

**Handel**

Polska

Gabriela Borowska
(48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl

Eurocash

Zawieszona

EUR PW; ERCS WA

(Niezmieniona)

Wyniki na poziomie prognoz, bardzo dobre przepływy
pieniężne

Obecna cena: 23,8 PLN

Wyniki Eurocash za 2Q 2011 były zbliżone do konsensusu i naszych oczekiwań. Sprzedaż była wyższa r/r o 45,4% (2,2% powyżej naszych prognoz), co było wynikiem głównie konsolidacji spółek Premium Distributors. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 9,7% (9,8% prognozowane) wobec 10% w 2Q 2010. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły o 49% r/r (2,1% powyżej naszych prognoz). Na wynik na działalności operacyjnej pozytywnie wpłynęło saldo pozostałej działalności operacyjnej w kwocie prawie 2,0 mln PLN (spodziewaliśmy się straty -3,0 mln PLN). Wynik operacyjny wyniósł 46,3 mln PLN i był wyższy r/r o 19,4%. Wynik netto był 5,4% wyższy r/r i 8,0% powyżej naszych prognoz. Na poziomie przepływów pieniężnych spółka pokazała bardzo dobre wyniki, w samym 2Q 2011 przepływy netto z działalności operacyjnej wyniosły 153,4 mln PLN (wzrost o 81% r/r) a przepływy netto były prawie 5x większe r/r. W całym półroczu LFL dla Cash&Carry wyniosły 8,34%, dla Delikatesów Centrum 8,38% (w detalu 8,14%). Marża EBITDA dla grupy obniżyła się do poziomu 2,09%. Zysk netto wyniósł w 1H 2011 44,03 mln PLN, o 6,15% mniej r/r, co spowodowane było głównie akwizycją Premium Distributors i związanymi z tym kosztami obsługi zadłużenia. Za 1H 2011 obniżeniu uległ cykl konwersji gotówki z 14,8 dni do 9,0 dni, co było również związane z akwizycją Premium Distributors. W całej 1H 2011 spółka wygenerowała 80,6 mln PLN przepływów netto z działalności operacyjnej wobec 114,4 mln PLN w 1H 2010. Dzięki wygenerowanym środkom pieniężnym (206 mln PLN) na koniec 1H 2011 dług netto zmniejszył się w stosunku do 1Q 2011 z 325,2 mln PLN do 176,8 mln PLN (spółka na dzień sprawozdania nie wypłaciła jeszcze dywidendy w kwocie 50 mln PLN, dywidenda została wypłacona 14.07.2011, jednak mimo to wygenerowana gotówka jest na dobrym poziomie).

Zwracamy uwagę na: (i) wysokie dynamiki sprzedaży, które są wynikiem konsolidacji Premium Distributors oraz wynikiem sezonowości, którą dodatkowo wspierało przesunięcie świąt wielkanocnych, (ii) spadek procentowej rentowności r/r wynikającej w części również z konsolidacji spółek Premium Distributors, które mają niższą procentową rentowność, (iii) niższą procentową rentowność wyniku operacyjnego w segmencie Hurtu tradycyjnego, na co konsolidacja Premium Distributors nie miała wpływu, oraz (iv) bardzo dobre wygenerowane w 2Q 2011 przepływy pieniężne na poziomie operacyjnym i na poziomie netto, dzięki czemu spółka zmniejszyła zadłużenie netto q/q o prawie 150 mln PLN.

Wyniki 2Q 2011

(mln PLN)	Wyniki r/r			Prognozy DI BRE		Konsensus	
	IIQ2011	IIQ2010	zmiana	IIQ2011P	zmiana	IIQ2011P	zmiana
Przychody	2 564,6	1 764,4	45,4%	2 509,1	2,2%	2 421,0	5,9%
EBITDA	64,3	52,4	22,8%	62,1	3,5%	63,0	2,1%
marża	2,5%	3,0%	-	2,5%	-	2,6%	-
EBIT	46,3	38,8	19,4%	44,1	5,0%	44,4	4,3%
Zysk brutto	39,6	38,4	3,3%	37,2	6,5%	-	-
Zysk netto	35,3	33,5	5,4%	32,6	8,0%	34,3	2,8%

Źródło: Eurocash, DI BRE, PAP

Sprzedaż

Przychody ze sprzedaży wzrosły w 2Q 2011 o 45,36% r/r głównie w wyniku konsolidacji Premium Distributors, która dodała 529 mln PLN. Bez konsolidacji Premium Distributors przychody w 2Q 2011 zwiększyły się o około 17% r/r a w 1H 2011 o 13% r/r. Poza segmentem Premium Distributors spółka osiągnęła dwucyfrową dynamikę sprzedaży dzięki LFL w segmencie Cash&Carry i Delikatesy centrum, które wyniosły odpowiednio 8,34% i 8,38%. W podziale na segmenty operacyjne najbardziej zwiększyła się sprzedaż w segmencie Aktywna dystrybucja, gdzie ujmowana jest sprzedaż Premium Distributors, sprzedaż segmentu Hurt tradycyjny zwiększyła się o 13,3% r/r (tam ujmowane są segmenty Cash&Carry i Delikatesy Centrum).

Rentowność

Rentowność brutto na sprzedaży wyniosła w 2Q 2011 9,7% wobec 10,0% w 2Q 2010, natomiast marża na sprzedaży 1,0% wobec 2,3% w roku poprzednim. Na niższą rentowność wpłynęła również konsolidacja spółek Premium Distributors, które mają niższą rentowność EBITDA w ujęciu procentowym, jednak spadek rentowności na poziomie operacyjnym był też widoczny w segmencie Hurtu tradycyjnego, do którego należą dwa główne segmenty: Cash&Carry i Delikatesy Centrum, tam marża operacyjna zmniejszyła się bez uwzględniania wyłączeń do 1,7% wobec 2,4% w 2Q 2010. Dla całej grupy marża EBITDA wyniosła 2,5% w 2Q 2011 wobec 3,0% rok wcześniej.

