

- Prognozujemy wzrost przychodów o 6% r/r do PLN 21.5mld w 2016p.
- Prognozujemy EBITDA PLN 508m w 2016P, 3 % poniżej konsensusu.
- Obecnie spółka wyceniana jest na naszych prognozach 2016p na P/E 30.3x oraz EV/EBITDA 15.4x.

## Detal trudniejszy niż hurt

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Eurocash od zalecenia Redukuj z ceną docelową PLN 50/akcję, 7% poniżej obecnej ceny rynkowej. Słabe wyniki segmentu Cash&Carry w 1Q16 spowodowane kanibalizacją sieci przez nowe otwarcia, naszym zdaniem sugerują wysoki poziom nasycenia rynku oraz niższą dynamikę otwarć w kolejnych okresach. Uważamy, że przyszłe akwizycje w segmencie detalicznym będą charakteryzowały się mniejszym potencjałem do uwalniania gotówki z kapitału obrotowego. Na naszych prognozach Eurocash wyceniany jest na EV/EBITDA 15.4x na 2016p oraz 13.6x na 2017p, z 28% premią do spółek porównywalnych na oba lata. Nie widzimy uzasadnienia dla tak wysokiej premii i zwracamy uwagę na ryzyko emisji akcji pod przejęcie Żabki.

Akwizycje w segmencie handlu detalicznego nie będą miały tak dużego wpływu na generowanie gotówki z kapitału obrotowego jak dotychczas. Eurocash rozwijał się do tej pory poprzez przejęcia na rynku hurtowym, a dzięki optymalizacji cyklu konwersji gotówki w przejmowanych podmiotach generował gotówkę na kolejne przejęcia. Obecny udział spółki w rynku hurtowym ogranicza naszym zdaniem potencjał do dalszych przejęć hurtowni, podczas gdy rynek detaliczny charakteryzuje się szybszą rotacją zapasów i należności, a wydłużanie cyklu rotacji zobowiązań ma mniejszy wpływ na uwalnianie gotówki z kapitału obrotowego.

**Pomimo tegorocznych, atrakcyjnych przejęć, widzimy ryzyko emisji akcji i potencjalnie wysokiej ceny za Żabkę.** W naszej ocenie fundusz Mid Europa Partners nie sprzeda Żabki taniej niż 12x EV/EBITDA co jest wskaźnikiem dość wysokim względem dotychczasowych przejęć Eurocashu. Według agencji Reuters fundusz chce wyjść z inwestycji do końca 1H17. Oprócz Eurocashu jako zainteresowanego przejęciem wymienia się także fundusz CVC Capital Partners. W naszej ocenie Eurocash jest zdeterminowany by tę spółkę przejąć. Szacujemy EV Żabki na poziomie PLN 3.3mld i przy potencjalnym przejęciu o takiej skali, szacowalibyśmy potrzebę emisji akcji o wartości PLN 226-617m, czyli od 3 do 8.2% obecnej kapitalizacji.

**Ujemne LFL Cash&Carry spowodowane wysokim nasyceniem i kanibalizacją hurtowni.** Nasycenie sieci hurtowni Eurocash jest na tyle duże, że otwarcie 19 nowych placówek w 2015r. spowodowało ich kanibalizację i ujemne 4% r/r LFL segmentu w 1Q16. Stąd uważamy, że przy obecnej liczbie 187 hurtowni potencjał do nowych otwarć jest ograniczony.

**Wysoka premia do spółek porównywalnych.** Na naszych prognozach, które są nieznacznie poniżej konsensusu, Eurocash jest wyceniany przy mnożniku EV/EBITDA 15.4x na 2016p oraz 13.6x na 2017p, co stanowi 28% premię do spółek porównywalnych na oba lata. Uważamy, że tak wysoka premia do spółek porównywalnych jest nieuzasadniona. Na podstawie wyceny metodami DCF oraz porównawczą wyznaczamy cenę docelową PLN 50/akcję.

