

## Dobre jedzenie w godziwej cenie

Wartość polskiego rynku FMCG w tym roku wyniesie 255 mld PLN (+4,3% r/r), a oczekiwany powrót inflacji cen żywności, wzrost wolumenów oraz silny konsument wspierany programami rządowymi zapewnią paliwo dla jego dalszego rozwoju w przyszłych latach. Rynek znajduje się obecnie w fazie konsolidacji, a jego struktura jest wciąż bardziej zbliżona do struktury krajów rozwijających się, z dużym udziałem sklepów tradycyjnych (41%). Spodziewamy się dalszego umacniania pozycji dyskontów, wzrostu w segmencie marketów i rozwoju sieci convenience kosztem sklepów tradycyjnych. Ryzykiem dla rozwoju branży pozostają widmo podatku handlowego oraz wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę.

**Jeronimo Martins:** obniżamy rekomendację do TRZYMAJ i cenę docelową do 15 EUR na akcję

Strategia grupy koncentruje się na wzroście efektywności sprzedaży LFL w Polsce i w Portugalii oraz rozwoju biznesu w Kolumbii (1,6% przychodów), który naszym zdaniem nie zapewni wystarczającego paliwa do dalszych wzrostów. Jednak generowane FCF i poziom gotówki netto (179 mln EUR) pozwalają myśleć o większych akwizycjach, które mogą stać się motorem napędowym w następnych latach. Biedronka jest największą siecią detaliczną w Polsce, która w przypadku wejścia w życie podatku handlowego będzie jego największym płatnikiem. Ze względu na niższy oczekiwany wzrost obniżamy naszą rekomendację do TRZYMAJ i cenę docelową do 15 EUR na akcję.

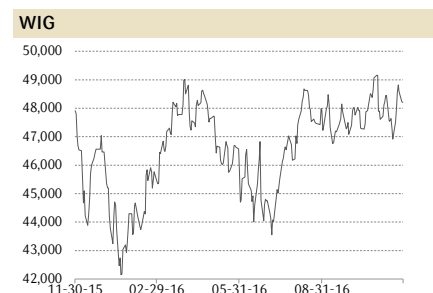
**Eurocash:** obniżamy rekomendację do SPRZEDAŻ i cenę docelową do 32 PLN na akcję

Po trzech kwartałach rozczarowujących wyników oraz braku wyraźnych sygnałów poprawy, co pozwala zakładać utrzymanie negatywnych tendencji w 2017 r., rewidujemy nasze oczekiwania i prognozy na przyszły rok. W przypadku podatku handlowego kluczową kwestią dla spółki będzie objęcie nim sieci partnerskich i franczyzowych. Ze względu na wzrost kosztów (rozwój nowych projektów), spadek efektywności sprzedażowej w Cash&Carry (ujemna dynamika LFL) oraz blokowanie przejęć przez UOKiK obniżamy naszą rekomendację do SPRZEDAŻ i cenę docelową do 32 PLN na akcję.

**Emperia:** obniżamy rekomendację do TRZYMAJ i cenę docelową do 63 PLN na akcję

Strategia oparta na intensyfikacji wzrostu w segmencie detalicznym (przychody w 2016 +19% r/r; w 2017 +13% r/r) pozwala generować stabilne przepływy operacyjne, a obecny poziom gotówki netto (80 mln PLN) jest wystarczający, aby myśleć o przejęciach (przegląd opcji strategicznych). Jednak ze względu na bardzo wysokie naszym zdaniem prawdopodobieństwo przegrania sporu z Urzędem Skarbowym o zapłatę podatku CIT ze sprzedaży Tradisu (odejmuje od wyceny 21 PLN akcję) obniżamy naszą rekomendację do TRZYMAJ i cenę docelową do 63 PLN na akcję.

| Ticker | Rekomend.              | Cena docelowa | Cena bieżąca |
|--------|------------------------|---------------|--------------|
| EMP PW | Trzymaj<br>(Obniżona)  | 63.0          | 63.0         |
| EUR PW | Sprzedaj<br>(Obniżona) | 32.0          | 37.9         |
| JMT PL | Trzymaj<br>(Obniżona)  | 15.0          | 14.9         |



| Spółka           | Kapitalizacja<br>(mln PLN) | Stopa<br>dywidendy | P/E  |       |       | EV/EBITDA |       |       |
|------------------|----------------------------|--------------------|------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|                  |                            |                    | 2015 | 2016P | 2017P | 2015      | 2016P | 2017P |
| Jeronimo Martins | 41,598                     | 4.3%               | 22.4 | 15.4  | 22.7  | 10.0      | 11.2  | 10.4  |
| Eurocash         | 5,269                      | 2.1%               | 26.9 | 28.0  | 23.3  | 14.5      | 12.1  | 11.0  |
| Emperia          | 777                        | 2.1%               | 17.6 | 16.3  | 16.7  | 8.2       | 6.1   | 5.6   |

Źródło: Spółki, P - prognozy DM PKO BP

**Analitik**  
Adrian Skłodowski  
+48 22 521 87 23  
adrian.sklodowski@pkobp.pl

**Adres:**  
Dom Maklerski PKO Banku Polskiego  
ul. Puławska 15  
02-515 Warszawa

### Argumenty inwestycyjne

- **Rynek FMCG w Polsce wart jest 255 mld PLN, w tym roku urośnie o 4,3% r/r, co istotnie przewyższa 6 letnią średnią CAGR 2,6%.**
- **Oczekiwany powrót inflacji cen żywności i wzrost wolumenów** będą naszym zdaniem motorem poprawy rynku i wzrostu sprzedaży polskich detalistów.
- **Silny konsument wspierany programami rządowymi** – wzrost płac, zatrudnienia i spadające bezrobocie w konsekwencji wzrost dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych (program 500 plus oraz zapowiedź zwiększenia kwoty wolnej od podatku od 2018 r.).
- **Wzrost wskaźnika ufności konsumentów w Polsce** dobrym prognostykiem dla rynku FMCG - świadczy o oczekiwanej stabilnej sytuacji gospodarczej.
- **Spadek udziału wydatków na żywność i napoje w strukturze spożycia gospodarstw domowych pomimo nominalnego wzrostu rynku na wzór krajów rozwiniętych.** Polski rynek detaliczny stanowi 361 tys. sklepów, z czego 115 tys. (32%) to sklepy ogólnospożywcze, owocowo-warzywne, mięsne, rybne, piekarnie i monopolowe.
- **Polski rynek FMCG znajduje się obecnie w fazie konsolidacji.** Spodziewamy się dalszego umacniania pozycji dyskontów na polskim rynku, wzrostu w segmencie marketów i rozwoju sieci convenience kosztem sklepów tradycyjnych.
- **Struktura polskiego rynku FMCG jest wciąż bardziej zbliżona do struktury krajów rozwijających się** (z dużym udziałem sklepów tradycyjnych na poziomie 41%), z ponadprzeciętnie dużym udziałem dyskontów w strukturze sprzedaży (26%). Blisko 64% społeczeństwa mieszka na terenach wiejskich i w miastach do 50 tys. mieszkańców, średnia powierzchnia mieszkania jest mniejsza niż w Europie, w konsekwencji polski konsument odwiedza sklepy spożywcze częściej (46x w miesiącu) niż konsumenci w Europie (w Wielkiej Brytanii 30x).
- **Dyskonty – największym beneficjentem zmiany struktury rynku.** W Polsce obecnie działa 4 sieci dyskontowe: Biedronka, Lidl, Netto, Aldi. Sprzedaż dyskontów rosła w ciągu ostatnich 5 lat w średniorocznym tempie 16% CAGR, podczas gdy powierzchnia zwiększała się w tempie 11% CAGR, a liczba sklepów rosła w tempie 10% CAGR.
- **Hipermarkety – największy przegrani ostatnich lat.** Problemy hipermarketów zaczęły się wraz ze wzrostem znaczenia sklepów dyskontowych. Sprzedaż w kanele hipermarketów rosła w średniorocznym tempie tylko 2% CAGR, podczas gdy powierzchnia w ciągu ostatnich lat rosła w tempie 7% CAGR, a liczba sklepów w tempie 9% CAGR.
- **Supermarkety – zyskują kosztem hipermarketów i małych sklepów.** W Polsce działa kilkadziesiąt sieci supermarketów. Obok sklepów dyskontowych, supermarketety są jedynym nowoczesnym formatem zwiększającym udział w polskim rynku. Sprzedaż jak i powierzchnia supermarketów w latach 2010-2015 rosła w średniorocznym tempie 6% CAGR, podczas gdy liczba sklepów rośnie zwiększa się średniorocznie o 4% CAGR.
- **Sklepy convenience – nowoczesny format sklepu dopasowany do potrzeb konsumentów.** Sklepy convenience to dość młody koncept na polskim rynku, obok sklepów przy stacjach benzynowych ich dobrym przykładem jest sieć franczyzowa Żabka. Sprzedaż sklepów w formacie convenience rośnie w średniorocznym tempie 12% CAGR, powierzchnia w tempie 9% CAGR, a liczba sklepów w tempie 11% CAGR.
- **Wzrost koncentracji w sektorze.** Udział 10 największych sieci detalicznych w Polsce w rynku FMCG w ciągu ostatnich 5 lat zwiększył się o 16pp do poziomu 58% i był napędzany głównie przez wzrost udziału Biedronki, której udział w strukturze zwiększył się o 8pp do 19%. Oczekujemy, że w najbliższych 3 latach koncentracja będzie najszybciej wzrastać w segmencie convenience, supermarketów proximity i dużych supermarketów.

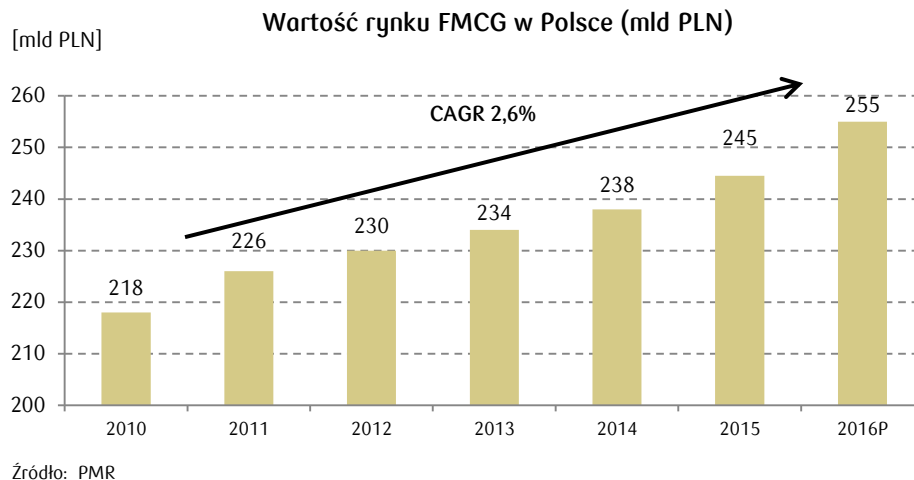
- **W Polsce obecne są już niemal wszystkie największe sieci detaliczne działające w Europie.**
- **Wzrost rentowności sektora, wzrost sprzedaży na m2, wzrost sprzedaży LFL.** Wysoka sprzedaż wolumenowa oraz rozwój marek własnych i produktów premium przekładają się na wzrost sprzedaży LFL w sieciach Biedronka i Stokrotka. Ze względu na oczekiwany powrót inflacji spodziewamy się, że wysoka dynamika LFL będzie się utrzymywać w nadchodzących kwartałach. W gorszej sytuacji znajduje się Eurocash, którego część hurtowa pokazuje ujemną sprzedaż LFL, co ma związek ze zmniejszeniem się udziałem w rynku FMCG małych sklepów niezależnych – w konsekwencji kurcząca się baza klientów Cash&Carry
- **Dynamiczny rozwój sieci franczyzowych** – odpowiedzią małych, niezależnych sklepów (41% struktury rynku) na ekspansję dyskontów i sieci supermarketów (reklama, marketing, wsparcie operacyjne, szkolenia oraz konkurencyjne warunki dostaw).
- **Wzrost udziału marek własnych w mixie sprzedażowym,** które przy odpowiedniej skali biznesu (pomagają procesy konsolidacyjne oraz rozwój programów franczyzowych) pozwalają generować wyższe marże, obniżać koszty marketingu, opakowań oraz swobodnie negocjować ceny z producentami bez udziału pośredników.
- **E- commerce – boom wzrostowy wciąż przed nami** - handel żywnością przez Internet znajduje się w Polsce we wczesnej fazie rozwoju. Spodziewamy się, że w najbliższych 5 latach rynek utrzyma dynamikę wzrostu na poziomach 20% rocznie, w 2020 r. wart będzie wart ponad 1,2 mld PLN, a jego głównym motorem będą otwarcia sklepów online przez sieci handlowe, które do tej pory nie rozpoczęły jeszcze sprzedaży online.
- **Multiformatowość największych detalistów** – odpowiedzią na potrzeby rynku

#### Ryzyka dla rozwoju branży:

- **Podatek handlowy został oficjalnie zawieszony do 1.01.2018** po tym jak Komisja Europejska zakwestionowała obecną formę ustawy, która jej zdaniem faworyzuje małe sklepy, a zatem może być uznana za pomoc publiczną. Rząd pracuje obecnie nad nową wersją podatku handlowego w innej formule, a także nad tymczasową wersją podatku od handlu, która miała by obowiązywać tylko w 2017 r. Na tą chwilę nie wiadomo czy podatek tymczasowy zostanie wprowadzony, a jeśli tak to czy będzie obowiązywał również sieci franczyzowe ponieważ Rząd jak dotąd nie zaprezentował nowego projektu ustawy.
- **Zakaz handlu w niedziele.** Bieżącą retoryką Rządu pozwala przypuszczać, że w połowie 2017 r. może zostać wprowadzony zakaz handlu w niedziele. Naszym zdaniem konsekwencją wprowadzenia zakazu handlu w niedzielę będzie zmiana zachowań konsumentów na wzór niemiecki, gdzie blisko 44% całego handlu odbywa się w piątek i sobotę oraz wzrost sprzedaży w kanale online.

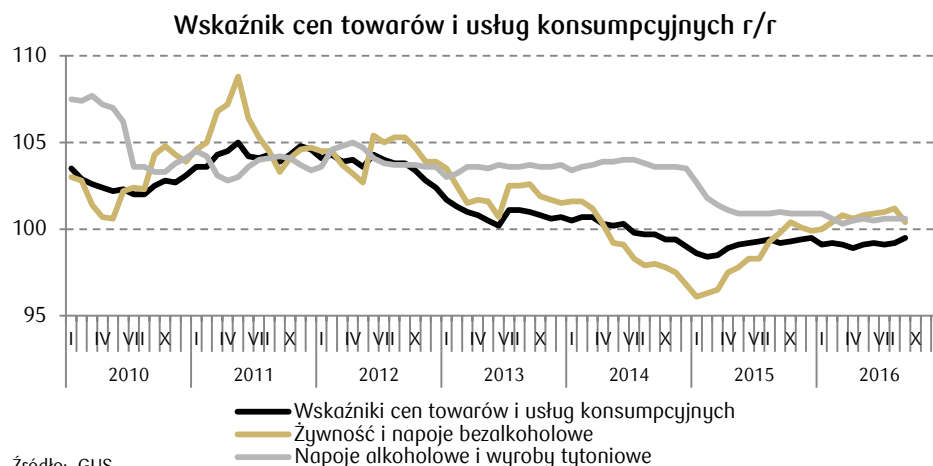
**Rynek FMCG w Polsce wart jest 255 mld PLN (+4,3% r/r) i rośnie powyżej 6 letniej średniej CAGR 2,6%**

Rynek FMCG w Polsce w 2015 r. wart był blisko 244,5 mld PLN, a jego szacowana wartość w tym roku wyniesie 255 mld PLN, co implikuje wzrost na poziomie 4,3% r/r, istotnie powyżej 6 letniej średniej (CAGR 2,6%).



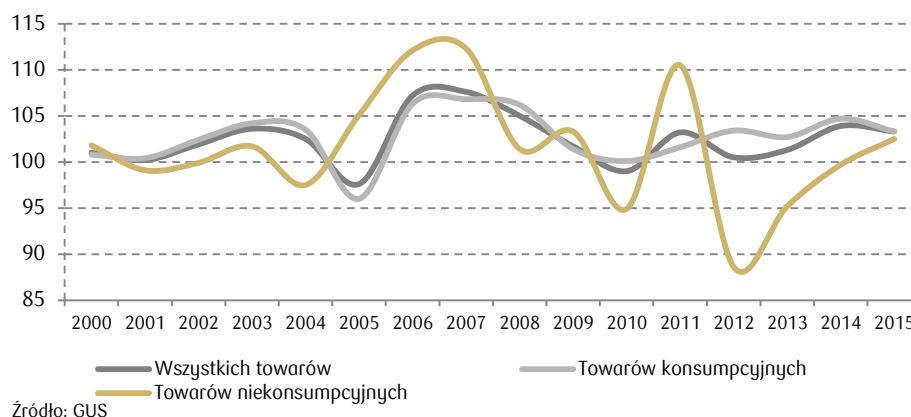
### Oczekiwany powrót inflacji i wzrost wolumenów

Opublikowane ostatnio wskaźniki inflacji potwierdzają, że długi okres deflacji w Polsce (jednej z najdłuższych i najgłębszych w UE) dobiega końca. Długo oczekiwany powrót inflacji powyżej zera następuje jednak bardzo powoli. Biorąc pod uwagę, że indeks FAO (w PLN) rośnie najszybciej od początku 2012 r., spodziewamy się, że inflacja cen żywności przyspieszy w kolejnych miesiącach z największym wkładem pochodzącym z cen cukru, mięsa i ryb (PKO Bank Polski, Analizy makroekonomiczne).



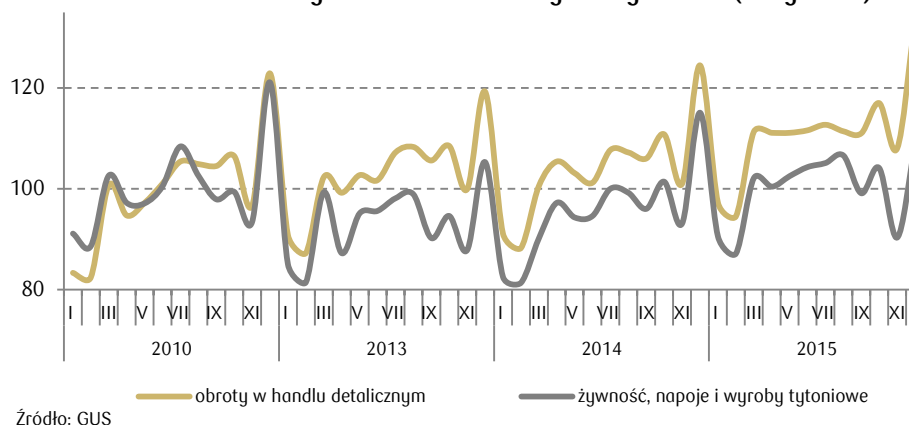
Wzrost wartości rynku FMCG w latach 2014-2015 pomimo deflacji cen żywności i napojów alkoholowych miał miejsce dzięki rosnącym wolumenom. Jednocześnie zwracamy uwagę, że sprzedaż detaliczna towarów konsumpcyjnych zachowuje się stabilniej niż towarów niekonsumpcyjnych.

## Sprzedaż detaliczna towarów w cenach stałych



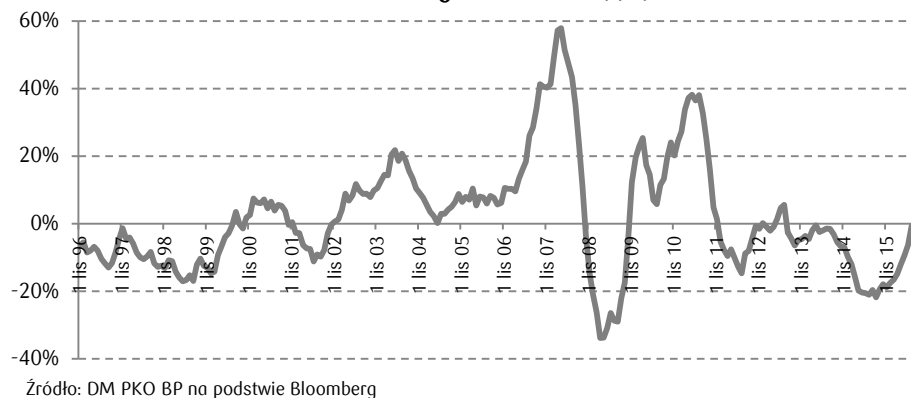
Według GUS, sprzedaż detaliczna żywności, napojów i wyrobów tytoniowych w cenach stałych rosła w 2015 r. w średniomiesięcznym tempie 1,7%.

## Polska: Obroty w handlu detalicznym - dynamika (ceny stałe)



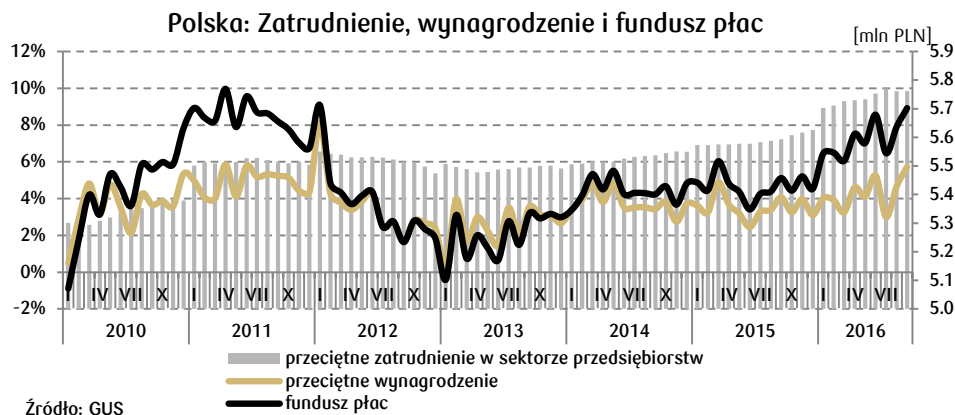
FAO (Food and Agriculture Organization of the United Nations, FAO) to indeks cen żywności na świecie.

## Indeks cen żywności FAO (r/r)

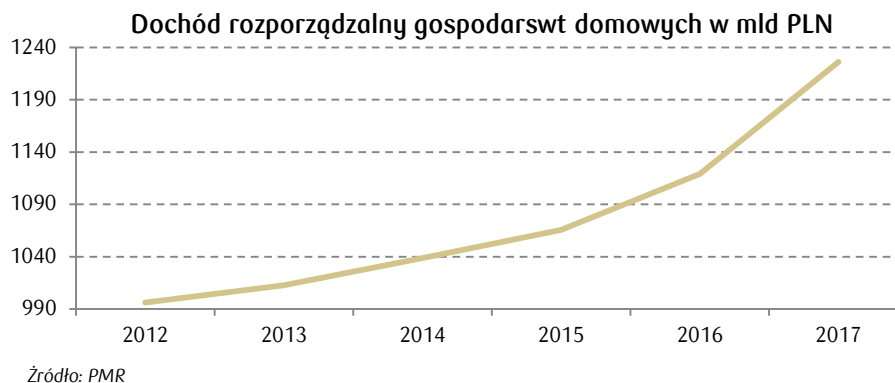


### Wzrost dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych

Wydatki konsumpcyjne w Polsce napędzane są przez stabilny wzrost płac, zatrudnienia i spadające bezrobocie. Od początku 2016 r. średni miesięczny wzrost płac według GUS wyniósł 4,6%, podczas gdy średni miesięczny wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach wyniósł 1,0%, a średni miesięczny wzrost funduszu płac w okresie styczeń-październik kształtował się na poziomie 5,7%.



W konsekwencji obserwujemy wzrost dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych, który nieprzerwanie rośnie w Polsce od 2012 r. i który przekłada się pozytywnie na dynamikę sprzedaży detalicznej (PMR).



### Impuls fiskalny stymulusem dla handlu

Aktualne programy rządowe poprawiają dynamikę sprzedaży detalicznej ogółem. W 2016 r. zapowiadane wydatki rządowe wyniosą około 25 mld PLN, w tym 15-17 mld PLN z programu 500 plus, którego celem jest poprawa sytuacji demograficznej w Polsce. Dodatkowo w 2017 r. dojdzie około 5-6 mld PLN na ten program. Ponadto rząd zapowiada także zwiększenie kwoty wolnej od podatku do 8 tys. PLN, co jednak zostanie wprowadzone najwcześniej od 2018 r.

#### Impuls fiskalny

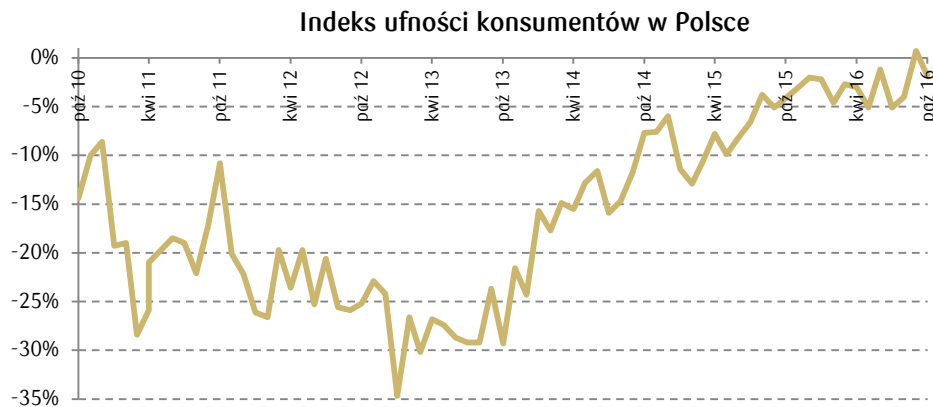
|                                                           |                         |                                                            |
|-----------------------------------------------------------|-------------------------|------------------------------------------------------------|
| <i>Program 500 plus</i>                                   | <i>od kwietnia 2016</i> | <i>15-17 mld PLN w 2016 i dodatkowo 5-6 mld PLN w 2017</i> |
| <i>Programy wprowadzone przez PO</i>                      | <i>od 2016</i>          | <i>7-10 mld PLN</i>                                        |
| <i>Podniesienie kwoty wolnej od podatku do 8 tys. PLN</i> | <i>od 2018</i>          | <i>7 mld PLN</i>                                           |

Źródło: szacunki DM PKO BP

### Rośnie wskaźnik zaufania konsumentów

Od końca 2013 r. istotnie poprawia się wskaźnik zaufania konsumentów w Polsce, który oznacza, iż konsumenci zaczęli wydawać więcej, głównie ze względu na większą ufność w pozytywną sytuację gospodarczą, bezpieczeństwo miejsc pracy i dochodów.

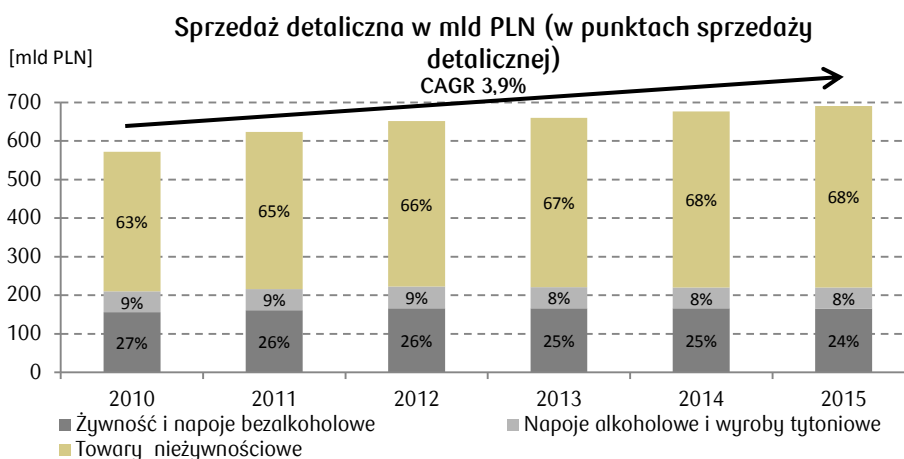
Wskaźnik bazuje na założeniu, że większa ufność konsumentów oznacza wzrost gospodarczy, który przekłada się następnie na większą ilość wydanych pieniędzy oraz wzrost konsumpcji. Niższa ufność spowoduje nadejście spowolnienia gospodarczego, przez co konsumenci są skłonni mniej wydawać.



Źródło: TNS Consumer Index

### Spadek udziału wydatków na FMCG w strukturze sprzedaży detalicznej do 32%

Na przestrzeni ostatnich 5 lat udział wydatków na żywność i napoje alkoholowe w strukturze sprzedaży detalicznej systematycznie spada. Według danych GUS w 2010 r. rynek żywności i napojów bezalkoholowych wart był 156 mld PLN, a jego udział stanowił 27,3%, podczas gdy w 2015 r. jego wartość wzrosła do 165 mld PLN (CAGR 1,1%), a udział spadł do 23,9%. Natomiast rynek napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych w 2010 r. wart był 54 mld PLN, a jego udział stanowił 9,4%, podczas gdy w 2015 r. jego wartość urosła o zaledwie 1 mld PLN do 55 mld PLN (CAGR 0,4%), a udział w strukturze sprzedaży detalicznej spadł do 7,9%.



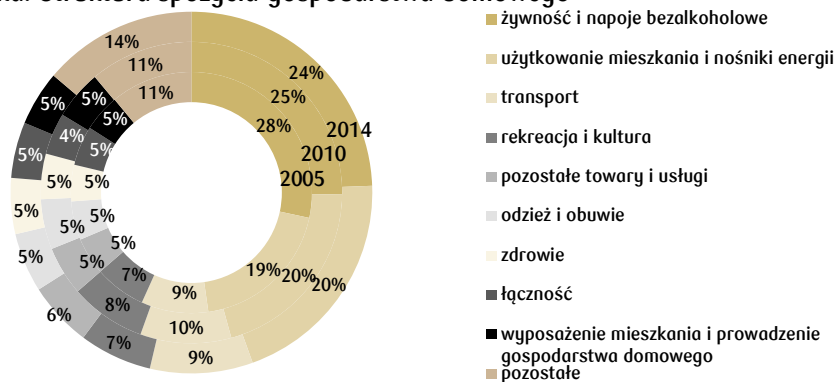
Źródło: GUS, 2015

Udział wydatków na żywność i napoje w koszyku spożycia gospodarstwa domowego spadł z 28,4% w 2005 r. do 24,4% w 2014 r. Główną przyczyną jest wzrost dochodów gospodarstw domowych,



przy relatywnie stabilnych wydatkach na żywność i rosnących wydatkach na mieszkanie, zdrowie, łączność, restauracje i hotele.

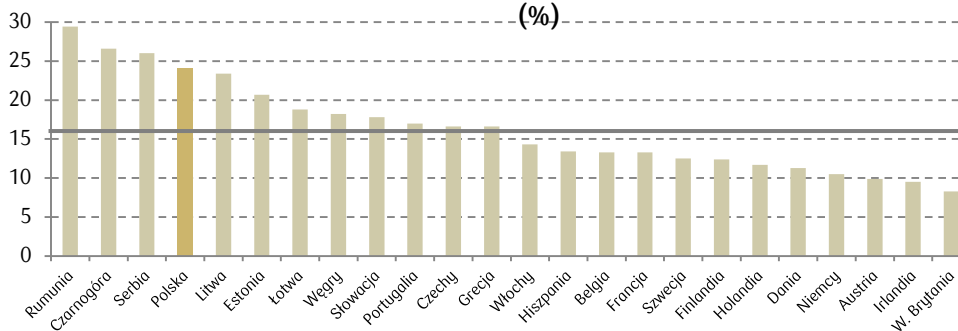
#### Polska: Struktura spożycia gospodarstwa domowego



Źródło: GUS

Średnie wydatki na żywność w strukturze konsumpcji europejskich gospodarstw domowych kształtują się na poziomie 16%. Porównując je z wydatkami gospodarstw domowych w Polsce, które utrzymują się na poziomie 24% (zbliżonym do krajów rozwijających się), spodziewamy się dalszego spadku udziału wydatków na żywność w całkowitej strukturze wydatków polskich gospodarstw domowych (wzorem krajów rozwiniętych).

#### Udział wydatków na żywność w całkowitych wydatkach w 2015 r. (%)



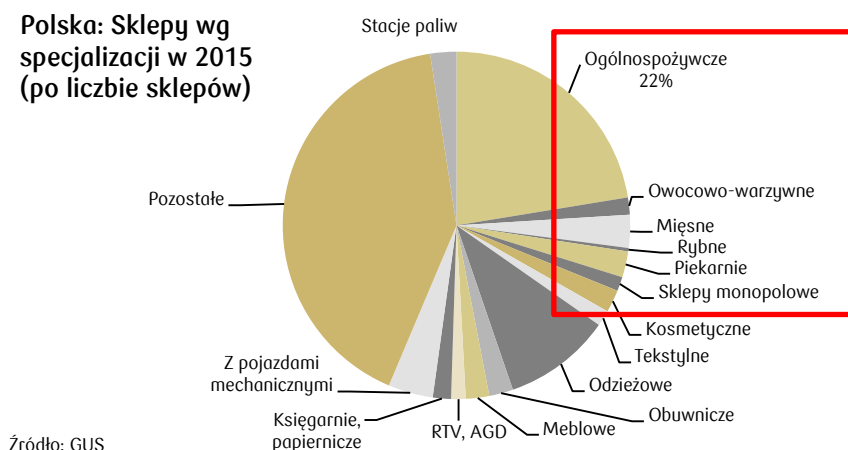
Źródło: Eurostat, 2015

#### Struktura polskiego rynku detalicznego

Na koniec grudnia 2015 r. w Polsce zarejestrowanych było blisko 361 tys. sklepów (wzrost o 1,7% r/r), z czego 115 tys. (32%) to sklepy ogólnospożywcze, owocowo-warzywne, mięsne, rybne, piekarnie i monopolowe. Spodziewamy się, że w ciągu następnych 10 lat, liczba sklepów FMCG w strukturze polskiego rynku detalicznego spadnie do poziomu 30%.



### Polska: Sklepy wg specjalizacji w 2015 (po liczbie sklepów)

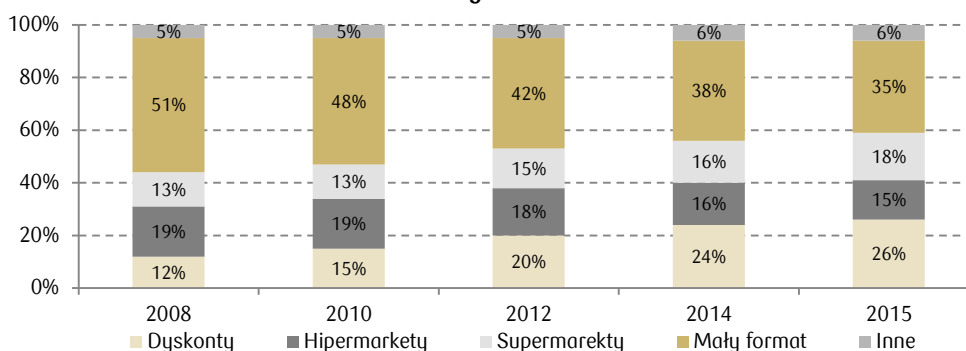


### Polski rynek FMCG w konsolidacji – zyskują dyskonty i convenience, tracą małe formaty

Polski rynek FMCG znajduje się obecnie w fazie konsolidacji, niewielkie i niezrzeszone sklepy (które w 2008 r. pokrywały ponad 56% rynku, w 2015 r. stanowiły już zaledwie 41% wszystkich sklepów) tracą na rzecz zorganizowanych i nowoczesnych formatów handlu jak dyskonty, supermarkety, czy nowoczesne formaty convenience.

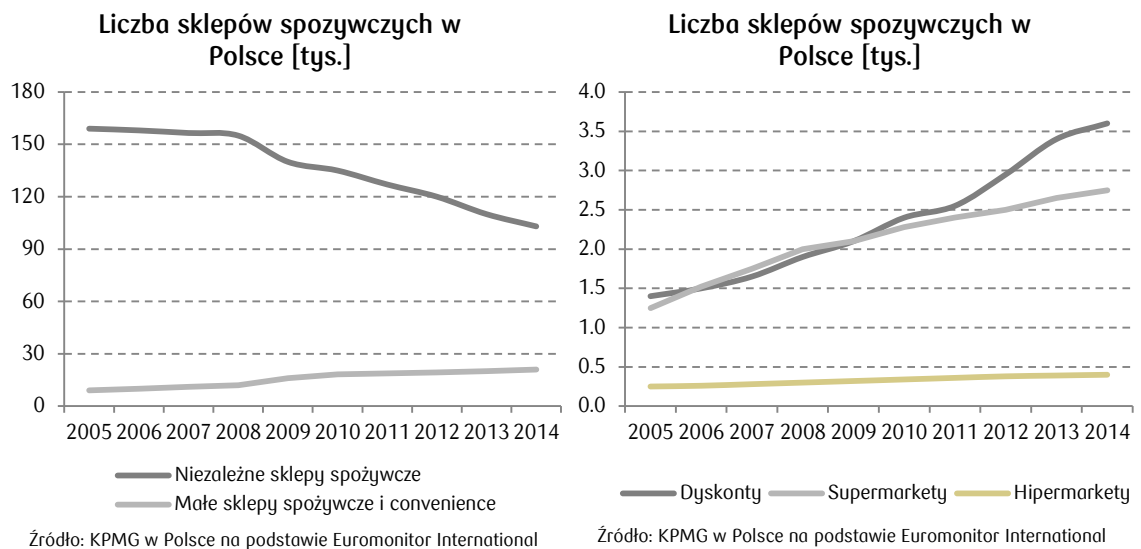
W ciągu 7 lat dyskonty zwiększyły sprzedaż ponad dwukrotnie, przyczyniając się wraz z supermarketami i sieciami małych sklepów convenience do spadku znaczenia tradycyjnego handlu spożywczego. Spodziewamy się dalszego umacniania pozycji dyskontów na polskim rynku, wzrostu w segmencie marketów i rozwoju sieci convenience kosztem sklepów tradycyjnych.