Wyniki

Wynik na poziomie operacyjnym wyniósł w 2Q 2011 46,3 mln PLN wobec 38,8 mln PLN rok wcześniej. Pozytywnie na wynik operacyjny wpłynęło saldo pozostałej działalności operacyjnej, które powiększyło go o prawie 2,0 mln PLN (w 2Q 2010 było to -1,8 mln PLN). Saldo działalności finansowej wyniosło -6,0 mln PLN wobec -0,2 mln PLN rok wcześniej. Spółka ponosi już koszty finansowe w związku z obsługą zadłużenia zaciągniętego na nabycie spółek Premium Distributors. Efektywna stopa podatku dochodowego zmniejszyła się w 2Q 2011 do 11% z 13% rok wcześniej na co wpłynęła struktura podatkowa. Ostatecznie spółka miała wynik zbliżony r/r na poziomie 35,3 mln PLN (wzrost o 5,41% r/r).

Przepływy pieniężne

Poza wynikami z rachunku wyników, które były na poziomie zbliżonym do konsensusu i prognoz Eurocash pokazał bardzo ładne wyniki na poziomie rachunku przepływów pieniężnych. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej wyniosły w 2Q 2011 153,4 mln PLN i były wyższe r/r o 81,3% (narastająco za 1H 2011 wyniosły 80,6 mln PLN i były niższe r/r o prawie -30% ze względu na bardzo słabe przepływy w 1Q 2011). Nieznaczne ujemne przepływy z działalności inwestycyjnej (-1,9 mln PLN) i z działalności finansowej -23,4 mln PLN wpłynęły na wysokie przepływy netto w kwocie 128,1 mln PLN. Spółka wypłaciła dywidendę za 2010 w lipcu 2011, dlatego nie widać jej jeszcze w przepływach za 1H 2011, jednak mimo to wygenerowana gotówka byłaby znacznie wyższa r/r. Na koniec 1H 2011 dług netto wyniósł 176,8 mln PLN wobec 325,2 mln PLN na koniec 1Q 2011.

Wyniki 2Q 2011

(mln PLN)	Wyniki kwartalne r/r			Wyniki półroczne r/r		
	IIQ2011	IIQ2010	zmiana	1H2011	1H2010	zmiana
Przychody	2 564,6	1 764,4	45,4%	4 644,0	3 305,0	40,5%
EBITDA	64,3	52,4	22,8%	97,0	81,9	18,4%
marża	2,5%	3,0%	-	2,1%	2,5%	-
EBIT	46,3	38,8	19,4%	60,9	55,1	10,5%
Zysk brutto	39,6	38,4	3,3%	49,3	53,4	-7,5%
Zysk netto	35,3	33,5	5,4%	44,0	46,9	-6,2%
Przepływy operacyjne	153,4	84,6	81,3%	80,6	114,4	-29,5%
Przepływy inwestycyjne	-1,9	-12,7	-	-40,8	-36,1	13,0%
Przepływy finansowe	-23,4	-44,9	-	-44,7	-48,4	-
Przepływy netto	128,1	27,0	373,9%	-4,9	29,9	-
Środki pieniężne na koniec okresu	206,6	187,3	10,3%	206,6	187,3	10,3%
Zobowiązania finansowe	383,3	53,8	612,3%	383,3	53,8	612,3%
Dług netto	176,8	-133,5	-	176,8	-133,5	-

Źródło: Eurocash, DI BRE

Segmenty działalności

(mln PLN)	Wyniki kwartalne r/r			Wyniki półroczne r/r		
	IIQ2011	IIQ2010	zmiana	IIQ2011	IIQ2010	zmiana
Sprzedaż	2 564,6	1 764,4	45,4%	4 644,0	3 305,0	40,5%
Hurt tradycyjny	1 178,7	1 040,0	13,3%	2 229,7	1 931,8	15,4%
Aktywna dystrybucja	1 373,1	713,7	92,4%	2 388,2	1 352,9	76,5%
Inne	12,8	10,7	19,7%	26,1	20,3	28,9%
EBIT	46,3	38,8	19,4%	60,9	55,1	10,5%
Hurt tradycyjny	20,5	25,3	-18,7%	21,99	36,18	-39,2%
Aktywna dystrybucja	13,6	5,4	152,6%	15,06	5,07	196,8%
Inne	12,1	11,0	10,5%	23,83	17,22	38,3%
Wyłączenia	0,0	-2,9	-	0,00	-3,42	-
Sprzedaż	2 564,6	1 764,4	45,4%	4 644,0	3 305,0	40,5%
Cash&Carry	979,3	962,9	1,71%	1 739,2	1 764,1	-1,4%
KDWT	705,4	614,7	14,8%	1 277,1	1 131,5	12,9%
Delikatesy Centrum	261,8	235,3	11,3%	591,5	463,4	27,6%
Eurocash Dystrybucja	166,4	142,2	17,0%	208,0	301,3	-31%
Premium Distributors	529,1	0,0	-	981,2	0,0	-
Inne	74,2	19,5	281,3%	112,2	36,0	211,4%
Wyłączenia	-151,6	-210,1	-27,8%	-265,3	-391,4	-32,2%

Źródło: Eurocash, DI BRE



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

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 Inwestycyjnego BRE Banku 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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

DI BRE Banku 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.

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

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclín Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, 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.