Tabela 1. Eurocash: Prognozy i wskaźniki wyceny (PLNm)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody (PLNm)	16,964	20,318	21,532	23,612	24,594
EBITDA (PLNm)	412	476	508	560	587
EBIT (PLNm)	287	325	349	385	404
Zysk netto (PLNm)	183	212	247	279	295
P/E (x)	40.8	35.2	30.3	26.8	25.3
EV/EBITDA(x)	20.3	16.2	15.4	13.6	12.7

Źródło: Spółka, szacunki Vestor DM

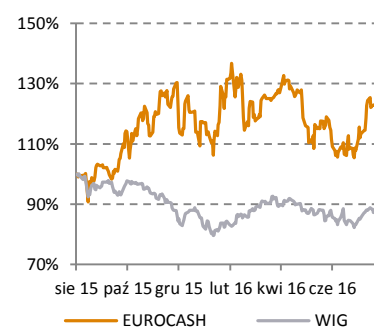
Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	50
Cena bieżąca (PLN)	54
Potencjał wzrostu/spadku	-7%
Min (52T)	37
Max (52T)	59.7
Liczba akcji (m)	139.1
Kapitalizacja (PLNm)	7467
Dług netto (2015, PLNm)	175
EV (PLNm)	7642
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.4

Akcjonariat	
Luis Amaral	43.7%
Pozostali	56.3%

### Opis spółki

Grupa Eurocash jest liderem w hurtowej dystrybucji szybko zbywalnych produktów spożywczych, alkoholi i wyrobów tytoniowych oraz chemii gospodarczej (FMCG). Na koniec 2015r. spółka posiadała 187 hurtowni Cash and Carry, 1076 sklepów w sieci franczyzowej Delikatesy Centrum oraz 4554 zrzeszonych sklepów w sieciach franczyzowych Groszek oraz Lewiatan.

### Eurocash vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

**Jakub Rafal**  
Analityk akcji  
(+48) 22 378 91 95  
Jakub.Rafal@vestor.pl

# Zastrzeżenie odpowiedzialności

## ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor DM") z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r., poz. 94 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1382 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).

Vestor DM podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez Vestor DM.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor DM z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor DM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

Vestor DM nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Vestor DM. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora odpowiednie, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor DM w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor DM oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej Vestor DM, Vestor DM oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania do stron internetowych Vestor DM zostały udostępnione jedynie dla wyгоды odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Niniejszy dokument ma jedynie informacyjny charakter i (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdującymi się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla Vestor DM i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor DM i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie są regulowane przez KNF, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

**NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZIEMNOOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATEŁOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.**

**VESTOR DM INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.**

**VESTOR DM ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M.IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE LUB POLITYCZNE.**

**DECYZJA O ZAKUPIE JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.**

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. Vestor DM niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie jak inwestycje mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

**NINIEJSZY DOKUMENT NIE ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM – EMITENT NIE WPROWADZAŁ POPRAWEK/ZMIAN DO CZĘŚCI OPISOWEJ.**

**INFORMACJI DOTYCZĄCYCH WYCEN/PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI VESTOR DM.**

**W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM NIE ŚWIADCZYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUG Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, W SZCZEGÓLNOŚCI OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH.**

**VESTOR DM INFORMUJE, ŻE WYGNAGRODZENIE OTRZYMYWANE PRZEZ VESTOR DM ORAZ OSOBY SPORZĄDZAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ W SPOŚÓB POŚREDNI ZALEŻNE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIWANYCH W RAMACH TRANSAKЦИИ Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, DOTYCZĄCYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ SPÓŁKĘ, DOKONYWANYCH PRZEZ VESTOR DM, A OPISANYCH POWYŻEJ. TAKA SYTUACJA MOŻE PROWADZIĆ DO POWSTANIA POTENCJALNEGO LUB RZECZYWISTEGO KONFLIKTU INTERESÓW. JEDNOCZEŚNIE VESTOR DM OŚWIADCZA, ŻE STOSUJE ODPOWIEDNIE REGULACJE WEWNĘTRZNE, KTÓRE MAJĄ SŁUżyć ZARZĄDZANIU TEGO RODZAJU KONFLIKTAMI W CELU ELIMINACJI ICH SKUTKÓW I ZAPEWNIENIA PRAWIDŁOWEJ OCHRONY INWESTORÓW, A KTÓRE SĄ SZCZEGÓŁOWO OPISANE W DALSZEJ CZĘŚCI NINIEJSZEGO ZASTRZEŻENIA PRAWNEGO.**