### Struktura rynku FMCG w Polsce



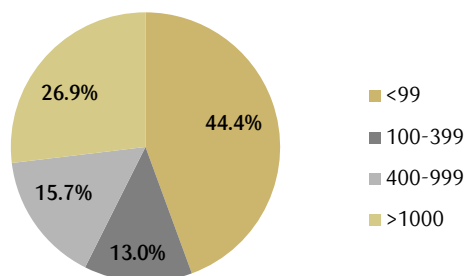
Źródło: Raport Strategiczny. Dystrybucja FMCG w Polsce, GfK Polonia,

Liczba sklepów dyskontowych w Polsce podwoiła się od 2008 r., co pozwoliło dyskontom na zdobycie dominującej pozycji na rynku detalicznym. Na koniec 2014 r. 4 największe sieci dyskontowe w Polsce (Biedronka, Lidl, Netto, Aldi) posiadały łącznie około 3,7 tys. sklepów, z czego do Biedronki należało blisko 70% tych sklepów. W segmencie supermarketów obserwujemy również systematyczny wzrost liczby sklepów, jednak niski poziom koncentracji rynku może okazać się barierą dalszego rozwoju sieci supermarketów. Liczba niezależnych sklepów spożywczych spadła do poziomu 100 tys., podczas gdy jeszcze na koniec 2005 r. ich liczby wynosiła blisko 160 tys. Miejsce handlu niezależnego obok średnich i dużych formatów powoli zajmują sieci sklepów franczyzowych i convenience.



Ponad 44% wszystkich sklepów prowadzi sprzedaż w lokalach poniżej 100m<sup>2</sup> (małe formaty, sieci franczyzowe, niezrzeszone sklepy osiedlowe, nowoczesne markety convenience – łącznie 41% rynku FMCG). Lokale o powierzchni 100-399m<sup>2</sup> do których przypisujemy markety stanowią 13% powierzchni sprzedażowej w Polsce. W formatach 400-999m<sup>2</sup> (16% powierzchni sprzedażowej) najczęściej odnajdują się dyskonty, których udział w strukturze rynku FMCG stanowi aż 26%. Sklepy o powierzchni ponad 1000m<sup>2</sup> stanowią ponad 27%, a w ich skład wchodzi supermarkety i hipermarkety, których łączny udział wynosi ponad 33% w strukturze rynku. W relacji struktury rynku do powierzchni sprzedażowej zdecydowanie wygrywają dyskonty.

**Struktura powierzchni sprzedażowej sklepów detalicznych (m<sup>2</sup>)**

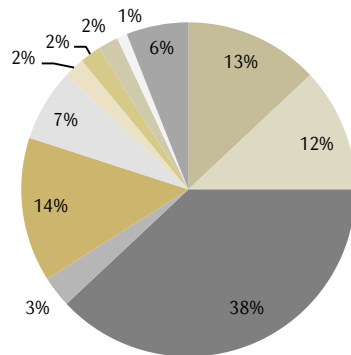


Źródło: GUS, 2015

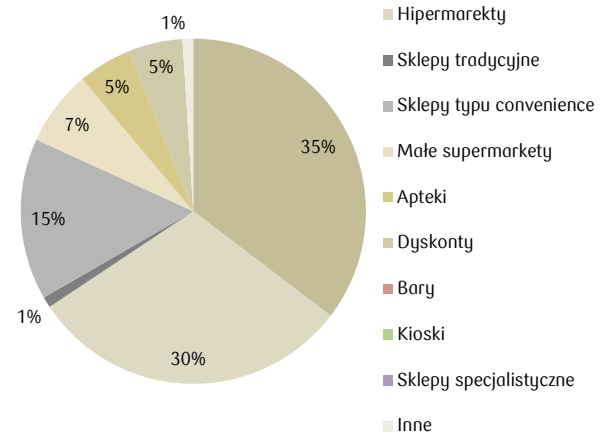
### Polska na tle Europy – zachowania konsumentów

Struktura polskiego rynku FMCG jest wciąż bardziej zbliżona do struktury krajów rozwijających się (duży udział sklepów tradycyjnych na poziomie 41%), z ponadprzeciętnie dużym udziałem dyskontów w strukturze sprzedaży (26%).

Kraje rozwijające się



Kraje rozwinięte

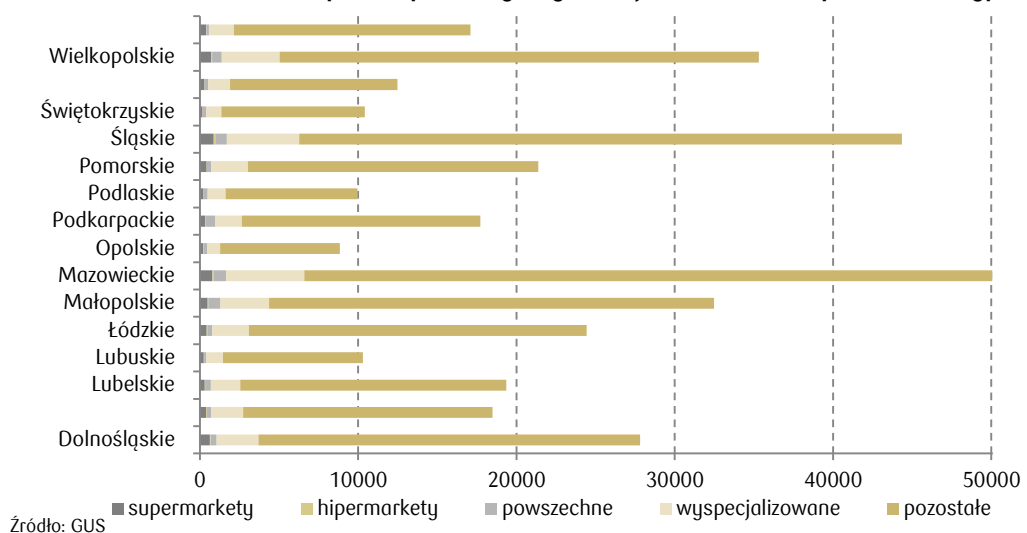


Źródło: Nielsen Retail Measurement Data, 2015

Taka struktura naszym zdaniem może wynikać z kilku czynników specyficznych dla polskiego rynku FMCG:

- Blisko 39% populacji wciąż mieszka na terenach wiejskich, a 64% na terenach wiejskich i w małych miastach do 50 tys. mieszkańców, gdzie ze względu na niską gęstość zaludnienia dominują małe sklepy w formacie tradycyjnym (nie opłaca się budować dużych hipermarketów). W większych skupiskach miejskich (5-50 tys. mieszkańców) dominują sklepy dyskontowe i markety, podczas gdy hipermarkety najczęściej występują w miastach powyżej 100 tys. mieszkańców, na terenach bardziej zurbanizowanych, jak województwo Mazowieckie czy Śląskie.

Liczba sklepów w poszczególnych województwach w podziale na typ

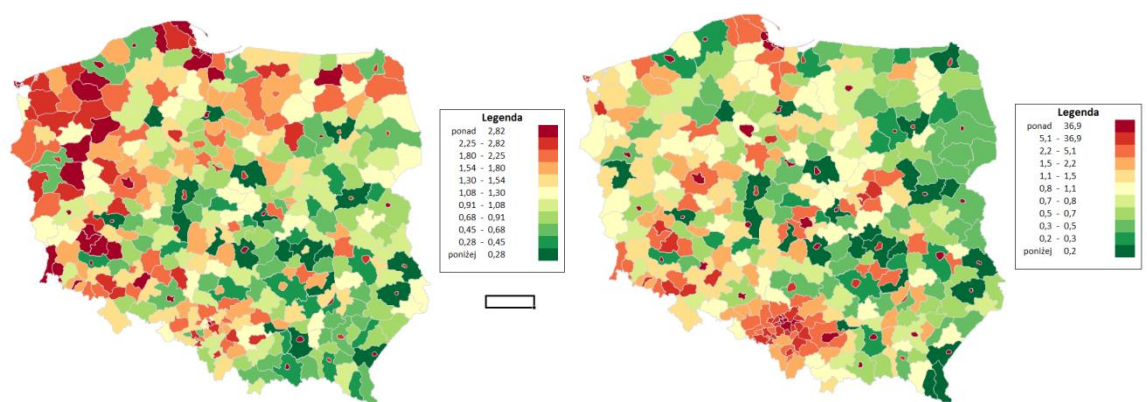


Źródło: GUS

| Kategoria    | Liczba mieszkańców | 2005 | 2014 |
|--------------|--------------------|------|------|
| Hipermarkety | > 200 tys.         | 41%  | 31%  |
|              | 50 - 200 tys.      | 41%  | 37%  |
|              | 5 - 50 tys.        | 18%  | 32%  |
|              | < 5 tys.           | 0%   | 0%   |
| Supermarkety | > 200 tys.         | 32%  | 27%  |
|              | 50 - 200 tys.      | 24%  | 22%  |
|              | 5 - 50 tys.        | 40%  | 42%  |
|              | < 5 tys.           | 4%   | 9%   |
| Dyskonty     | > 200 tys.         | 23%  | 22%  |
|              | 50 - 200 tys.      | 31%  | 25%  |
|              | 5 - 50 tys.        | 45%  | 43%  |
|              | < 5 tys.           | 1%   | 10%  |

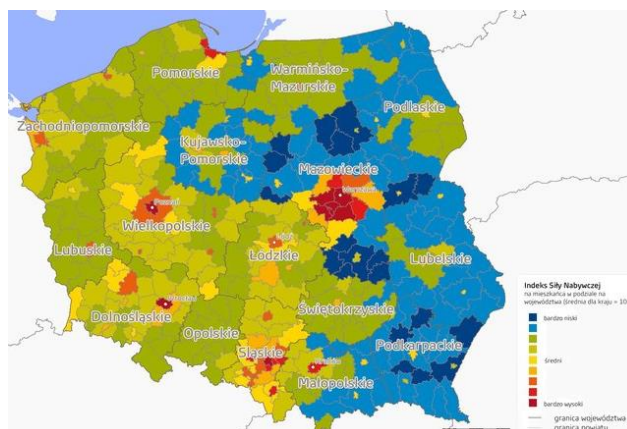
Źródło: Raport Strategiczny. Dystrybucja FMCG w Polsce, GfK Polonia, Luty 2015

Koncentracja liczby marketów sieciowych na 10 tys. mieszkańców na szczeblu powiatów (lokalizacja dla 6144 zgeokodowanych marketów), 2014 (mapa nr. 1) oraz koncentracja liczby marketów sieciowych na 100 km<sup>2</sup> na szczeblu powiatów (lokalizacja dla 6144 zgeokodowanych marketów), 2014 (mapka nr. 2).



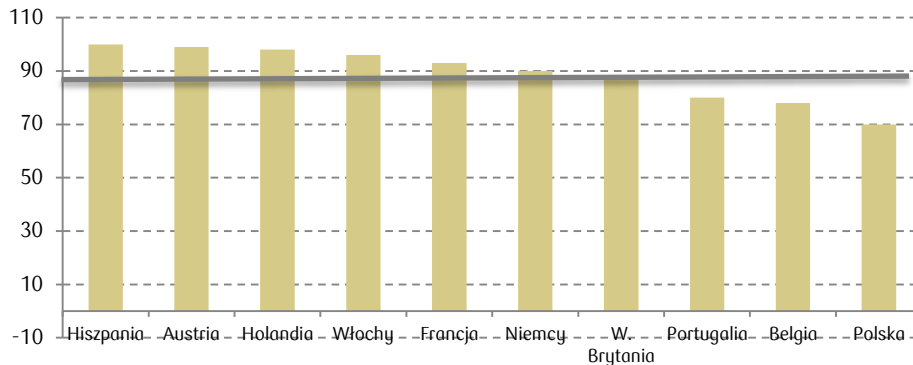
Źródło: [www.wycena.com.pl](http://www.wycena.com.pl)

Poniżej mapa przedstawiająca siłę nabywczą mieszkańców Polski.



Źródło: GfK Polonia, 2016

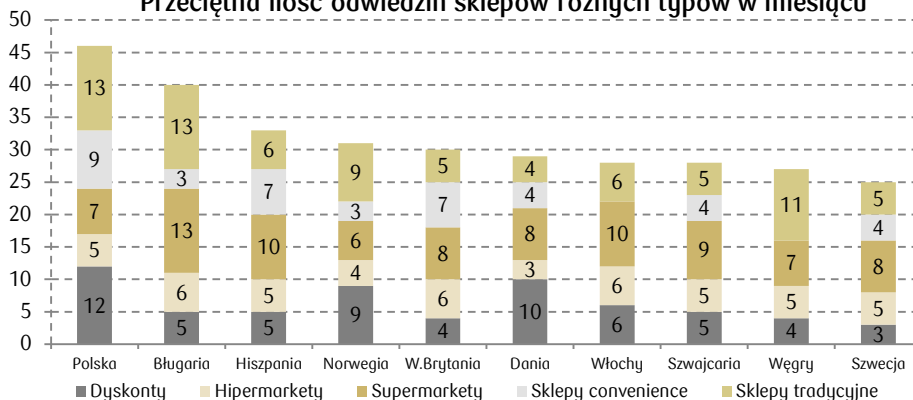
- Średnia wielkość mieszkania w Polsce kształtuje się na poziomie 70-75m<sup>2</sup>, podczas gdy w miastach jest to już tylko 60-65m<sup>2</sup>, co ogranicza możliwości robienia zakupów na zapas.

Średnia powierzchnia użytkowa mieszkania (m<sup>2</sup>)

Źródło: Housing Statistics in the European Union, 2010

- W konsekwencji polski konsument częściej odwiedza sklepy spożywcze aniżeli konsumenci z Hiszpanii, Wielkiej Brytanii czy na Węgrzech. Średnio Polacy robią zakupy 46x w miesiącu, podczas gdy konsumenci w wielkiej Brytanii tylko 30x.

Przeciętna ilość odwiedzin sklepów różnych typów w miesiącu

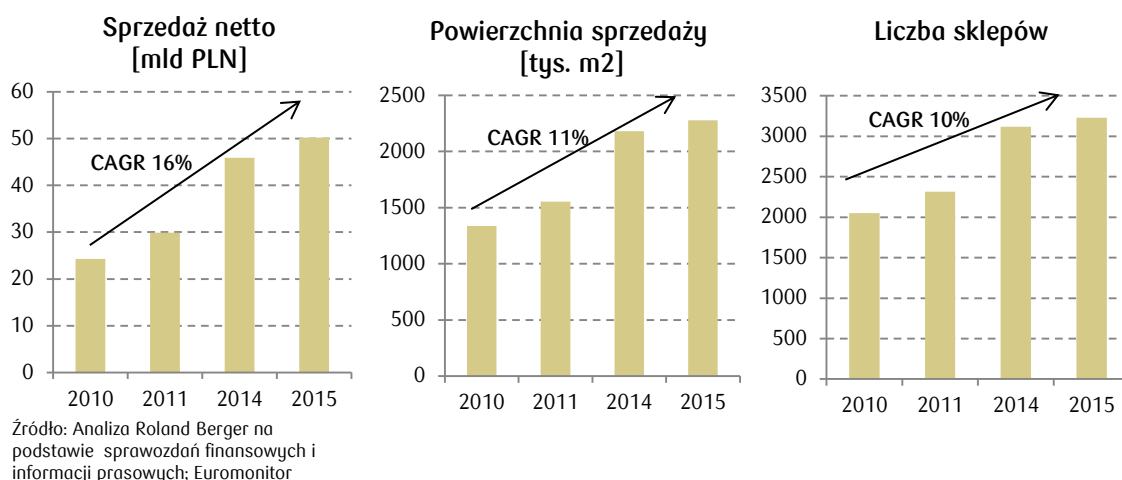


Źródło: Onet.pl, Nielsen, 2015

### Dyskonty – największym beneficjentem zmiany struktury rynku

W Polsce obecnie działa 4 sieci dyskontowe: Biedronka, Lidl, Netto, Aldi. Dyskonty kojarzą się z tanimi sklepami, gdzie towar leży nierzadko na paletach a ich główną przewagą była niska cena i dogodna lokalizacja sklepów. Obecnie dyskonty w swojej ofercie mają około 2000-2200 SKU (na początku 1000 SKU), wiele marek własnych, a klientów przyciągają nie tylko niską ceną, ale także działaniami marketingowymi. Obecnie głównym obszarem konkurencji sklepów dyskontowych nie jest cena, a szerokość asortymentu i dodawanie nowych grup produktowych (private labels, produkty regionalne).

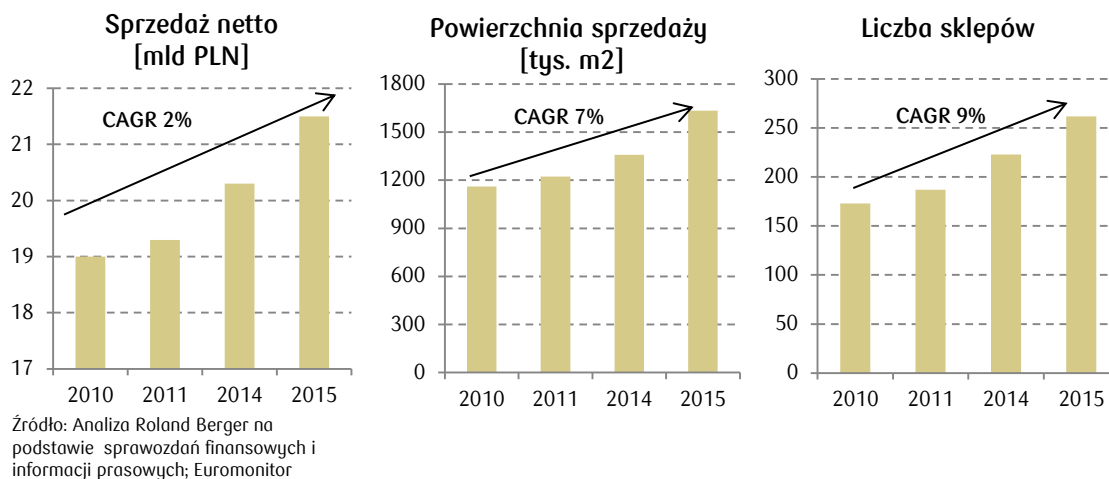
Sprzedaż dyskontów rosła w ciągu ostatnich 5 lat w średniorocznym tempie 16% CAGR, podczas gdy powierzchnia zwiększała się w tempie 11% CAGR, a liczba sklepów rosła w tempie 10% CAGR.



### Hipermarkety – najwięksi przegrani ostatnich lat

W Polsce działa obecnie 6 sieci hipermarketów E.Leclerc, Auchan, bi1, Tesco, Carrefour, Kaufland. Problemy hipermarketów zaczęły się wraz ze wzrostem znaczenia sklepów dyskontowych. Położone głównie na obrzeżach miast, zaczęły tracić klientów w momencie pojawienia się tańszej alternatywy w postaci dyskontów zlokalizowanych bliżej klienta. Odpowiedzią hipermarketów na ekspansję dyskontów było obniżenie cen, które od 2013 roku doprowadziło do wojny cenowej na polskim rynku. Obecnie hipermarkety również starają się uatrakcyjnić i czynić bardziej innowacyjną swoją ofertę produktową, jednakże naszym zdaniem format ten najprawdopodobniej będzie dalej tracił udziały rynkowe.

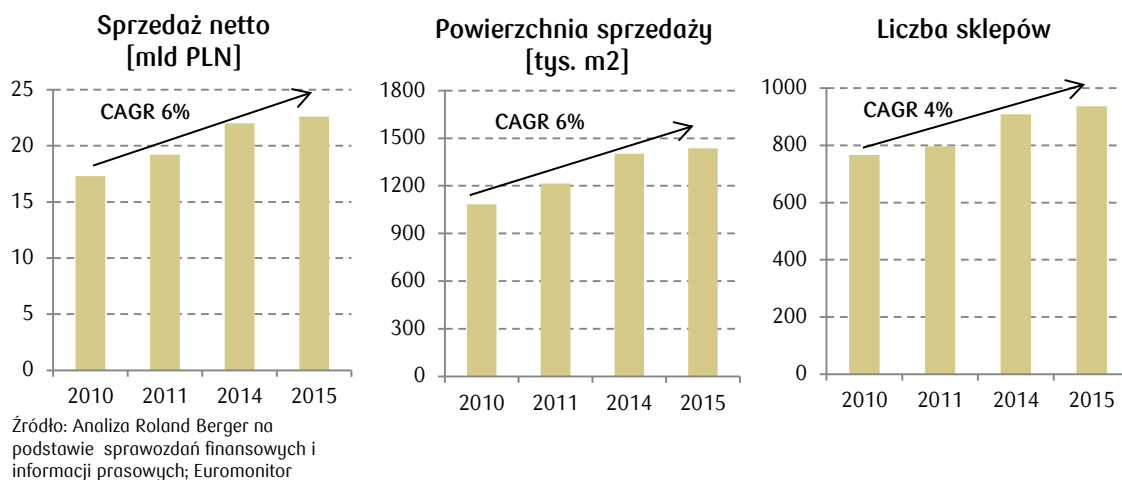
Sprzedaż w kanale hipermarketów rosła w średniorocznym tempie tylko 2% CAGR, podczas gdy powierzchnia w ciągu ostatnich lat rosła w tempie 7% CAGR, a liczba sklepów w tempie 9% CAGR.



### Supermarkety – zyskują kosztem hipermarketów i małych sklepów

W Polsce działa kilkadziesiąt sieci supermarketów. Obok sklepów dyskontowych, supermarketów są jedynym nowoczesnym formatem zwiększającym udział w polskim rynku. Atutem supermarketów jest szerszy asortyment niż w dyskontach (droższe i markowe produkty), mniejsza powierzchnia i bardzo dobra lokalizacja, często w centrach miast. Spodziewamy się, że udział supermarketów będzie rósł kosztem hipermarketów i niezrzeszonych sklepów tradycyjnych.

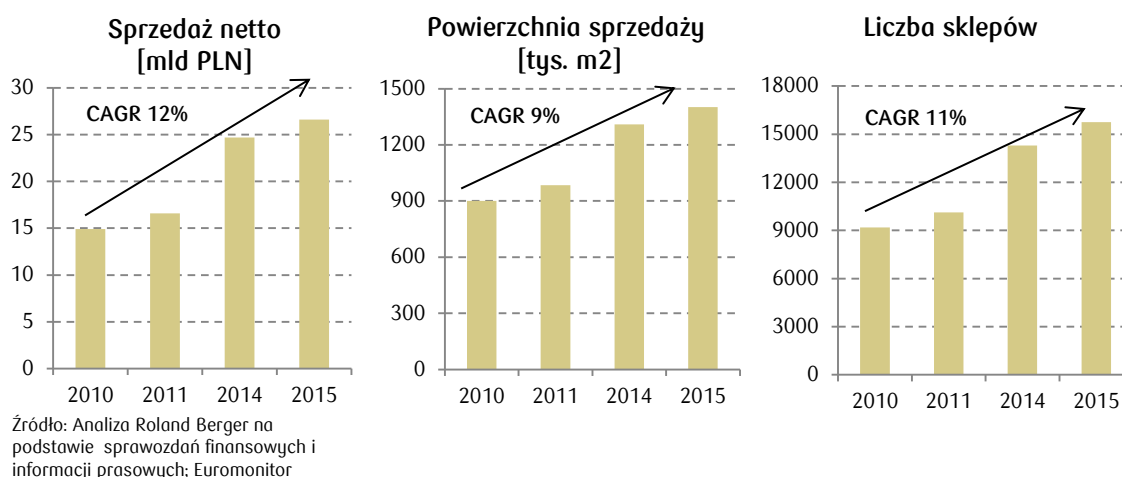
Sprzedaż jak i powierzchnia supermarketów w latach 2010-2015 rosła w średniorocznym tempie 6% CAGR, podczas gdy liczba sklepów rośnie zwiększa się średniorocznie o 4% CAGR.



### Sklepy convenience – nowoczesny format sklepu dopasowany do potrzeb konsumentów

Sklepy convenience to dość młody koncept na polskim rynku, obok sklepów przy stacjach benzynowych ich dobrym przykładem jest sieć franczyzowa Żabka. Powierzchnia sklepów w formacie convenience zwykle nie przekracza 50-100m<sup>2</sup>, położone są w dzielnicach mieszkaniowych miast albo w innych dogodnych i często odwiedzanych punktach, w asortymencie mają głównie towarami na bieżące potrzeby mieszkańców (świeże owoce, warzywa, wędliny, produkty spożywcze, napoje, towary codziennego użytku czy środki chemiczne). Często są to placówki działające w systemie samoobsługowym, zazwyczaj czynne od wczesnego ranka do późnego wieczora.

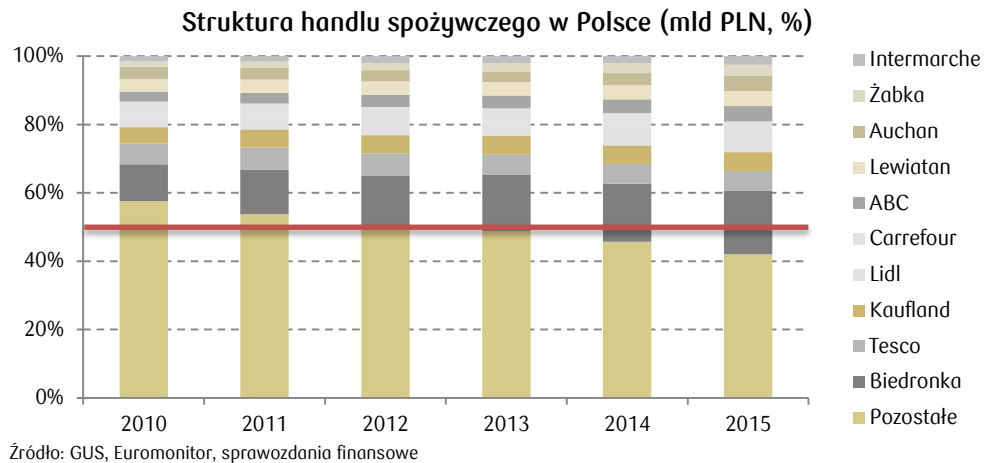
Sprzedaż sklepów w formacie convenience rośnie w średniorocznym tempie 12% CAGR, powierzchnia w tempie 9% CAGR, a liczba sklepów w tempie 11% CAGR.



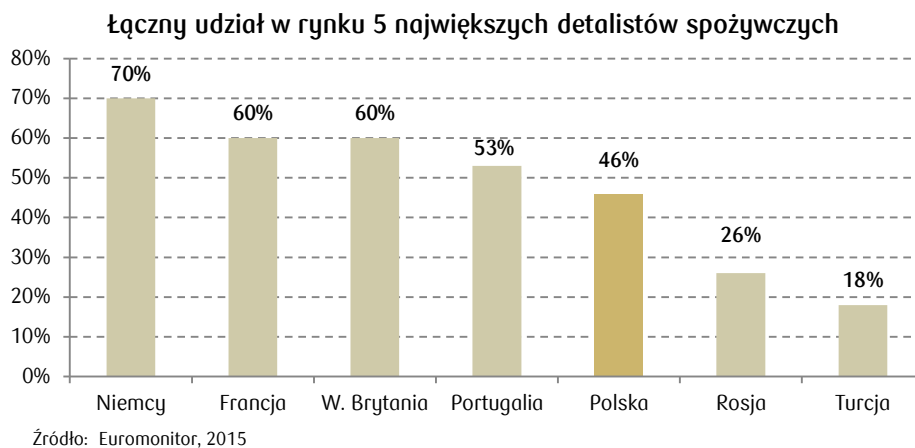
### Top 10 sieci handlowych na polskim rynku – wzrost koncentracji w sektorze

Udział 10 największych sieci detalicznych w Polsce w rynku FMCG w ciągu ostatnich 5 lat zwiększył się o 16pp do poziomu 58% i był napędzany głównie przez wzrost udziału Biedronki, której udział w strukturze zwiększył się o 8pp do 19%.



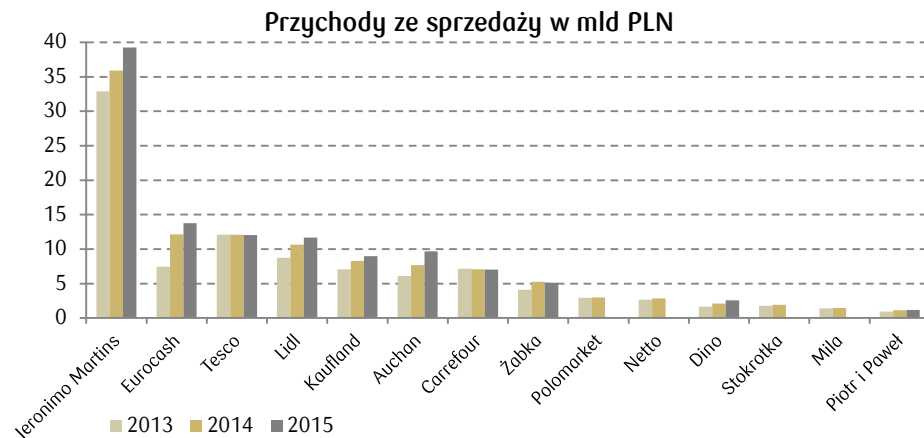


Łączny udział 5 największych sieci detalicznych w Polsce (Biedronka, Tesco, Kaufland, Lidl i Carrefour) wynosi blisko 46%, co jest wynikiem wciąż poniżej średniego w krajach rozwiniętych. Najwyższą koncentracją charakteryzuje się rynek niemiecki, gdzie udział 5 największych sprzedawców detalicznych wynosi 70%, wysokie udziały obserwowane są również we Francji i w Wielkiej Brytanii.



Segmenty o najwyższej koncentracji na rynku FMCG to dyskonty i hipermarkety, chociaż koncentracja rośnie również w segmencie convenience.

Carrefour Express jest najszybciej rosnącą siecią pod względem sprzedaży, ze średniorocznym wzrostem wynoszącym 63% oraz najszybciej rosnącą siecią pod względem liczby sklepów (+58%). Drugie i trzecie miejsce pod względem wzrostu sprzedaży zajęła sieć Dino i Spar, rosnąc odpowiednio na poziomie 30% i 20%, a pod względem najszybciej rosnącej liczby sklepów sieci Dino i Top Market z prawie dwukrotnie wolniejszym tempem wzrostu od lidera (25-30%). Natomiast Biedronka, Lidl i ABC były najszybciej rozwijającymi się sieciami, które w 2010 odnotowały wartość sprzedaży powyżej 5 mld PLN (Roland Berger).



Źródło: DM PKO BP na podstawie sprawozdań spółek z [www.emis.pl](http://www.emis.pl)

Oczekujemy, że w najbliższych 3 latach koncentracja będzie najszybciej wzrastać w segmencie convenience, supermarketów proximity i dużych supermarketów, ze względu na większą liczbę sieci w tych segmentach oraz lepsze dopasowanie się do zmieniających się trendów rynkowych. Największym beneficjentem mogą być takie sieci jak Żabka, Dino oraz Carrefour Express.

### Największe sieci detaliczne w Europie

W Polsce obecne są niemal wszystkie największe sieci działające w Europie. Największa europejska sieć Schwarz Beteiligungs działa w Polsce w segmencie super-hipermarketów pod marką Kaufland, a w segmencie dyskontów pod marką Lidl. Pomimo globalnych problemów finansowych wciąż silne jest Tesco, którego udział od 5 lat jest na stabilnym poziomie 6% w całym rynku FMCG. Ponadto francuska sieć Carrefour dzięki swojej koncepcji multiforimatowości, zaczyna odzyskiwać dawny blask w perspektywicznych nowoczesnych formatach.

| 2015 [mld EUR] |           |                 |                  |
|----------------|-----------|-----------------|------------------|
| Ranking        | Detalista | Obrót w Europie | Kraj pochodzenia |
| 1              | Schwarz   | 86,0            | Niemcy           |
| 2              | Tesco     | 72,0            | Wielka Brytania  |
| 3              | Metro     | 56,0            | Niemcy           |
| 4              | Carrefour | 56,0            | Francja          |
| 5              | Aldi      | 52,0            | Niemcy           |
| 6              | Edeka     | 52,0            | Niemcy           |
| 7              | Rewe      | 51,0            | Niemcy           |
| 8              | Auchan    | 49,0            | Francja          |
| 9              | E.Leclerc | 44,0            | Francja          |
| 10             | ITM       | 32,0            | Francja          |

Źródło: Retail Index

### Wzrost rentowności sektora, wzrost sprzedaży na m2, wzrost sprzedaży LFL

Poprawa wyników 5 największych sieci detalicznych w Polsce jaka ma miejsce od 2005 r. przekłada się na wzrost rentowności sektora jako całości, chociaż wiele średnich i małych sieci handlowych raportuje z roku na rok gorsze wyniki, co w połączeniu z nasyceniem rynku (oczekiwane osłabienie tempa wzrostu organicznego) będzie skutkować zwiększeniem procesów akwizycyjnych.

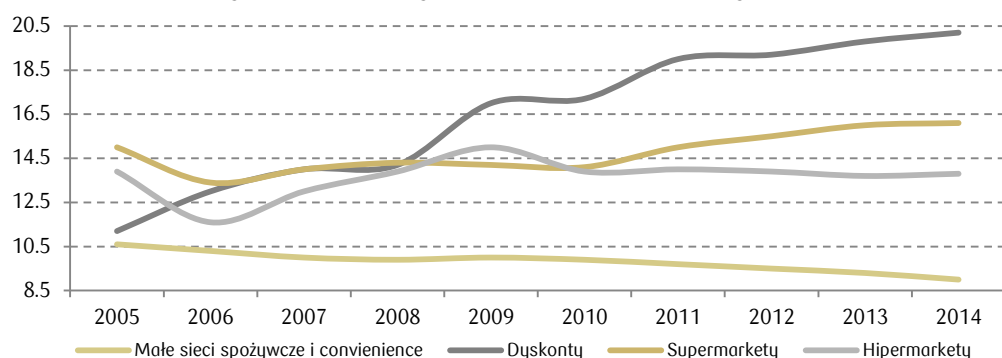
Rentowność netto 5 największych sieci detalicznych



Źródło: KPMG w Polsce na podstawie Euromonitor International

Małe sieci spożywcze oraz dyskonty poprzez swoją agresywną strategię zwiększają powierzchnię handlową i pracują nad efektywnością, co przekłada się na wzrost sprzedaży na m2 w tych segmentach rynku, co z kolei napędza ich dalszy rozwój. Ze względu na dopasowanie nowoczesnych formatów do potrzeb konsumentów oraz wciąż dynamiczny rozwój dyskontów spodziewamy się, dalszej poprawy efektywności sprzedaży w w/w segmentach.

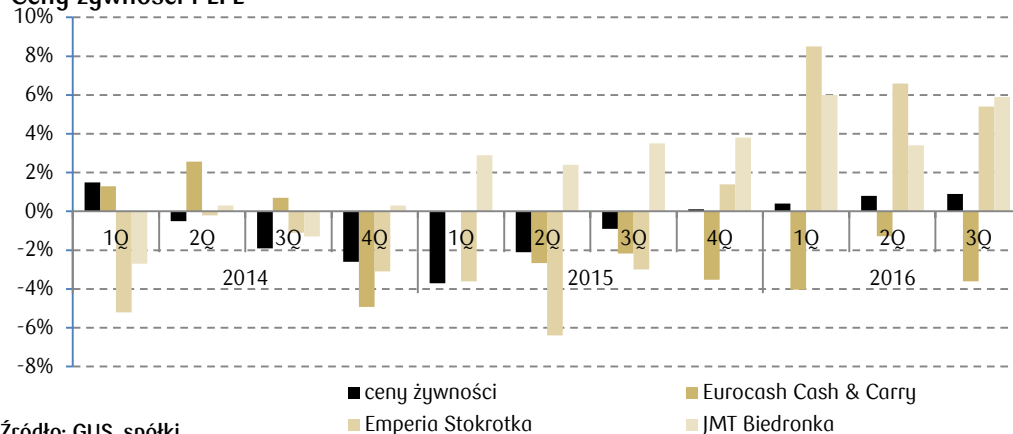
Efektywność sprzedaży (roczna sprzedaż netto w tys. PLN na m2)



Źródło: KPMG w Polsce na podstawie Euromonitor International

Wysoka sprzedaż wolumenowa oraz rozwój marek własnych i produktów premium przekładają się na wzrost sprzedaży LFL w sieciach Biedronka i Stokrotka. Ze względu na oczekiwany powrót inflacji spodziewamy się, że wysoka dynamika LFL będzie się utrzymywać w nadchodzących kwartałach. W gorszej sytuacji znajduje się Eurocash, którego część hurtowa pokazuje ujemną sprzedaż LFL, co ma związek ze zmniejszeniem się udziałem w rynku FMCG małych sklepów niezależnych – w konsekwencji kurcząca się baza klientów Cash&Carry.

Ceny żywności i LFL



Źródło: GUS, spółki

### Dynamiczny rozwój sieci franczyzowych

W Polsce usieciowienie handlu detalicznego postępuje na dwa sposoby:

- Poprzez rozwój (organiczny i przejęcia) sieci handlowych,
- Poprzez przyłączanie się małych, niezależnych sklepów do partnerskich programów franczyzowych, logistycznych i grup zakupowych.

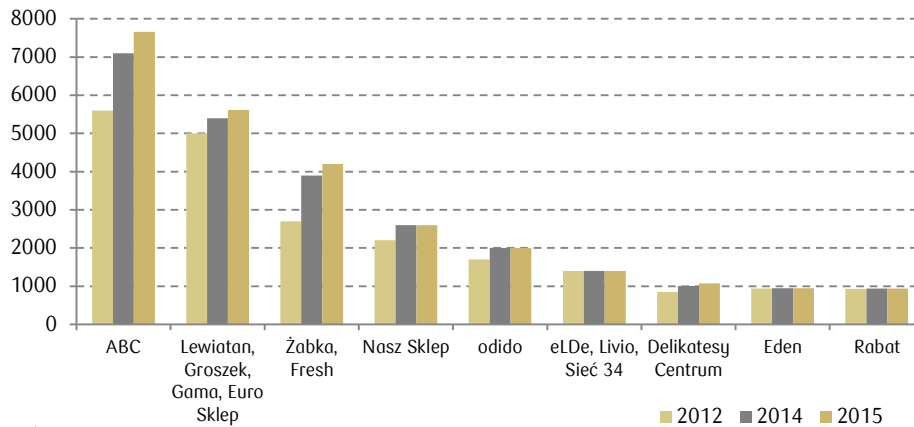
Franczyza jest nowoczesną formą odpowiedzi niezależnych sklepów, na dynamiczny rozwój formatów dyskontowych i sieci supermarketów. Pozwala na wspólną reklamę, marketing, wsparcie operacyjne, szkolenia oraz zapewnia dostawy na konkurencyjnych warunkach. Naszym zdaniem nowoczesne formaty franczyzowe będą ewoluowały w stronę sklepów convenience.

