiej@mdm.pl](mailto:michal.rozmiej@mdm.pl)

#### Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak  
dyrektor biura aktywnej sprzedaży  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mdm.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mdm.pl)