Vestor DM nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

Vestor DM nie pełni roli animatora rynku na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

Vestor DM nie pełni roli animatora emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

Vestor DM nie posiada akcji Emitenta tj. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Vestor DM nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Vestor DM nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor DM składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

Podmioty powiązane z Vestor DM lub Vestor DM mogą, w zakresie dopuszczalnym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadcząc usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta/Emitentów, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta/Emitentów („Instrumenty finansowe”).

Vestor DM może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki/spółek, do których odnosi się niniejszy raport.

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor DM mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje stanowiących więcej niż 0,5% wszystkich wyemitowanych przez prawo, akcji przez Emitenta.

Analitycy sporządzający niniejszy raport pozostają w stosunku pracy z Vestor DM na podstawie zawartej umowy o pracę. Analitycy Vestor DM działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

Vestor DM, członkowie jego organów ani pracownicy nie przyjmują jakikolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub na innej zasadzie) za jakiegokolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści.

Vestor DM nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

Vestor DM zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do aktualizacji tych informacji lub zaprzestania jej całkowicie bez uprzedzenia.

Z wyjątkiem zastrzeżeń wyrażonych powyżej niniejszy raport pozostaje w mocy przez okres 12 miesięcy, lecz nie dłużej niż do dnia wydania następnego raportu.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor DM wydał: 4 rekomendacje kupuj, 0 rekomendacji Akumuluj, 6 rekomendacji Neutralnie, 2 rekomendacji Redukuj oraz 1 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor DM wydał 7 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego, na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor DM, w okresie ostatnich 3 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 52% (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu. W okresie kolejnych 12 miesięcy Vestor DM zamierza wydać co najmniej aktualizację niniejszego raportu.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich z nich.

**NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIONYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM.**

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż Vestor DM, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie

stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Vestor DM do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor DM, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treści.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i loga użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami Vestor DM lub jego podmiotów powiązanych.

Vestor DM jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor DM. Żaden z materiałów, ani jej treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody Vestor DM.

Copyright © 2016 Vestor DM Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszystkie prawa zastrzeżone.

Opis zastosowanych w organizacji mechanizmów chińskich murów zapobiegających powstaniu konfliktów interesów:

W Vestor DM obowiązuje „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Vestor Domu Maklerskim S.A.”, który określa sposób postępowania w celu przeciwdziałania powstawaniu oraz sprawnego zarządzania konfliktami interesów poprzez wyeliminowanie ryzyka naruszenia interesu klienta, jak również określa środki i procedury zarządzania konfliktami interesów. Obowiązki z zakresu przeciwdziałania powstawaniu, zarządzania oraz monitorowania w przypadku powstania konfliktu interesów wykonuje wyznaczona jednostka organizacyjna, której pracownicy dysponują następującymi narzędziami zapewniającymi prawidłowe wykonywanie tych zadań: (i) dostęp do wszelkiej dokumentacji zarówno Spółki jak i spółki zależnej, (ii) uprawnienia do żądania przedstawienia wyjaśnień przez wszystkich pracowników, (iii) możliwość analizowania zawieranych przez osoby powiązane transakcji własnych.