Mały sklep działając w ramach franczyzy może kupować produkty po konkurencyjnych cenach, a jednocześnie zachowuje swój lokalny charakter, bliską odległość do klienta, ma dostęp do szerokiej oferty marek i lokalnych produktów.

Największą w Polsce grupę sieci franczyzowych zbudował Eurocash, która obecnie zrzesza blisko 15 tys. niezależnych przedsiębiorców pod swoimi sieciami partnerskimi i franczyzowymi jak: abc, Delikatesy Centrum, Gamma, Lewiatan, Groszek czy Euro Sklep.

Jej model działania ukierunkowany jest na wspieranie handlu tradycyjnego. Konsoliduje siłę zakupową niezależnych przedsiębiorców, dzięki czemu koszty logistyki nie przerastają małych sklepów i są one w stanie podjąć konkurencję z dyskontami.

## Największe sieci franczyzowe



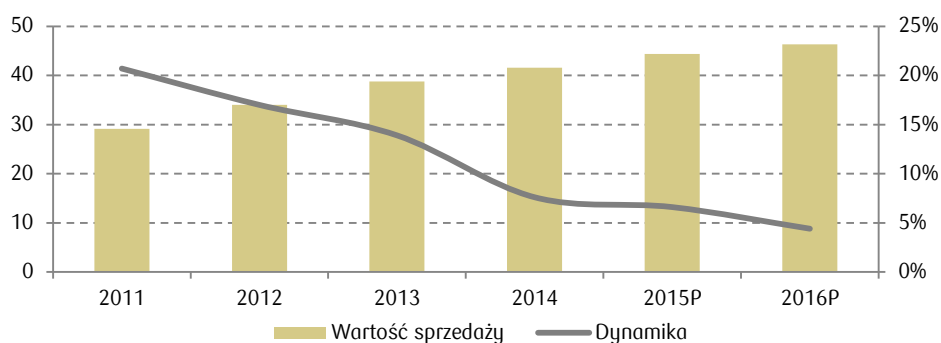
Źródło: Dane spółek

## Marki własne

Coraz więcej sieci handlowych decyduje się budować swoją strategię cenową w oparciu o wysoki udział marek własnych (private label) w mixie sprzedażowym. Marki własne to produkty wytwarzane na zlecenie sieci i dostępne wyłącznie w ofercie danej sieci sklepów (w niemal wszystkich kategoriach wędliny, nabiał, słodycze, napoje, chemia). System marek własnych pozwala obniżyć koszty marketingu i opakowań do minimum oraz swobodnie negocjować ceny z producentami (zwiększanie marży na produktach), bez pośredników. Ponadto marki własne zwiększają lojalność klienta.

Wartość rynku marek własnych w Polsce w 2015 szacujemy na 44 mld PLN, a po dynamicznym wzroście w ostatnich latach ich dynamik spada do poziomów 5%. Najwyższy udział marek własnych w mixie sprzedażowym mają Lidl i Biedronka, odpowiednio 70-80% i 50-60%. Jednak to właśnie marki własne sprzedawane w Biedronkach generują blisko 50% polskiego rynku private label.

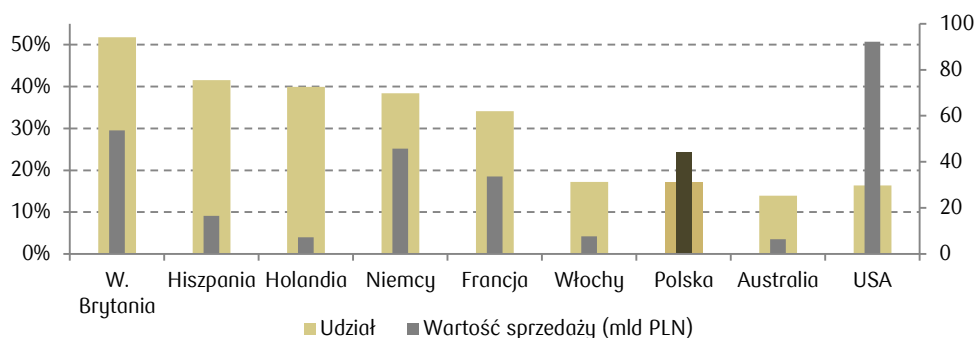
## Wartość (mld PLN) i dynamika (r/r) rynku marek własnych w Polsce



Źródło: PMR, 2016

Udział marek własnych w całkowitej sprzedaży FMCG na polskim rynku kształtuje się jednym z najniższych poziomów w Europie tj. 17%, chociaż ich wartość nominalna nie jest już taka niska i wyniosła blisko 44 mld PLN w 2015. Jednak naszym zdaniem wraz z postępującymi procesami konsolidacjami na rynku oraz dynamicznym rozwojem sieci franczyzowych procentowy jak i nominalny udział marek własnych w rynku FMCG będzie rość.

Udział marki własnej w sprzedaży FMCG w wybranych krajach świata w 2015 r.

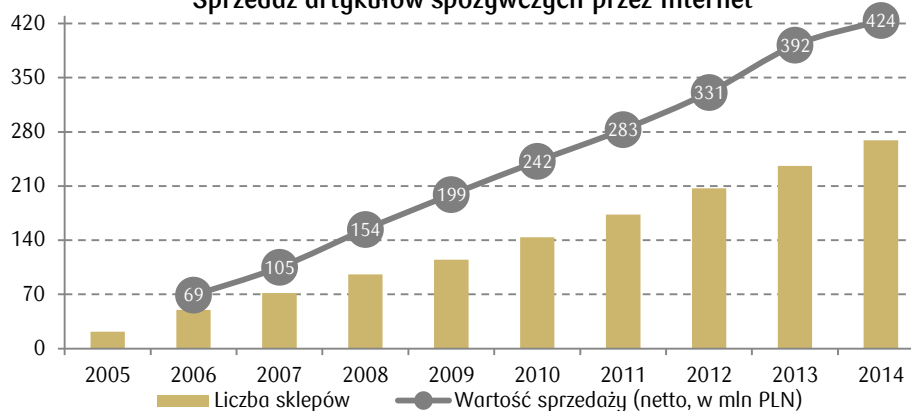


Źródło: IRI INFOSCAN, 2015

### E- commerce – boom wzrostowy wciąż przed nami

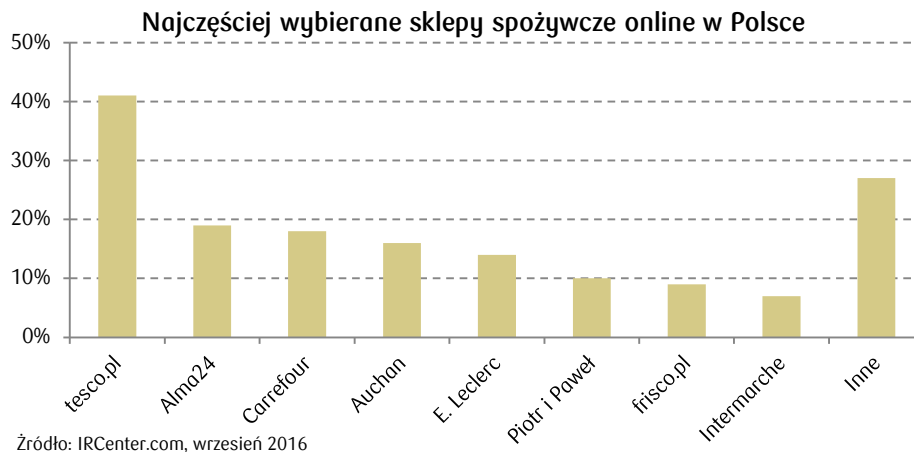
Handel żywnością przez Internet znajduje się w Polsce we wczesnej fazie rozwoju. Od 2005 roku wartość sprzedaży artykułów spożywczych przez Internet wzrosła w Polsce blisko 17x, jednak wciąż odpowiada za mniej niż 0,2% wartości sprzedaży rynku FMCG, podczas gdy w Europie Zachodniej jest to już 6% rynku. Spodziewamy się, że w najbliższych 5 latach rynek utrzyma dynamikę wzrostu na poziomach 20% rocznie, w 2020 r. wart będzie wart ponad 1,2 mld PLN, a jego głównym motorem będą otwarcia sklepów online przez sieci handlowe, które do tej pory nie rozpoczęły jeszcze sprzedaży online.

Sprzedaż artykułów spożywczych przez Internet



Źródło: KPMG w Polsce na podstawie Euromonitor International oraz Sklepy24.pl (za Rzeczpospolitą)

Spośród 20 największych sieci detalicznych w Polsce, tylko kilka z nich prowadzi sprzedaż online. Internetowy sklep mają m.in. Tesco, Piotr i Paweł, Auchan, E.Leclerc. Ponadto dużą popularnością cieszy się również portal Frisco.pl.



### Ryzyka dla rozwoju branży:

#### - Podatek handlowy zawieszony do 1.01.2018 po zakwestionowaniu przez Komisję Europejską

Podatek od sprzedaży detalicznej został oficjalnie zawieszony do 1 stycznia 2018 po tym jak Komisja Europejska zakwestionowała obecną formę ustawy, która jej zdaniem faworyzuje małe sklepy, a zatem może być uznana za pomoc publiczną. Ustawa o podatku od sprzedaży detalicznej wprowadzała dwie stawki podatku handlowego: 0,8% od przychodu pomiędzy 17-170 mln PLN miesięcznie i 1,4% od przychodu powyżej 170 mln PLN miesięcznie. Kwotę wolną od podatku ustalono w skali roku w wysokości 204 mln PLN (17 mln PLN miesięcznie).

Rząd pracuje obecnie nad nową wersją podatku handlowego w innej formule, a także nad tymczasową wersją podatku od handlu, która miała by obowiązywać tylko w 2017 r. Według spekulacji prasowych tymczasowa wersja podatku ma opierać się na stawce liniowej 1-1,5% od przychodów, a jego płatność uzależniona będzie od wielkości zapłaconego podatku dochodowego. Jeden z rozważanych wariantów zakłada, że jeśli zapłacony podatek dochodowy będzie większy niż handlowy, wówczas przedsiębiorca nic nie zapłaci (płaci tylko podatek dochodowy), jeśli natomiast podatek dochodowy będzie niższy niż handlowy, przedsiębiorca będzie musiał dopłacić różnicę.

Rząd zakłada, że tymczasowa wersja podatku zapewni wpływ w 2017 na poziomie 1 mld PLN do budżetu. Ponadto rozważane jest wprowadzenie specjalnej opłaty od sieci handlowych o rocznych obrotach przekraczających 100 mln PLN. Na tą chwilę nie wiadomo czy podatek tymczasowy zostanie wprowadzony, a jeśli tak to czy będzie obowiązywał również sieci franczyzowe ponieważ Rząd jak dotąd nie zaprezentował konkretnego projektu ustawy, wszystkie informacje bazują na spekulacjach prasowych.

Jeśli podatek handlowy zostanie wprowadzony oczekujemy, że przedsiębiorcy podwyższą ceny, co w ostatecznym rozrachunku przeniesie ciężar podatku na klienta.

#### - Zakaz handlu w niedziele – oczekiwany scenariusz

Bieżąca retoryka Rządu pozwala przypuszczać, że w połowie 2017 r. może zostać wprowadzony zakaz handlu w niedziele. Naszym zdaniem konsekwencją wprowadzenia zakazu handlu w niedzielę będzie zmiana zachowań konsumentów na wzór niemiecki, gdzie blisko 44% całego handlu odbywa się w piątek i sobotę oraz wzrost sprzedaży w kanale online.

Bieżący projekt zaproponowany przez największy polski związek zawodowy Solidarność zakłada:

- zakaz handlu w niedziele oraz ograniczenie handlu w Wigilię Bożego Narodzenia oraz Wielką Sobotę,



- kilka niedziel handlowych (7 w roku),
- zakaz handlu ma obowiązywać również franczyzobiorców oraz przedsiębiorców prowadzących działalność w oparciu o umowę agencji,
- zakaz handlu w niedziele nie będzie dotyczył stacji paliw, kawiarni, piekarni i aptek oraz przedsiębiorców, którzy sami prowadzą działalność gospodarczą we własnym imieniu.

Według prawa unijnego, każdy członek wspólnoty sam ustala politykę dotyczącą pracy w niedziele. Pełny zakaz handlu obowiązuje w Niemczech i Austrii, pewne ograniczenia są wprowadzone w Belgii, Hiszpanii, we Włoszech oraz na Węgrzech.

**Przykład Węgier:** Od 15 marca 2015 roku obowiązywały nowe przepisy ograniczające handel w niedziele. Nowe rozporządzenie pozwala na handel w niedziele sklepom o powierzchni nie przekraczającej 200m<sup>2</sup>, gdy są prowadzone przez właściciela lub członka rodziny. Jednak ze względu na bardzo negatywne nastroje społeczne, począwszy od 17 kwietnia, Węgry zniosły zakaz handlu w niedziele.

**Przykład Niemiec:** W Niemczech wszystkie sklepy w niedziele i święta są zamknięte (najbardziej restrykcyjne ograniczone w UE - pełny zakaz handlu w niedziele). Począwszy od 2013 roku, liczba niedziel handlowych w roku została uregulowana przez samorządy lokalne.

**Wpływ na wolumeny:** Zakaz handlu w niedziele nie wpłynął w żaden sposób na wolumeny sprzedaży w Niemczech (blisko 44% sprzedaży odbywa się w piątek i sobotę).

#### Struktura sprzedaży według dni w Polsce

|                 | Poniedziałek | Wtorek | Środa | Czwartek | Piątek | Sobota | Niedziela |
|-----------------|--------------|--------|-------|----------|--------|--------|-----------|
| Małe sklepy     | 13,7%        | 13,6%  | 13,8% | 14,2%    | 14,8%  | 16,7%  | 13,2%     |
| Centra handlowe | 12,6%        | 13,3%  | 13,3% | 13,1%    | 13,0%  | 17,4%  | 17,2%     |

Źródło: money.pl na podstawie FootFall

#### Struktura sprzedaży według dni w Niemczech

|                 | Poniedziałek | Wtorek | Środa | Czwartek | Piątek | Sobota | Niedziela |
|-----------------|--------------|--------|-------|----------|--------|--------|-----------|
| Centra handlowe | 13%          | 12%    | 14%   | 16%      | 22%    | 22%    | 1%        |

Źródło: GfK

Jednak wprowadzenie zakazu handlu w niedzielę wydaje się być dość kontrowersyjne. Cała branża jednogłośnie informuje, że kosztem wprowadzenia zakazu handlu w niedzielę będą redukcję zatrudnienia.

#### Multiformatowość detalistów – odpowiedzią na potrzeby rynku

Aby odpowiedzieć na potrzeby wszystkich grup konsumentów i rozwijać się w wielu lokalizacjach, polskie i międzynarodowe sieci detaliczne przyjęły strategię multiformatowości, co najlepiej prezentuje strategia Carrefour. W Polsce spółka posiada zarówno sieć hipermarketów, supermarketów, jak i sieci sklepów convenience oraz sieć franczyzową.



| Grupa                | Pochodzenie kapitału | Sklepy spożywcze typu convenience                                  | Supermarkety            | Hipermarkety           | Dyskonty       | Komentarz                                                               |
|----------------------|----------------------|--------------------------------------------------------------------|-------------------------|------------------------|----------------|-------------------------------------------------------------------------|
| Aldi                 | Niemcy               |                                                                    |                         |                        | 90 Aldi        |                                                                         |
| Auchan               | Francja              |                                                                    | 34 Simply Market        | 76 Auchan, Real        |                | Miejsce 5: udział w rynku                                               |
| Bać - Pol            | Polska               | 397 Słoneczko; 224 Spar                                            |                         |                        |                |                                                                         |
| Carrefour            | Francja              | 546 Carrefour Express, Globi                                       | 127 Carrefour Market    | 84 Carrefour           |                | Miejsce 8: udział w rynku                                               |
| Dansk Supermarked    | Dania                |                                                                    |                         |                        | 359 Netto      |                                                                         |
| Dino                 | Polska               |                                                                    | 500 Dino                |                        |                |                                                                         |
| E. Leclerc           | Francja              |                                                                    | 43 E.Leclerc            |                        |                |                                                                         |
| Eko Holding          | Polska               |                                                                    | 320 Eko, Ledi           |                        |                |                                                                         |
| Emperia Holding      | Polska               |                                                                    | 300 Stokrotka           |                        |                |                                                                         |
| Eurocash             | Polska               | 8300 ABC, 4554 Eurosklep, Gama, Groszek, 70 1Minute, 3048 Lewiatan | 1076 Delikatesy Centrum |                        |                | Miejsce 6: ABC - udział w rynku<br>Miejsce 7: Lewiatan - udział w rynku |
| Grupa Muszkieterów   | Francja              | 230 Intermarche                                                    |                         |                        |                | Miejsce 10: udział w rynku                                              |
| Jeronimo Martins     | Portugalia           |                                                                    |                         |                        | 2693 Biedronka | Miejsce 1: udział w rynku                                               |
| Mar - Ol             | Polska               |                                                                    | 200 Chata Polska        |                        |                |                                                                         |
| Market Detal         | Polska               |                                                                    | 188 Mila                |                        |                |                                                                         |
| Metro Group          | Niemcy               | 2000 Odido                                                         |                         |                        |                |                                                                         |
| Piotr i Paweł        | Polska               |                                                                    | 131 Piotr i Paweł       |                        |                |                                                                         |
| Polomarket           | Polska               |                                                                    | 311 Polo Market         |                        |                |                                                                         |
| PPHU Specjał         | Polska               | 3600 Nasz Sklep, Delikatesy Premium Nasz Sklep, Lubazo, Livio      |                         |                        |                |                                                                         |
| Schwarz Beteiligungs | Niemcy               |                                                                    | 200 Kaufland            |                        | 558 Lidl       | Miejsce 3: Lidl - udział w rynku; miejsce 4: Kaufland - udział w rynku  |
| Rabat Detal          | Polska               | 960 Rabat                                                          |                         |                        |                |                                                                         |
| Tesco                | Wielka Brytania      |                                                                    | 282 Tesco               | 151 Tesco, Tesco Extra |                | Miejsce 2: udział w rynku                                               |
| Topaz                | Polska               | 930 Eden                                                           | 103 Topaz               |                        |                |                                                                         |
| Żabka Polska         | UE                   | 4000 Żabka, 600 Fresh Market                                       |                         |                        |                | Miejsce 9: udział w rynku                                               |

Źródło: DM PKO na podstawie sprawozdań finansowych spółek, informacji prasowych, stron internetowych spółek

### Biedronka – największa sieć dyskontowa w Polsce, ponad 2700 sklepów

Biedronka jest największą siecią detaliczną w Polsce, posiadającą ponad 2700 sklepów, w ponad 1000 miejscowościach. Sieć Biedronka obecna jest na polskim rynku od 1995 r. W Polsce oprócz sklepów Biedronka, firma jest również właścicielem sieci drogerii Hebe. Jeronimo Martins Polska należy do portugalskiej Grupy Jeronimo Martins, która jest największym koncernem spożywczym w Portugalii. Należą do niej sieć supermarketów Pingo Doce, sieć hurtowni Recheio, rozwija także sieć marketów Ara w Kolumbii.



Źródło: Biedronka

W Polsce przychody sieci Biedronka rosną w średniorocznym tempie 11%, w 2015 r. osiągnęły ponad 39 mld PLN, co stanowi blisko 15% całego rynku FMCG. Spółka generuje bardzo wysoką marżę EBITDA na poziomie 6,5%, w 2015 r. wypracowała blisko 1,2 mld PLN zysku netto, co stanowiło blisko 85% wyniku całej grupy. Na koniec 2015 r. spółka miała prawie 200 mln PLN gotówki netto, a imponujący cykl konwersji gotówki pozwala finansować się spółce z kapitału obrotowego.

| Biedronka [mln PLN]    | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody              | 28 908 | 32 872 | 35 892 | 39 254 |
| EBITDA                 | 2 220  | 2 430  | 2 307  | 2 558  |
| EBIT                   | 1 661  | 1 737  | 1 535  | 1 736  |
| Zysk netto             | 1 223  | 1 232  | 1 018  | 1 192  |
| Marża EBITDA           | 7,7%   | 7,4%   | 6,4%   | 6,5%   |
| Marża EBIT             | 5,7%   | 5,3%   | 4,3%   | 4,4%   |
| Marża netto            | 4,2%   | 3,7%   | 2,8%   | 3,0%   |
| Dług netto             | -516   | 332    | 921    | -198   |
| Dług netto/EBITDA      | -0     | 0      | 0      | -0     |
| Kapitał pracujący      | -3 869 | -4 075 | -4 561 | -4 972 |
| Cykl konwersji gotówki | -49    | -45    | -46    | -46    |

Źródło: DM PKO BP na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych spółki Jeronimo Martins Polska S.A. dostępnych na [www.emis.com](http://www.emis.com)

### Tesco – #2 pod względem udziału w rynku, lider e-grocery, 433 sklepy w formacie super- i hipermarketów

Pierwszy hipermarket Tesco w Polsce został otwarty w 1998 roku. Początkowo sieć zajmowała się sprzedażą żywności, ale rozszerzyła swoją ofertę również na odzież i sprzęt elektroniczny. W lipcu 2012 roku Tesco Polska uruchomiła usługę Ezakupy Tesco, która pozwala na zamówienie zakupów przez Internet. Od 2014 r. jest liderem rynku e-grocery, obecnie z 41% udziałem.

Na rynku od marca 2015 roku spekuluje się o wyjściu sieci Tesco z rynku Europy Środkowej i Wschodniej. O możliwości sprzedaży sklepów informował wówczas słowacki dziennik "Sme". W kwietniu brytyjskie Tesco informowało o najgorszym wyniku spółki w 96-letniej historii. Strata netto w roku podatkowym kończącym się w lutym wyniosła 8,6 mld USD. Centrala sklepu nie komentuje tych plotek. Za pozostaniem sieci w Polsce przemawia fakt, że w Komornikach koło Poznania dopiero co powstało centrum dystrybucyjne sieci Tesco.

Przychody ze sprzedaży sieci Tesco kształtują się na stabilnym poziomie i w 2015 r. wyniosły ponad 12 mld PLN. Od 2013 r. spółka notuje stratę netto, która w 2015 r. wyniosła 748 mln PLN. Na koniec 2015 r. Tesco miało blisko 166 mln PLN gotówki netto.

| Tesco [mln PLN]        | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody              | 10 917 | 11 950 | 12 076 | 12 108 | 12 049 |
| EBITDA                 | 548    | 453    | 418    | -399   | -407   |
| EBIT                   | 277    | 175    | 104    | -737   | -706   |
| Zysk netto             | 174    | 77     | -15    | -671   | -748   |
| Marża EBITDA           | 5,0%   | 3,8%   | 3,5%   | -3,3%  | -3,4%  |
| Marża EBIT             | 2,5%   | 1,5%   | 0,9%   | -6,1%  | -5,9%  |
| Marża netto            | 1,6%   | 0,6%   | -0,1%  | -5,5%  | -6,2%  |
| Dług netto             | -330   | -254   | 2 249  | -547   | -166   |
| Dług netto/EBITDA      | -1     | -1     | 5      | 1      | 0      |
| Kapitał pracujący      | 55     | -204   | 242    | 40     | 221    |
| Cykl konwersji gotówki | 2      | -6     | 7      | 1      | 7      |

Źródło: DM PKO BP na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych spółki Tesco Sp. z o.o. dostępnych na [www.emis.com](http://www.emis.com)

### Lidl – #3 miejsce pod względem udziału w rynku, 558 sklepów, grupa Schwarz Beteiligungs

Lidl to założona w Niemczech sieć sklepów dyskontowych, działająca w 26 krajach europejskich. Należy razem z Kauflandem do grupy Schwarz Beteiligungs. Obecnie Lidl bardzo mocno stawia na promowanie marek własnych – udział w sprzedaży marek własnych szacujemy na około 60-70%.

Przychody grupy odpowiadają 4,6% wartości całego rynku FMCG i średniorocznie rosną w tempie 15%. Ich wielkość w 2015 r. wyniosła prawie 11,7 mld PLN. W spółce marża EBITDA utrzymuje się na poziomie około 4%. Lidl na koniec 2015 r. posiadał 272 mln PLN gotówki netto. Ze względu na ponadprzeciętny wysoki udział marek własnych w mixie sprzedażowym, produkowanych w spółkach należących do grupy Lidla, niemożliwym jest wygenerowanie ujemnego kapitału obrotowego, ze względu na konieczność szybkiego regulowania zobowiązań.

| Lidl [mln PLN] | 2012  | 2013  | 2014   | 2015   |
|----------------|-------|-------|--------|--------|
| Przychody      | 7 611 | 8 723 | 10 637 | 11 683 |
| EBITDA         | 261   | 396   | 429    | 476    |
| EBIT           | 206   | 333   | 352    | 384    |

|                        |      |      |      |      |
|------------------------|------|------|------|------|
| Zysk netto             | 302  | 355  | 351  | 420  |
| Marża EBITDA           | 3,4% | 4,5% | 4,0% | 4,1% |
| Marża EBIT             | 2,7% | 3,8% | 3,3% | 3,3% |
| Marża netto            | 4,0% | 4,1% | 3,3% | 3,6% |
| Dług netto             | -249 | -470 | -322 | -272 |
| Dług netto/EBITDA      | -1   | -1   | -1   | -1   |
| Kapitał pracujący      | -302 | -444 | -342 | -406 |
| Cykl konwersji gotówki | 25   | 23   | 24   | 22   |

Źródło: DM PKO BP na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych spółki Lidl Polska Sklepy Spożywcze Sp. z o.o. sp. k. dostępnych na [www.emis.com](http://www.emis.com)

#### Kaufland – #4 miejsce pod względem udziału w rynku, sieć 200 super- i hipermarketów

Sieć Kaufland działa w Niemczech, Czechach, na Słowacji, w Polsce, Chorwacji, Rumunii oraz Bułgarii. Kaufland należy do grupy Schwarz Beteiligungs, która jest również właścicielem sieci Lidl. Pierwszy sklep w Polsce otwarto w 2001 roku.

Przychody spółki rosną w średniorocznym tempie 12% CAGR. W 2015 r. ich wartość zbliżyła się do 9 mld PLN, co odpowiada 3,5% wartości polskiego rynku FMCG. Grupa Kaufland krok po kroku poprawia marżę EBITDA, w 2005 r. marża wyniosła 5%. Na koniec 2015 r. dług netto spółki wyniósł blisko 1,7 mld PLN. Niezadawalający naszym zdaniem jest wskaźnik konwersji gotówki, który przy generowanych przez Kaufland wolumenach obrotów powinien być ujemny.

| Kaufland [mln PLN]     | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody              | 6 461 | 7 081 | 8 291 | 8 986 |
| EBITDA                 | 207   | 248   | 329   | 445   |
| EBIT                   | 23    | 52    | 117   | 212   |
| Zysk netto             | -81   | -22   | 48    | 119   |
| Marża EBITDA           | 3,2%  | 3,5%  | 4,0%  | 5,0%  |
| Marża EBIT             | 0,3%  | 0,7%  | 1,4%  | 2,4%  |
| Marża netto            | -1,3% | -0,3% | 0,6%  | 1,3%  |
| Dług netto             | 1 462 | 1 715 | 1 713 | 1 715 |
| Dług netto/EBITDA      | 7     | 7     | 5     | 4     |
| Kapitał pracujący      | -29   | -7    | 6     | 134   |
| Cykl konwersji gotówki | -2    | -0    | 0     | 5     |

Źródło: DM PKO BP na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych spółki Kaufland Polska Markety Sp. z o.o. sp. k. dostępnych na [www.emis.com](http://www.emis.com)

#### Auchan - #5 na polskim rynku, 76 hipermarketów Auchan i Real

Pierwszy hipermarket Auchan w Polsce został otwarty w maju 1996 roku. W roku 2014 Auchan i Metro sfinalizowały transakcję włączenia 57 hipermarketów Real do sieci Auchan. Jednakże UOKiK jako warunek przejęcia ustalił odsprzedaż ośmiu hipermarketów Real. W 2015 roku zostały one kupione przez centralę Schiever z Francji, od września 2015 siedem z nich działa pod marką bi1. W ramach tej transakcji Auchan przejął dwa centra i hipermarkety Auchan, które do 2015 prowadził wspólnie z Schiever Polska, i wycofał wszystkie swoje udziały w tej spółce.





Źródło: Auchan

Auchan posiada prawie 4% rynku FMCG w Polsce. Przychody spółki rosną w średniorocznym tempie 12,5%. Jednakże marża EBITDA pozostaje w trendzie spadkowym i w 2015 r. wyniosła 4,4%. Niepokojący zdaje się być fakt, że zyski netto spółki od 2014 r. spadły ponad dwukrotnie, co naszym zdaniem jest wynikiem silnej konkurencji ze strony takich sieci jak Carrefour, Kaufland i Tesco. Cykl konwersji gotówki w spółce jest ujemny, jednak w ostatnim okresie uległ on pogorszeniu. Auchan posiada gotówkę netto na poziomie 419 mln PLN.

| Auchan [mln PLN]       | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody              | 6 035 | 6 042 | 6 090 | 7 692 | 9 667 |
| EBITDA                 | 433   | 456   | 415   | 503   | 425   |
| EBIT                   | 288   | 316   | 264   | 298   | 179   |
| Zysk netto             | 161   | 201   | 162   | 267   | 111   |
| Marża EBITDA           | 7,2%  | 7,6%  | 6,8%  | 6,5%  | 4,4%  |
| Marża EBIT             | 4,8%  | 5,2%  | 4,3%  | 3,9%  | 1,9%  |
| Marża netto            | 2,7%  | 3,3%  | 2,7%  | 3,5%  | 1,1%  |
| Dług netto             | -264  | -176  | -203  | -381  | -419  |
| Dług netto/EBITDA      | -1    | -0    | -0    | -1    | -1    |
| Kapitał pracujący      | 1 441 | 1 363 | 1 646 | 2 210 | 2 578 |
| Cykl konwersji gotówki | -23   | -21   | -22   | -32   | -19   |

Źródło: DM PKO BP na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych spółki Auchan Polska Sp. z o.o. dostępnych na [www.emis.com](http://www.emis.com)

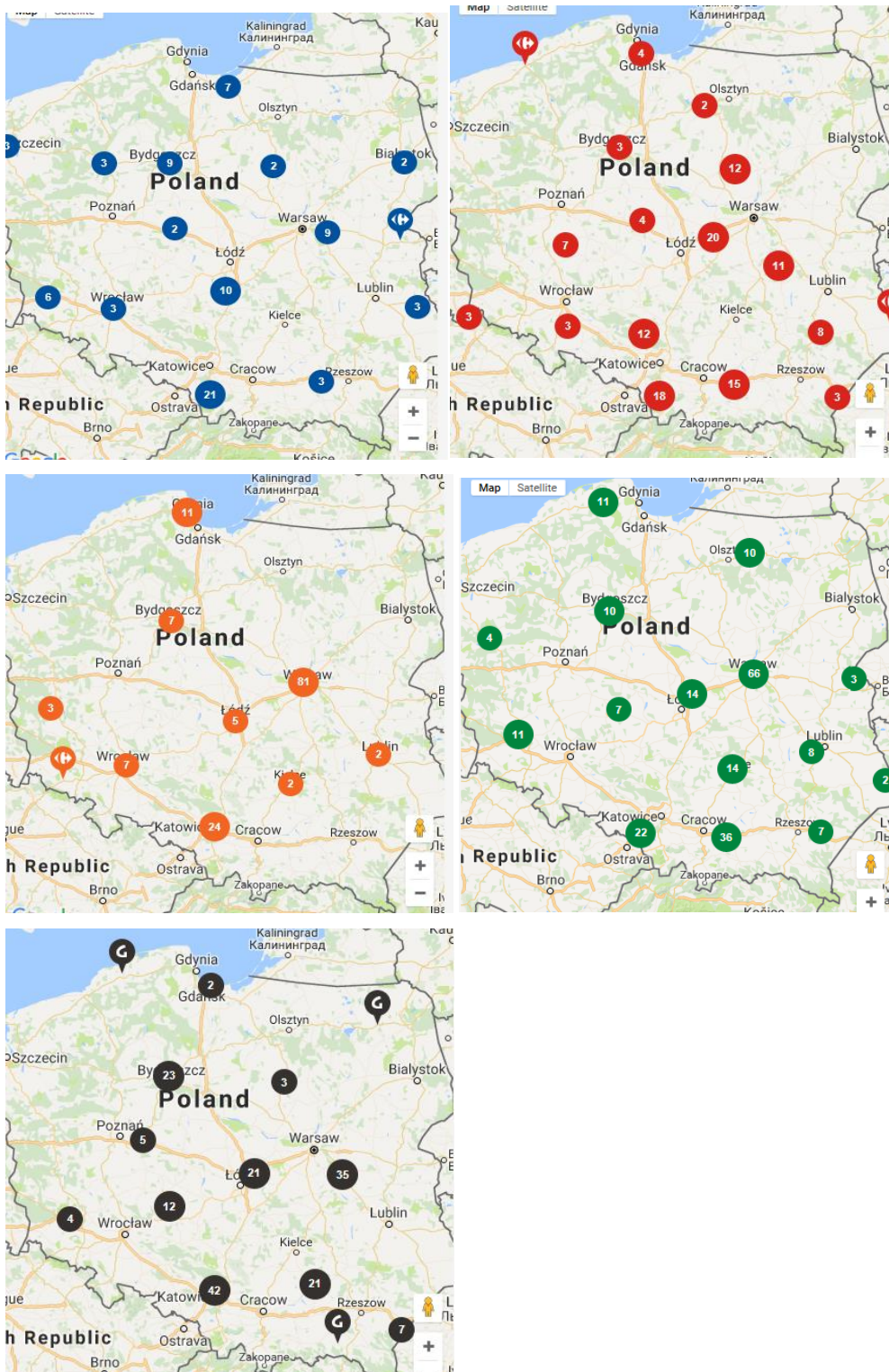
### Carrefour - ponad 750 sklepów w Polsce, w 2013 przejął olsztyńską sieć supermarketów Rast

Pierwszy sklep pod szyldem Carrefour powstał w Polsce w 1997 r. Jest to multifORMATOWA sieć handlowa, która dzieli się na 5 rodzajów sklepów:

- Globi (178 sklepów) - koncept franczyzowy Globi przewidziany jest głównie dla osiedli mieszkaniowych. Powierzchnia sklepu wynosi od 50m<sup>2</sup>;
- Express Convenience (143 sklepy) - sklepy w stu procentach samoobsługowe, przeznaczone dla lokalizacji typowo miejskich. Ich powierzchnia sprzedaży wynosi do 200m<sup>2</sup>;
- Express Minimarket (225 sklepów) - sklepy o powierzchni od 200 m<sup>2</sup>, zlokalizowane w dużych, średnich i małych miastach oraz na terenach wiejskich;

- Supermarkety (127 sklepów) - pow. poniżej 2000 m2;
- Hipermarkety (84 sklepy).

Mapki kolejność: Hipermarkety, Supermarkety, Express Convenience, Express Minimarket, Globi



Źródło: Carrefour (Hipermarkety, Supermarkety, Express Convenience, Express Minimarket, Globi)

W ciągu ostatnich miesięcy Carrefour systematycznie rozwijał asortyment sklepu internetowego eCarrefour.pl, teraz zdecydował się na wprowadzenie do oferty produktów spożywczych. Po zwolnieniu miejsca na rynku e-grocery przez Alma24 istnieje duża szansa na istotne zwiększenie przychodów.

Od 2013 przychody spółki są płaskie. Obserwuje się również systematyczny spadek marży EBITDA, która w 2015 r. wyniosła 1,7%. Od 2014 r. spółka notuje również stratę na poziomie wyniku netto. Grupa Carrefour na koniec 2015 r. posiadała 299 mln PLN gotówki netto. Cykl konwersji gotówki jest ujemny i utrzymuje się na bardzo przyzwoitym poziomie.

| Carrefour [mln PLN]    | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody              | 7 940 | 7 690 | 7 165 | 7 055 | 7 017 |
| EBITDA                 | 252   | 238   | 196   | 134   | 121   |
| EBIT                   | 77    | 74    | 66    | -11   | -30   |
| Zysk netto             | 46    | 75    | 65    | -12   | -42   |
| Marża EBITDA           | 3,2%  | 3,1%  | 2,7%  | 1,9%  | 1,7%  |
| Marża EBIT             | 1,0%  | 1,0%  | 0,9%  | -0,2% | -0,4% |
| Marża netto            | 0,6%  | 1,0%  | 0,9%  | -0,2% | -0,6% |
| Dług netto             | -457  | -648  | -562  | -265  | -299  |
| Dług netto/EBITDA      | -2    | -3    | -3    | -2    | -2    |
| Kapitał pracujący      | -797  | -744  | -558  | -612  | -575  |
| Cykl konwersji gotówki | -37   | -35   | -28   | -32   | -30   |

Źródło: DM PKO BP na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych spółki Carrefour Polska Sp. z o.o. dostępnych na [www.emis.com](http://www.emis.com)

#### **Eurocash – hurtownik posiadający swoje sieci franczyzowe ABC, Delitasey Centrum, Lewiatan, Groszek**

- ABC – sieć zrzeszająca niezależne sklepy detaliczne w całej Polsce. Obecnie sieć liczy 8300 sklepów.
- Delikatesy Centrum – sieć franczyzowa obejmująca ponad 1076 sklepów w całej Polsce.
- Gama – sieć franczyzowa działająca od 2010 r., obejmująca ponad 550 sklepów.
- Lewiatan – największa franczyzowa sieć sklepów spożywczych w Polsce, powstała w 1994 r. Obecnie liczy 3048 sklepów.
- Euro Sklep – sieć franczyzowa działająca od 1997 roku, zrzeszająca obecnie ponad 500 sklepów na terenie całej Polski.
- Groszek – ogólnopolska sieć samoobsługowych sklepów spożywczych funkcjonująca od 2000 r., skupiająca w kraju ponad 1543 sklepy. Średnia powierzchnia pojedynczego sklepu wynosi 125,5 m<sup>2</sup>.
- 1minute – małe sklepy typu convenience z artykułami spożywczymi, prasą i papierosami.





