



Handel

Polska

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

Eurocash

EUR PW; ERCS.WA

Trzymaj

(Niezmieniona)

Wyniki zgodne z oczekiwaniami, bardzo dobre przepływy
pieniężne

Obecna cena: 26,1 PLN; Cena docelowa: 26,6 PLN

Spółka zaraportowała wyniki zgodne z naszymi oczekiwaniami, sprzedaż była 0,8% wyższa od prognoz, a EBITDA i wynik netto odpowiednio 2,4% i 2,9% powyżej naszych oczekiwań. Przychody wzrosły w 3Q 2011 o 24,1% r/r. Głównym czynnikiem wpływającym na wzrost przychodów oprócz wpływu akwizycji Premium Distributors (2.08.2010) oraz Polcater (1.03.2011) był wzrost sprzedaży w formacie Cash&Carry (wzrost o 21% r/r), w formacie Delikatesy Centrum (20,5% r/r) oraz KDWT (12,4% r/r). Wysoka dynamika sprzedaży w Premium Distributors (45,5%) wynika z konsolidacji wyników tego segmentu w 3Q 2010 tylko za 2 miesiące, za cały kwartał dynamika sprzedaży w tym segmencie była płaska. Spółka osiągnęła wysokie dodatnie LFL w segmencie Cash&Carry i Delikatesy Centrum na poziomie odpowiednio 15,0% i 7,9% (narastająco od początku roku na poziomie odpowiednio 11,1% i 8,2%). EBITDA wzrosła w 3Q 2011 o 14,1% r/r do poziomu 65,6 mln PLN, marża EBITDA zmniejszyła się o 0,21p.p., co naszym zdaniem miało związek ze wspieraniem sprzedaży i LFL w Cash&Carry i Delikatesach Centrum. Saldo działalności finansowej było ujemne i wyniosło 6,5 mln PLN (2,7 mln PLN) co jest związane z obsługą zadłużenia zaciągniętego na akwizycje. Efektywna stopa podatkowa była niższa niż w 3Q 2010, co jest związane ze strukturą podatkową. Zysk netto w 3Q 2011 wzrósł o 8,2% do poziomu 36,5 mln PLN. Przepływy pieniężne w 3Q 2011 wyniosły 13,2 mln PLN wobec -25,9 mln PLN rok wcześniej. Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły 99,5 mln PLN głównie dzięki wpływom ze zmian kapitału obrotowego (zmniejszenie stanu zapasów o 79,5 mln PLN q/q). Przepływy z działalności operacyjnej były ponad 5x wyższe niż w 3Q 2010. Przepływy z działalności finansowej wyniosły -77,9 mln PLN, spółka spłaciła 19 mln PLN zadłużenia oraz wypłaciła dywidendę w kwocie 50,67 mln PLN. Dług netto na koniec 3Q 2011 zmniejszył się w stosunku do poprzedniego kwartału i r/r do 143,6 mln PLN. Wyniki oceniamy jako zgodne z oczekiwaniami, pozytywnie zaskoczyły przepływy pieniężne.

Wyniki Eurocash za 3Q 2011

(mln PLN)	Wyniki r/r			Prognozy DI BRE		Konsensus	
	IIIQ2011	IIIQ2010	zmiana	IIIQ2011P	zmiana	IIIQ2011P	zmiana
Przychody	2 716,6	2 189,2	24,1%	2 694,0	0,8%	2 677,0	1,5%
EBITDA	65,6	57,5	14,1%	64,1	2,4%	66,0	-0,5%
marża	2,4%	2,6%	-	2,4%	-	2,5%	-
EBIT	47,7	41,5	14,9%	46,4	2,8%	49,3	-3,3%
Zysk brutto	40,8	38,6	5,6%	40,7	0,1%	-	-
Zysk netto	36,5	33,8	8,2%	35,5	2,9%	37,9	-3,7%

Źródło: Eurocash, DI BRE, PAP

Wzrost sprzedaży dzięki bardzo dobrym LFL i konsolidacji Premium Distributors

Sprzedaż w 3Q 2011 zwiększyła się r/r o 24,1%. Największym kontrybutorem tego wzrostu (8,5%) był segment Cash&Carry, który osiągnął wzrost sprzedaży o 21,0% r/r i wysokie dodatnie LFL na poziomie 15,0%. Segment Premium Distributors (7,3% z 24,1% wzrostu) osiągnął sprzedaż na poziomie 45,5% wyższym r/r, co jednak było wynikiem konsolidacji tej spółki tylko za dwa miesiące w 3Q 2010, bez tego efektu sprzedaż segmentu była zbliżona r/r. Delikatesy Centrum również osiągnęły wysokie dodatnie LFL na poziomie 7,9%, co przyczyniło się do wzrostu sprzedaży segmentu o 20,5% r/r. W segmentach działalności istotnie zwiększył się segment Inne (wzrost o 258,5% r/r) co jednak wynika z przyporządkowania tam sprzedaży przejętej w marcu 2010 spółki Pol Cater.

Rentowność niższa przez agresywną politykę cenową

Rentowność brutto na sprzedaży zmniejszyła się z 9,6% w 3Q 2010 do 9,0% w 3Q 2011, co było efektem wspierania sprzedaży i wysokich LFL agresywną polityką cenową. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły o 20,0% r/r i wynik na sprzedaży był wyższy w 3Q 2011 o 2,9% r/r.