Dom Maklerski stosuje następujące mechanizmy mające na celu zapobieganie powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku istnienia takiego konfliktu - zarządzanie i monitorowanie nimi w celu zapobiegania potencjalnemu niekorzystnemu wpływowi na interesy klientów:

Niezależność działania: zapewnienie niezależności działania każdej jednostki organizacyjnej Vestor DM, która oznacza w szczególności, że (i) nie istnieje możliwość wywierania niekorzystnego wpływu osób trzecich na sposób wykonywania przez pracowników czynności związanych z prowadzeniem przez Vestor DM działalności, (ii) zakres zadań danej jednostki organizacyjnej jest przypisany danej jednostce organizacyjnej i co do zasady nie krzyżuje się z zakresem zadań innych jednostek organizacyjnych;

Niezależność wynagrodzeń: Vestor DM zapobiega powstawaniu bezpośrednich zależności pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników wykonujących określone czynności z zakresu działalności maklerskiej, z wynagrodzeniem lub zyskami osiąganymi przez osoby wykonujące czynności innego rodzaju, które stanowią lub mogą stanowić źródło konfliktu interesów;

Efektywny nadzór: zapewnienie nadzoru nad pracownikami wykonującymi w ramach swoich podstawowych zadań czynności na rzecz i w imieniu klientów, w zakresie działalności prowadzonej przez Vestor DM, które to czynności powodują lub mogą powodować wystąpienie sprzeczności interesów pomiędzy klientami lub interesami klienta i Vestor DM, w tym:

system sprawozdawczości wewnętrznej zapewniający niezwłoczne informowanie osób odpowiedzialnych za nadzorowanie przestrzegania zasad określonych w Regulaminie o przypadku wystąpienia konfliktu interesów lub ryzyku jego powstania;

nadzór nad transakcjami własnymi dokonywanymi przez osoby powiązane, okresowe przeglądy i ocena skuteczności wdrożonych przez Vestor DM systemów kontrolnych i procedur; prowadzenie wymaganych prawem rejestrów oraz ewidencji, przede wszystkim rejestru konfliktów interesów związanych z istotnym ryzykiem naruszenia interesów klienta;

Odmowa działania: prawo odmowy przez Vestor DM podjęcia działań na rzecz klienta, jeżeli z uwagi na zaangażowanie w określone działania na rzecz innego klienta Vestor DM nie może skutecznie zarządzać potencjalnymi konfliktami interesów, bądź uniemożliwiają to ograniczenia prawne lub regulacje wewnętrzne;

Podział funkcji: organizacja zadań pracowników mająca na celu wyeliminowanie przypadków jednoczesnego lub bezpośrednio po sobie następującego wykonywania przez danego pracownika zadań w ramach różnych usług świadczonych przez Vestor DM, jeśli mogło by to mieć negatywny wpływ na prawidłowe zarządzanie konfliktami interesów;

Chińskie mury: Vestor DM podejmuje wszelkie działania, aby zapobiegać przepływowi informacji pomiędzy osobami powiązanymi wykonującymi w ramach działalności prowadzonej przez Vestor DM określone czynności, które powodują lub mogą powodować powstanie konfliktu interesów, w przypadku, gdy taka wymiana informacji może zaszkodzić interesom klienta lub klientów, lub zapewnia nadzór nad takim przepływem informacji, gdy przepływ taki jest konieczny.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Vestor DM opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Vestor DM korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożnik docelowy
- 4) analiza scenariuszowa
- 5) zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części
- 8) zdyskontowanych zysków rezydualnych

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Wycena na podstawie mnożnika docelowego oparta jest na założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych mnożników cenowych. Do zalet tej metody można zaliczyć możliwość zastosowania jej do każdej spółki. Z drugiej jednak strony metoda ta jest bardzo subiektywna.

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny (15% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (70% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (15% prawdopodobieństwa). Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założenia znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże ilości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do uzyskania. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może niedoszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody można uznać małą liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowana wartość rezydualna. Do jej mocnych stron zaliczyć można oparcie wyceny na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utraconych korzyści przez właścicieli kapitału. Wadami wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV - cena/wartość księgową

BV - wartość księgową

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EV/EBITDA - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ zysk operacyjny + amortyzacja

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE - zwrot na kapitale własnym

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

COE - koszt kapitału własnego

L-F-L - wzrost na wartościach porównywalnych

Definicje rekomendacji:

Kupuj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 1,5-krotność kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Akumuluj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Neutralnie - rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie 0% w stosunku do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Redukuj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie od minus kosztu kapitału własnego do 0% w odniesieniu do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Sprzedaj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu poniżej minus kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Lista wszystkich rekomendacji wydanych przez Vestor DM w okresie ostatnich 12 miesięcy:

Spółka	Data rekomendacji	Analityk	TP	Cena bieżąca na godz.		Rekomendacja	Time
				upublicznienia rekomendacji			
BKD Farm	2015-09-17	Piotr Nawrocki	78.0	74.0	Neutralnie	12M	
Sfinks	2015-09-01	Piotr Raciborski	5.3	3.8	Brak	12M	
DTP	2015-09-02	Michał Fidelus	6.4	4.5	Brak	12M	
Impel	2015-09-03	Piotr Raciborski	41.0	29.3	Brak	12M	
Vantage	2015-09-04	Marek Szymański	3.7	2.7	Brak	12M	
OT Logistics	2015-09-10	Piotr Nawrocki	337.0	260.0	Brak	12M	
Pekabex	2015-09-10	Piotr Nawrocki	13.4	10.5	Kupuj	12M	
Kredyt Inkaso	2015-09-11	Michał Fidelus	34.0	30.5	Neutralnie	12M	
JHM	2015-09-11	Marek Szymański	2.5	1.7	Brak	12M	
Polwax	2015-09-14	Wojciech Wozniak	26.1	16.4	Brak	12M	
Marvipol	2015-09-17	Marek Szymański	10.5	7.0	Brak	12M	
Immobilie	2015-09-18	Piotr Raciborski	3.1	2.3	Brak	12M	
Pharmena	2015-09-18	Beata Szparaga	20.0	18.7	Brak	12M	
Polmed	2015-09-24	Michał Mordel	4.2	3.0	Brak	12M	
Warimpex	2015-10-02	Marek Szymański	3.7	2.8	Brak	12M	
Altus	2015-10-09	Michał Fidelus	12.6	10.7	Kupuj	12M	
Quercus	2015-10-09	Michał Fidelus	6.6	6.5	Neutralnie	12M	
Dom Development	2015-10-27	Marek Szymański	53.0	53.0	Neutralnie	12M	
LC Corp	2015-10-27	Marek Szymański	2.5	1.9	Kupuj	12M	
Robyg	2015-10-27	Marek Szymański	3.0	2.5	Kupuj	12M	
PKO BP	2015-10-28	Michał Fidelus	30.0	29.5	Neutralnie	12M	
Pekao	2015-10-28	Michał Fidelus	170.0	155.1	Akumuluj	12M	
BZWBK	2015-10-28	Michał Fidelus	302.0	318.0	Redukuj	12M	
mBank	2015-10-28	Michał Fidelus	323.0	370.1	Sprzedaj	12M	
ING	2015-10-28	Michał Fidelus	138.0	125.3	Akumuluj	12M	
Handlowy	2015-10-28	Michał Fidelus	91.0	83.0	Akumuluj	12M	
Millennium	2015-10-28	Michał Fidelus	6.3	6.2	Neutralnie	12M	
Getin Noble	2015-10-28	Michał Fidelus	0.74	0.85	Sprzedaj	12M	
Alior Bank	2015-10-28	Michał Fidelus	85.0	83.3	Neutralnie	12M	
PKP Cargo	2015-11-02	Piotr Nawrocki	60.0	66.4	Redukuj	12M	
KGHM	2015-11-04	Piotr Nawrocki	107.0	92.0	Kupuj	12M	
Selvita	2015-11-04	Beata Szparaga	24.0	22.5	Brak	12M	
AAT Holding	2015-11-06	Wojciech Wozniak	31.3	22.0	Kupuj	12M	
Arteria	2015-11-10	Piotr Raciborski	23.3	14.9	Brak	12M	
Alior Bank	2015-11-12	Michał Fidelus	83.0	75.5	Akumuluj	12M	
Impel	2015-11-17	Piotr Raciborski	38.0	26.0	Brak	12M	
DTP	2015-11-19	Michał Fidelus	6.4	4.2	Brak	12M	
Polmed	2015-11-23	Michał Mordel	4.1	3.0	Brak	12M	
PKN Orlen	2015-11-27	Beata Szparaga	83.0	68.9	Kupuj	12M	