Źródło: Lewiatan, Groszek



Źródło: Gamma

| Lewiatan               | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------------------|------|------|------|------|
| Przychody              | 132  | 145  | 158  | 163  |
| Zysk brutto            | 8    | 7    | 8    | 9    |
| EBITDA                 | 10   | 9    | 10   | 12   |
| EBIT                   | 8    | 7    | 8    | 9    |
| Zysk netto             | 7    | 6    | 7    | 8    |
| Marża brutto           | 6,4% | 4,7% | 5,0% | 5,7% |
| Marża EBITDA           | 7,3% | 6,5% | 6,6% | 7,1% |
| Marża EBIT             | 6,4% | 4,7% | 5,1% | 5,7% |
| Marża netto            | 5,3% | 3,8% | 4,2% | 4,7% |
| Dług netto             | -15  | -10  | -16  | -18  |
| Dług netto/EBITDA      | -2   | -1   | -2   | -2   |
| Kapitał pracujący      | -2   | -1   | 0    | 2    |
| Cykl konwersji gotówki | -5   | -2   | 0    | 4    |

Źródło: DM PKO BP na podstawie sprawozdań finansowych spółki dostępnych na [www.emis.com](http://www.emis.com)

### Żabka – największa sieć franczyzowa typu convenience w Polsce, ponad 4000 sklepów

Spółka jest właścicielem największej w Polsce sieci sklepów typu convenience, prowadzonych pod marką Żabka (3400 sklepów) oraz sieci supermarketów w formacie proximity pod marką Freshmarket (600 sklepów). W 2012 roku spółka wprowadziła projekt "Sklep za czynsz". W ramach umowy właściciel przekazuje spółce Żabka Polska swój sklep w zamian za 10-letni czynsz uzależniony od potencjału lokalizacji. Do końca 2014 roku do programu zgłosiło się ponad 2700 prywatnych przedsiębiorców.

Przychody spółki w 2015 r. wyniosły 5,1 mld PLN, w ciągu ostatnich 3 lat rosły w średniorocznym tempie 16%. Marża EBITDA w ostatnim roku sprawozdawczym wyniosła 5,4%. Sieć sklepów Żabka ma jednak dosyć wysoki dług netto, który kształtuje się na poziomie ponad 2 mld PLN. Cykl konwersji gotówki w spółce ulega pogorszeniu.

| Żabka [mln PLN]        | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży | 3 307 | 4 114 | 5 256 | 5 100 |
| EBITDA                 | 150   | 178   | 135   | 275   |
| EBIT                   | 90    | 102   | 28    | 126   |
| Zysk/strata netto      | 14    | -59   | -188  | -64   |
| Marża EBITDA           | 4,5%  | 4,3%  | 2,6%  | 5,4%  |
| Marża EBIT             | 2,7%  | 2,5%  | 0,5%  | 2,5%  |
| Marża netto            | 0,4%  | -1,4% | -3,6% | -1,3% |
| Dług netto             | 1 453 | 1 728 | 2 094 | 2 084 |
| Dług netto/EBITDA      | 10    | 10    | 15    | 8     |
| Kapitał pracujący      | -133  | -138  | -244  | -73   |
| Cykl konwersji gotówki | -15   | -12   | -17   | -5    |

Źródło: DM PKO BP na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych spółki Żabka Polska Sp. z o.o. dostępnych na [www.emis.com](http://www.emis.com)

### POLOmarket – 311 supermarketów w Polsce

Sieć została założona w 1997 roku. Z końcem 2014 roku zniknęło z mapy Polski 170 supermarketów pod szyldem POLOmarket. Zastąpiła je nowa sieć MILA która należy do spółki Market-Detal, która była partnerem sieci od 1997 r. do 2014 r. Średnia powierzchnia sklepów POLOmarket powyżej 500m<sup>2</sup>.

Przychody spółki Polomarket kształtują się obecnie na stabilnym poziomie blisko 3 mld PLN. Wyniki sklepów oscylują wokół zera. Spółka ma 16 mln środków pieniężnych netto i neutralny cykl rotacji gotówki.

| Polomarket [mln PLN] | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody            | 2 549 | 2 837 | 2 919 | 2 994 |
| EBITDA               | 38    | 25    | 24    | 23    |
| EBIT                 | 24    | 11    | 12    | 12    |
| Zysk netto           | 17    | 7     | 8     | 8     |
| Marża EBITDA         | 1,5%  | 0,9%  | 0,8%  | 0,8%  |
| Marża EBIT           | 1,0%  | 0,4%  | 0,4%  | 0,4%  |
| Marża netto          | 0,6%  | 0,3%  | 0,3%  | 0,3%  |
| Dług netto           | 19    | 8     | 30    | -16   |
| Dług netto/EBITDA    | 1     | 0     | 1     | -1    |



|                        |   |     |     |     |
|------------------------|---|-----|-----|-----|
| Kapitał pracujący      | 6 | -63 | -17 | -17 |
| Cykl konwersji gotówki | 1 | -8  | -2  | -2  |

Źródło: DM PKO BP na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych spółki Polomarket Sp. z o.o. dostępnych na [www.emis.com](http://www.emis.com)

### Netto – prawie 360 sklepów dyskontowych w Polsce

Pierwszy supermarket Netto w Polsce otwarto w 1995. Netto rozwija sieć sklepów głównie na zachód od linii Elbląg-Lódź-Zakopane.

Średnioroczny wzrost przychodów w Netto kształtuje się na poziomie 10%. W 2014 r. spółka zanotowała 2,86 mld PLN i marżę EBITDA na poziomie 6,2%, która ulega poprawie. Netto posiada 55 mln gotówki netto i cechuje się ujemnym cyklem konwersji gotówki.

| Netto [mln PLN]        | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody              | 2 141 | 2 416 | 2 661 | 2 861 |
| EBIT                   | 75    | 81    | 85    | 105   |
| Zysk netto             | 40    | 36    | 54    | 68    |
| Marża brutto           | 3,7%  | 3,4%  | 3,3%  | 3,6%  |
| Marża EBITDA           | 5,7%  | 5,7%  | 5,6%  | 6,2%  |
| Marża EBIT             | 3,5%  | 3,4%  | 3,2%  | 3,7%  |
| Marża netto            | 1,9%  | 1,5%  | 2,0%  | 2,4%  |
| Dług netto             | -61   | -55   | -63   | -55   |
| Dług netto/EBITDA      | -1    | -0    | -0    | -0    |
| Kapitał pracujący      | -88   | -122  | -36   | -23   |
| Cykl konwersji gotówki | -15   | -18   | -5    | -3    |

Źródło: DM PKO BP na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych spółki Netto Sp. z o.o. dostępnych na [www.emis.com](http://www.emis.com)

### Dino – 500 sklepów w Polsce w kategorii supermarketu

Dino jest polską siecią sklepów spożywczo-przemysłowych działających od 1999 roku. W 2010 49% akcji przedsiębiorstwa zostało kupione za kwotę 200 mln PLN przez fundusz inwestycyjny Enterprise Investors. Markety zlokalizowane są w województwach: wielkopolskim, dolnośląskim, lubuskim, opolskim, łódzkim, kujawsko-pomorskim, świętokrzyskim, śląskim, mazowieckim, zachodniopomorskim, małopolskim i pomorskim.



■ Województwa, w których obecna jest sieć sklepów Dino

Źródło: Dino

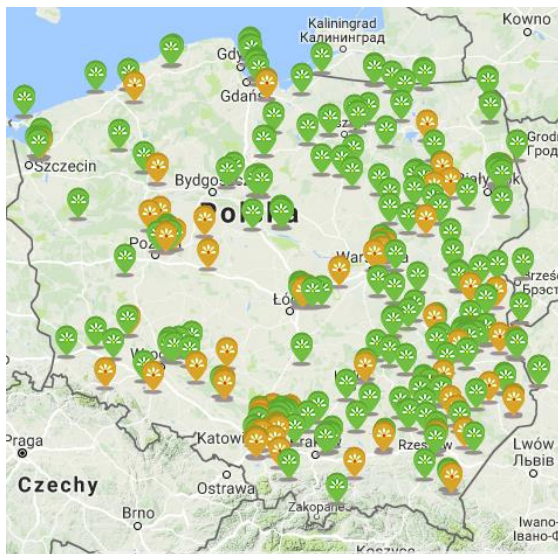
Spółka bardzo dynamicznie się rozwija i cechuje się średniorocznym wzrostem przychodów na poziomie 37% CAGR. Marża EBITDA od 2015 r. wzrosła prawie dwukrotnie i osiągnęła wartość 7,9%. Poprawie uległ również cykl konwersji gotówki, który przyjmuje wartość ujemną. Dług netto spółki na koniec 2015 r. wyniósł 342 mln PLN.

| Dino [mln PLN]         | 2011 | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  |
|------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody              | 737  | 1 202 | 1 660 | 2 105 | 2 590 |
| EBITDA                 | 28   | 38    | 52    | 83    | 206   |
| EBIT                   | 21   | 23    | 31    | 54    | 155   |
| Zysk netto             | 12   | 2     | 1     | 14    | 156   |
| Marża EBITDA           | 3,8% | 3,1%  | 3,1%  | 3,9%  | 7,9%  |
| Marża EBIT             | 2,9% | 1,9%  | 1,9%  | 2,6%  | 6,0%  |
| Marża netto            | 1,6% | 0,2%  | 0,1%  | 0,7%  | 6,0%  |
| Dług netto             | 2    | 128   | 253   | 280   | 342   |
| Dług netto/EBITDA      | 0    | 3     | 5     | 3     | 2     |
| Kapitał pracujący      | 60   | 68    | 121   | 113   | 162   |
| Cykl konwersji gotówki | -17  | -9    | -7    | -8    | -15   |

Źródło: DM PKO BP na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych spółki Dino Polska S.A. dostępnych na [www.emis.com](http://www.emis.com)

### Stokrotka – 360 sklepów należących do grupy Emperia,

Sieć sklepów Stokrotka należąca do grupy Emperia składa się z blisko 360 supermarketów i marketów zlokalizowanych na osiedlach, w mini-centrach i galeriach handlowych. Typowe placówki handlowe mają od 200m<sup>2</sup> do 1000m<sup>2</sup>. powierzchni sprzedaży i oferują od 4 do 10 tys. pozycji asortymentowych. W 2013 Emperia podjęła decyzję o rozwoju sieci Stokrotka w oparciu o opracowane rozwiązanie franczyzowe.



Źródło: Stokrotka

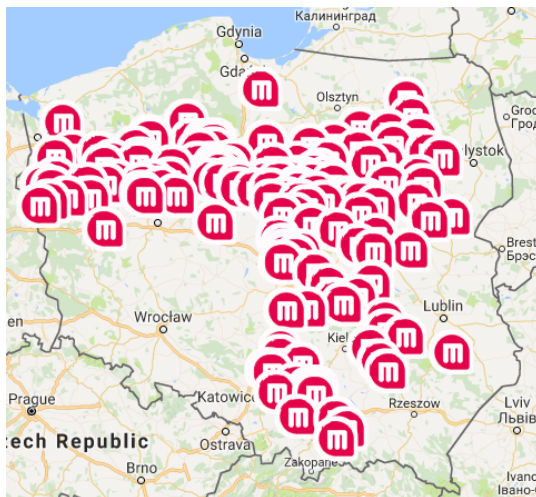
Przychody sieci stokrotka rosną w średniorocznym tempie 5% i w 2014 przekroczyły wartość 1,9 mld PLN. Spółka jest jednak nierentowna na poziomie EBIT oraz syku netto. Spółka na koniec 2014 r. miała blisko 60 mln PLN gotówki netto, a cykl konwersji gotówki jest ujemny na poziomie 37 dni.

| Stokrotka              | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody              | 1 653 | 1 746 | 1 792 | 1 931 |
| EBIT                   | 2     | -42   | -26   | -5    |
| Zysk netto             | -1    | -44   | -33   | -13   |
| Marża EBIT             | 0,1%  | -2,4% | -1,4% | -0,2% |
| Marża netto            | -0,1% | -2,5% | -1,8% | -0,6% |
| Dług netto             | 72    | -48   | -62   | -58   |
| Kapitał pracujący      | -151  | -153  | -227  | -196  |
| Cykl konwersji gotówki | -33   | -32   | -46   | -37   |

Źródło: DM PKO BP na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych spółki Stokrotka Sp. z o.o. (Lublin) dostępnych na [www.emis.com](http://www.emis.com)

### Mila – 188 sklepów w całej Polsce

Mila jest własnością spółki Market-Detal, która posiada 17-letnie doświadczenie na rynku handlu detalicznego (wcześniej w strukturach firmy Polomarket). Od stycznia 2015 roku po całociowym rebrandingu rozpoczęła samodzielną działalność jako sieć supermarketów Mila. Supermarkety Mila mają wielkość około 500m<sup>2</sup>.



Źródło: Mila

Przychody sieci supermarketów Mila rosną w średniorocznym tempie 3% CAGR. W 2014 r. spółka wygenerowała ponad 1,4 mld PLN. W 2014 r. marża EBITDA istotnie spadła, w konsekwencji spółka zanotowała stratę na poziomie zysku netto. Wzrost pozwala poprawiać cykl konwersji gotówki.

| Mila [mln PLN]         | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody              | 1 341 | 1 252 | 1 387 | 1 446 |
| EBITDA                 | 57    | 44    | 41    | 4     |
| EBIT                   | 38    | 26    | 22    | -17   |
| Zysk netto             | 30    | 22    | 23    | -17   |
| Marża EBITDA           | 4,3%  | 3,5%  | 3,0%  | 0,3%  |
| Marża EBIT             | 2,9%  | 2,1%  | 1,6%  | -1,2% |
| Marża netto            | 2,3%  | 1,7%  | 1,6%  | -1,2% |
| Dług netto             | -21   | -33   | -41   | -14   |
| Dług netto/EBITDA      | -0    | -1    | -1    | -4    |
| Kapitał pracujący      | -19   | -12   | -21   | -37   |
| Cykl konwersji gotówki | -5    | -3    | -5    | -9    |

Źródło: DM PKO BP na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych spółki Mila sp. j. dostępnych na [www.emis.com](http://www.emis.com)

### Piotr i Paweł – 131 supermarketów w całej Polsce, rozbudowany rynek on-line

Jedna z największych w Polsce sieci supermarketów. Pierwszy sklep sieci Piotr i Paweł powstał w 1990 roku. Supermarkety usytuowane są głównie w niedalekiej odległości od osiedli mieszkaniowych. Sklep reklamuje się teraz jako „tańszy niż się wydaje”. We wrześniu 2016 r. 10% rynku e-grocery należało właśnie do sieci Piotr i Paweł.





Źródło: Piotr i Paweł

Przychody sieci Piotr i Paweł rosną w średniorocznym tempie 12% CAGR. W 2015 r. sieć sklepów Piotr i Paweł zanotowała przychody w wysokości 1,19 mld PLN, na ujemnej marży EBITDA i stracie na poziomie netto w wysokości 6 mln PLN. Spółka bardzo dobrze zarządza kapitałem obrotowym, raportuje ujemny cykl konwersji gotówki na poziomie 30 dni.

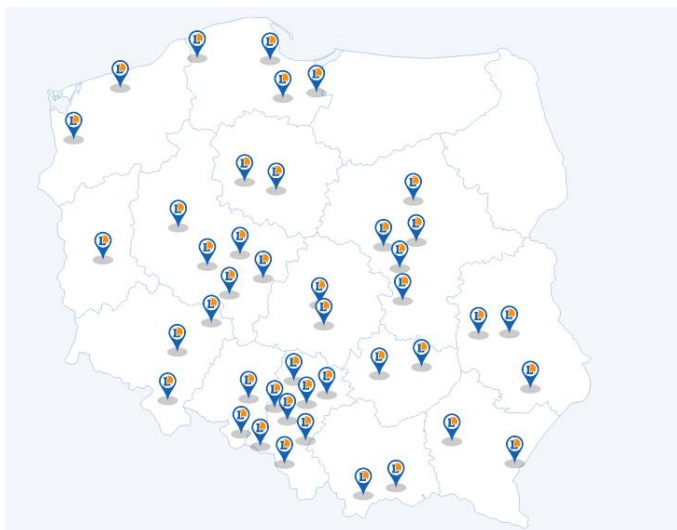
| Piotr i Paweł [mln PLN] | 2011 | 2012 | 2013 | 2014  | 2015  |
|-------------------------|------|------|------|-------|-------|
| Przychody               | 743  | 870  | 948  | 1 149 | 1 187 |
| EBITDA                  | 22   | 13   | 8    | -4    | -6    |
| EBIT                    | 17   | 8    | 4    | -9    | -9    |
| Zysk netto              | 15   | 9    | 7    | 6     | -6    |
| Marża EBITDA            | 2,9% | 1,5% | 0,9% | -0,4% | -0,5% |
| Marża EBIT              | 2,3% | 0,9% | 0,4% | -0,8% | -0,7% |
| Marża netto             | 2,0% | 1,0% | 0,7% | 0,6%  | -0,5% |
| Dług netto              | 12   | 19   | 31   | -13   | 5     |
| Dług netto/EBITDA       | 1    | 1    | 4    | 3     | -1    |
| Kapitał pracujący       | -75  | -97  | -109 | -99   | -97   |
| Cykl konwersji gotówki  | -37  | -41  | -42  | -31   | -30   |

Źródło: DM PKO BP na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych spółki Piotr i Paweł S.A. dostępnych na [www.emis.com](http://www.emis.com)

### E. Leclerc – sieć 43 supermarketów w Polsce

Francuska sieć supermarketów i hipermarketów spożywczo-przemysłowych. Pierwszy E. Leclerc w Polsce powstał w 1995 r. Każdy z supermarketów sieci E. Leclerc jest zarządzany przez inną osobę prawną, dlatego też nie zamieszczamy wybranych danych finansowych. Jako pierwsza sieć hipermarketów w Polsce firma uruchomiła sprzedaż przez Internet poprzez sieć E. Leclerc on line.





Źródło: E. Leclerc

### Ledi – 320 supermarketów w Polsce

Ledi to spółka zależna Eko Holdingu. EKO Holding oraz spółki zależne EKO Holding koncentrują swoją działalność na detalicznej sprzedaży artykułów codziennego użytku za pośrednictwem sieci niewyspecjalizowanych sklepów własnych. Sklepy zlokalizowane są głównie w południowo-zachodniej Polsce. Na koniec marca spółka Eurocash zgłosiła do UOKiK zamiar przejęcia kontroli nad spółką Eko Holding. Przejęcie ma nastąpić poprzez nabycie 100% udziałów w kapitale zakładowym Eko Holding. Zgodnie z informacjami z czerwca 2016 r. spółka Ledi ma zostać podzielona, a w wyniku podziału powstanie nowa spółka Smart Deli. Spodziewamy się, że na przełomie roku 2016/17 UOKiK wyda ostatecznie decyzję co do przejęcia.



Źródło: Ledi

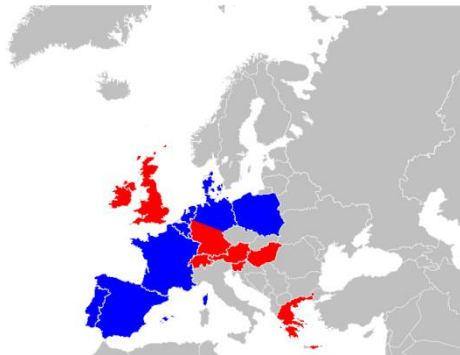
Od trzech lat spółka generuje stabilne przychody na poziomie powyżej 90 mln PLN. W 2015 wygenerowała blisko 37 mln PLN straty netto. Na koniec 2015 r. Ledi miało 12 mln PLN gotówki netto. Do 2014 spółka pokazywała ujemny kapitał obrotowy.

| Ledi [mln PLN]         | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody              | 355   | 348   | 950   | 928   | 923   |
| EBITDA                 | 4     | -6    | -24   | -40   | -25   |
| EBIT                   | 0     | -11   | -37   | -52   | -38   |
| Zysk netto             | -1    | -12   | -37   | -53   | -37   |
| Marża EBITDA           | 1,3%  | -1,7% | -2,5% | -4,3% | -2,7% |
| Marża EBIT             | 0,1%  | -3,0% | -3,8% | -5,6% | -4,1% |
| Marża netto            | -0,2% | -3,3% | -3,9% | -5,7% | -4,0% |
| Dług netto             | 2     | 2     | -14   | -7    | -12   |
| Dług netto/EBITDA      | 0     | -0    | 1     | 0     | 0     |
| Kapitał pracujący      | -7    | -14   | -81   | -113  | -0    |
| Cykl konwersji gotówki | -7    | -15   | -31   | -44   | -0    |

Źródło: DM PKO BP na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych spółki Ledi Sp. z o.o. dostępnych na [www.emis.com](http://www.emis.com)

### Aldi – sieć dyskontowa, 90 sklepów w Polsce

Aldi działalność w Polsce rozpoczął w połowie 2006 roku, obecnie posiada 90 sklepów dyskontowych. Działa w wielu europejskich krajach, w Australii oraz Stanach Zjednoczonych. Dzieli się na dwie grupy Aldi Nord i Aldi Süd.



Źródło: Aldi (kolor niebieski Aldi Nord, czerwony Aldi Süd)

W ciągu ostatnich 3 lat spółka rosła w średniorocznym tempie 17%, w 2014 r. wygenerowała blisko 578 mln PLN przychodów na marży EBITDA 0,3%. Dalszy wzrost przychodów, przy utrzymaniu obecnej tendencji, powinien przełożyć się na poprawę wyników zarówno na poziomie EBITDA jak i zysku netto. Dodatni cykl konwersji gotówki na tle branży jednak rozczarowuje. Spółka posiada gotówkę netto na poziomie 217 mln PLN.

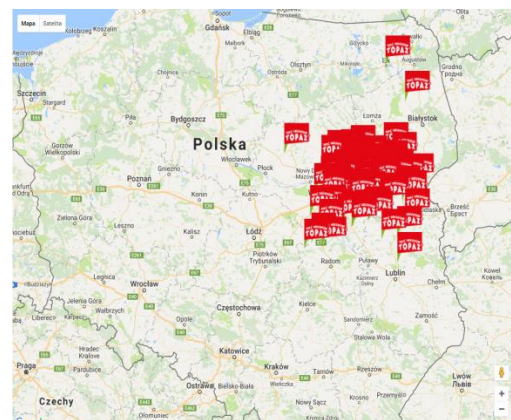
| Aldi [mln PLN] | 2011   | 2012  | 2013  | 2014  |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| Przychody      | 359    | 450   | 528   | 578   |
| EBITDA         | -23    | -12   | -11   | 1     |
| EBIT           | -39    | -31   | -34   | -24   |
| Zysk netto     | -26    | -28   | -21   | 3     |
| Marża EBITDA   | -6,4%  | -2,7% | -2,1% | 0,3%  |
| Marża EBIT     | -10,8% | -7,0% | -6,4% | -4,2% |
| Marża netto    | -7,2%  | -6,2% | -4,1% | 0,4%  |

|                        |      |      |      |      |
|------------------------|------|------|------|------|
| Dług netto             | -298 | -202 | -301 | -217 |
| Dług netto/EBITDA      | 13   | 17   | 27   | -148 |
| Kapitał pracujący      | -9   | -9   | 3    | 3    |
| Cykl konwersji gotówki | -9   | -7   | 2    | 2    |

Źródło: DM PKO BP na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych spółki Aldi Sp. z o.o. dostępnych na [www.emis.com](http://www.emis.com)

### Topaz – 103 sklepy Topaz i 930 sklepów franczyzowych Eden

Sieć Topaz powstała w 1993 r. Obecnie liczy ponad sto supermarketów (49 sklepy własne i 54 sklepy w sieci spożywczych sklepów franczyzowej). Topaz przejął również spółkę zarządzającą siecią Eden, która posiada ponad 930 sklepów franczyzowych w czterech województwach: mazowieckim, warmińsko-mazurskim, podlaskim i lubelskim.



Źródło: Topaz, Eden

Przychody spółki Topaz rosną w średniorocznym tempie 7,7%, spółka generuje pozytywną marżę EBITDA, która w 2014 roku wyniosła 4,5%.

| Topaz [mln PLN]        | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------------------|------|------|------|------|
| Przychody              | 459  | 493  | 530  | 573  |
| EBITDA                 | 31   | 26   | 22   | 26   |
| EBIT                   | 25   | 20   | 14   | 16   |
| Zysk netto             | 25   | 19   | 13   | 14   |
| Marża EBITDA           | 6,8% | 5,3% | 4,2% | 4,5% |
| Marża EBIT             | 5,6% | 4,0% | 2,7% | 2,7% |
| Marża netto            | 5,4% | 3,9% | 2,5% | 2,4% |
| Dług netto             | 5    | 18   | 28   | 31   |
| Dług netto/EBITDA      | 0    | 1    | 1    | 1    |
| Kapitał pracujący      | 10   | 9    | 13   | 7    |
| Cykl konwersji gotówki | 8    | 7    | 9    | 4    |

Źródło: DM PKO BP na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych spółki PHU Topaz dostępnych na [www.emis.com](http://www.emis.com)

### Simply Market – wchodzi w skład Auchan, 34 sklepy

Sieć supermarketów, prowadzona przez spółkę Elea Polska, będącą w grupie francuskiego koncernu Auchan. Sieć powstała w 2002 roku po przejęciu sieci supermarketów Billa, należącej do koncernu

Rewe. Od 2005 roku otwierano również na terenie Warszawy sklepy o mniejszej powierzchni, które otrzymywały brand A-Tak. W 2009 roku przebrandowano wszystkie sklepy spółki na markę Simply Market.

Przychody supermarketów Simply od 2012 są stabilne i kształtuje się na poziomie poniżej 550 mln PLN. Zarówno marża EBITDA jak i marża zysku netto znajduje się w trendzie spadkowym. Marża EBITDA wynosi obecnie 2,1%, a marża zysku netto jest ujemna. Na koniec 2014 r. spółka posiadała gotówkę netto w wysokości 14 mln PLN, a jej cykl konwersji kształtuje się na niskim dwucyfrowym dodatnim poziomie.

| Elea [mln PLN]         | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody              | 458   | 528   | 527   | 541   |
| EBITDA                 | 13    | 12    | 14    | 11    |
| EBIT                   | -5    | -11   | -13   | -15   |
| Zysk netto             | -2    | -7    | -11   | -13   |
| Marża EBITDA           | 2,8%  | 2,3%  | 2,6%  | 2,1%  |
| Marża EBIT             | -1,1% | -2,1% | -2,4% | -2,8% |
| Marża netto            | -0,4% | -1,3% | -2,1% | -2,4% |
| Dług netto             | -37   | -43   | -23   | -14   |
| Dług netto/EBITDA      | -3    | -4    | -2    | -1    |
| Kapitał pracujący      | 14    | -10   | 17    | 16    |
| Cykl konwersji gotówki | 11    | -7    | 12    | 11    |

Źródło: DM PKO BP na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych spółki Elea Sp. z o.o. dostępnych na [www.emis.com](http://www.emis.com)

### Nasz Sklep – spółka grupy PPHU Specjał

Pod szyldem Nasz Sklep działa obecnie 12 sklepów własnych samoobsługowych, osiedlowych. Wszystkie działają na terenie województwa podkarpackiego. Średnia powierzchnia sklepów wynosi 2 200 m<sup>2</sup>. Obecnie działają trzy formuły franczyzy: Nasz Sklep, Delikatesy Premium Nasz Sklep oraz Delikatesy Sezam.

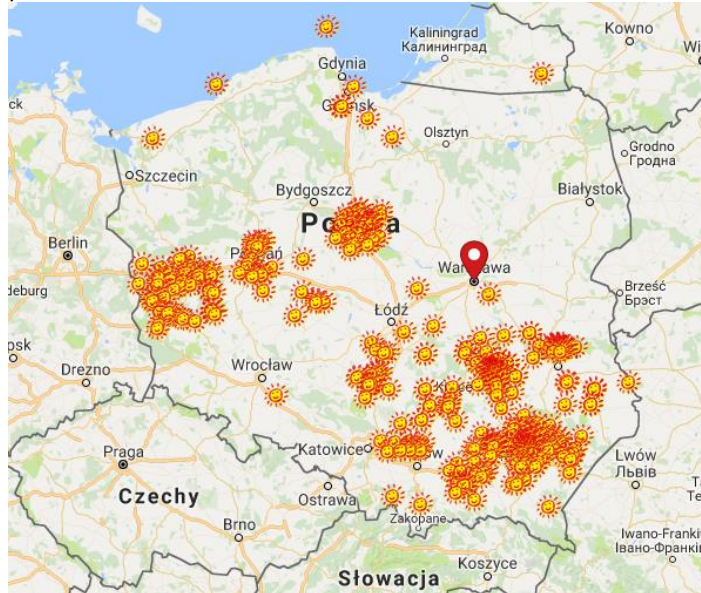
Wartość przychodów ze sprzedaży spółki w 2014 roku wyniosła 123 mln PLN, notując średnioroczny wzrost o 9%. Marża EBITDA jest pod presją. Ze względu na relatywnie małą skalę biznesu spółka ma wciąż dodatni cykl konwersji gotówki.

| Nasz Sklep [mln PLN]   | 2011  | 2012  | 2013  | 2014 |
|------------------------|-------|-------|-------|------|
| Przychody              | 94    | 108   | 102   | 123  |
| EBITDA                 | 5     | 4     | 4     | 4    |
| EBIT                   | -1    | -1    | -1    | 1    |
| Zysk netto             | 1     | 1     | 1     | 1    |
| Marża EBITDA           | 5.3%  | 4.1%  | 3.5%  | 3.2% |
| Marża EBIT             | -1.4% | -1.4% | -0.6% | 0.5% |
| Marża netto            | 0.8%  | 0.7%  | 1.0%  | 1.0% |
| Dług netto             | -3    | -6    | 14    | 12   |
| Dług netto/EBITDA      | -1    | -1    | 4     | 3    |
| Kapitał pracujący      | 10    | 9     | 7     | 9    |
| Cykl konwersji gotówki | 15    | 8     | 17    | 23   |

Źródło: DM PKO BP na podstawie jednostkowych sprawozdań finansowych spółki Polska Sieć Handlowa Nasz Sklep S.A. dostępnych na [www.emis.com](http://www.emis.com)

### Słoneczko – 397 sklepów w Polsce, sieć franczyzowa

Sieć sklepów spożywczych Słoneczko jest rozwijana przez Grupę Kapitałową Bać-Pol to ogólnopolska franczyzowa sieć sklepów spożywczych blisko domu. Średnia powierzchnia sklepu Słoneczko wynosi 100 m<sup>2</sup> a konsumenci w zależności od wielkości placówki mogą w niej znaleźć od 3 do 8 tysięcy produktów.

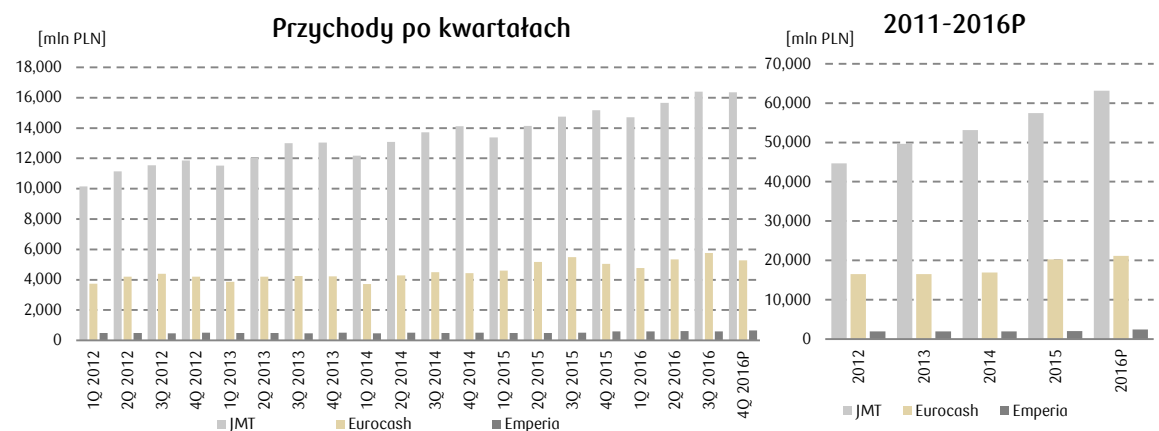


Źródło: Słoneczko

### SPAR – 224 sklepy w Polsce, sieć franczyzowa

SPAR Polska rozpoczął działalność w 1996 r., rok później otwarte zostały pierwsze sklepy należące do sieci. Na początku 2010 roku SPAR Polska wzmocnił swoją pozycję poprzez połączenie z grupą Bać-Pol. Sieć działa w oparciu o 3 formaty sklepów: SPAR Express zajmując do 200m<sup>2</sup> powierzchni; Supermarket SPAR to koncepcja skierowana do niezależnych sklepów detalicznych o powierzchni od 200 m<sup>2</sup> do 1000 m<sup>2</sup>; EUROSPAR – duży supermarket, koncepcja przeznaczona dla sklepów o powierzchni od 1000 m<sup>2</sup> do 2500m<sup>2</sup>.