Wyniki wyższe mimo niższej rentowności i obsługi długu

Pozostała działalność operacyjna zmniejszyła EBIT o 0,6 mln PLN (w 3Q 2010 było to 5,4 mln PLN), co ostatecznie wpłynęło na wynik EBIT na poziomie 47,7 mln PLN (wzrost o 14,9% r/r). Saldo działalności finansowej wyniosło 6,5 mln PLN wobec 2,7 mln PLN rok wcześniej i wynikało głównie z odsetek od długu zaciągniętego na przeprowadzone akwizycje, w tym głównie Premium Distributors. Zysk netto w 3Q 2011 wzrósł o 8,2% do poziomu 36,5 mln PLN. W wyniku netto pomogła też struktura podatkowa, dzięki której efektywna stopa podatku dochodowego wyniosła 10,4% w porównaniu do 12,6% rok wcześniej.

Dobre przepływy pieniężne dzięki agresywnej sprzedaży, przygotowanie na Tradis

Łączne przepływy pieniężne w 3Q 2011 wyniosły 13,2 mln PLN, a przepływy z działalności operacyjnej wyniosły 99,5 mln PLN głównie dzięki wpływom ze zmian kapitału obrotowego. Zmiany w kapitale obrotowym dodały do przepływów z działalności

operacyjnej 42,5 mln PLN, podczas gdy rok wcześniej odjęły 28,3 mln PLN. W 3Q 2011 rotacja gotówki wyniosła 8,6 dni w porównaniu do 8,5 dni rok wcześniej, co jest pozytywne i wynika z pierwszych efektów restrukturyzacji segmentu Premium Distributors. Przepływy z działalności finansowej wyniosły -77,9 mln PLN i uwzględniały kwoty wydatkowane na obsługę zadłużenia, w tym 19 mln PLN spłaty zadłużenia oraz odsetki w kwocie 7,97 mln PLN, a także wypłatę dywidendy za 2010 w kwocie 50,67 mln PLN.

Wyniki Eurocash za 3Q 2011 i 1-3Q 2011

(mln PLN)	Wyniki kwartalne r/r			Wyniki narastająco r/r		
	IIIQ2011	IIIQ2010	zmiana	I-IIIQ2011	I-IIIQ2010	zmiana
Przychody	2 716,6	2 189,2	24,1%	7 360,6	5 494,2	34,0%
Koszty bezpośrednie	2 471,8	1 978,6	24,9%	6 666,9	4 963,3	34,3%
Marża brutto na sprzedaży	244,8	210,6	16,2%	693,7	530,9	30,7%
marża	9,0%	9,6%	-	9,4%	9,7%	-
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	196,6	163,8	20,0%	589,9	427,7	37,9%
Wynik na sprzedaży	48,2	46,9	2,9%	103,8	103,2	0,6%
marża	1,8%	2,1%	-	1,4%	1,9%	-
Pozostała działalność operacyjna	-0,6	-5,4	-	4,7	-6,6	-
EBIT	47,7	41,5	14,9%	108,5	96,6	12,4%
marża	1,8%	1,9%	-	1,5%	1,8%	-
Działalność finansowa	-6,5	-2,7	-	-16,4	-3,9	-
Inne	-0,3	-0,2	-	-2,0	-0,6	-
Zysk brutto	40,8	38,6	5,6%	90,1	92,0	-2,0%
Podatek	-4,2	-4,9	-	-9,6	-11,3	-
Zysk netto	36,5	33,8	8,2%	80,5	80,7	-0,2%

Źródło: Eurocash, DI BRE, PAP

Sprzedaż wg segmentów

(mln PLN)	IIIQ2011	IIIQ2010	zmiana	I-IIIQ2011	I-IIIQ2010	zmiana
Cash&Carry	1 065,3	880,2	21,0%	2 804,6	2 644,4	6,1%
Delikatesy Centrum	349,7	290,3	20,5%	941,2	753,7	24,9%
KDWT	740,9	659,3	12,4%	2 018,0	1 790,8	12,7%
Eurocash Dystrybucja	113,9	108,7	4,8%	321,9	410,0	-21,5%
Premium Distributors	510,4	350,9	45,5%	1 491,6	350,9	325,1%
Inne	80,6	22,5	258,5%	192,8	58,5	229,4%
Wyłączenia	-144,1	-122,6	17,5%	-409,4	-514,0	-20,4%
Razem	2 716,6	2 189,2	24,1%	7 360,6	5 494,2	34,0%

Źródło: Eurocash, DI BRE, PAP

Sieć sprzedaży

(liczba placówek na koniec okresu)	IIIQ2011	IIIQ2010	zmiana
Liczba Cash&Carry	130,0	124,0	4,8%
Liczba ABC	4 390,0	3 864,0	13,6%
Liczba Delikatesy Centrum	605,0	523,0	15,7%

Źródło: Eurocash, DI BRE, PAP

Przepływy finansowe

(mln PLN)	IIIQ2011	IIIQ2010	zmiana	I-IIIQ2011	I-IIIQ2010	zmiana
Przepływy operacyjne	99,5	16,9	487,8%	179,8	132,5	35,7%
Przepływy inwestycyjne	-8,4	-344,7	-97,6%	-49,3	-380,5	-87,1%
Przepływy finansowe	-77,9	301,9	-125,8%	-122,3	252,1	-148,5%
Przepływy razem	13,2	-25,9	-150,9%	8,2	4,0	104,7%
Gotówka	219,7	161,5	36,1%	219,7	161,5	36,1%

Źródło: Eurocash, DI BRE, PAP

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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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

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, Mondy, 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, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

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

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

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.