Lotos	2015-11-27	Beata Szparaga	34.0	28.9	Akumuluj	12M	
Vigo	2015-12-04	Piotr Nawrocki	306.0	249.0	Brak	12M	
Marvipol	2015-12-09	Marek Szymański	10.5	5.8	Brak	12M	
PKO BP	2015-12-11	Michał Fidelus	28.6	25.8	Akumuluj	12M	
BZWBK	2015-12-11	Michał Fidelus	288.0	268.7	Neutralnie	12M	
mBank	2015-12-11	Michał Fidelus	318.0	313.3	Neutralnie	12M	
Millennium	2015-12-11	Michał Fidelus	5.8	5.2	Kupuj	12M	
Getin Noble	2015-12-11	Michał Fidelus	0.60	0.56	Neutralnie	12M	
PGNIG	2015-12-16	Beata Szparaga	4.6	5.0	Redukuj	12M	
Sfinks	2015-12-18	Piotr Raciborski	5.3	3.9	Brak	12M	
The Farm 51	2015-12-21	Michał Mordel	17.9	12.7	Brak	12M	
OT Logistics	2015-12-29	Piotr Nawrocki	275.0	166.0	Brak	12M	
PKO BP	2016-01-11	Michał Fidelus	27.0	25.7	Neutralnie	12M	
Pekao	2016-01-11	Michał Fidelus	148.0	133.5	Akumuluj	12M	
BZWBK	2016-01-11	Michał Fidelus	269.0	260.1	Neutralnie	12M	
mBank	2016-01-11	Michał Fidelus	302.0	295.8	Neutralnie	12M	
ING	2016-01-11	Michał Fidelus	123.0	116.0	Neutralnie	12M	
Handlowy	2016-01-11	Michał Fidelus	74.0	67.6	Akumuluj	12M	
Millennium	2016-01-11	Michał Fidelus	5.5	5.5	Neutralnie	12M	
Getin Noble	2016-01-11	Michał Fidelus	0.60	0.57	Neutralnie	12M	
Alior Bank	2016-01-11	Michał Fidelus	71.0	62.5	Kupuj	12M	
KGHM	2016-01-12	Piotr Nawrocki	63.0	53.0	Akumuluj	12M	
Vigo	2016-01-12	Piotr Nawrocki	279.0	229.0	Brak	12M	
Serinus	2016-01-14	Beata Szparaga	2.6	1.6	Kupuj	12M	
Pekabex	2016-01-14	Piotr Nawrocki	14.0	10.3	Kupuj	12M	
KGHM	2016-02-08	Piotr Nawrocki	64.0	62.0	Neutralnie	12M	
Handlowy	2016-02-09	Michał Fidelus	75.0	78.0	Redukuj	12M	
Kredyt Inkaso	2016-02-16	Michał Fidelus	27.8	21.8	Kupuj	12M	
PGNIG	2016-02-18	Beata Szparaga	4.4	5.2	Sprzedaj	12M	
Sfinks	2016-03-01	Piotr Raciborski	5.0	4.3	Brak	12M	
PGNIG	2016-03-07	Beata Szparaga	4.4	4.8	Redukuj	12M	
Kruk	2016-03-08	Michał Fidelus	204.0	189.0	Neutralnie	12M	
KGHM	2016-03-09	Piotr Nawrocki	68.0	73.0	Redukuj	12M	
Selvita	2016-03-10	Beata Szparaga	26.0	21.2	Brak	12M	
Bumch	2016-03-16	Wojciech Wozniak	1.1	0.68	Brak	12M	
mBank	2016-03-17	Michał Fidelus	317.0	354.0	Sprzedaj	12M	
Polwax	2016-03-23	Wojciech Wozniak	26.1	17.6	Brak	12M	
Impel	2016-03-31	Piotr Raciborski	32.5	27.8	Brak	12M	
JHM	2016-03-31	Marek Szymański	2.3	1.2	Brak	12M	
Vantage	2016-04-01	Marek Szymański	4.1	2.6	Brak	12M	