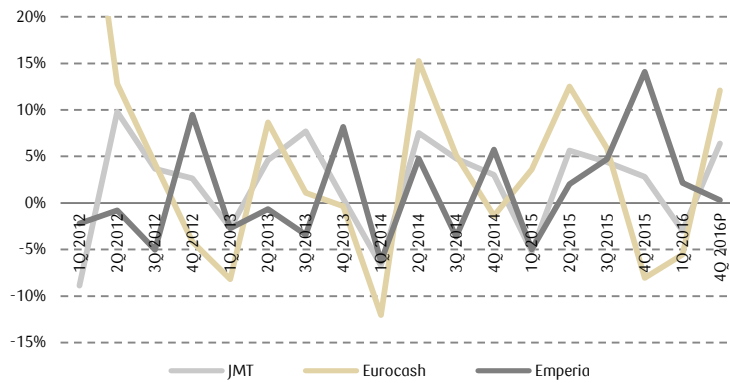
### Porównanie polskich dystrybutorów żywności: Jeronimo Martins, Emperia, Eurocash



Źródło: Jeronimo Martins, Eurocash, Emperia

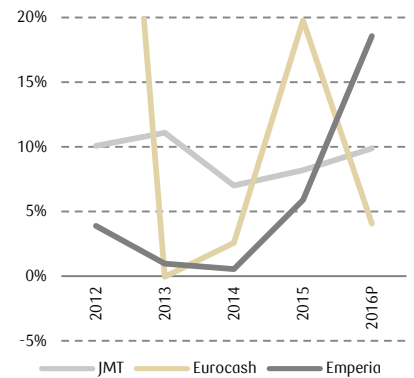
Źródło: Jeronimo Martins, Eurocash, Emperia

Dynamika wzrostu przychodów po kwartałach



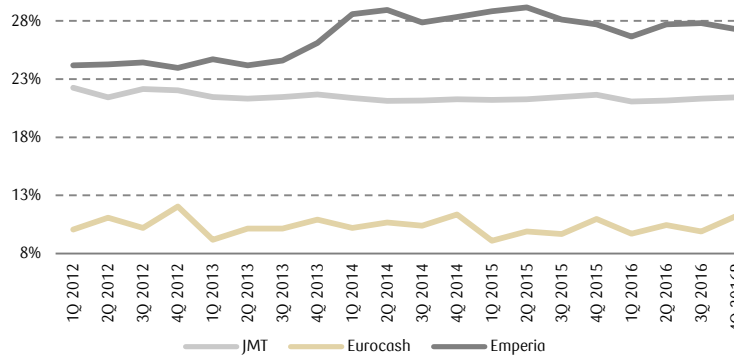
Źródło: Jeronimo Martins, Eurocash, Emperia

2011-2016P



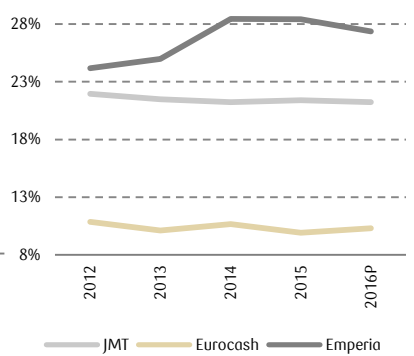
Źródło: Jeronimo Martins, Eurocash, Emperia

Marża brutto na sprzedaży



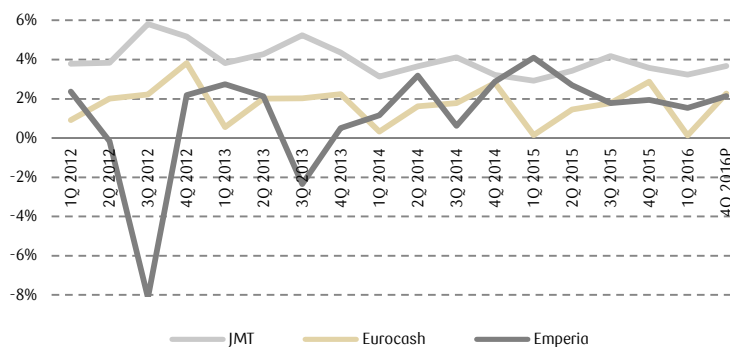
Źródło: Jeronimo Martins, Eurocash, Emperia

2011-2016P



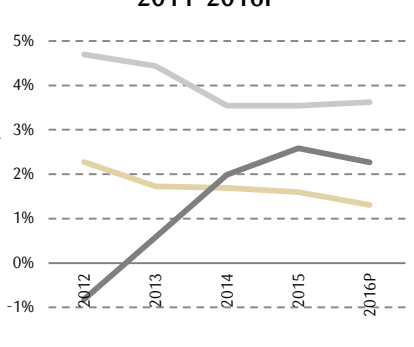
Źródło: Jeronimo Martins, Eurocash, Emperia

Marża EBIT



Źródło: Jeronimo Martins, Eurocash, Emperia

2011-2016P

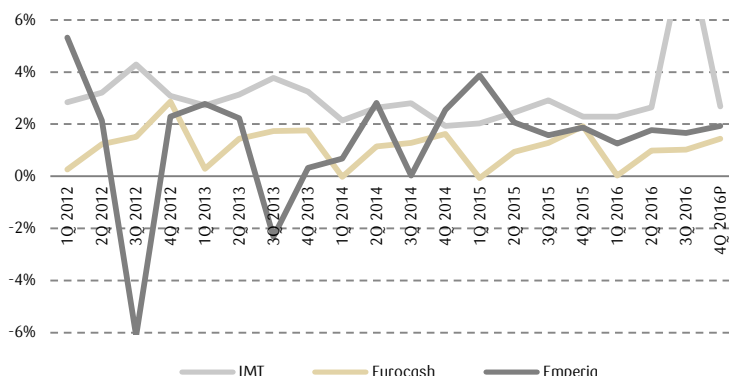


Źródło: Jeronimo Martins, Eurocash, Emperia

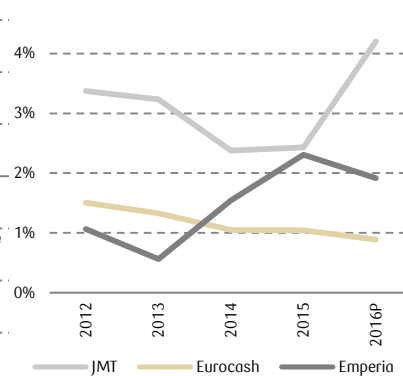


### Marża zysku netto

2011-2016P

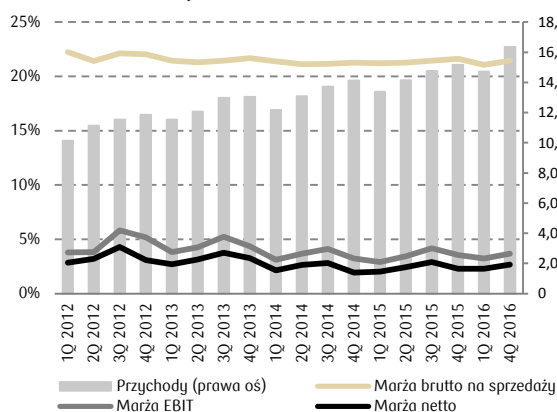


Źródło: Jeronimo Martins, Eurocash, Emperia



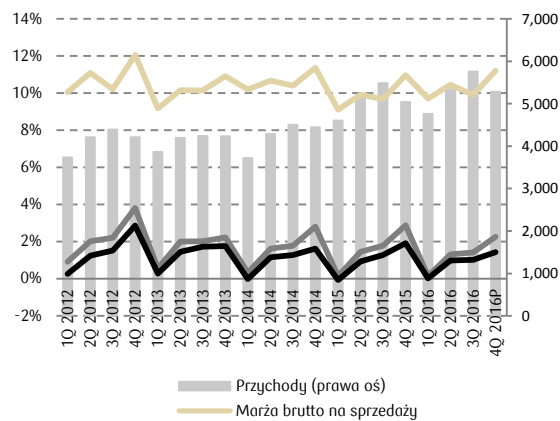
Źródło: Jeronimo Martins, Eurocash, Emperia

### Jeronimo Martins



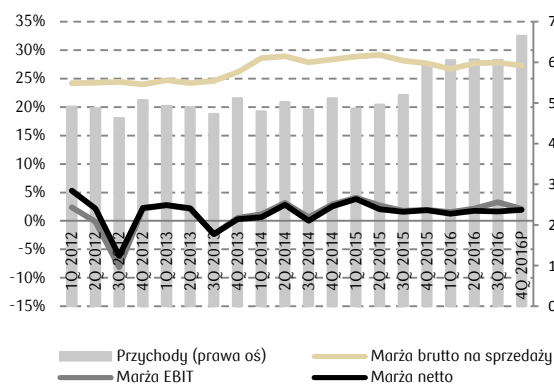
Źródło: Jeronimo Martins

### Eurocash



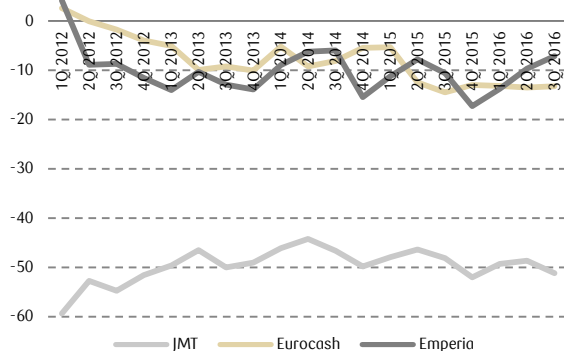
Źródło: Eurocash

### Emperia



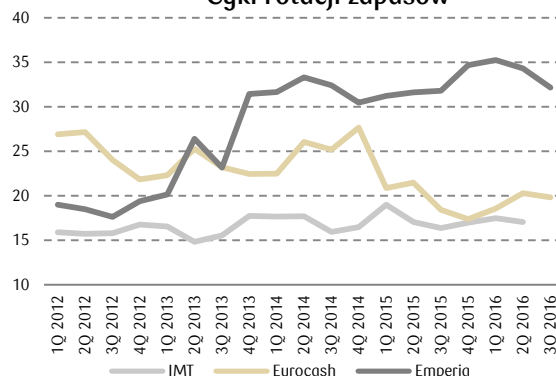
Źródło: Emperia

Cykl konwersji gotówki



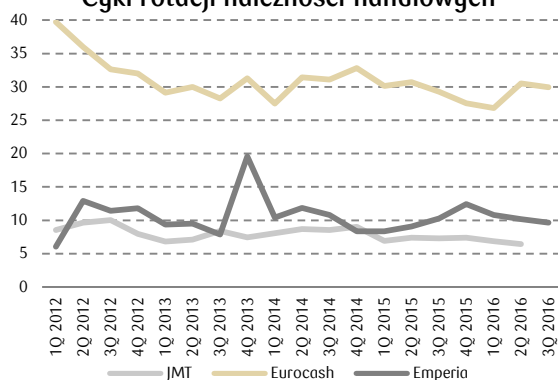
Źródło: Jeronimo Martins, Eurocash, Emperia

Cykl rotacji zapasów



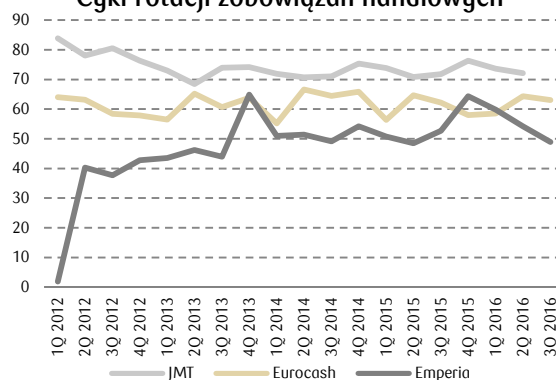
Źródło: Jeronimo Martins, Eurocash, Emperia

Cykl rotacji należności handlowych



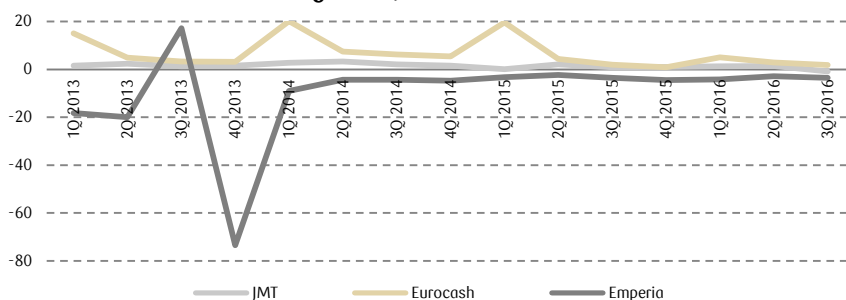
Źródło: Jeronimo Martins, Eurocash, Emperia

Cykl rotacji zobowiązań handlowych

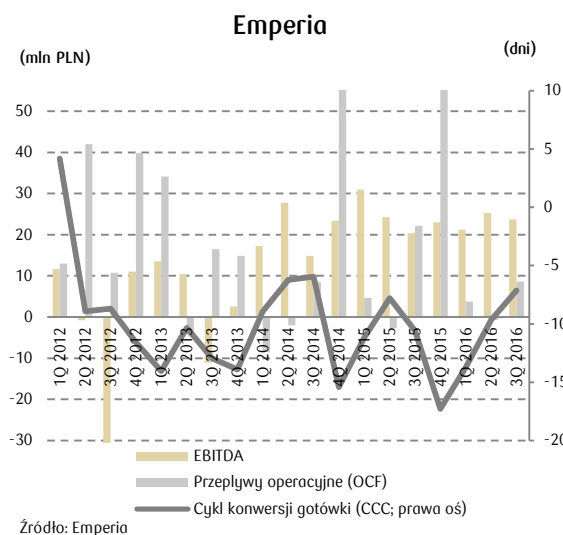
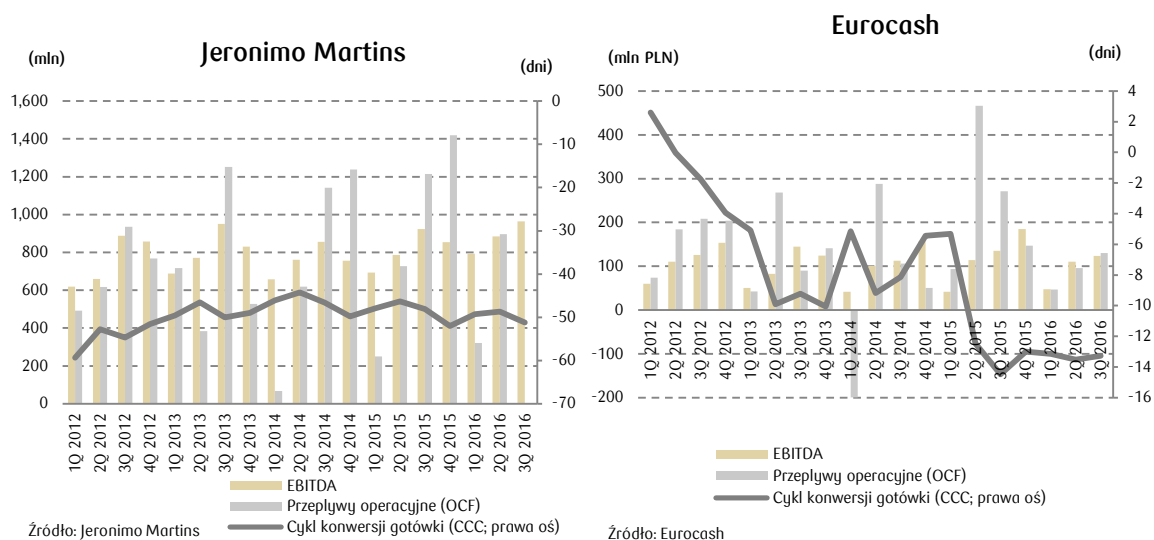


Źródło: Jeronimo Martins, Eurocash, Emperia

Dług netto/EBITDA



Źródło: Jeronimo Martins, Eurocash, Emperia





## Przerwa między posiłkami

Bieżąca strategia grupy koncentruje się na wzroście efektywności sprzedaży LFL w Polsce i w Portugalii oraz rozwoju biznesu w Kolumbii, który naszym zdaniem nie zapewni wystarczającego paliwa do dalszych wzrostów. Jednak generowane FCF i poziom gotówki netto pozwalają myśleć o większych akwizycjach, które mogą stać się motorem napędowym w następnych latach. Ze względu na niższy oczekiwany wzrost obniżamy naszą rekomendację do TRZYMAJ i cenę docelową do 15 EUR na akcję.

### Czy wyższa sprzedaż LFL w Biedronkach zastąpi spadek dynamiki nowych otwarć?

Ze względu na nasycenie polskiego rynku spółka podjęła decyzję o ograniczeniu wzrostu sieci w Polsce do 100 Biedronek rocznie i skupieniu się na działaniach promocyjnych (rozwój marek własnych, produktów premium, modernizacja sklepów, dodawanie nowych) co przekłada się na wzrost sprzedaży LFL. W 2017 r. pomimo wciąż silnego popytu konsumpcyjnego oraz oczekiwanego wzrostu cen żywności spodziewamy, że dynamika sprzedaży LFL spowolni do poziomów bliżej 6%.

### Ekspansja zagraniczna w Kolumbii

Ekspansja w Kolumbii traktowana jest jako kolejny cel strategiczny dla grupy JMT. Do 2020 spółka chce otworzyć 1000 sklepów oraz 5 regionalnych centrów dystrybucyjnych, co będzie widoczne we wzroście CAPEXU. JMT zamierza pokryć swoim zasięgiem 95% ludności kraju w 7 regionach, a pozytywnej EBITDA spodziewa się nie wcześniej niż w 2018 r. Jednak nie oczekujemy aby Kolumbia stała się lokomotywą dla wyników grupy.

### Kurs na akwizycję lub ekstra dywidendę

Generowane wolne przepływy pieniężne (FCF 413 mln EUR w 2016) oraz bieżący poziomy gotówki netto (179 mln EUR) pozwalają myśleć o akwizycjach lub wypłacie ekstra dywidendy. Naszym zdaniem JMT skupi się na szukaniu okazji do przejęć, wykorzystując know-how zdobyty w Polsce, będzie chciało powtórzyć sukces Biedronek i zbudować podobny koncept na zupełnie nowym rynku.

### Biedronka największym potencjalnym płatnikiem podatek handlowy

Biedronka jest największą siecią detaliczną w Polsce, która w przypadku wejścia w życie podatku handlowego będzie jego największym płatnikiem. Oficjalnie podatek handlowy został zawieszony, a na chwilę obecną nie ma też nowego projektu ustawy, który pozwalałby na oszacowanie wielkości daniny w nowej wersji. Ponadto bieżącą retoryką Rządu pozwala przypuszczać, że w połowie 2017 r. może zostać wprowadzony zakaz handlu w niedziele.

### Obniżamy rekomendację do TRZYMAJ i wycenę do 15 EUR na akcję

| mln EUR    | 2014   | 2015   | 2016P  | 2017P  | 2018P  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody  | 12 680 | 13 728 | 14 505 | 15 182 | 15 903 |
| EBITDA     | 724    | 778    | 820    | 870    | 901    |
| EBIT       | 449    | 486    | 526    | 564    | 591    |
| Zysk netto | 302    | 333    | 610    | 413    | 434    |
| P/E        | 22,9   | 22,4   | 15,4   | 22,7   | 21,6   |
| P/BV       | 4,2    | 4,7    | 4,7    | 4,3    | 3,9    |
| EV/EBITDA  | 7,6    | 10,0   | 11,2   | 10,4   | 10,0   |
| EPS        | 0,48   | 0,53   | 0,97   | 0,66   | 0,69   |
| DPS        | 0,33   | 0,65   | 0,30   | 0,35   | 0,36   |
| FCF        | -      | -      | 413    | 356    | 364    |

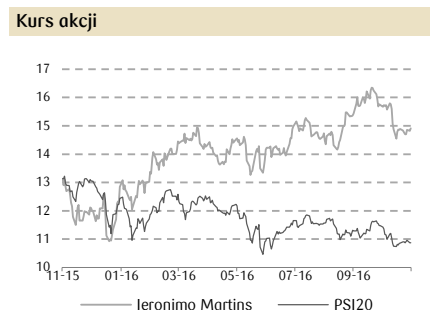
P - Prognozy DM PKO BP  
mln EUR

| Informacje              |          |
|-------------------------|----------|
| Kurs akcji (EUR)        | 14,91    |
| Upside                  | 1%       |
| Liczba akcji (mn)       | 629,29   |
| Kapitalizacja (mln EUR) | 9 382,76 |
| Free float              | 32%      |
| Free float (mln EUR)    | 2 974,34 |
| Free float (mln USD)    | 3 148,19 |
| EV (mln EUR)            | 9 199,73 |
| Dług netto (mln EUR)    | -183,04  |

| Dywidenda           |            |
|---------------------|------------|
| Stopa dywidendy (%) | 4,3%       |
| Odciecie dywidendy  | 10.05.2016 |

| Akcjonariusze                 | % Akcji |
|-------------------------------|---------|
| Sociedade Francisco Manuel de | 56,10   |
| Aberdeen Asset Managers Limi  | 5,00    |
| Heerema Holding Company Inc   | 5,00    |
| BNP Paribas Investment Partne | 2,20    |

| Poprzednie rekom. | Data i cena docelowa |       |
|-------------------|----------------------|-------|
| Kupuj             | 30-11-15             | 16,20 |



|                              | PSI20  | Spółka |
|------------------------------|--------|--------|
| 1 miesiąc                    | -5,3%  | -5,2%  |
| 3 miesiące                   | -5,8%  | 2,0%   |
| 6 miesięcy                   | -10,8% | 3,5%   |
| 12 miesięcy                  | -17,4% | 15,7%  |
| Min 52 tyg. EUR              |        | 10,92  |
| Max 52 tyg. EUR              |        | 16,35  |
| Średni dzienny obrót mln EUR |        | -      |

| Analitik                   |  |
|----------------------------|--|
| Adrian Skłodowski          |  |
| +48 22 521 87 23           |  |
| adrian.sklodowski@pkobp.pl |  |

| Adres:                            |  |
|-----------------------------------|--|
| Dom Maklerski PKO Banku Polskiego |  |
| ul. Puławska 15                   |  |
| 02-515 Warszawa                   |  |

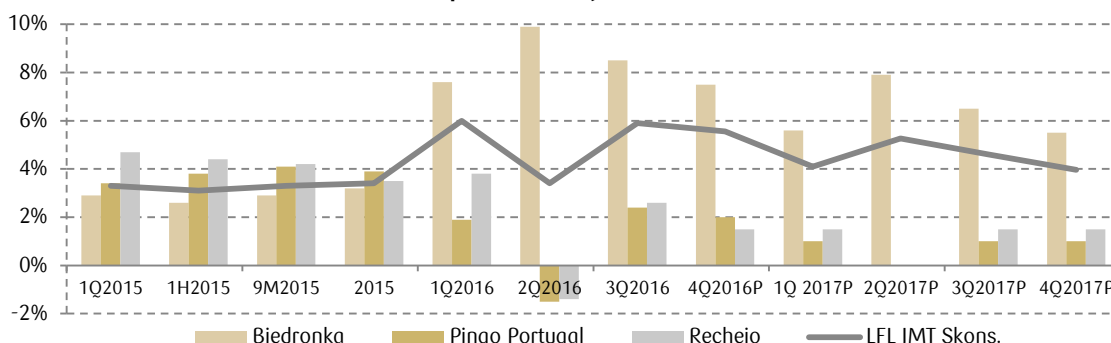
## Argumenty inwestycyjne

### Wysokie LFL w Biedronkach

Bieżąca strategia Jeronimo Martins koncentruje się przede wszystkim na wzroście efektywności sprzedaży (wzrost sprzedaży LFL w Polsce i w Portugalii) oraz rozwoju nowych rynków (Kolumbia, potencjalne akwizycje).

Po podjęciu decyzji o ograniczeniu wzrostu sieci w Polsce do 100 Biedronek rocznie spółka skupia się na działaniach promocyjnych, zwiększając liczbę produktów premium w segmencie marek własnych, modernizując wygląd sklepów, a także dodając zupełnie nowe grupy produktowe do swojego portfolio jak kosmetyki czy leki OTC. Strategia ta owocuje silnym przyrostem sprzedaży LFL widocznym w 2016 r. - sprzedaż LFL w Biedronkach w 1Q16 +7,6%; w 2Q16 +9,9%; w 3Q16 +8,5%. Silny popyt konsumpcyjny oraz oczekiwana inflacja cen będzie wspierać wzrost sprzedaży LFL również w 2017 r., jednak jej dynamika powinna być niższa.

Sprzedaż LFL Jeronimo Martins



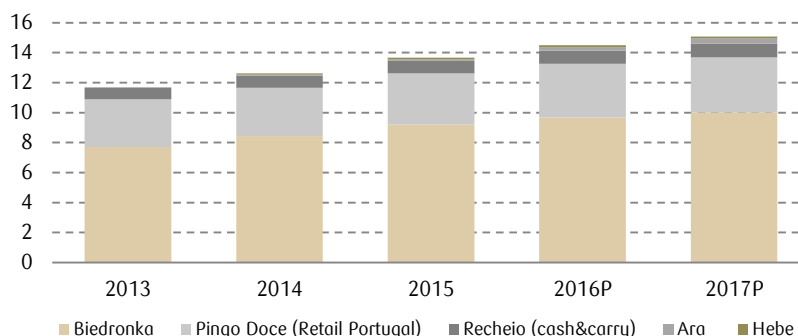
Źródło: Jeronimo Martins, P - prognoza DM PKO BP

Szacujemy, że przychody Biedronek w 2016 r. osiągną poziom 9,65 mld EUR (+5% r/r) i stanowić będą 66% przychodów całej grupy Jeronimo Martins, a zysk EBITDA segmentu wyniesie 690 mln EUR po wzroście 8% r/r.

### Polski biznes zobaczył sufit

Ze względu na nasycenie polskiego rynku, Jeronimo Martins zdecydowało się ograniczyć wzrost nowych otwarć, co potwierdzają dane za 9 miesięcy 2016, otwarto 50 nowych lokalizacji, zamknięto aż 17 sklepów (!), co świadczy o jakościowym przeglądzie sieci. Naszym zdaniem w obecnych warunkach rynkowych, przy założeniu, że liczba Biedronek w Polsce do 2020 wzrośnie do 3000 (+11% w 4 lata), dynamika wzrostu sprzedaży, w segmencie, który do tej pory stanowił lokomotywę wyników, spowolni do poziomów 4-4,5% r/r.

Przychody po segmentach (mld EUR)

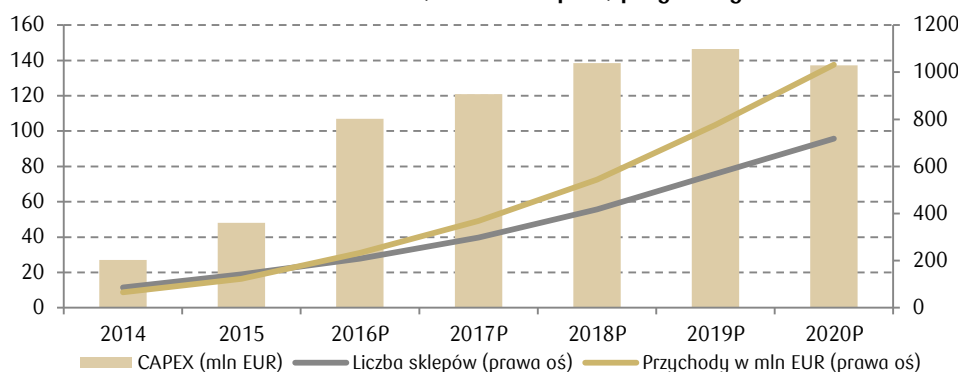


Źródło: Jeronimo Martins, P - prognoza DM PKO BP

### Ekspansja w Kolumbii – czy sieć Ara powtórzy sukces Biedronek?

Pomimo tego, że sprzedaż sklepów Ara w Kolumbii stanowi zaledwie 1,6% całkowitej sprzedaży w grupie (235 mln EUR w 2016 r.), spółka traktuje ten rynek jako swój kolejny cel strategiczny. Na koniec 3Q 2016 w Kolumbii działało 183 sklepy, a do 2020 Jeronimo Martins chce otworzyć 1000 sklepów oraz 5 regionalnych centrów dystrybucyjnych. W swojej prognozie zakładamy trochę wolniejszy wzrost liczby sklepów, a wydatki inwestycyjne w ciągu najbliższych lat będą kształtować się w przedziale 400-500 mln EUR rocznie, w tym 25% to wydatki na wzrost w Kolumbii. Spółka zamierza pokryć swoim zasięgiem 95% ludności kraju w 7 regionach, a pozytywnej EBITDA spodziewa się nie wcześniej niż w 2018 r.

Sieć Ara - CAPEX, liczba sklepów, przychody



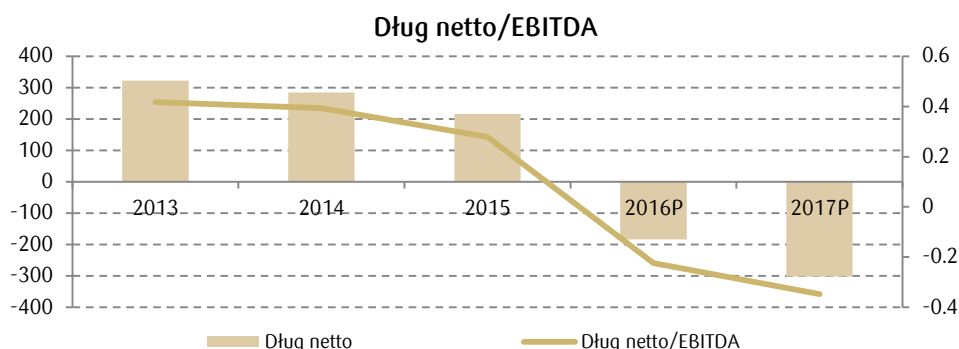
Źródło: Jeronimo Martins, P - prognoza DM PKO BP

### Przejęcie w regionie czy wypłata extra dywidendy?

Po sprzedaży swoich aktywów pozaoperacyjnych, produkcyjno-usługowej spółki Monterroio za 310 mln EUR, Jeronimo Martins na koniec 3Q16 dysponował gotówką netto na poziomie 179 mln EUR. Generowane wolne przepływy pieniężne (FCF 413 mln EUR w 2016 i 356 mln EUR w 2017) będą poprawiać bilans, co może zaowocować przejęciem lub wypłatą extra dywidendy. Jeszcze niedawno JMT wyrażało zainteresowanie przejęciem Rumuńskiej sieci Profi, która ostatecznie została sprzedana do funduszu private equity Mid Europa Partners za 533 mln EUR.

Naszym zdaniem Jeronimo Martins skupi się jednak na szukaniu okazji do wzrostów poprzez akwizycję, wykorzystując know-how zdobyty w Polsce, będzie chciało powtórzyć sukces Biedronek i zbudować podobny koncept na zupełnie nowym rynku.





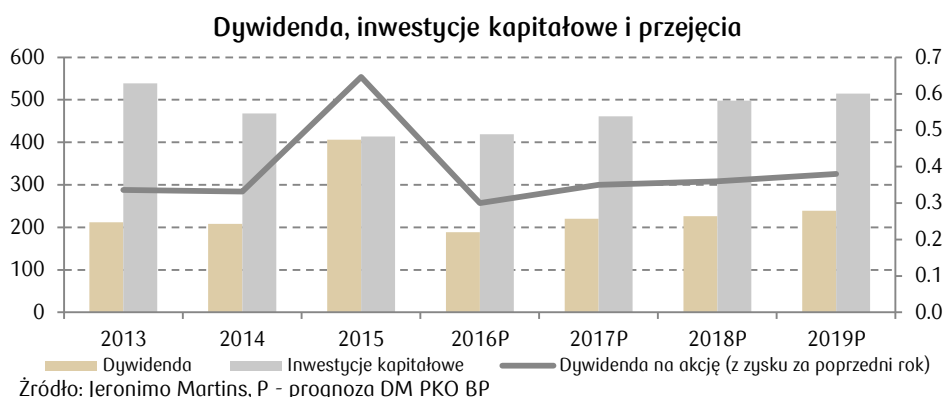
Źródło: Jeronimo Martins, P - prognoza DM PKO BP

### Biedronka największym potencjalnym płatnikiem podatek handlowy

Biedronka jest największą siecią detaliczną w Polsce, która w przypadku wejścia w życie podatku handlowego będzie jego największym płatnikiem. Oczekujemy, że przychody Biedronek w 2017 r. wzrosną do blisko 44,5 mld PLN. Jednak podatek handlowy został oficjalnie zawieszony po tym jak Komisja Europejska zakwestionowała obecną ustawę. Na chwilę obecną nie ma też nowego projektu ustawy, który zmieniałby formę bieżącej i pozwalał na oszacowanie wielkości daniny w nowej wersji. Jeśli jednak podatek handlowy zostanie wprowadzony oczekujemy, że niezależnie od jego ostatecznego kształtu Biedronka pozostanie największym jego płatnikiem, chociaż naszym zdaniem spółka będzie w stanie zrekompensować sobie koszt tego podatku renegocjując umowy z dostawcami i podnosząc ceny, przerzucając ciężar podatku na konsumenta.

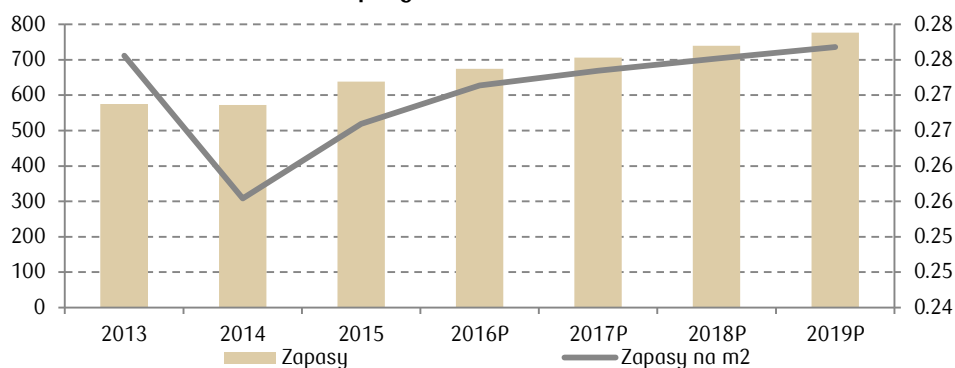
Bieżącą retoryką Rządu pozwala przypuszczać, że w połowie 2017 r. może zostać wprowadzony zakaz handlu w niedziele, chociaż cała branża jest mocno przeciwna. Naszym zdaniem konsekwencją wprowadzenia zakazu handlu w niedzielę byłaby zmiana zachowań konsumentów na wzór niemiecki, gdzie blisko 44% całego handlu odbywa się w piątek i sobotę oraz wzrost sprzedaży w kanale online. Ostatecznie jeśli zakaz zostanie wprowadzony oczekujemy, że część klientów przeniesie się do Internetu, jednak jak pokazuje doświadczenie innych krajów, wpływ wprowadzenia zakazu handlu w niedziele może być neutralny w przypadku gdy będzie on dotyczył wszystkich w branży (bez wyjątków).

### Dywidenda i inwestycje kapitałowe



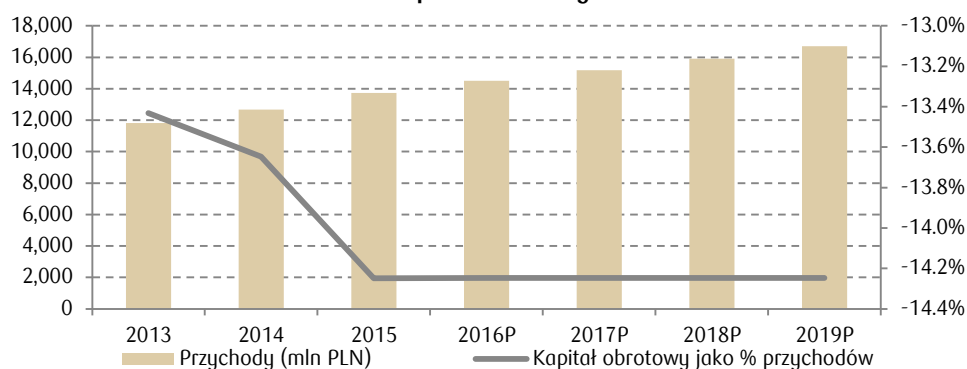
Źródło: Jeronimo Martins, P - prognoza DM PKO BP

Zapasy na m2 w mln PLN



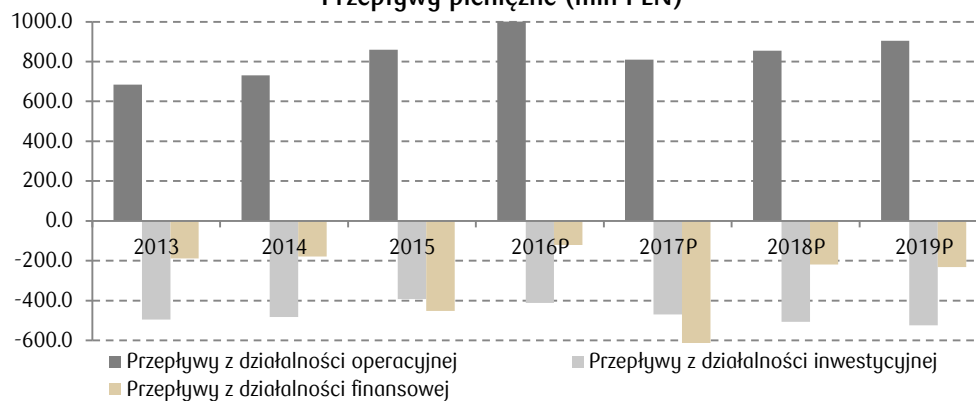
Źródło: Jeronimo Martins, P - prognoza DM PKO BP

Kapitał obrotowy



Źródło: Jeronimo Martins, P - prognoza DM PKO BP

Przepływy pieniężne (mln PLN)



Źródło: Jeronimo Martins, P - prognoza DM PKO BP

## Wycena

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Dodatkowo zaprezentowaliśmy wycenę porównawczą uwzględniając spółki z sektora sprzedaży detalicznej. Według naszych obliczeń cena docelowa Jeronimo Martins to 15 EUR na akcję. Model DCF jest złożony z dwóch faz. W fazie pierwszej w latach 2016P – 2020P szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, a w szczególności wartość przychodów, nakłady inwestycyjne, poziom kosztów oraz pozycje bilansu. Faza druga trwa od 2021P. W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 1% rocznie. Używamy stopy dyskontowej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka jest przyjęta na poziomie 2,0%, co odzwierciedla rentowność 10-letnich obligacji rządowych. Beta jest założona na poziomie 1,0x. Premia za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5,5%. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2016 i odejmujemy prognozowany dług netto (dodajemy gotówkę netto).

## Model DCF

| Model DCF                                 |                |              |              |              |              |              |
|-------------------------------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| mIn EUR                                   | 2016P          | 2017P        | 2018P        | 2019P        | 2020P        | 2020P<       |
| EBIT                                      | 525,6          | 563,7        | 591,1        | 621,0        | 652,3        | 662,1        |
| Stopa podatkowa                           | 16%            | 24%          | 24%          | 24%          | 24%          | 24%          |
| <b>NOPLAT</b>                             | <b>443,1</b>   | <b>427,5</b> | <b>448,2</b> | <b>470,9</b> | <b>494,7</b> | <b>502,1</b> |
| CAPEX                                     | 424,4          | 466,4        | 502,8        | 519,5        | 519,2        | 400,0        |
| Amortyzacja                               | 283,3          | 298,7        | 315,9        | 333,0        | 348,7        | 400,0        |
| Zmiany w kapitale obrotowym               | -110,7         | -96,4        | -102,6       | -112,6       | -117,6       | -37,4        |
| <b>FCF</b>                                | <b>412,7</b>   | <b>356,3</b> | <b>363,9</b> | <b>397,0</b> | <b>441,7</b> | <b>539,5</b> |
| WACC                                      | 6,4%           | 7,2%         | 7,2%         | 7,2%         | 7,2%         | 7,1%         |
| Współczynnik dyskonta                     | 0,00           | 0,93         | 0,87         | 0,81         | 0,76         | 0,71         |
| DFCF                                      | 0,0            | 332,3        | 316,6        | 322,1        | 334,1        | 0,0          |
| Wzrost w fazie II                         | 1,5%           |              |              |              |              |              |
| Suma DFCF - Faza I                        | 1 305,1        |              |              |              |              |              |
| Suma DFCF - Faza II                       | 7 348,8        |              |              |              |              |              |
| Wartość Firmy (EV)                        | 8 653,9        |              |              |              |              |              |
| Dług netto                                | -183,0         |              |              |              |              |              |
| <b>Wartość godziwa</b>                    | <b>8 836,9</b> |              |              |              |              |              |
| Liczba akcji (mIn szt.)                   | 629,3          |              |              |              |              |              |
| Wartość godziwa na akcję na 31.12.2016    | 14,0           |              |              |              |              |              |
| <b>Cena docelowa za 12 miesięcy (EUR)</b> | <b>15,0</b>    |              |              |              |              |              |
| Cena bieżąca                              | 14,91          |              |              |              |              |              |
| Dywidenda                                 |                |              |              |              |              |              |
| Oczekiwana stopa zwrotu                   | 0,6%           |              |              |              |              |              |

Źródło: prognozy DM PKO BP

| WACC                           |             |             |             |             |             |             |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                | 2016P       | 2017P       | 2018P       | 2019P       | 2020P       | 2021P       |
| Stopa wolna od ryzyka          | 2,0%        | 2,0%        | 2,0%        | 2,0%        | 2,0%        | 2,0%        |
| Premia rynkowa                 | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        | 5,5%        |
| Beta                           | 1,0         | 1,0         | 1,0         | 1,0         | 1,0         | 1,0         |
| Premia za ryzyko długu         | 2,0%        | 2,0%        | 2,0%        | 2,0%        | 2,0%        | 2,0%        |
| Stopa podatkowa                | 15,7%       | 24,2%       | 24,2%       | 24,2%       | 24,2%       | 24,2%       |
| <b>Koszt kapitału własnego</b> | <b>7,5%</b> | <b>7,5%</b> | <b>7,5%</b> | <b>7,5%</b> | <b>7,5%</b> | <b>7,5%</b> |
| <b>Koszt długu</b>             | <b>3,4%</b> | <b>3,0%</b> | <b>3,0%</b> | <b>3,0%</b> | <b>3,0%</b> | <b>3,0%</b> |
| Waga kapitału własnego         | 73,5%       | 93,6%       | 93,8%       | 94,0%       | 94,2%       | 90,0%       |
| Waga długu                     | 26,5%       | 6,4%        | 6,2%        | 6,0%        | 5,8%        | 10,0%       |
| <b>WACC</b>                    | <b>6,4%</b> | <b>7,2%</b> | <b>7,2%</b> | <b>7,2%</b> | <b>7,2%</b> | <b>7,1%</b> |

Źródło: prognozy DM PKO BP

#### Analiza wrażliwości

|      |      | Wzrost w fazie II |      |      |      |      |
|------|------|-------------------|------|------|------|------|
|      |      | 0,5%              | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% |
| WACC | 6,1% | 15                | 16   | 18   | 20   | 22   |
|      | 6,6% | 14                | 15   | 16   | 18   | 20   |
|      | 7,1% | 13                | 14   | 15   | 16   | 18   |
|      | 7,6% | 12                | 13   | 14   | 15   | 16   |
|      | 8,1% | 12                | 12   | 13   | 14   | 15   |

Źródło: DM PKO BP

## Wycena porównawcza

Wycena porównawcza wskazuje, że przyjmując prognozy PKO DM, Jeronimo Martins notowane jest z premią na wskaźniku P/E i EV/EBITDA.

### Spółki porównywalne: wskaźniki

| Spółka                                      | P/E         |             |             | EV/EBITDA   |             |            | Stopa dywidendy % | Kapitalizacja mld EUR |
|---------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------------|-----------------------|
|                                             | 2016P       | 2017P       | 2018P       | 2016P       | 2017P       | 2018P      |                   |                       |
| <b>Polska</b>                               |             |             |             |             |             |            |                   |                       |
| EUROCASH SA                                 | 22,3        | 19,7        | 17,9        | 11,4        | 10,5        | 9,9        | 2,5               | 1,2                   |
| EMPERIA HOLDING SA                          | 17,9        | 15,4        | 12,4        | 6,6         | 6,1         | 5,7        | 6,1               | 0,2                   |
| JERONIMO MARTINS                            | 23,6        | 21,2        | 18,8        | 11,0        | 10,0        | 9,1        | 2,7               | 9,4                   |
| <b>Mediana</b>                              | <b>22,3</b> | <b>19,7</b> | <b>17,9</b> | <b>11,0</b> | <b>10,0</b> | <b>9,1</b> | <b>2,7</b>        | <b>1,2</b>            |
| <b>Portugalia, Hiszpania</b>                |             |             |             |             |             |            |                   |                       |
| SONAE                                       | 10,1        | 10,6        | 9,5         | 8,7         | 8,5         | 7,7        | 4,2               | 1,6                   |
| DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL                 | 11,7        | 10,7        | 9,8         | 6,5         | 6,2         | 5,8        | 4,4               | 2,8                   |
| <b>Mediana</b>                              | <b>10,9</b> | <b>10,7</b> | <b>9,6</b>  | <b>7,6</b>  | <b>7,4</b>  | <b>6,8</b> | <b>4,3</b>        | <b>2,2</b>            |
| <b>Rosja</b>                                |             |             |             |             |             |            |                   |                       |
| DIXY GROUP PJSC                             | n/a         | 13,6        | 7,8         | 5,0         | 4,0         | 3,3        | 0,0               | 0,5                   |
| MAGNIT PJSC                                 | 16,6        | 13,3        | 11,4        | 9,9         | 8,2         | 7,1        | 2,6               | 14,3                  |
| <b>Mediana</b>                              | <b>16,6</b> | <b>13,4</b> | <b>9,6</b>  | <b>7,5</b>  | <b>6,1</b>  | <b>5,2</b> | <b>1,3</b>        | <b>7,4</b>            |
| <b>Turcja</b>                               |             |             |             |             |             |            |                   |                       |
| BIM BIRLESİK MAGAZALAR AS                   | 22,6        | 19,4        | 16,4        | 14,3        | 11,9        | 10,1       | 2,6               | 4,0                   |
| BİZİM TOPTAN SATIŞ MAGAZALAR                | 19,7        | 14,2        | 11,2        | 4,0         | 3,4         | 3,1        | 1,1               | 0,1                   |
| MIGROS TİCARET A.Ş.                         | n/a         | 21,2        | 11,5        | 7,5         | 6,5         | 5,7        | 0,0               | 0,9                   |
| <b>Mediana</b>                              | <b>21,2</b> | <b>19,4</b> | <b>11,5</b> | <b>7,5</b>  | <b>6,5</b>  | <b>5,7</b> | <b>1,1</b>        | <b>0,9</b>            |
| <b>Afryka</b>                               |             |             |             |             |             |            |                   |                       |
| PICK N PAY STORES LTD                       | 30,2        | 24,5        | 20,4        | 12,8        | 11,0        | 9,4        | 2,7               | 2,2                   |
| MASSMART HOLDINGS LTD                       | 19,1        | 16,5        | 14,1        | 8,9         | 7,9         | 7,1        | 2,6               | 1,7                   |
| <b>Mediana</b>                              | <b>24,6</b> | <b>20,5</b> | <b>17,2</b> | <b>10,8</b> | <b>9,5</b>  | <b>8,2</b> | <b>2,7</b>        | <b>1,9</b>            |
| <b>Kolumbia, Chile, Meksyk</b>              |             |             |             |             |             |            |                   |                       |
| ALMACENES EXITO SA                          | 15,7        | 11,6        | 5,3         | 9,4         | 7,3         | 5,3        | 4,6               | 1,9                   |
| CENCOSUD SA                                 | 15,8        | 17,2        | 16,9        | 10,5        | 10,1        | 9,5        | 3,0               | 7,7                   |
| CONTROLADORA VUELA CIA DE-A                 | 10,2        | 12,1        | 11,3        | 7,0         | 6,5         | 5,8        | 0,0               | 1,4                   |
| WALMART DE MEXICO SAB DE CV                 | 22,0        | 20,8        | 18,6        | 12,8        | 11,8        | 10,7       | 4,5               | 30,2                  |
| <b>Mediana</b>                              | <b>15,8</b> | <b>14,6</b> | <b>14,1</b> | <b>9,9</b>  | <b>8,7</b>  | <b>7,6</b> | <b>3,8</b>        | <b>4,8</b>            |
| <b>Korea</b>                                |             |             |             |             |             |            |                   |                       |
| CJ FRESHWAY CORP                            | 56,2        | 27,7        | 18,7        | 13,9        | 12,0        | 10,2       | 0,5               | 0,4                   |
| E-MART INC                                  | 15,5        | 13,7        | 12,4        | 7,7         | 7,2         | 6,7        | 0,8               | 4,2                   |
| <b>Mediana</b>                              | <b>35,9</b> | <b>20,7</b> | <b>15,5</b> | <b>10,8</b> | <b>9,6</b>  | <b>8,4</b> | <b>0,6</b>        | <b>2,3</b>            |
| <b>Mediana wszystkich spółek</b>            | <b>18,5</b> | <b>15,9</b> | <b>12,4</b> | <b>9,1</b>  | <b>8,1</b>  | <b>7,1</b> | <b>2,6</b>        | <b>1,8</b>            |
| <b>Jeronimo Martins (DM PKO BP)</b>         | <b>15,2</b> | <b>22,5</b> | <b>21,4</b> | <b>11,1</b> | <b>10,3</b> | <b>9,8</b> | <b>4,4</b>        | <b>9,3</b>            |
| <b>premia/dyskonto do prognoz DM PKO BP</b> | <b>-18%</b> | <b>41%</b>  | <b>73%</b>  | <b>23%</b>  | <b>29%</b>  | <b>40%</b> |                   |                       |

Źródło: Na podstawie konsensusu Bloomberg, DM PKO BP

### Jeronimo Martins: Podsumowanie wyceny porównawczej

| mIn EUR                                | 2016P     | 2017P     | 2018P     | Średnia 2016-2018 |
|----------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-------------------|
| Jeronimo Martins prognoza zysku netto  | 610       | 413       | 434       |                   |
| Jeronimo Martins prognoza EBITDA       | 820       | 870       | 901       |                   |
| Spółki porównywalne: mediana P/E       | 18,5      | 15,9      | 12,4      |                   |
| <b>Wycena Jeronimo Martins</b>         | <b>18</b> | <b>10</b> | <b>9</b>  | <b>12</b>         |
| Spółki porównywalne: mediana EV/EBITDA | 9,1       | 8,1       | 7,1       |                   |
| <b>Wycena Jeronimo Martins</b>         | <b>12</b> | <b>12</b> | <b>11</b> | <b>11</b>         |

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

## Prognozy finansowe

| Rachunek zysków i strat                                      | 2011    | 2012     | 2013     | 2014     | 2015     | 2016P    | 2017P    | 2018P    | 2019P    |
|--------------------------------------------------------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów | 9 838,2 | 10 683,1 | 11 829,3 | 12 680,2 | 13 728,0 | 14 505,3 | 15 182,2 | 15 902,5 | 16 692,7 |
| Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów           | 7 586,7 | 8 337,5  | 9 288,7  | 9 988,5  | 10 790,5 | 11 423,8 | 11 956,8 | 12 524,1 | 13 146,4 |
| Zysk brutto ze sprzedaży                                     | 2 251,5 | 2 345,7  | 2 540,6  | 2 691,7  | 2 937,5  | 3 081,5  | 3 225,4  | 3 378,4  | 3 546,3  |
| EBITDA                                                       | 715,9   | 720,7    | 772,0    | 723,6    | 778,3    | 820,4    | 870,2    | 900,6    | 933,6    |
| Koszty sprzedaży                                             | 1 541,4 | 1 643,5  | 1 812,2  | 2 021,1  | 2 209,5  | 2 298,5  | 2 405,8  | 2 520,0  | 2 645,2  |
| Koszty ogólnego zarządu                                      | 190,4   | 183,7    | 200,6    | 214,1    | 222,8    | 234,4    | 243,8    | 255,4    | 268,1    |
| Pozostałe koszty operacyjne                                  | 12,2    | 16,4     | 2,8      | 7,4      | 19,1     | 23,0     | 12,0     | 12,0     | 12,0     |
| Zysk z działalności operacyjnej                              | 507,6   | 502,1    | 525,0    | 449,1    | 486,1    | 525,6    | 563,7    | 591,1    | 621,0    |
| Zysk z udziałów w jednostkach podporządkowanych              | 0,5     | 13,3     | 18,8     | 15,2     | 16,6     | 241,5    | 0,0      | 0,0      | 0,0      |
| Saldo działalności finansowej                                | -38,0   | -29,9    | -38,8    | -34,3    | -26,5    | -12,5    | 2,0      | 2,0      | 2,0      |
| Zysk przed opodatkowaniem                                    | 468,5   | 482,7    | 503,4    | 428,8    | 474,8    | 753,8    | 565,7    | 593,1    | 623,0    |
| Podatek dochodowy                                            | -111,2  | -116,3   | -110,8   | -103,7   | -116,6   | -118,3   | -136,7   | -143,3   | -150,6   |
| Zyski (straty) mniejszości                                   | -17,1   | -5,9     | -10,3    | -23,4    | -24,9    | -25,9    | -16,0    | -16,0    | -16,0    |
| Zysk (strata) netto                                          | 340,3   | 360,5    | 382,3    | 301,7    | 333,3    | 609,6    | 413,0    | 433,7    | 456,4    |
| Bilans                                                       | 2011    | 2012     | 2013     | 2014     | 2015     | 2016P    | 2017P    | 2018P    | 2019P    |
| Aktywa Trwałe                                                | 3 333,8 | 3 642,3  | 3 857,8  | 3 851,5  | 3 973,5  | 4 118,0  | 4 298,6  | 4 499,2  | 4 700,8  |
| Wartości niematerialne i prawne                              | 830,6   | 794,4    | 805,8    | 806,2    | 809,8    | 809,8    | 809,8    | 809,8    | 809,8    |
| Rzeczowe aktywa trwałe                                       | 2 300,5 | 2 571,7  | 2 782,8  | 2 773,3  | 2 890,1  | 3 031,2  | 3 198,8  | 3 385,8  | 3 572,2  |
| Inwestycje                                                   | 59,3    | 127,7    | 130,1    | 118,5    | 98,7     | 87,0     | 91,1     | 95,4     | 100,2    |
| Pozostałe aktywa długoterminowe                              | 143,4   | 148,5    | 139,0    | 153,5    | 174,8    | 190,0    | 198,8    | 208,3    | 218,6    |
| Aktywa Obrotowe                                              | 1 147,5 | 1 129,5  | 1 241,4  | 1 321,0  | 1 359,2  | 1 877,8  | 1 468,5  | 1 643,9  | 1 845,0  |
| Zapasy                                                       | 388,3   | 474,1    | 575,0    | 572,0    | 638,7    | 674,9    | 706,4    | 739,9    | 776,7    |
| Należności                                                   | 195,2   | 232,7    | 241,2    | 313,5    | 277,3    | 293,0    | 306,6    | 321,2    | 337,2    |
| Pozostałe aktywa krótkoterminowe                             | 33,8    | 47,7     | 53,5     | 4,8      | 1,5      | 1,6      | 1,7      | 1,7      | 1,8      |
| Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne                     | 530,2   | 375,1    | 371,7    | 430,7    | 441,7    | 908,3    | 453,8    | 581,0    | 729,3    |
| Aktywa razem                                                 | 4 481   | 4 772    | 5 099    | 5 172    | 5 333    | 5 996    | 5 767    | 6 143    | 6 546    |
| Kapitał Własny                                               | 1 421,7 | 1 501,9  | 1 649,3  | 1 638,7  | 1 593,2  | 2 014,0  | 2 206,8  | 2 413,9  | 2 631,2  |
| Kapitały mniejszości                                         | 300,8   | 290,4    | 266,6    | 242,9    | 251,5    | 251,5    | 251,5    | 251,5    | 251,5    |
| Zobowiązania                                                 | 3 059,6 | 3 269,8  | 3 449,9  | 3 533,7  | 3 739,5  | 3 981,7  | 3 560,3  | 3 729,2  | 3 914,5  |
| Zobowiązania długoterminowe                                  | 584,0   | 797,8    | 566,1    | 560,6    | 716,6    | 782,0    | 325,2    | 340,6    | 357,6    |
| Kredyty i pożyczki                                           | 385,6   | 570,8    | 369,1    | 373,9    | 534,4    | 589,1    | 123,3    | 129,2    | 135,6    |
| Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych                | 34,0    | 34,0     | 37,5     | 42,5     | 42,9     | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      |
| Zobowiązania handlowe i pozostałe                            | 8,8     | 11,0     | 3,0      | 3,5      | 0,8      | 0,9      | 0,9      | 0,9      | 1,0      |
| Zobowiązania krótkoterminowe                                 | 2 475,6 | 2 471,9  | 2 883,8  | 2 973,2  | 3 022,9  | 3 199,7  | 3 235,1  | 3 388,6  | 3 556,9  |
| Kredyty i pożyczki                                           | 354,7   | 107,4    | 324,7    | 340,9    | 123,5    | 136,1    | 28,5     | 29,9     | 31,3     |
| Pozostałe rezerwy                                            | 4,1     | 5,0      | 15,6     | 1,7      | 0,1      | 0,1      | 0,1      | 0,1      | 0,1      |
| Zobowiązania handlowe i pozostałe                            | 2 006,3 | 2 232,5  | 2 405,0  | 2 616,0  | 2 871,7  | 3 034,3  | 3 175,9  | 3 326,6  | 3 491,9  |
| Pasywa razem                                                 | 4 481   | 4 772    | 5 099    | 5 172    | 5 333    | 5 996    | 5 767    | 6 143    | 6 546    |
| Rachunek Przepływów Pieniężnych                              | 2011    | 2012     | 2013     | 2014     | 2015     | 2016P    | 2017P    | 2018P    | 2019P    |
| Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej     | 733     | 676      | 685      | 731      | 860      | 1 001    | 810      | 854      | 904      |
| Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej   | -366    | -480     | -495     | -483     | -393     | -413     | -470     | -507     | -524     |
| Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej      | -121    | -366     | -188     | -180     | -453     | -121     | -794     | -219     | -231     |
| Wskaźniki (%)                                                | 2011    | 2012     | 2013     | 2014     | 2015     | 2016P    | 2017P    | 2018P    | 2019P    |
| ROE                                                          | 23,9%   | 24,0%    | 23,2%    | 18,4%    | 20,9%    | 30,3%    | 18,7%    | 18,0%    | 17,3%    |
| Dług netto                                                   | 210,1   | 303,1    | 322,1    | 284,1    | 216,2    | -183,0   | -301,9   | -422,0   | -562,4   |

Źródło: prognozy DM PKO BP



## O jeden kęs za daleko

Po trzech kwartałach rozczarowujących wyników oraz braku wyraźnych sygnałów poprawy, co pozwala zakładać utrzymanie negatywnych tendencji w 2017 r., rewidujemy nasze oczekiwania i prognozy na przyszły rok. Ze względu na wzrost kosztów (rozwój nowych projektów), spadek efektywności sprzedażowej w Cash&Carry oraz blokowanie przejęć przez UOKiK obniżamy naszą rekomendację do **SPRZEDAJ** i cenę docelową do 32 PLN na akcję.

### Rozczarowujące wyniki 2016 r. i słaba perspektywa 2017

Płaskie przychody, słabsza niż oczekiwana marża brutto na sprzedaży, wyższe koszty SG&A, w konsekwencji spadek marży EBITDA, wydają się być trwałą tendencją, która będzie widoczna również w wynikach 2017 r.

### Kanibalizacja sprzedaży LFL w Cash&Carry

Od 8 kwartałów segment Cash&Carry pokazuje spadek sprzedaży LFL, co jest wynikiem deflacji cen żywności, spadku efektywności sprzedażowej hal oraz zmniejszającym się udziałem niezależnych sklepów w strukturze rynku FMCG, w konsekwencji mniejszą bazą klientów segmentu.

### UOKiK hamuje rozwój przez przejęcia

Silny bilans (ND/EBITDA 0,5x) i generowane wolne przepływy pieniężne (280m FCF w 2016) otwierają spółkę na dalsze akwizycje. Jednak Eurocash wciąż oczekuje na zgodę UOKiK na przejęcie Eko Holdingu, pod znakiem zapytania stoi przejęcie PDA, a przy sprzedaży Żabki właściciel obawiał się długotrwałego postępowania antymonopolowego. Historycznie spółka potrafiła przejmować i wyciskać gotówkę z kapitału obrotowego, co obecnie wydaje się być coraz trudniejsze.

### Kluczowa kwestia franczyzy w podatku handlowym

Dynamika wzrostu sieci partnerskich i franczyzowych wyhamowała w 2016, co jest związane z obawą niezrzeszonych detalistów o to czy franczyza będzie objęta podatkiem handlowym. Po tym jak zostanie zaprezentowany ostateczna forma podatku spodziewamy się odmrożenia decyzje o przystępowaniu do sieci.

### Obniżamy rekomendację do **SPRZEDAJ** i cenę docelową do 32 PLN na akcję

| mln PLN    | 2014   | 2015   | 2016P  | 2017P  | 2018P  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody  | 16 964 | 20 318 | 21 146 | 22 080 | 22 986 |
| EBITDA     | 412    | 476    | 442    | 482    | 501    |
| EBIT       | 287    | 325    | 277    | 310    | 339    |
| Zysk netto | 179    | 212    | 188    | 227    | 252    |
| P/E        | 30,2   | 26,9   | 28,0   | 23,3   | 20,9   |
| P/BV       | 5,2    | 4,9    | 4,3    | 4,1    | 3,9    |
| EV/EBITDA  | 14,9   | 14,5   | 12,1   | 11,0   | 10,4   |
| EPS        | 1,29   | 1,53   | 1,35   | 1,63   | 1,81   |
| DPS        | 0,79   | 0,80   | 1,00   | 1,15   | 1,30   |
| FCF        | -      | -      | 278    | 201    | 283    |

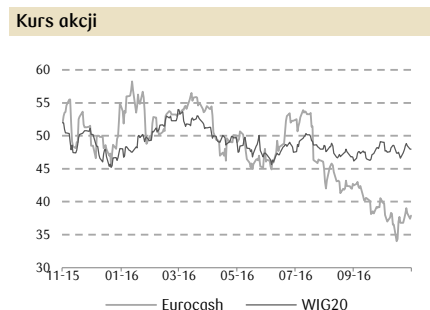
P - Prognozy DM PKO BP  
mln PLN

| Informacje              |          |
|-------------------------|----------|
| Kurs akcji (PLN)        | 37,88    |
| Upside                  | -16%     |
| Liczba akcji (mn)       | 139,09   |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 5 268,56 |
| Free float              | 56%      |
| Free float (mln PLN)    | 2 972,52 |
| Free float (mln USD)    | 710,49   |
| EV (mln PLN)            | 5 335,71 |
| Dług netto (mln PLN)    | 66,74    |

| Dywidenda           |            |
|---------------------|------------|
| Stopa dywidendy (%) | 2,1%       |
| Odciecie dywidendy  | 10.05.2016 |

| Akcjonariusze | % Akcji |
|---------------|---------|
| Luis Amaral   | 43,58   |
| -             | -       |
| -             | -       |
| -             | -       |

| Poprzednie rekom. | Data i cena docelowa |       |
|-------------------|----------------------|-------|
| Kupuj             | 21-07-16             | 55,60 |
| Kupuj             | 15-01-16             | 61,30 |



|                              | WIG20 | Spółka |
|------------------------------|-------|--------|
| 1 miesiąc                    | -2,3% | -6,6%  |
| 3 miesiące                   | 0,0%  | -17,8% |
| 6 miesięcy                   | -3,4% | -24,4% |
| 12 miesięcy                  | -8,3% | -27,8% |
| Min 52 tyg. PLN              |       | 33,99  |
| Max 52 tyg. PLN              |       | 58,25  |
| Średni dzienny obrót mln PLN |       | -      |

| Analitik                   |  |
|----------------------------|--|
| Adrian Skłodowski          |  |
| +48 22 521 87 23           |  |
| adrian.sklodowski@pkobp.pl |  |

| Adres:                            |  |
|-----------------------------------|--|
| Dom Maklerski PKO Banku Polskiego |  |
| ul. Puławska 15                   |  |
| 02-515 Warszawa                   |  |

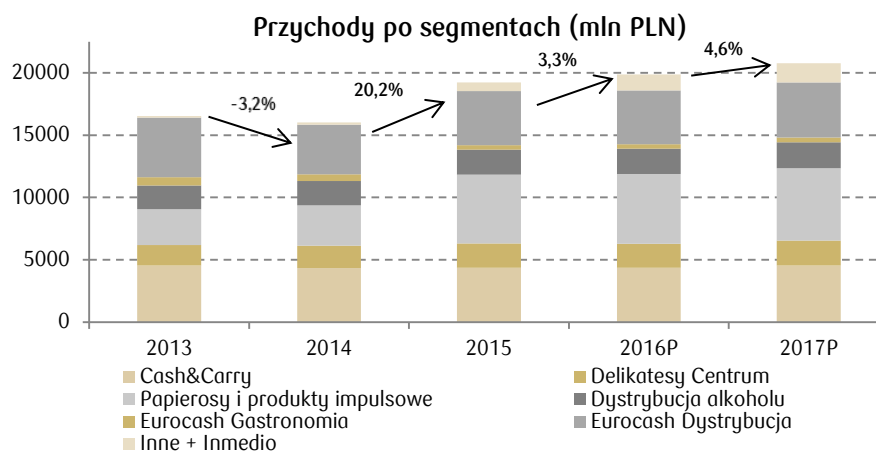
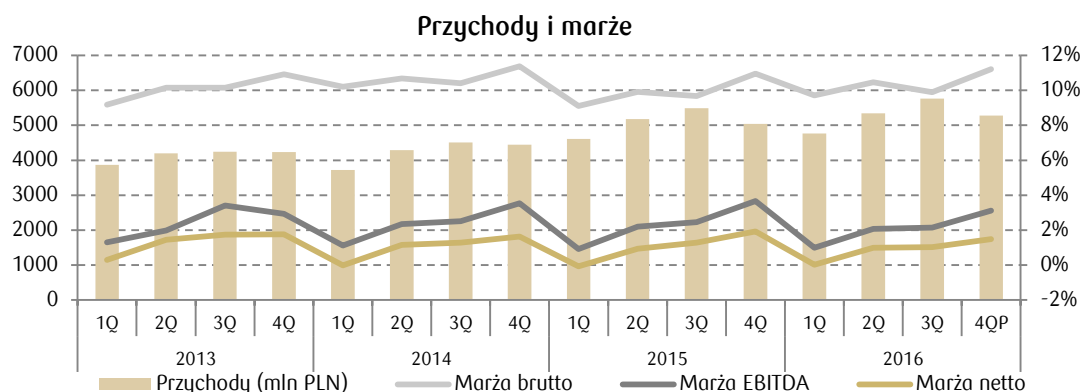


## Argumenty inwestycyjne

### Rozczarowujące wyniki 2016 r. i trudny 2017 r.

Po trzech kwartałach rozczarowujących wyników, płaskich przychodów (1-3Q +4% r/r), słabszej niż oczekiwana marży brutto na sprzedaży, wyższych kosztów SG&A (1-3Q +11% r/r) oraz wzrostu pozostałych kosztów operacyjnych (1-3Q +37% r/r) w konsekwencji spadku marży EBITDA, obniżamy nasze oczekiwania co wyników w 2017.

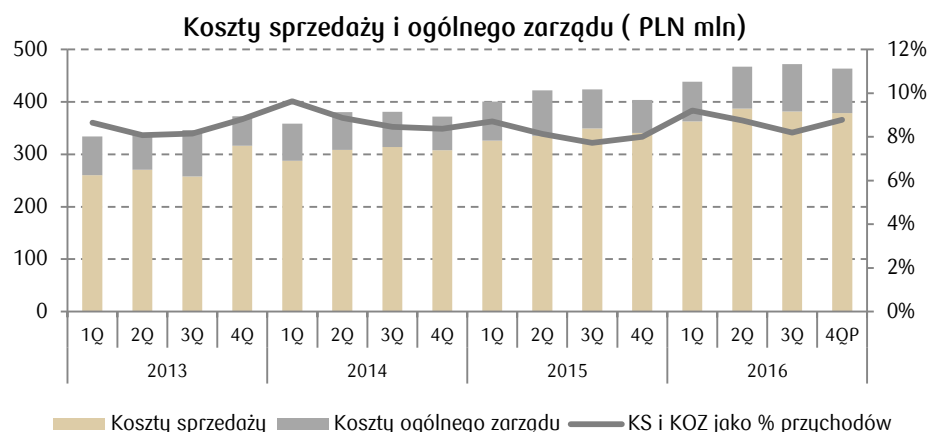
W samym 4Q16 spodziewamy się utrzymania negatywnych tendencji z zeszłych kwartałów, co przełoży się na spadek całorocznego wyniku EBITDA o 6% r/r do poziomów 445m PLN.



2017 r. nie będzie naszym zdaniem istotnie różnił się od obecnego, niewielkie jednocyfrowe wzrosty przychodów będą możliwe dzięki rozwojowi organicznemu, w szczególności w sieciach franczyzowych Delikatesy Centrum oraz wciąż pozytywnego wpływu przejęć firmy Roga i Inmedio, po akwizycjach w 2016 r. Celem zarządu na 2017 r. jest poprawa wzrost wyniku EBITDA o 10% r/r.

Konsolidacja detalu przekłada się na wzrost marży brutto na sprzedaży widoczny już w wynikach 2016 r. (1Q16 +0,6pp; 2Q16 +0,5pp; 3Q16 +0,2pp), chociaż silniejszego odbicia spodziewamy się dopiero wówczas gdy powróci inflacja cen żywności.

Jednak ze względu na integrację detalu (Inmedio, firma Rogala) oraz rozwój nowych projektów (Kontigo, 1 minute, abc fast food, Duży Ben), które kosztowały spółkę blisko 11 mln PLN w 1-3Q 2016 r. (oczekujemy 17 mln PLN negatywnego wpływu na EBITDA w 2016 r.), koszty SG&A w całym roku wzrosły o blisko 12% r/r. Ponadto spółka odczuwa coraz większą presję na wzrost kosztów po stronie pracowników.

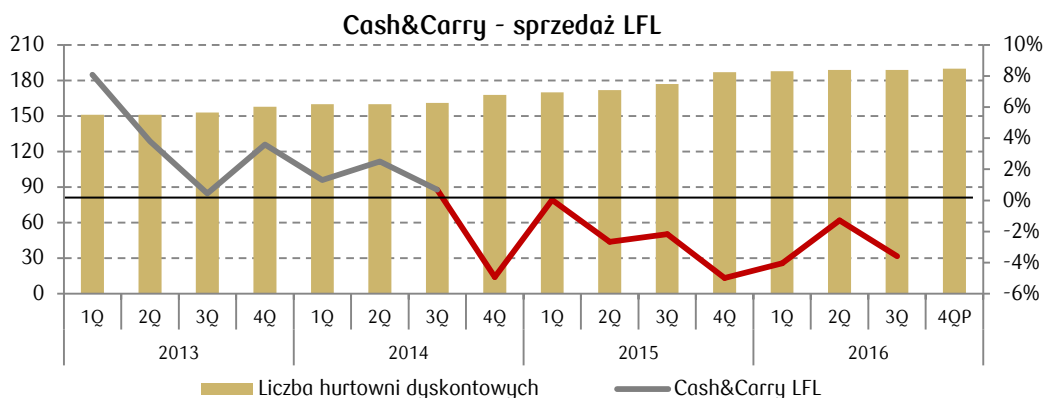


Źródło: Eurocash, P - prognoza DM PKO BP

### Kanibalizacja sprzedaży LFL w Cash&Carry

Od blisko 8 kwartałów spółka pokazuje spadek sprzedaży LFL w segmencie Cash&Carry, co jest wynikiem deflacji cen żywności w hurcie, a także spadku efektywności sprzedażowej hal Cash&Carry ze względu na nasycenie rynku oraz niższą dynamikę wzrostu portfela sieci detalicznych. W konsekwencji widoczne są efekty kanibalizacji sprzedaży oraz spadku rentowności ze względu na wzrost kosztów wynagrodzeń. Na koniec września liczba hurtowni dyskontowych Eurocash Cash&Carry wyniosła 189.

Rynek hal Cash&Carry jest coraz trudniejszy co ma związek ze zmniejszeniem się udziałem w rynku FMCG małych sklepów niezależnych – w konsekwencji kurczącą się bazą klientów Cash&Carry.



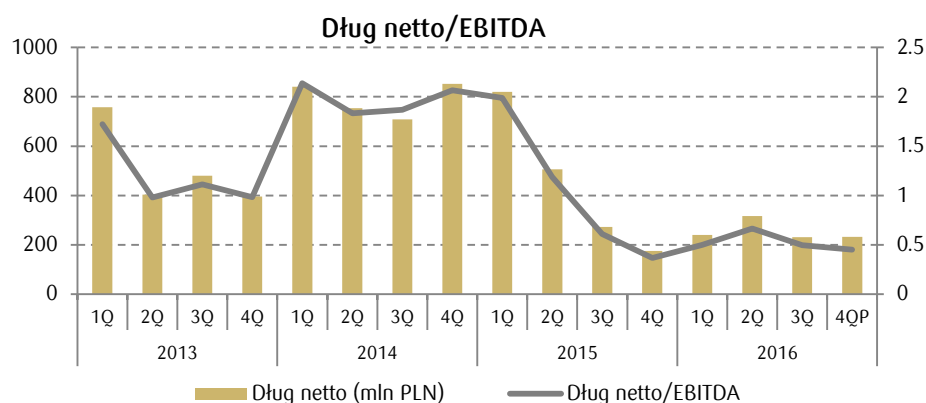
Źródło: Eurocash, P - prognoza DM PKO BP

### Silny bilans pozwala szukać okazji w przejęciach – UOKiK hamulcem rozwoju

Na koniec 3Q16 Eurocash miał tylko 230 mln PLN długu netto, co implikuje wskaźnik ND/EBITDA na poziomie 0,5x, a przy obecnym poziomie generowanych wolnych przepływów pieniężnych (oczekiwany FCF w 2016 r. 280 mln PLN) daje spółce sporą swobodę i otwiera ją na dalsze akwizycje.

Obecnie Eurocash wciąż oczekuje na zgodę UOKiK na przejęcie Eko Holdingu, ponadto pod znakiem zapytania stoi przejęcie Polskiej Dystrybucji Alkoholi (UOKiK ma zastrzeżenia), a przy okazji sprzedaży Żabki fundusz private equity Mid Europa Partners obawiał się długotrwałego postępowania antymonopolowego, ostatecznie sprzedając Żabkę do Enterprise Investors, co może świadczyć o wyczerpującym się potencjale do dalszych przejęć. Historycznie spółka potrafiła

przejmować i wyciskać gotówkę z kapitału obrotowego, co w bieżących warunkach rynkowych wydaje się być dużo trudniejsze.



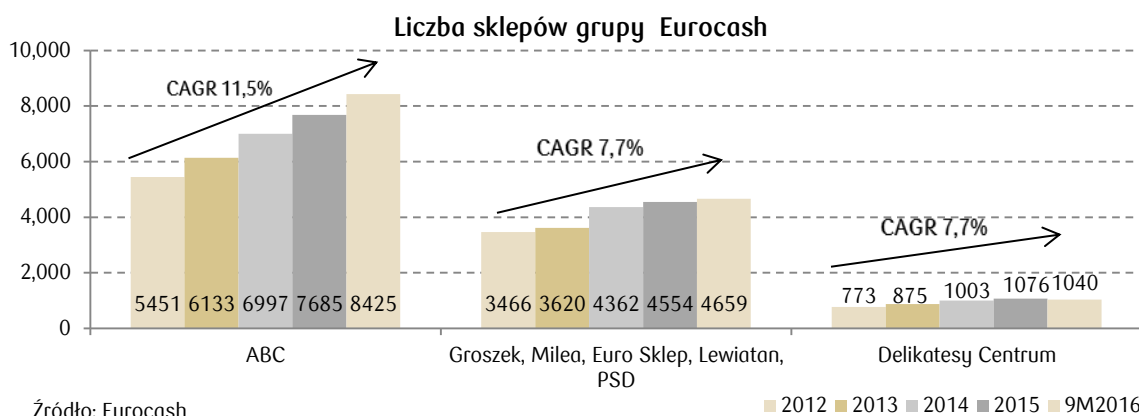
Źródło: Eurocash, P - prognoza DM PKO BP

### Widmo podatku handlowego wstrzymuje rozwój sieci franczyzowych

Eurocash zbudował największą w Polsce sieć zrzeszającą niezależne sklepy detaliczne „abc”, na zasadzie miękkiej franczyzy, która na koniec 3Q16 liczyła 8 425 sklepów. Ponadto spółka rozwija swoją sieć franczyzową Delikatesy Centrum (1040 sklepów), a także współpracuje na zasadzie miękkiej franczyzy z partnerskimi sieciami Groszek, Euro Sklep, Lewiatan, PSD, których liczba wynosi 4 659. Biznes Eurocasha ukierunkowany jest na wspieranie handlu tradycyjnego. Spółka konsoliduje siłę zakupową niezależnych przedsiębiorców, dzięki czemu koszty logistyki nie przerastają małych sklepów i są one w stanie podjąć konkurencję z dyskontami.

Dynamika wzrostu sieci partnerskich i franczyzowych istotnie wyhamowała w 2016, co jest naszym zdaniem związane z podatkiem handlowym - obawą niezrzeszonych pojedynczych detalistów czy sieci franczyzowe będą objęte podatkiem, w konsekwencji wstrzymywaniem decyzji o przystępowaniu do sieci Eurocash.

Podatek handlowy został oficjalnie zawieszony po tym jak Komisja Europejska zakwestionowała obecną ustawę. Na chwilę obecną nie ma też nowego projektu ustawy, który zmieniałby formę bieżącej i pozwalał na oszacowanie wielkości daniny w nowej wersji. W przypadku Eurocasha kluczowa kwestią będzie jednak franczyza, która pierwotnej ustawie była zwolniona od podatku handlowego. Jeśli jednak podatek handlowy zostanie wprowadzony oczekujemy, że niezależnie od jego ostatecznego kształtu, przedsiębiorcy podwyższą ceny, co w ostatecznym rozrachunku przeniesie ciężar podatku na klienta.



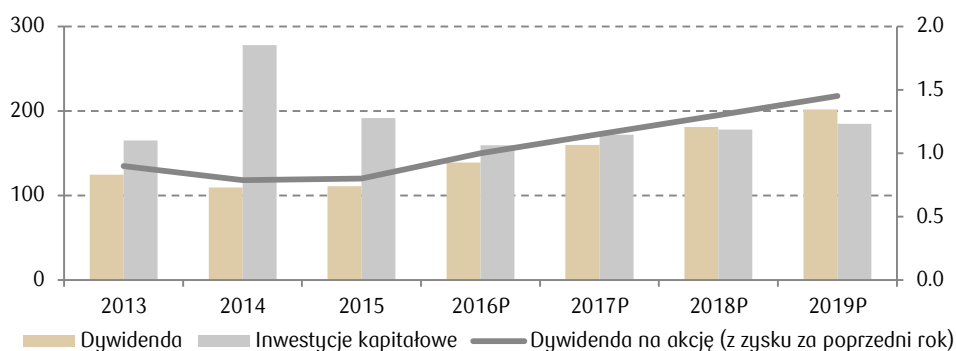
Źródło: Eurocash

## Zakaz handlu w niedziele

Bieżącą retoryka Rządu pozwala przypuszczać, że w połowie 2017 r. może zostać wprowadzony zakaz handlu w niedziele, chociaż cała branża jest mocno przeciwna. Naszym zdaniem konsekwencją wprowadzenia zakazu handlu w niedzielę byłaby zmiana zachowań konsumentów na wzór niemiecki, gdzie blisko 44% całego handlu odbywa się w piątek i sobotę oraz wzrost sprzedaży w kanale online. Ostatecznie jeśli zakaz zostanie wprowadzony oczekujemy, że część klientów przeniesie się do Internetu, jednak jak pokazuje doświadczenie innych krajów, wpływ wprowadzenia zakazu handlu w niedziele może być neutralny w przypadku gdy będzie on dotyczył wszystkich w branży (bez wyjątków).