K2 Internet	2016-04-01	Adam Siniarski	29.2	19.7	Brak	12M	
Selvita	2016-04-04	Beata Szparaga	27.0	22.9	Brak	12M	
Pekao	2016-04-06	Michał Fidelus	148.0	158.0	Redukuj	12M	
Marvipol	2016-04-12	Marek Szymański	10.5	7.0	Brak	12M	
PKO BP	2016-04-21	Michał Fidelus	28.0	26.3	Neutralnie	12M	
Pekao	2016-04-21	Michał Fidelus	147.0	160.6	Redukuj	12M	
BZWBK	2016-04-21	Michał Fidelus	304.0	288.0	Neutralnie	12M	
mBank	2016-04-21	Michał Fidelus	316.0	331.7	Redukuj	12M	
ING	2016-04-21	Michał Fidelus	135.0	121.8	Akumuluj	12M	
Handlowy	2016-04-21	Michał Fidelus	73.0	82.1	Sprzedaj	12M	
Millennium	2016-04-21	Michał Fidelus	5.3	5.5	Redukuj	12M	
Getin Noble	2016-04-21	Michał Fidelus	0.58	0.54	Neutralnie	12M	
Alior Bank	2016-04-21	Michał Fidelus	74.0	69.8	Neutralnie	12M	
PKP Cargo	2016-04-21	Piotr Nawrocki	37.0	44.0	Redukuj	12M	
PKN Orlen	2016-04-26	Beata Szparaga	76.0	70.0	Neutralnie	12M	
Lotos	2016-04-26	Beata Szparaga	33.0	28.9	Akumuluj	12M	
Soho Development	2016-04-27	Marek Szymański	3.0	1.4	Brak	12M	
Archicom	2016-05-11	Marek Szymański	22.5	15.0	Brak	12M	
Handlowy	2016-05-16	Michał Fidelus	73.0	72.0	Neutralnie	12M	
Warimpex	2016-05-19	Marek Szymański	3.8	2.5	Brak	12M	
OT Logistics	2016-05-22	Piotr Nawrocki	275.0	220.0	Brak	12M	
Altus	2016-05-24	Michał Fidelus	17.3	14.0	Kupuj	12M	
Mex Polska	2016-05-30	Piotr Raciborski	11.2	5.7	Brak	12M	
Vigo	2016-06-01	Piotr Nawrocki	277.0	226.0	Brak	12M	
Pekao	2016-06-14	Michał Fidelus	156.0	146.5	Neutralnie	12M	
Marvipol	2016-06-16	Marek Szymański	10.5	6.9	Brak	12M	
mBank	2016-06-24	Michał Fidelus	293.0	333.4	Sprzedaj	12M	
PKP Cargo	2016-06-28	Piotr Nawrocki	36.0	33.0	Neutralnie	12M	
Alior Bank	2016-06-30	Michał Fidelus	62.0	52.2	Kupuj	12M	
The Farm 51	2016-07-08	Michał Mordel	13.8	12.5	Brak	12M	
PGNIG	2016-07-20	Beata Szparaga	5.1	5.6	Redukuj	12M	
PKN Orlen	2016-07-27	Beata Szparaga	72.0	65.7	Neutralnie	12M	
LC Corp	2016-08-01	Marek Szymański	2.6	2	Kupuj	12M	
Robyg	2016-08-01	Marek Szymański	3.7	2.9	Kupuj	12M	
Dom Development	2016-08-01	Marek Szymański	59	54	Akumuluj	12M	
mBank	2016-08-02	Michał Fidelus	293.0	310.8	Redukuj	12M	
Mercator Medical	2016-08-02	Piotr Nawrocki	22.9	14.0	Brak	12M	
ING BSK	2016-08-08	Michał Fidelus	142	139.9	Neutralnie	12M	

KAŻDY, KTO KORZYSTA Z NINIEJSZEGO DOKUMENTU ZGADZA SIĘ NINIEJSZYM NA POWYŻSZE ZASTRZEŻENIA PRAWNE