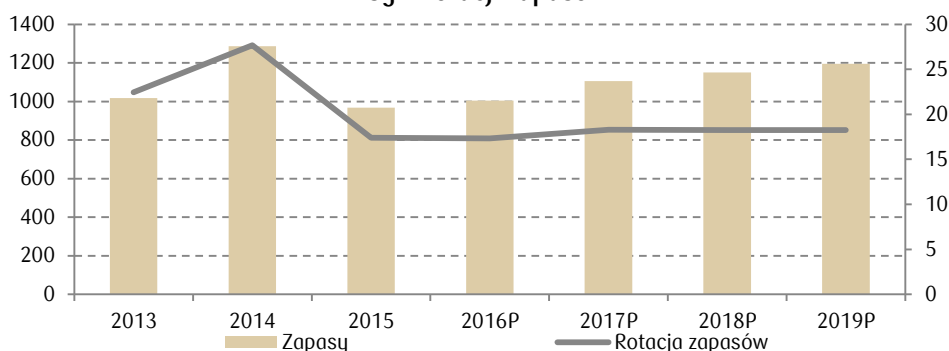
## Dywidenda i inwestycje kapitałowe

Dywidenda, inwestycje kapitałowe i przejęcia

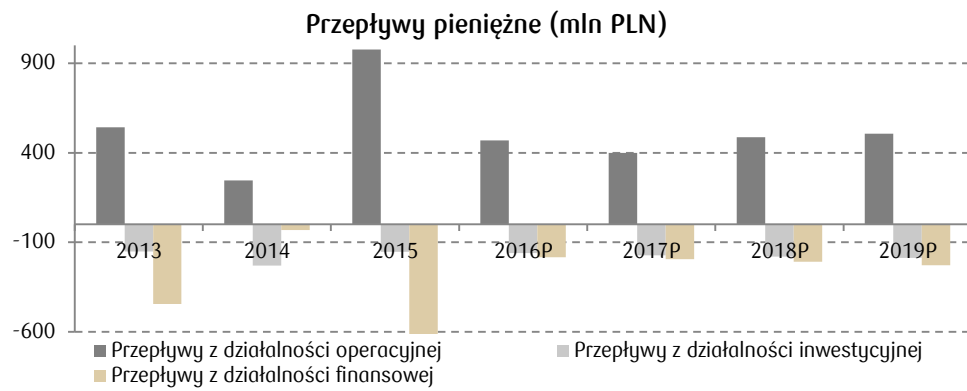
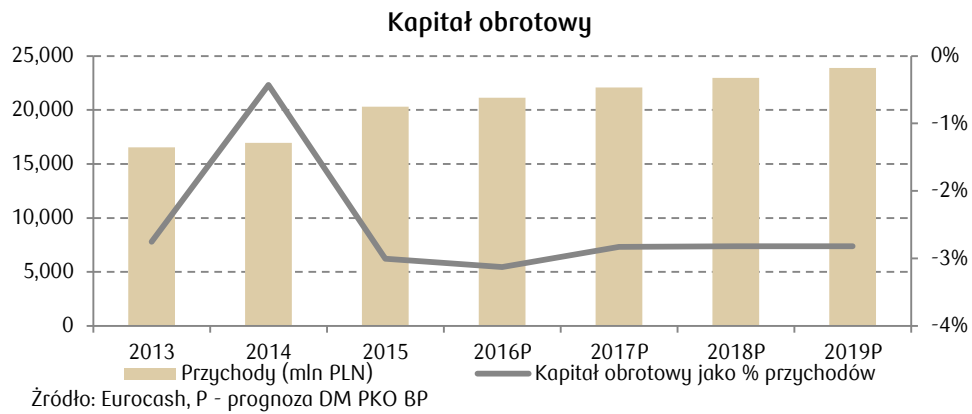


Źródło: Eurocash, P - prognoza DM PKO BP

Cykl rotacji zapasów



Źródło: Eurocash, P - prognoza DM PKO BP



## Wycena

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Dodatkowo zaprezentowaliśmy wycenę porównawczą uwzględniając spółki z sektora sprzedaży detalicznej. Według naszych obliczeń cena docelowa Eurocash to 32 PLN na akcję. Model DCF jest złożony z dwóch faz. W fazie pierwszej w latach 2016P – 2020P szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, a w szczególności wartość przychodów, nakłady inwestycyjne, poziom kosztów oraz pozycje bilansu. Faza druga trwa od 2021P. W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 1% rocznie. Używamy stopy dyskontowej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka jest przyjęta na poziomie 3,2%, co odzwierciedla rentowność 10-letnich obligacji rządowych. Beta jest założona na poziomie 1,1x. Premia za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5,0%. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2016 i odejmujemy prognozowany dług netto (dodajemy gotówkę netto).

## Model DCF

| Model DCF                                 |                |              |              |              |              |              |
|-------------------------------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| mIn PLN                                   | 2016P          | 2017P        | 2018P        | 2019P        | 2020P        | 2020P<       |
| EBIT                                      | 277,2          | 310,4        | 339,3        | 359,9        | 376,7        | 380,4        |
| Stopa podatkowa                           | 18%            | 19%          | 19%          | 19%          | 19%          | 19%          |
| <b>NOPLAT</b>                             | <b>226,3</b>   | <b>251,4</b> | <b>274,8</b> | <b>291,5</b> | <b>305,1</b> | <b>308,1</b> |
| CAPEX                                     | 159,4          | 171,9        | 178,1        | 184,7        | 191,6        | 172,0        |
| Amortyzacja                               | 160,0          | 158,8        | 161,8        | 165,5        | 169,7        | 172,0        |
| Zmiany w kapitale obrotowym               | -50,7          | 37,1         | -24,2        | -24,9        | -26,4        | -7,0         |
| <b>FCF</b>                                | <b>277,6</b>   | <b>201,3</b> | <b>282,7</b> | <b>297,2</b> | <b>309,5</b> | <b>315,1</b> |
| WACC                                      | 7,9%           | 7,9%         | 7,9%         | 7,9%         | 7,9%         | 8,0%         |
| Współczynnik dyskonta                     | 0,00           | 0,93         | 0,86         | 0,80         | 0,74         | 0,68         |
| DFCF                                      | 0,0            | 186,6        | 242,9        | 236,6        | 228,3        | 0,0          |
| Wzrost w fazie II                         | 1,0%           |              |              |              |              |              |
| Suma DFCF - Faza I                        | 894,4          |              |              |              |              |              |
| Suma DFCF - Faza II                       | <b>3 308,8</b> |              |              |              |              |              |
| Wartość Firmy (EV)                        | <b>4 203,2</b> |              |              |              |              |              |
| Dług netto                                | 66,7           |              |              |              |              |              |
| <b>Wartość godziwa</b>                    | <b>4 136,5</b> |              |              |              |              |              |
| Liczba akcji (mIn szt.)                   | 139,1          |              |              |              |              |              |
| Wartość godziwa na akcję na 31.12.2016    | 29,7           |              |              |              |              |              |
| <b>Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)</b> | <b>32</b>      |              |              |              |              |              |
| Cena bieżąca                              | 37,88          |              |              |              |              |              |
| Dywidenda                                 |                |              |              |              |              |              |
| Oczekiwana stopa zwrotu                   | -15,3%         |              |              |              |              |              |

Źródło: prognozy DM PKO BP

| WACC                           |             |             |             |             |             |             |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                | 2016P       | 2017P       | 2018P       | 2019P       | 2020P       | 2020P<      |
| Stopa wolna od ryzyka          | 3,2%        | 3,2%        | 3,2%        | 3,2%        | 3,2%        | 3,2%        |
| Premia rynkowa                 | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        |
| Beta                           | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         |
| Premia za ryzyko długu         | 2,0%        | 2,0%        | 2,0%        | 2,0%        | 2,0%        | 2,0%        |
| Stopa podatkowa                | 18,4%       | 19,0%       | 19,0%       | 19,0%       | 19,0%       | 19,0%       |
| <b>Koszt kapitału własnego</b> | <b>8,7%</b> | <b>8,7%</b> | <b>8,7%</b> | <b>8,7%</b> | <b>8,7%</b> | <b>8,7%</b> |
| <b>Koszt długu</b>             | <b>4,2%</b> | <b>4,2%</b> | <b>4,2%</b> | <b>4,2%</b> | <b>4,2%</b> | <b>4,2%</b> |
| Waga kapitału własnego         | 81,4%       | 81,9%       | 82,1%       | 82,3%       | 82,4%       | 85,0%       |
| Waga długu                     | 18,6%       | 18,1%       | 17,9%       | 17,7%       | 17,6%       | 15,0%       |
| <b>WACC</b>                    | <b>7,9%</b> | <b>7,9%</b> | <b>7,9%</b> | <b>7,9%</b> | <b>7,9%</b> | <b>8,0%</b> |

Źródło: prognozy DM PKO BP

#### Analiza wrażliwości

|      |      | Wzrost w fazie II |      |      |      |      |
|------|------|-------------------|------|------|------|------|
|      |      | 0,0%              | 0,5% | 1,0% | 1,5% | 2,0% |
| WACC | 7,0% | 32                | 34   | 36   | 39   | 42   |
|      | 7,5% | 30                | 32   | 34   | 36   | 39   |
|      | 8,0% | 29                | 30   | 32   | 34   | 36   |
|      | 8,5% | 28                | 29   | 30   | 32   | 34   |
|      | 9,0% | 26                | 28   | 29   | 30   | 32   |

Źródło: DM PKO BP



## Wycena porównawcza

Wycena porównawcza wskazuje, że przyjmując prognozy PKO DM, Eurocash notowane jest z premią na wskaźniku P/E i EV/EBITDA.

### Spółki porównywalne: wskaźniki

| Spółka                                      | P/E         |             |             | EV/EBITDA   |             |             | Stopa dywidendy | Kapitalizacja |
|---------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|---------------|
|                                             | 2016        | 2017P       | 2018P       | 2016        | 2017P       | 2018P       | %               | mld EUR       |
| <b>Polska</b>                               |             |             |             |             |             |             |                 |               |
| EUROCASH SA                                 | 22,3        | 19,7        | 17,9        | 11,4        | 10,5        | 9,9         | 2,5             | 1,2           |
| EMPERIA HOLDING SA                          | 17,9        | 15,4        | 12,4        | 6,6         | 6,1         | 5,7         | 6,1             | 0,2           |
| JERONIMO MARTINS                            | 23,6        | 21,2        | 18,8        | 11,0        | 10,0        | 9,1         | 2,7             | 9,4           |
| <b>Mediana</b>                              | <b>22,3</b> | <b>19,7</b> | <b>17,9</b> | <b>11,0</b> | <b>10,0</b> | <b>9,1</b>  | <b>2,7</b>      | <b>1,2</b>    |
| <b>Portugalia, Hiszpania</b>                |             |             |             |             |             |             |                 |               |
| SONAE                                       | 10,1        | 10,6        | 9,5         | 8,7         | 8,5         | 7,7         | 4,2             | 1,6           |
| DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL                 | 11,7        | 10,7        | 9,8         | 6,5         | 6,2         | 5,8         | 4,4             | 2,8           |
| <b>Mediana</b>                              | <b>10,9</b> | <b>10,7</b> | <b>9,6</b>  | <b>7,6</b>  | <b>7,4</b>  | <b>6,8</b>  | <b>4,3</b>      | <b>2,2</b>    |
| <b>Rosja</b>                                |             |             |             |             |             |             |                 |               |
| DIXY GROUP PJSC                             | n/a         | 13,6        | 7,8         | 5,0         | 4,0         | 3,3         | 0,0             | 0,5           |
| MAGNIT PJSC                                 | 16,6        | 13,3        | 11,4        | 9,9         | 8,2         | 7,1         | 2,6             | 14,3          |
| <b>Mediana</b>                              | <b>16,6</b> | <b>13,4</b> | <b>9,6</b>  | <b>7,5</b>  | <b>6,1</b>  | <b>5,2</b>  | <b>1,3</b>      | <b>7,4</b>    |
| <b>Turcja</b>                               |             |             |             |             |             |             |                 |               |
| BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR AŞ                   | 22,6        | 19,4        | 16,4        | 14,3        | 11,9        | 10,1        | 2,6             | 4,0           |
| BİZİM TOPTAN SATIŞ MAĞAZALARI               | 19,7        | 14,2        | 11,2        | 4,0         | 3,4         | 3,1         | 1,1             | 0,1           |
| MİGROS TİCARET A.Ş.                         | n/a         | 21,2        | 11,5        | 7,5         | 6,5         | 5,7         | 0,0             | 0,9           |
| <b>Mediana</b>                              | <b>21,2</b> | <b>19,4</b> | <b>11,5</b> | <b>7,5</b>  | <b>6,5</b>  | <b>5,7</b>  | <b>1,1</b>      | <b>0,9</b>    |
| <b>Północna Afryka</b>                      |             |             |             |             |             |             |                 |               |
| PICK N PAY STORES LTD                       | 30,2        | 24,5        | 20,4        | 12,8        | 11,0        | 9,4         | 2,7             | 2,2           |
| MASSMART HOLDINGS LTD                       | 19,1        | 16,5        | 14,1        | 8,9         | 7,9         | 7,1         | 2,6             | 1,7           |
| <b>Mediana</b>                              | <b>24,6</b> | <b>20,5</b> | <b>17,2</b> | <b>10,8</b> | <b>9,5</b>  | <b>8,2</b>  | <b>2,7</b>      | <b>1,9</b>    |
| <b>Kolumbia, Chile, Meksyk</b>              |             |             |             |             |             |             |                 |               |
| ALMACENES EXITO SA                          | 15,7        | 11,6        | 5,3         | 9,4         | 7,3         | 5,3         | 4,6             | 1,9           |
| CENCOSUD SA                                 | 15,8        | 17,2        | 16,9        | 10,5        | 10,1        | 9,5         | 3,0             | 7,7           |
| CONTROLADORA VUELA CIA DE-A                 | 10,2        | 12,1        | 11,3        | 7,0         | 6,5         | 5,8         | 0,0             | 1,4           |
| WALMART DE MEXICO SAB DE CV                 | 22,0        | 20,8        | 18,6        | 12,8        | 11,8        | 10,7        | 4,5             | 30,2          |
| <b>Mediana</b>                              | <b>15,8</b> | <b>14,6</b> | <b>14,1</b> | <b>9,9</b>  | <b>8,7</b>  | <b>7,6</b>  | <b>3,8</b>      | <b>4,8</b>    |
| <b>Korea</b>                                |             |             |             |             |             |             |                 |               |
| CJ FRESHWAY CORP                            | 56,2        | 27,7        | 18,7        | 13,9        | 12,0        | 10,2        | 0,5             | 0,4           |
| E-MART INC                                  | 15,5        | 13,7        | 12,4        | 7,7         | 7,2         | 6,7         | 0,8             | 4,2           |
| <b>Mediana</b>                              | <b>35,9</b> | <b>20,7</b> | <b>15,5</b> | <b>10,8</b> | <b>9,6</b>  | <b>8,4</b>  | <b>0,6</b>      | <b>2,3</b>    |
| <b>Mediana wszystkich spółek</b>            | <b>18,5</b> | <b>15,9</b> | <b>12,4</b> | <b>9,1</b>  | <b>8,1</b>  | <b>7,1</b>  | <b>2,6</b>      | <b>1,8</b>    |
| <b>Eurocash (DM PKO BP)</b>                 | <b>28,1</b> | <b>23,3</b> | <b>21,0</b> | <b>12,1</b> | <b>11,1</b> | <b>10,5</b> | <b>2,6</b>      | <b>1,2</b>    |
| <b>premia/dyskonto do prognoz DM PKO BP</b> | <b>47%</b>  | <b>47%</b>  | <b>64%</b>  | <b>35%</b>  | <b>39%</b>  | <b>49%</b>  |                 |               |

Źródło: Na podstawie konsensusu Bloomberg, DM PKO BP

### Eurocash: Podsumowanie wyceny porównawczej

| mld PLN                                | 2016      | 2017P     | 2018P     | Średnia   |
|----------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                                        |           |           |           | 2016-2018 |
| Eurocash prognoza zysku netto          | 188       | 227       | 252       |           |
| Eurocash prognoza EBITDA               | 442       | 482       | 501       |           |
| Spółki porównywalne: mediana P/E       | 18,5      | 15,9      | 12,4      |           |
| <b>Wycena Eurocash</b>                 | <b>26</b> | <b>26</b> | <b>23</b> | <b>25</b> |
| Spółki porównywalne: mediana EV/EBITDA | 9,1       | 8,1       | 7,1       |           |
| <b>Wycena Eurocash</b>                 | <b>28</b> | <b>27</b> | <b>26</b> | <b>27</b> |

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

## Prognozy finansowe

| Rachunek zysków i strat                                      | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           | 2015           | 2016P          | 2017P          | 2018P          | 2019P          |
|--------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów | 9 980,5        | 16 547,6       | 16 537,6       | 16 963,9       | 20 318,2       | 21 145,6       | 22 079,8       | 22 986,2       | 23 899,9       |
| Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów           | 8 992,2        | 14 748,9       | 14 863,8       | 15 151,6       | 18 301,4       | 18 962,8       | 19 744,4       | 20 543,4       | 21 352,8       |
| Zysk brutto ze sprzedaży                                     | 988,3          | 1 798,7        | 1 673,8        | 1 812,3        | 2 016,8        | 2 182,8        | 2 335,4        | 2 442,8        | 2 547,0        |
| EBITDA                                                       | 306,2          | 449,6          | 402,2          | 412,5          | 475,6          | 442,3          | 481,9          | 501,1          | 525,4          |
| Koszty sprzedaży                                             | 601,1          | 1 083,1        | 1 104,4        | 1 217,3        | 1 351,4        | 1 509,8        | 1 625,6        | 1 692,4        | 1 759,6        |
| Koszty ogólnego zarządu                                      | 186,6          | 278,3          | 287,6          | 274,5          | 298,6          | 330,3          | 350,8          | 365,2          | 379,7          |
| Pozostałe przychody operacyjne                               | 54,8           | 40,5           | 81,8           | 58,0           | 51,2           | 52,9           | 50,8           | 52,9           | 55,0           |
| Pozostałe koszty operacyjne                                  | 62,5           | 100,8          | 77,8           | 91,3           | 93,0           | 118,3          | 99,4           | 98,8           | 102,8          |
| Zysk z działalności operacyjnej                              | 192,9          | 376,8          | 285,8          | 287,2          | 325,1          | 277,2          | 310,4          | 339,3          | 359,9          |
| Zysk przed opodatkowaniem                                    | 149,5          | 281,0          | 224,7          | 218,8          | 265,6          | 235,9          | 279,7          | 310,7          | 334,0          |
| Podatek dochodowy                                            | -16,6          | -32,1          | -5,1           | -37,7          | -35,4          | -43,3          | -53,2          | -59,0          | -63,5          |
| Zyski (straty) mniejszości                                   | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 2,6            | 17,8           | 4,5            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Zysk (strata) netto                                          | 132,9          | 248,9          | 219,6          | 178,5          | 212,4          | 188,2          | 226,6          | 251,6          | 270,5          |
| Bilans                                                       | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           | 2015           | 2016P          | 2017P          | 2018P          | 2019P          |
| <b>Aktywa Trwałe</b>                                         | <b>1 906,7</b> | <b>1 947,6</b> | <b>2 015,5</b> | <b>2 265,9</b> | <b>2 288,1</b> | <b>2 294,4</b> | <b>2 315,3</b> | <b>2 339,0</b> | <b>2 365,8</b> |
| Wartości niematerialne i prawne                              | 1 361,3        | 1 472,0        | 1 449,1        | 1 587,6        | 1 550,9        | 1 540,8        | 1 540,8        | 1 540,8        | 1 540,8        |
| Rzeczowe aktywa trwałe                                       | 405,8          | 377,1          | 417,8          | 550,4          | 569,3          | 578,9          | 592,0          | 608,3          | 627,5          |
| Inwestycje                                                   | 72,0           | 39,5           | 39,0           | 1,8            | 37,2           | 38,7           | 40,4           | 42,1           | 43,8           |
| Pozostałe aktywa długoterminowe                              | 67,6           | 59,1           | 109,6          | 126,1          | 130,7          | 136,0          | 142,0          | 147,8          | 153,7          |
| <b>Aktywa Obrotowe</b>                                       | <b>2 657,5</b> | <b>2 731,2</b> | <b>2 810,1</b> | <b>3 119,6</b> | <b>2 736,4</b> | <b>2 965,9</b> | <b>3 172,7</b> | <b>3 390,0</b> | <b>3 604,4</b> |
| Zapasy                                                       | 948,2          | 984,7          | 1 017,8        | 1 286,1        | 968,3          | 1 005,0        | 1 105,7        | 1 150,4        | 1 195,8        |
| Należności                                                   | 1 400,8        | 1 525,0        | 1 630,1        | 1 704,0        | 1 646,7        | 1 713,7        | 1 789,5        | 1 862,9        | 1 937,0        |
| Pozostałe aktywa krótkoterminowe                             | 19,7           | 64,2           | 59,6           | 42,5           | 35,2           | 35,7           | 37,2           | 38,8           | 40,3           |
| Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne                     | 288,8          | 157,4          | 102,5          | 86,9           | 86,2           | 211,5          | 240,4          | 337,9          | 431,4          |
| <b>Aktywa razem</b>                                          | <b>4 564</b>   | <b>4 679</b>   | <b>4 826</b>   | <b>5 386</b>   | <b>5 025</b>   | <b>5 260</b>   | <b>5 488</b>   | <b>5 729</b>   | <b>5 970</b>   |
| <b>Kapitał Własny</b>                                        | <b>548,5</b>   | <b>777,5</b>   | <b>890,5</b>   | <b>1 039,4</b> | <b>1 168,1</b> | <b>1 217,5</b> | <b>1 284,1</b> | <b>1 354,9</b> | <b>1 423,8</b> |
| Kapitały mniejszości                                         | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 43,0           | 60,8           | 60,8           | 60,8           | 60,8           | 60,8           |
| <b>Zobowiązania</b>                                          | <b>4 030,1</b> | <b>3 901,4</b> | <b>3 941,2</b> | <b>4 346,2</b> | <b>3 856,5</b> | <b>4 042,9</b> | <b>4 203,8</b> | <b>4 374,1</b> | <b>4 546,4</b> |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>                           | <b>711,7</b>   | <b>478,9</b>   | <b>295,3</b>   | <b>254,7</b>   | <b>262,9</b>   | <b>277,3</b>   | <b>284,9</b>   | <b>296,5</b>   | <b>308,3</b>   |
| Kredyty i pożyczki                                           | 686,5          | 420,6          | 240,9          | 162,6          | 159,0          | 169,6          | 172,8          | 179,9          | 187,0          |
| Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych                | 1,7            | 3,2            | 3,1            | 3,2            | 3,5            | 3,6            | 3,7            | 3,7            | 3,8            |
| Pozostałe rezerwy                                            | 6,9            | 0,0            | 0,0            | 0,2            | 0,3            | 0,3            | 0,3            | 0,3            | 0,3            |
| Zobowiązania handlowe i pozostałe                            | 0,3            | 0,4            | 0,3            | 2,4            | 3,1            | 3,2            | 3,4            | 3,5            | 3,6            |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>                          | <b>3 303,0</b> | <b>3 412,5</b> | <b>3 626,0</b> | <b>4 088,1</b> | <b>3 588,9</b> | <b>3 760,9</b> | <b>3 914,2</b> | <b>4 072,9</b> | <b>4 233,5</b> |
| Kredyty i pożyczki                                           | 830,8          | 502,9          | 411,7          | 776,6          | 101,8          | 108,6          | 110,6          | 115,1          | 119,7          |
| Pozostałe rezerwy                                            | 200,1          | 139,8          | 240,5          | 248,4          | 261,6          | 272,3          | 284,3          | 296,0          | 307,7          |
| Zobowiązania handlowe i pozostałe                            | 2 272,1        | 2 769,8        | 2 973,8        | 3 063,0        | 3 225,5        | 3 380,0        | 3 519,4        | 3 661,8        | 3 806,1        |
| <b>Pasywa razem</b>                                          | <b>4 579</b>   | <b>4 679</b>   | <b>4 832</b>   | <b>5 386</b>   | <b>5 025</b>   | <b>5 260</b>   | <b>5 488</b>   | <b>5 729</b>   | <b>5 970</b>   |
| Rachunek Przepływów Pieniężnych                              | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           | 2015           | 2016P          | 2017P          | 2018P          | 2019P          |
| Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej     | 282            | 670            | 542            | 246            | 978            | 467            | 399            | 486            | 508            |
| Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej   | -1 124         | -108           | -152           | -230           | -153           | -161           | -174           | -180           | -186           |
| Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej      | 919            | -703           | -445           | -31            | -825           | -181           | -197           | -209           | -228           |
| Wskaźniki (%)                                                | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           | 2015           | 2016P          | 2017P          | 2018P          | 2019P          |
| ROE                                                          | 24,2%          | 32,0%          | 24,7%          | 17,2%          | 18,2%          | 15,5%          | 17,6%          | 18,6%          | 19,0%          |
| Dług netto                                                   | 1 228,5        | 766,1          | 550,1          | 852,3          | 174,5          | 66,7           | 43,0           | -42,9          | -124,7         |

Źródło: prognozy DM PKO BP



## Zepsuty posiłek

Strategia oparta na intensyfikacji wzrostu w segmencie detalicznym (przychody w 2016 +19% r/r; w 2017 +13% r/r) pozwala generować stabilne przepływy operacyjne, a obecny poziom gotówki netto (80 mln PLN) jest wystarczający aby myśleć o przejściach (przeгляд opcji strategicznych). Jednak ze względu na bardzo wysokie naszym zdaniem prawdopodobieństwo przegrania sporu z Urzędem Skarbowym o zapłatę podatku CIT ze sprzedaży Tradisu obniżamy naszą rekomendację do Trzymaj i cenę docelową do 63 PLN na akcję.

### Przyspieszenie otwarć w '17 i rozwój sieci convenience

Motorem wzrostu wyników w segmencie detalicznym, który generuje 45% zysku EBITDA będą nowe otwarcia (+100 zaplanowane na 2017 r., w tym intensyfikacja otwarć franczyzowych), wzrost sprzedaży LFL na poziomie 3-4% oraz oczekiwany powrót inflacji cen żywności. Emperia pracuje obecnie nad nowym konceptem sklepu w formacie convenience, jednak nie oczekujemy aby miał istotny wpływ na wyniki 2017 r.

### Powtarzalne wyniki segmentu nieruchomości i IT

Blisko 55% wyniku EBITDA, 57 mln PLN w 2016, generowane jest przez stabilny segment nieruchomości oraz IT. Zakładając, że spółka będzie potrzebowała gotówki na potencjalne duże akwizycje, sprzedaż segmentu nieruchomości może być potencjalnym rozwiązaniem.

### Podatek handlowy i zakaz handlu w niedzielę

Podatek handlowy został oficjalnie zawieszony, a na chwilę obecną nie ma też nowego projektu ustawy, który pozwalałby na oszacowanie wielkości daniny w nowej wersji. Ponadto bieżącą retoryką Rządu pozwala przypuszczać, że w połowie 2017 r. może zostać wprowadzony zakaz handlu w niedzielę, chociaż cała branża jest mocno przeciwna.

### Oczekiwana przegrana sporu z US odejmuje od wyceny 21 PLN akcję

Zakładamy, że obecnie trwający spór z Urzędem Skarbowym o zapłatę podatku CIT ze sprzedaży Tradisu do Eurocashu zostanie rozstrzygnięty na niekorzyść Emperii, w konsekwencji Emperia będzie musiała zapłacić wraz z odsetkami kwotę 250 mln PLN, co implikuje 21 PLN negatywnego wpływu na wycenę – co uwzględniamy w naszym modelu.

### Obniżamy rekomendację do TRZYMAJ i wycenę do 63 PLN na akcję

| mln PLN    | 2014  | 2015  | 2016P | 2017P | 2018P |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody  | 1 978 | 2 095 | 2 483 | 2 782 | 3 291 |
| EBITDA     | 83    | 99    | 105   | 108   | 116   |
| EBIT       | 39    | 54    | 56    | 57    | 62    |
| Zysk netto | 31    | 48    | 48    | 47    | 51    |
| P/E        | 29,5  | 17,6  | 16,3  | 16,7  | 15,2  |
| P/BV       | 1,5   | 1,4   | 1,2   | 1,1   | 1,1   |
| EV/EBITDA  | 7,6   | 8,2   | 6,1   | 5,6   | 4,7   |
| EPS        | 2,01  | 3,65  | 3,86  | 3,77  | 4,13  |
| DPS        | 0,90  | 1,33  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| FCF        | -     | -     | 49    | 44    | 63    |

P - Prognozy DM PKO BP  
mln PLN

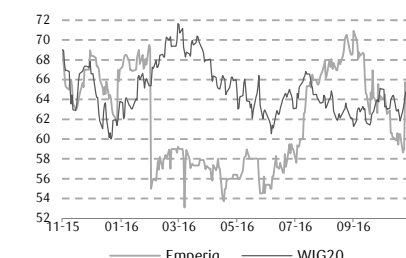
| Informacje              |         |
|-------------------------|---------|
| Kurs akcji (PLN)        | 62,95   |
| Upside                  | 0%      |
| Liczba akcji (mn)       | 12,34   |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 776,81  |
| Free float              | 48%     |
| Free float (mln PLN)    | 369,55  |
| Free float (mln USD)    | 88,33   |
| EV (mln PLN)            | 638,66  |
| Dług netto (mln PLN)    | -138,14 |

| Dywidenda           |      |
|---------------------|------|
| Stopa dywidendy (%) | 2,1% |
| Odciecie dywidendy  | -    |

| Akcjonariusze | % Akcji |
|---------------|---------|
| Ipopema TFI   | 12,10   |
| Altus TFI     | 12,02   |
| AXA OFE       | 8,11    |
| Aviva OFE     | 6,93    |

| Poprzednie rekom. | Data i cena docelowa |       |
|-------------------|----------------------|-------|
| Kupuj             | 17-03-16             | 65,70 |
| Kupuj             | 15-01-16             | 81,90 |

### Kurs akcji



|                              | WIG20 | Spółka |
|------------------------------|-------|--------|
| 1 miesiąc                    | -2,3% | -2,2%  |
| 3 miesiące                   | 0,0%  | -6,0%  |
| 6 miesięcy                   | -3,4% | 11,6%  |
| 12 miesięcy                  | -8,3% | -8,8%  |
| Min 52 tyg. PLN              |       | 53,10  |
| Max 52 tyg. PLN              |       | 70,93  |
| Średni dzienny obrót mln PLN |       | -      |

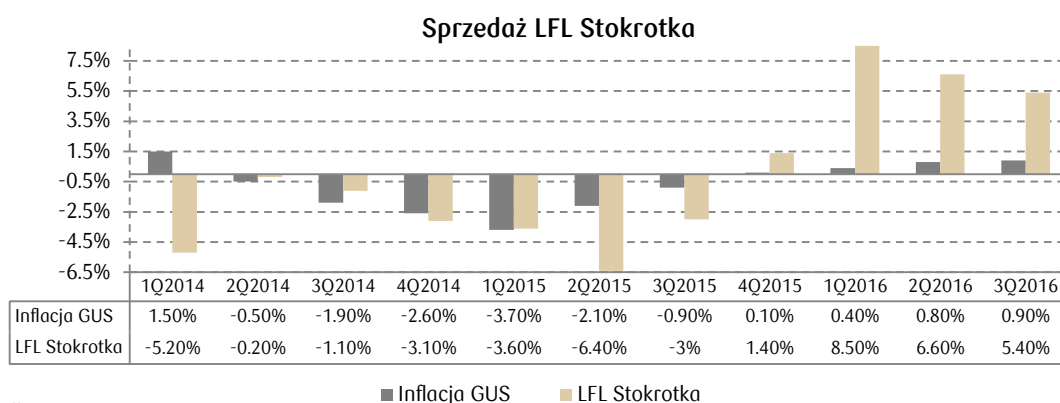
| Analityk                   |  |
|----------------------------|--|
| Adrian Skłodowski          |  |
| +48 22 521 87 23           |  |
| adrian.sklodowski@pkobp.pl |  |

| Adres:                            |  |
|-----------------------------------|--|
| Dom Maklerski PKO Banku Polskiego |  |
| ul. Puławska 15                   |  |
| 02-515 Warszawa                   |  |

## Argumenty inwestycyjne

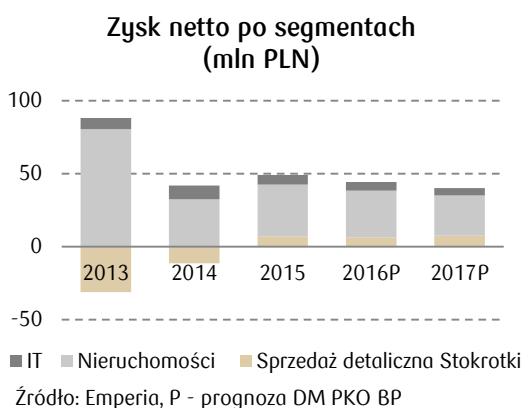
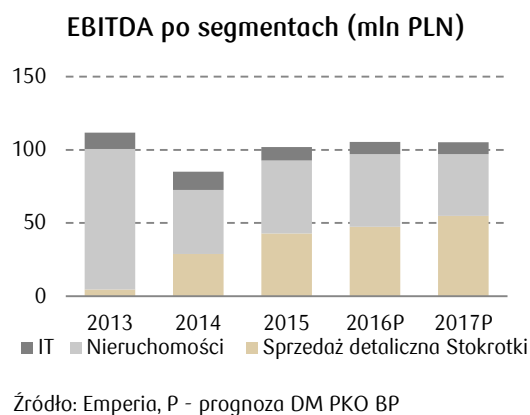
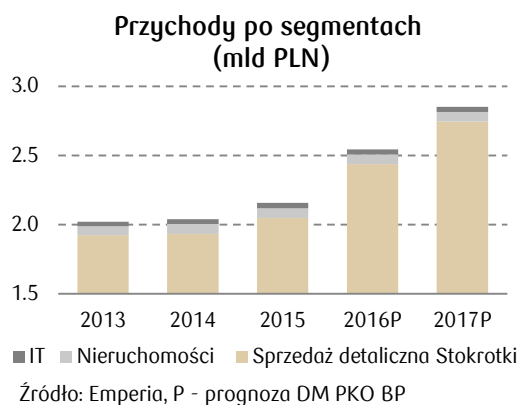
### Stokrotki: przyspieszenie otwarć w '17 (cel +100 sklepów)

Motorem wzrostu wyników w segmencie detalicznym, który wygeneruje w 2016 r. blisko 45% zysku EBITDA będą nowe otwarcia (+100 zaplanowane na 2017 r., w tym intensyfikacja otwarć franczyzowych), wzrost sprzedaży LFL na poziomie 3-4% oraz oczekiwany powrót inflacji cen żywności.



Źródło: Emperia, GUS

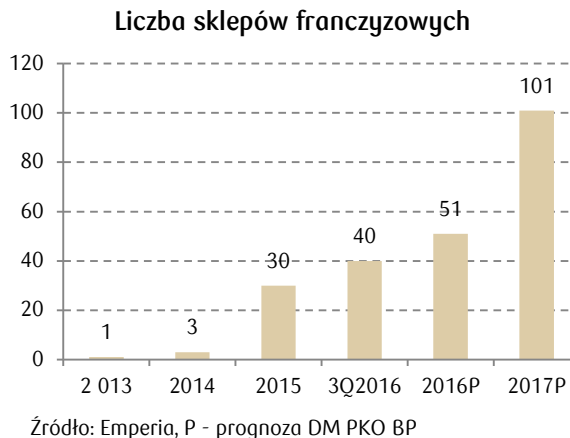
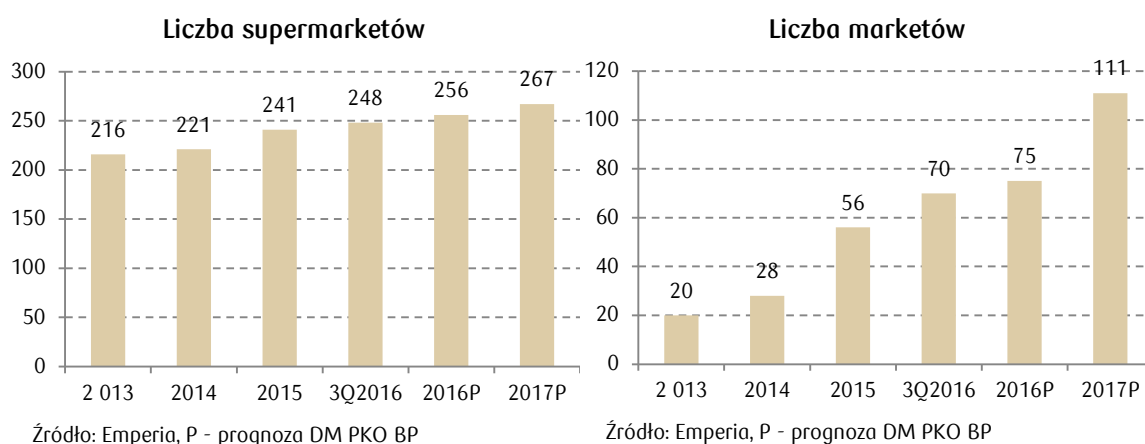
Szacujemy, że przychody Stokrotek w 2016 r. osiągną poziom 2,43 mld PLN (+19% r/r) i stanowić będą 98% przychodów całej grupy Emperia, zysk EBITDA segmentu wyniesie 47,5 mln PLN (+11% r/r), a zysk netto 6,5 mln PLN (-7% r/r). Szacujemy, że segment detaliczny ma jeszcze około 15-20 mln PLN straty z lat poprzednich do rozliczenia w podatku, co może być widoczne w postaci tarczy podatkowej (czego jednak nie zakładamy w naszych prognozach).



Od 2017 r. spodziewamy się spadku marży brutto w grupie, ze względu na przyspieszenie otwarć w formule franczyzowej, gdzie marża brutto jest do 3x niższa niż na sklepach własnych.

Zakładamy, że Emperia otworzy w 2016 r. blisko 60 nowych sklepów, zamykając rok na poziomie 379 sklepów (+17% r/r) przy wzroście powierzchni handlowej do 178 tys. m<sup>2</sup> (+11% r/r). Na koniec 3 kwartału 2016 Emperia miała 358 sklepów Stokrotka (+34 otwarte w 2016).

Cel na 2017 wydaje się być ambitny, Emperia chce otworzyć do 100 nowych sklepów, bez sklepów convenience i ewentualnych przejęć, przyspieszając rozwój w formule franczyzowej (do 50% nowych otwarć w 2017).

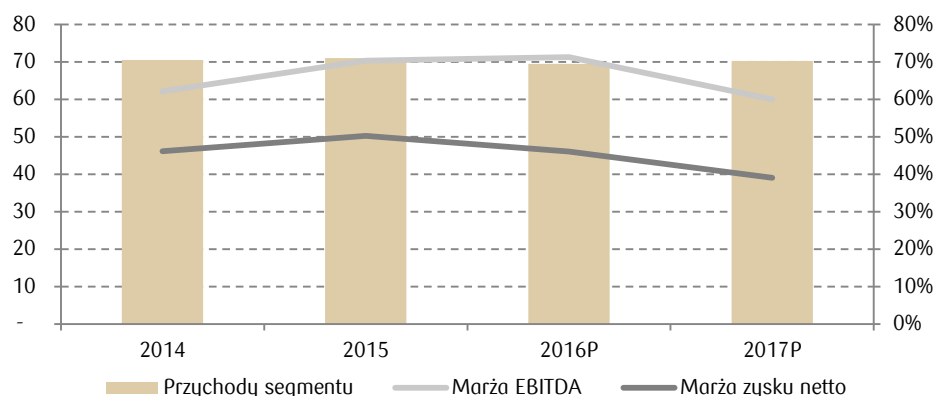


### Stabilne wyniki segmentu nieruchomości

Spółka zarządza portfelem nieruchomości, w skład którego wchodzi 88 nieruchomości, których łączna powierzchnia wynosi blisko 86,5 tys. m<sup>2</sup>, z czego ponad 60% wynajmowana jest pod sklepy Stokrotka.

Segment nieruchomości generuje przychody na poziomie 70 mln PLN na relatywnie stabilnej marży EBITDA 60% i marży zysku netto 40% r.

### Wyniki segmentu nieruchomości (mln PLN)



Źródło: Emperia, P - prognoza DM PKO BP

### Rozwój sieci convenience odpowiedzią Emperii na potrzeby konsumentów

Emperia pracuje obecnie nad nowym konceptem sklepu w formacie convenience. Pierwsze sklepy w formule franczyzowej mają zostać otwarte już na początku 2017 r. Będą to małe sklepy z relatywnie szeroką ofertą świeżych towarów, w których będzie można zrobić kompleksowe zakupy.

Spodziewamy się, że w 2017 uda się otworzyć około 10 sklepów w formacie convenience i na tej podstawie zostanie podjęta decyzja co do dalszego rozwoju nowego konceptu.

### Podatek handlowy i zakaz handlu w niedziele – słabnąca retoryka Rządu

Podatek handlowy został oficjalnie zawieszony po tym jak Komisja Europejska zakwestionowała obecną ustawę. Na chwilę obecną nie ma też nowego projektu ustawy, który zmieniałby formę bieżącej i pozwalał na oszacowanie wielkości daniny w nowej wersji. Jeśli jednak podatek handlowy zostanie wprowadzony oczekujemy, że niezależnie od jego ostatecznego kształtu, przedsiębiorcy podwyższą ceny, co w ostatecznym rozrachunku przeniesie ciężar podatku na klienta.

Bieżącą retoryką Rządu pozwala przypuszczać, że w połowie 2017 r. może zostać wprowadzony zakaz handlu w niedziele, chociaż cała branża jest mocno przeciwna. Naszym zdaniem konsekwencją wprowadzenia zakazu handlu w niedzielę byłaby zmiana zachowań konsumentów na wzór niemiecki, gdzie blisko 44% całego handlu odbywa się w piątek i sobotę oraz wzrost sprzedaży w kanale online. Ostatecznie jeśli zakaz zostanie wprowadzony oczekujemy, że część klientów przeniesie się do Internetu, jednak jak pokazuje doświadczenie innych krajów, wpływ wprowadzenia zakazu handlu w niedziele może być neutralny w przypadku gdy będzie on dotyczył wszystkich w branży (bez wyjątków).

### Spór z US o podatek CIT ze sprzedaży Tradisu – odejmuje od wyceny 21 PLN na akcję

Zakładamy, że obecnie trwający spór Emperii z Urzędem Skarbowym o zapłatę podatku CIT ze sprzedaży części dystrybucyjnej (Tradisu) do Eurocashu zostanie rozstrzygnięty na niekorzyść Emperii, w konsekwencji Emperia będzie musiała zapłacić wraz z odsetkami kwotę 250 mln PLN (na co spółka będzie musiała zaciągnąć finansowanie) co implikuje 21 PLN negatywnego wpływu na wycenę – co uwzględniamy w naszym modelu. Spodziewamy się, że decyzja w tej sprawie zapadnie w ciągu 6 miesięcy.

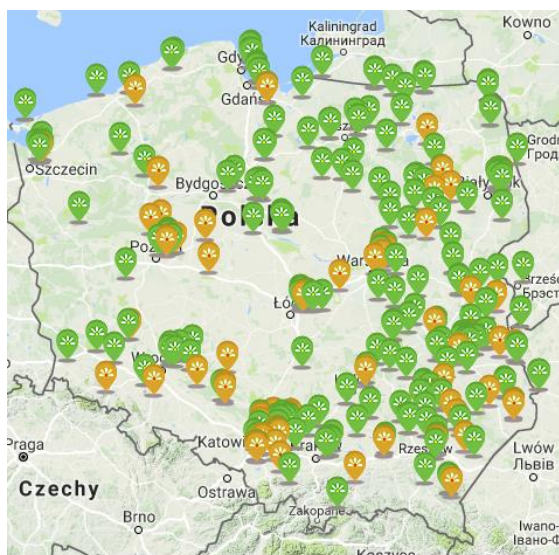
Przedmiotem sporu jest decyzja z grudnia 2011 r. na mocy której w wyniku ugody Eurocash kupił od Emperii za 1,095 mld PLN udziały w spółkach dystrybucyjnych. W ocenie organu skarbowego

Emperia, przed transakcją z Eurocashem, wprowadziła grupę dystrybucyjną Tradis do spółki P1 w celu optymalizacji podatkowej.

### Przegląd opcji strategicznych

Pod koniec sierpnia 2016 Zarząd podjął decyzję o rozpoczęciu przeglądu różnych opcji strategicznych wspierających dalszy rozwój działalności grupy Emperia. Spółka rozważa różne opcje strategiczne, w tym w szczególności: poszukiwanie inwestora, emisję akcji, partnerstwo strategiczne lub zmianę struktury Grupy. Na chwilę obecną jednak Zarząd grupy nie podjął jeszcze żadnych kluczowych decyzji.

Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem, wydają się być przejęcia średniej wielkości, lokalnych sieci detalicznych, których liczba sklepów waha się w przedziale 20-50. Chociaż nie wykluczamy scenariusza gdzie Emperia zdecydowałaby się na przejęcie większej sieci, która wypełni lukę lokalizacyjną na południowym-zachodzie Polski, jak sieć Piotr i Paweł (1,2 mld PLN przychodów za 2015) oraz sieć Ledi (0,9 mld PLN przychodów za 2015).



Źródło: Stokrotka

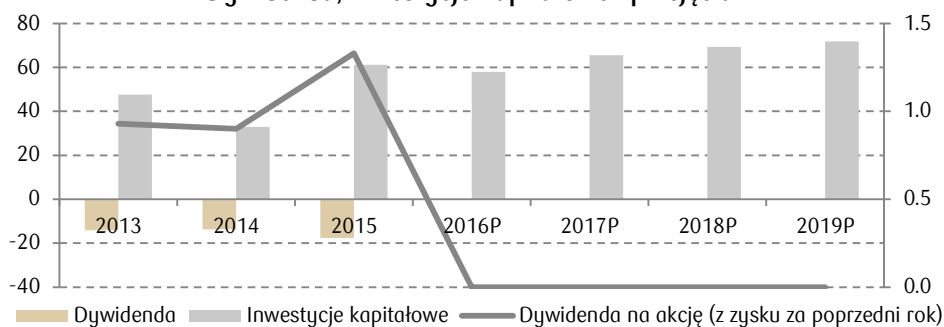
Spółka na koniec 3Q16 miała blisko 81 mln PLN gotówki netto, zakładamy, że Emperia jest w stanie zaciągnąć dług na poziomie 3x EBITDA (330 mln PLN), a w skrajnej sytuacji spróbować sprzedać swój biznes nieruchomościowy.

### Dywidenda i inwestycje kapitałowe

Zakładamy, że ze względu na konieczność zapłacenia 250 mln PLN do Urzędu Skarbowego, Emperia nie wypłaci dywidendy z zysku w latach 2016-2018.

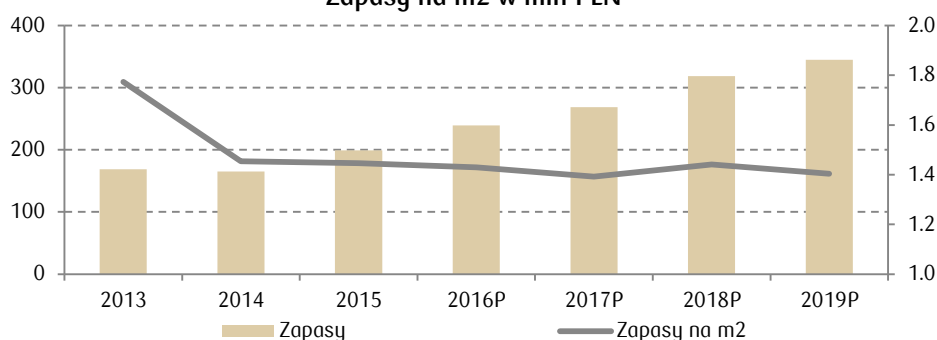


### Dywidenda, inwestycje kapitałowe i przejęcia



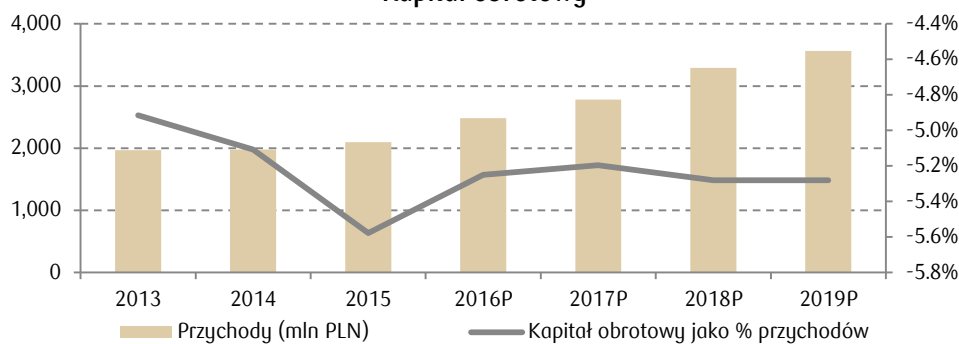
Źródło: Emperia, P - prognoza DM PKO BP

### Zapasy na m2 w mln PLN



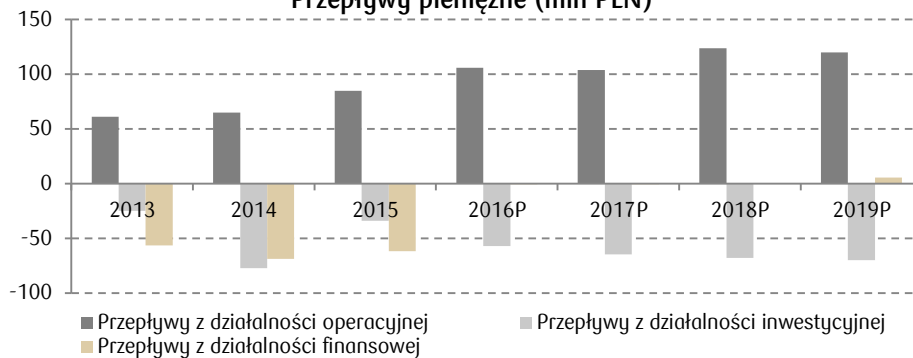
Źródło: Emperia, P - prognoza DM PKO BP

### Kapitał obrotowy



Źródło: Emperia, P - prognoza DM PKO BP

### Przepływy pieniężne (mln PLN)



Źródło: Emperia, P - prognoza DM PKO BP

## Wycena

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Dodatkowo zaprezentowaliśmy wycenę porównawczą uwzględniając spółki z sektora sprzedaży detalicznej. Według naszych obliczeń cena docelowa Emperii to 63 PLN na akcję. Model DCF jest złożony z dwóch faz. W fazie pierwszej w latach 2016P – 2020P szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, a w szczególności wartość przychodów, nakłady inwestycyjne, poziom kosztów oraz pozycje bilansu. Faza druga trwa od 2021P. W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 1% rocznie. Używamy stopy dyskontowej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka jest przyjęta na poziomie 3,2%, co odzwierciedla rentowność 10-letnich obligacji rządowych. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2016 i odejmujemy prognozowany dług netto (dodajemy gotówkę netto).

## Model DCF

| Model DCF                                 |              |             |             |             |             |             |
|-------------------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| młn PLN                                   | 2016P        | 2017P       | 2018P       | 2019P       | 2020P       | 2020P<      |
| EBIT                                      | 56,3         | 57,1        | 62,5        | 68,8        | 74,1        | 74,9        |
| Stopa podatkowa                           | 19%          | 19%         | 19%         | 19%         | 19%         | 19%         |
| <b>NOPLAT</b>                             | <b>45,6</b>  | <b>46,2</b> | <b>50,6</b> | <b>55,7</b> | <b>60,0</b> | <b>60,6</b> |
| CAPEX                                     | -59,1        | -66,8       | -70,8       | -73,8       | -79,9       | -60,0       |
| Amortyzacja                               | 48,5         | 50,7        | 53,8        | 57,1        | 60,5        | 60,0        |
| Zmiany w kapitale obrotowym               | -13,5        | -14,1       | -29,2       | -14,5       | -13,6       | -2,0        |
| <b>FCF</b>                                | <b>48,6</b>  | <b>44,3</b> | <b>62,8</b> | <b>53,4</b> | <b>54,2</b> | <b>62,7</b> |
| WACC                                      | 8,6%         | 8,6%        | 8,6%        | 8,6%        | 8,6%        | 8,1%        |
| Współczynnik dyskonta                     | 0,00         | 0,92        | 0,85        | 0,78        | 0,72        | 0,67        |
| <b>DFCF</b>                               | <b>0,0</b>   | <b>40,8</b> | <b>53,3</b> | <b>41,8</b> | <b>39,0</b> | <b>0,0</b>  |
| Wzrost w fazie II                         | 1,0%         |             |             |             |             |             |
| Suma DFCF - Faza I                        | 174,9        |             |             |             |             |             |
| Suma DFCF - Faza II                       | 637,9        |             |             |             |             |             |
| <b>Wartość Firmy (EV)</b>                 | <b>812,9</b> |             |             |             |             |             |
| Dług netto                                | -138,1       |             |             |             |             |             |
| Zobowiązania podatkowe                    | 250,0        |             |             |             |             |             |
| <b>Wartość godziwa</b>                    | <b>701,0</b> |             |             |             |             |             |
| Liczba akcji (młn szt.)                   | 12,0         |             |             |             |             |             |
| Wartość godziwa na akcję na 31.12.2016    | 58,4         |             |             |             |             |             |
| <b>Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)</b> | <b>63</b>    |             |             |             |             |             |
| Cena bieżąca                              | 62,95        |             |             |             |             |             |
| Dywidenda                                 |              |             |             |             |             |             |
| Oczekiwana stopa zwrotu                   | 0,0%         |             |             |             |             |             |

Źródło: prognozy DM PKO BP

| WACC                           |             |             |             |             |             |             |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                | 2016P       | 2017P       | 2018P       | 2019P       | 2020P       | 2020P<      |
| Stopa wolna od ryzyka          | 3,2%        | 3,2%        | 3,2%        | 3,2%        | 3,2%        | 3,2%        |
| Premia rynkowa                 | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%        |
| Beta                           | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         |
| Premia za ryzyko długu         | 1,0%        | 1,0%        | 1,0%        | 1,0%        | 1,0%        | 1,0%        |
| Stopa podatkowa                | 15,5%       | 19,0%       | 19,0%       | 19,0%       | 19,0%       | 19,0%       |
| <b>Koszt kapitału własnego</b> | <b>8,6%</b> | <b>8,6%</b> | <b>8,6%</b> | <b>8,6%</b> | <b>8,6%</b> | <b>8,6%</b> |
| <b>Koszt długu</b>             | <b>3,5%</b> | <b>3,4%</b> | <b>3,4%</b> | <b>3,4%</b> | <b>3,4%</b> | <b>3,4%</b> |
| Waga kapitału własnego         | 99,5%       | 99,5%       | 99,4%       | 99,4%       | 99,4%       | 90,0%       |
| Waga długu                     | 0,5%        | 0,5%        | 0,6%        | 0,6%        | 0,6%        | 10,0%       |
| <b>WACC</b>                    | <b>8,6%</b> | <b>8,6%</b> | <b>8,6%</b> | <b>8,6%</b> | <b>8,6%</b> | <b>8,1%</b> |

Źródło: prognozy DM PKO BP

#### Analiza wrażliwości

|      |      | Wzrost w fazie II |      |      |      |      |
|------|------|-------------------|------|------|------|------|
|      |      | 0,0%              | 0,5% | 1,0% | 1,5% | 2,0% |
| WACC | 7,1% | 63                | 67   | 72   | 78   | 86   |
|      | 7,6% | 59                | 63   | 67   | 72   | 78   |
|      | 8,1% | 56                | 59   | 63   | 67   | 72   |
|      | 8,6% | 53                | 56   | 59   | 63   | 67   |
|      | 9,1% | 50                | 53   | 56   | 59   | 63   |

Źródło: DM PKO BP

## Wycena porównawcza

Wycena porównawcza wskazuje, że przyjmując prognozy PKO DM, Emperia notowane jest z dyskontem na wskaźniku P/E na 2016, z premią na lata 2017-2018 na wskaźniku P/E oraz z dyskontem na wskaźniku i EV/EBITDA.

### Spółki porównywalne: wskaźniki

| Spółka                                      | P/E         |             |             | EV/EBITDA   |             |             | Stopa dywidendy % | Kapitalizacja mld EUR |
|---------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|-----------------------|
|                                             | 2016P       | 2017P       | 2018P       | 2016P       | 2017P       | 2018P       |                   |                       |
| <b>Polska</b>                               |             |             |             |             |             |             |                   |                       |
| EUROCASH SA                                 | 22,3        | 19,7        | 17,9        | 11,4        | 10,5        | 9,9         | 2,5               | 1,2                   |
| EMPERIA HOLDING SA                          | 17,9        | 15,4        | 12,4        | 6,6         | 6,1         | 5,7         | 6,1               | 0,2                   |
| JERONIMO MARTINS                            | 23,6        | 21,2        | 18,8        | 11,0        | 10,0        | 9,1         | 2,7               | 9,4                   |
| <b>Mediana</b>                              | <b>22,3</b> | <b>19,7</b> | <b>17,9</b> | <b>11,0</b> | <b>10,0</b> | <b>9,1</b>  | <b>2,7</b>        | <b>1,2</b>            |
| <b>Portugalia, Hiszpania</b>                |             |             |             |             |             |             |                   |                       |
| SONAE                                       | 10,1        | 10,6        | 9,5         | 8,7         | 8,5         | 7,7         | 4,2               | 1,6                   |
| DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL                 | 11,7        | 10,7        | 9,8         | 6,5         | 6,2         | 5,8         | 4,4               | 2,8                   |
| <b>Mediana</b>                              | <b>10,9</b> | <b>10,7</b> | <b>9,6</b>  | <b>7,6</b>  | <b>7,4</b>  | <b>6,8</b>  | <b>4,3</b>        | <b>2,2</b>            |
| <b>Rosja</b>                                |             |             |             |             |             |             |                   |                       |
| DIXY GROUP PJSC                             | n/a         | 13,6        | 7,8         | 5,0         | 4,0         | 3,3         | 0,0               | 0,5                   |
| MAGNIT PJSC                                 | 16,6        | 13,3        | 11,4        | 9,9         | 8,2         | 7,1         | 2,6               | 14,3                  |
| <b>Mediana</b>                              | <b>16,6</b> | <b>13,4</b> | <b>9,6</b>  | <b>7,5</b>  | <b>6,1</b>  | <b>5,2</b>  | <b>1,3</b>        | <b>7,4</b>            |
| <b>Turcja</b>                               |             |             |             |             |             |             |                   |                       |
| BIM BIRLESİK MAGAZALAR AS                   | 22,6        | 19,4        | 16,4        | 14,3        | 11,9        | 10,1        | 2,6               | 4,0                   |
| BİZİM TOPTAN SATIŞ MAGAZALAR                | 19,7        | 14,2        | 11,2        | 4,0         | 3,4         | 3,1         | 1,1               | 0,1                   |
| MIGROS TICARET AS                           | n/a         | 21,2        | 11,5        | 7,5         | 6,5         | 5,7         | 0,0               | 0,9                   |
| <b>Mediana</b>                              | <b>21,2</b> | <b>19,4</b> | <b>11,5</b> | <b>7,5</b>  | <b>6,5</b>  | <b>5,7</b>  | <b>1,1</b>        | <b>0,9</b>            |
| <b>Północna Afryka</b>                      |             |             |             |             |             |             |                   |                       |
| PICK N PAY STORES LTD                       | 30,2        | 24,5        | 20,4        | 12,8        | 11,0        | 9,4         | 2,7               | 2,2                   |
| MASSMART HOLDINGS LTD                       | 19,1        | 16,5        | 14,1        | 8,9         | 7,9         | 7,1         | 2,6               | 1,7                   |
| <b>Mediana</b>                              | <b>24,6</b> | <b>20,5</b> | <b>17,2</b> | <b>10,8</b> | <b>9,5</b>  | <b>8,2</b>  | <b>2,7</b>        | <b>1,9</b>            |
| <b>Kolumbia, Chile, Meksyk</b>              |             |             |             |             |             |             |                   |                       |
| ALMACENES EXITO SA                          | 15,7        | 11,6        | 5,3         | 9,4         | 7,3         | 5,3         | 4,6               | 1,9                   |
| CENCOSUD SA                                 | 15,8        | 17,2        | 16,9        | 10,5        | 10,1        | 9,5         | 3,0               | 7,7                   |
| CONTROLADORA VUELA CIA DE-A                 | 10,2        | 12,1        | 11,3        | 7,0         | 6,5         | 5,8         | 0,0               | 1,4                   |
| WALMART DE MEXICO SAB DE CV                 | 22,0        | 20,8        | 18,6        | 12,8        | 11,8        | 10,7        | 4,5               | 30,2                  |
| <b>Mediana</b>                              | <b>15,8</b> | <b>14,6</b> | <b>14,1</b> | <b>9,9</b>  | <b>8,7</b>  | <b>7,6</b>  | <b>3,8</b>        | <b>4,8</b>            |
| <b>Korea</b>                                |             |             |             |             |             |             |                   |                       |
| CJ FRESHWAY CORP                            | 56,2        | 27,7        | 18,7        | 13,9        | 12,0        | 10,2        | 0,5               | 0,4                   |
| E-MART INC                                  | 15,5        | 13,7        | 12,4        | 7,7         | 7,2         | 6,7         | 0,8               | 4,2                   |
| <b>Mediana</b>                              | <b>35,9</b> | <b>20,7</b> | <b>15,5</b> | <b>10,8</b> | <b>9,6</b>  | <b>8,4</b>  | <b>0,6</b>        | <b>2,3</b>            |
| <b>Mediana wszystkich spółek</b>            | <b>18,5</b> | <b>15,9</b> | <b>12,4</b> | <b>9,1</b>  | <b>8,1</b>  | <b>7,1</b>  | <b>2,6</b>        | <b>1,8</b>            |
| <b>Emperia (DM PKO BP)</b>                  | <b>17,0</b> | <b>17,4</b> | <b>15,9</b> | <b>6,2</b>  | <b>5,7</b>  | <b>4,8</b>  | <b>0,0</b>        | <b>0,2</b>            |
| <b>premia/dyskonto do prognoz DM PKO BP</b> | <b>-8%</b>  | <b>9%</b>   | <b>28%</b>  | <b>-31%</b> | <b>-29%</b> | <b>-31%</b> |                   |                       |

Źródło: Na podstawie konsensusu Bloomberg, DM PKO BP

### Emperia: Podsumowanie wyceny porównawczej

| mld PLN                                | 2016P     | 2017P     | 2018P     | Średnia 2016-2018 |
|----------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-------------------|
| Emperia prognoza zysku netto           | 48        | 47        | 51        |                   |
| Emperia prognoza EBITDA                | 105       | 108       | 116       |                   |
| Spółki porównywalne: mediana P/E       | 18,5      | 15,9      | 12,4      |                   |
| <b>Wycena Emperia</b>                  | <b>71</b> | <b>60</b> | <b>51</b> | <b>61</b>         |
| Spółki porównywalne: mediana EV/EBITDA | 9,1       | 8,1       | 7,1       |                   |
| <b>Wycena Emperia</b>                  | <b>88</b> | <b>84</b> | <b>85</b> | <b>85</b>         |

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

## Prognozy finansowe

| Rachunek zysków i strat                                      | 2011           | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016P        | 2017P        | 2018P        | 2019P        |
|--------------------------------------------------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów | 1 890,4        | 1 949,0      | 1 967,5      | 1 978,0      | 2 094,6      | 2 483,4      | 2 782,0      | 3 291,1      | 3 566,1      |
| Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów           | 1 437,5        | 1 478,0      | 1 476,4      | 1 415,7      | 1 499,7      | 1 803,9      | 2 024,8      | 2 398,7      | 2 599,1      |
| Zysk brutto ze sprzedaży                                     | 452,9          | 470,9        | 491,1        | 562,3        | 595,0        | 679,4        | 757,1        | 892,4        | 967,0        |
| EBITDA                                                       | 97,0           | 24,9         | 53,3         | 83,3         | 98,6         | 105,2        | 107,8        | 116,3        | 125,8        |
| Koszty sprzedaży                                             | 355,2          | 413,0        | 407,9        | 450,2        | 477,5        | 552,2        | 614,4        | 725,2        | 784,7        |
| Koszty ogólnego zarządu                                      | 74,4           | 68,7         | 72,0         | 71,9         | 69,9         | 81,6         | 89,4         | 105,7        | 114,6        |
| Pozostałe przychody operacyjne                               | 18,7           | 13,6         | 11,3         | 9,6          | 16,1         | 19,1         | 9,7          | 8,2          | 8,9          |
| Pozostałe koszty operacyjne                                  | 13,6           | 18,9         | 11,1         | 10,5         | 9,6          | 8,4          | 6,0          | 7,2          | 7,8          |
| Zysk z działalności operacyjnej                              | 28,5           | -16,0        | 11,4         | 39,3         | 54,1         | 56,3         | 57,1         | 62,5         | 68,8         |
| Zysk przed opodatkowaniem                                    | 631,8          | 10,6         | 16,2         | 40,6         | 53,5         | 56,4         | 57,5         | 62,9         | 69,2         |
| Podatek dochodowy                                            | -1,0           | 10,2         | -5,2         | -10,1        | -5,2         | -8,8         | -10,9        | -11,9        | -13,1        |
| Zyski (straty) mniejszości                                   | 0,0            | -5,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Zysk (strata) netto                                          | 630,8          | 20,8         | 11,1         | 30,5         | 48,4         | 47,7         | 46,6         | 50,9         | 56,1         |
| Bilans                                                       | 2011           | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016P        | 2017P        | 2018P        | 2019P        |
| <b>Aktywa Trwałe</b>                                         | <b>612,2</b>   | <b>588,7</b> | <b>586,5</b> | <b>579,1</b> | <b>624,1</b> | <b>650,9</b> | <b>673,3</b> | <b>701,1</b> | <b>723,7</b> |
| Wartości niematerialne i prawne                              | 18,5           | 55,8         | 57,8         | 55,5         | 56,7         | 56,7         | 56,7         | 56,7         | 56,7         |
| Rzeczowe aktywa trwałe                                       | 361,9          | 499,6        | 497,9        | 495,9        | 523,0        | 541,5        | 557,5        | 574,5        | 591,3        |
| Inwestycje                                                   | 0,3            | 0,2          | 0,1          | 0,1          | 1,7          | 2,0          | 2,2          | 2,6          | 2,8          |
| Pozostałe aktywa długoterminowe                              | 231,6          | 33,1         | 30,8         | 27,6         | 42,8         | 50,8         | 56,9         | 67,3         | 72,9         |
| <b>Aktywa Obrotowe</b>                                       | <b>1 291,4</b> | <b>389,8</b> | <b>477,4</b> | <b>373,1</b> | <b>393,1</b> | <b>484,5</b> | <b>564,8</b> | <b>688,6</b> | <b>775,2</b> |
| Zapasy                                                       | 4,0            | 103,8        | 168,7        | 165,1        | 199,0        | 239,4        | 268,7        | 318,3        | 344,9        |
| Należności                                                   | 31,4           | 65,9         | 106,3        | 46,5         | 72,6         | 86,1         | 96,4         | 114,0        | 123,6        |
| Pozostałe aktywa krótkoterminowe                             | 3,0            | 4,7          | 4,3          | 34,8         | 17,7         | 17,7         | 21,0         | 23,6         | 27,9         |
| Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne                     | 1 051,4        | 215,3        | 195,2        | 114,4        | 103,8        | 141,3        | 178,6        | 232,7        | 278,8        |
| <b>Aktywa razem</b>                                          | <b>1 904</b>   | <b>978</b>   | <b>1 064</b> | <b>952</b>   | <b>1 017</b> | <b>1 135</b> | <b>1 238</b> | <b>1 390</b> | <b>1 499</b> |
| <b>Kapitał Własny</b>                                        | <b>1 497,2</b> | <b>687,9</b> | <b>646,7</b> | <b>607,0</b> | <b>594,9</b> | <b>641,7</b> | <b>688,2</b> | <b>739,2</b> | <b>795,2</b> |
| Kapitały mniejszości                                         | 0,0            | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Zobowiązania</b>                                          | <b>406,4</b>   | <b>290,5</b> | <b>417,3</b> | <b>345,2</b> | <b>422,4</b> | <b>493,7</b> | <b>549,8</b> | <b>650,5</b> | <b>703,7</b> |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>                           | <b>1,4</b>     | <b>42,4</b>  | <b>38,2</b>  | <b>26,2</b>  | <b>24,1</b>  | <b>26,1</b>  | <b>27,0</b>  | <b>28,8</b>  | <b>30,0</b>  |
| Kredyty i pożyczki                                           | 0,0            | 0,0          | 3,5          | 2,6          | 1,7          | 2,0          | 2,2          | 2,6          | 2,8          |
| Zobowiązania handlowe i pozostałe                            | 0,6            | 1,1          | 1,0          | 1,1          | 3,4          | 4,0          | 4,5          | 5,3          | 5,7          |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>                          | <b>404,9</b>   | <b>248,1</b> | <b>379,0</b> | <b>319,0</b> | <b>398,2</b> | <b>467,6</b> | <b>522,8</b> | <b>621,8</b> | <b>673,7</b> |
| Kredyty i pożyczki                                           | 81,8           | 0,0          | 0,8          | 0,9          | 1,0          | 1,2          | 1,3          | 1,6          | 1,7          |
| Pozostałe rezerwy                                            | 3,2            | 1,9          | 2,1          | 3,2          | 0,4          | 0,5          | 0,6          | 0,7          | 0,7          |
| Zobowiązania handlowe i pozostałe                            | 317,7          | 231,8        | 357,0        | 299,4        | 378,2        | 443,5        | 497,8        | 589,7        | 639,0        |
| <b>Pasywa razem</b>                                          | <b>1 904</b>   | <b>978</b>   | <b>1 064</b> | <b>952</b>   | <b>1 017</b> | <b>1 135</b> | <b>1 238</b> | <b>1 390</b> | <b>1 499</b> |
| Rachunek Przepływów Pieniężnych                              | 2011           | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016P        | 2017P        | 2018P        | 2019P        |
| Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej     | 125            | 106          | 61           | 65           | 85           | 106          | 104          | 124          | 120          |
| Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej   | 972            | -9           | -25          | -77          | -34          | -57          | -64          | -68          | -70          |
| Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej      | -68            | -959         | -56          | -69          | -62          | 0            | -1           | 0            | -1           |
| Wskaźniki (%)                                                | 2011           | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016P        | 2017P        | 2018P        | 2019P        |
| ROE                                                          | 42,1%          | 3,0%         | 1,7%         | 5,0%         | 8,1%         | 7,4%         | 6,8%         | 6,9%         | 7,1%         |
| Dług netto                                                   | -969,7         | -215,3       | -190,9       | -110,9       | -101,1       | -138,1       | -175,1       | -228,5       | -274,3       |

Źródło: prognozy DM PKO BP

## KONTAKTY

### Biuro Analiz Rynkowych

|                      |                                     |                 |                                |
|----------------------|-------------------------------------|-----------------|--------------------------------|
| Artur Iwański        | (dyrektor BAR, sektor wydobywczy)   | (022) 521 79 31 | artur.iwanski@pkobp.pl         |
| Robert Brzoza        | (sektor finansowy, strategia)       | (022) 521 51 56 | robert.brzoza@pkobp.pl         |
| Piotr Łopaciuk       | (przemysł, budownictwo, inne)       | (022) 521 48 12 | piotr.lopaciuk@pkobp.pl        |
| Paweł Małmyga        | (analiza techniczna)                | (022) 521 65 73 | pawel.malmyga@pkobp.pl         |
| Stanisław Ozga       | (sektor energetyczny, deweloperski) | (022) 521 79 13 | stanislaw.ozga@pkobp.pl        |
| Adrian Skłodowski    | (handel hurtowy i detaliczny)       | (022) 521 87 23 | adrian.sklodowski@pkobp.pl     |
| Przemysław Smoliński | (analiza techniczna)                | (022) 521 79 10 | przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl |
| Jaromir Szortyka     | (sektor finansowy)                  | (022) 580 39 47 | jaromir.szortyka@pkobp.pl      |
| Alicja Zaniewska     | (analizy rynkowe)                   | (022) 580 33 68 | alicia.zaniewska@pkobp.pl      |
| Małgorzata Żelazko   | (telekomunikacja, media)            | (022) 521 52 04 | malgorzata.zelazko@pkobp.pl    |

### Biuro Klientów Instytucjonalnych

|                      |                         |                 |                               |
|----------------------|-------------------------|-----------------|-------------------------------|
| Wojciech Żelechowski | (director)              | (022) 521 79 19 | wojciech.zelechowski@pkobp.pl |
| Michał Sergejev      | (sales)                 | (022) 521 82 14 | michal.sergejev@pkobp.pl      |
| Mark Cowley          | (sales)                 | (022) 521 52 46 | mark.cowley@pkobp.pl          |
| Krzysztof Kubacki    | (head of sales trading) | (022) 521 91 33 | krzysztof.kubacki@pkobp.pl    |
| Marcin Borciuch      | (sales trader)          | (022) 521 82 12 | marcin.borciuch@pkobp.pl      |
| Piotr Dedecjus       | (sales trader)          | (022) 521 91 40 | piotr.dedecjus@pkobp.pl       |
| Tomasz Ilcyszyn      | (sales trader)          | (022) 521 82 10 | tomasz.ilcyszyn@pkobp.pl      |
| Igor Szczepaniec     | (sales trader)          | (022) 521 65 41 | igor.szczepaniec@pkobp.pl     |
| Maciej Kałuża        | (trader)                | (022) 521 91 50 | maciej.kaluz@pkobp.pl         |
| Andrzej Sychowski    | (trader)                | (022) 521 48 93 | andrzej.sychowski@pkobp.pl    |
| Joanna Wilk          | (trader)                | (022) 521 48 93 | joanna.wilk@pkobp.pl          |

## INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

### DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego (dalej: „DM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującego), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (dalej: Rozporządzenie), wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następnych dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Rekomendacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez DM PKO BP.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

DM PKO BP przysługują prawa autorskie do Rekomendacji. Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków DM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinią zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta. Powielanie bądź publikowanie Rekomendacji w całości lub części bez zgody DM PKO BP jest zabronione.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. DM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. DM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. DM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

DM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. DM PKO BP zwraca uwagę, iż 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, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony DM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje.

DM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie DM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego” (tutaj), jak również umowy o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji przez DM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

#### Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn cen rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
 ROA - stopa zwrotu z aktywów  
 EBIT - zysk operacyjny  
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
 EPS - zysk netto na 1 akcję  
 DPS - dywidenda na 1 akcję  
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
 P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS  
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji  
 EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA  
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży  
 marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży  
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży  
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

#### Stosowane metody wyceny

Rekomendacja DM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modele zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyliczyć prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

#### Rekomendacje stosowane przez DM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacje mogą być opatrzone dodatkiem SPEKULACYJNIE oznaczającym, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Rekomendacje wydawane przez DM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W ciągu 6 ostatnich miesięcy DM PKO BP wydał:

| Rekomendacja: | Liczba rekomendacji: |
|---------------|----------------------|
| Kupuj         | 28 (43%)             |
| Trzymaj       | 31 (48%)             |
| Sprzedaj      | 6 (9%)               |

#### Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z DM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). DM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

DM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

| Emitent:         | Zastrzeżenie |
|------------------|--------------|
| Jeronimo Martins | -            |
| Eurocash         | 3            |
| Emperia          | 3            |

#### Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. DM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. DM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. DM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z DM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

#### Ujawnienia

Rekomendacja dotyczy Emitenta/Emitentów : Emperia, Eurocash, Jeronimo Martins.

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

#### Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy DM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w § 9 i § 10 Rozporządzenia.