

ROZDZIAŁ VI OCENY I PERSPEKTYWY ROZWOJU EMITENTA

1. Ocena zarządzania zasobami finansowymi

Ocena zarządzania zasobami finansowymi przez Eurocash została przeprowadzona w oparciu o sprawozdania finansowe Spółki za 2003 r. oraz za okres od 1 stycznia 2004 r. do 30 września 2004 r. Z uwagi na fakt, że Spółka rozpoczęła działalność handlową 1 października 2002 r., brak jest porównywalnych danych finansowych za cały rok 2002, co powoduje znaczne trudności w analizie zarządzania zasobami finansowymi przez Spółkę.

Analizę przeprowadzono w oparciu o wskaźniki rentowności, płynności, poziomu i struktury kapitału obrotowego oraz zadłużenia.

1.1. Analiza rentowności

Poniższa tabela przedstawia analizę rentowności przeprowadzoną w oparciu o podstawowe wskaźniki rentowności.

Tabela VI.1. Wskaźniki rentowności Eurocash

Lp.	I-IX 2004	I-IX 2003	I-VII 2004	2003	2002**
1. Przychody ze sprzedaży (tys. zł):	1.195.982	1.019.463	907.615	1.374.545	274.560
2. EBITDA (tys. zł)	35.247	11.360	24.340	19.284	(10.129)
3. Zysk (strata) na działalności operacyjnej (tys. zł)	21.527	1.418	14.820	5.879	(13.575)
4. Zysk / strata netto (tys. zł)	17.141	950	11.496	4.100	(10.402)
5. Rentowność EBITDA (2/1)	2,9%	1,1%	2,7%	1,4%	(3,7%)
6. Rentowność operacyjna (3/1)	1,8%	0,1%	1,6%	0,4%	(4,9%)
7. Rentowność sprzedaży netto (4/1)	1,4%	0,1%	1,3%*	0,3%	(3,8%)
8. Rentowność aktywów, ROA (%)	6,2%*	0,4%*	5,0%*	1,1%	-
9. Rentowność kapitałów własnych, ROE (%)	16,5%*	1,1%*	14,8*	3,5%	-

* w oparciu o annualizowany zysk netto (zysk za dany okres ekstrapolowany na okres 12 miesięcy)

** Spółka prowadziła działalność handlową od X 2002r.

Dane za 2001 rok nie zostały zaprezentowane w powyższej tabeli, ponieważ w 2001 roku w Spółka nie prowadziła działalności handlowej.

Źródło: Emitent

Marża brutto na sprzedaży – przychody ze sprzedaży pomniejszone o wartość sprzedanych towarów i materiałów.

Wskaźniki rentowności – stosunki odpowiednich wielkości zysków (na sprzedaży, EBITDA, zysku z działalności operacyjnej, zysku netto) do przychodów ze sprzedaży netto produktów, usług, towarów i materiałów.

Wskaźnik rentowności aktywów (ROA) – stosunek zysku netto za dany okres do wartości aktywów na koniec danego okresu.

Wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE) - stosunek zysku netto za dany okres do sumy kapitałów własnych na koniec danego okresu.

1.1.1. Przychody ze sprzedaży

Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów osiągnięte przez Eurocash w okresie dziewięciu miesięcy zakończonym w dniu 30 września 2004 roku wyniosły 1.195.982 tys. zł., co oznacza wzrost o 17,3% w porównaniu z analogicznym okresem 2003 roku. Blisko 94% przychodów stanowią przychody ze sprzedaży towarów i materiałów, a pozostałą część stanowią przychody ze sprzedaży produktów na które składają się głównie bonusy otrzymywane od dostawców za osiągnięcie określonej wielkości sprzedaży w danym okresie.

Wzrost przychodów Eurocash osiągnięty został m.in. dzięki optymalizacji asortymentu oraz polityki cenowej, co przyczyniło się do wzrostu średnich obrotów realizowanych przez klientów dokonujących zakupów w sieci Dyskontów Cash & Carry. W analogicznym okresie 2003 roku, średnie miesięczne obroty na klienta w okresie styczeń – wrzesień 2004 wzrosły o ponad 20%. Systematycznie wzrasta także sprzedaż do sklepów „abc”. W okresie styczeń – wrzesień 2004 r. wzrosła ona o 23,5% w porównaniu z analogicznym okresem 2003 roku. Udział sprzedaży do sklepów „abc” w przychodach sprzedaży ogółem wzrósł o 1,7 punktu procentowego w okresie styczeń – wrzesień 2004 r.

w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego i był równy 33,5%. W opinii Zarządu wpływ na to miała przeprowadzona restrukturyzacja sieci sklepów „abc”.

Na wzrost sprzedaży wpływ miało także otwarcie kolejnych 3 Dyskontów Cash & Carry w 2004 roku. W okresie od ich otwarcia (lipiec-sierpień 2004 r.) do końca września 2004 r. łączna sprzedaż nowo otwartych Dyskontów Cash & Carry wyniosła 3,1 mln złotych.

1.1.2. Koszty

Koszty sprzedaży

W okresie styczeń – wrzesień 2004 r. koszty sprzedaży wyniosły 81.810 tys. zł (6,8% wartości sprzedaży), w porównaniu z 81.791 tys. zł (8,0% wartości sprzedaży) w analogicznym okresie 2003 roku. Na koszty sprzedaży składają się:

- koszty związane z działalnością Dyskontów Cash & Carry prowadzonych przez Eurocash (70% kosztów sprzedaży);
- koszty związane z działalnością Dyskontów Cash & Carry prowadzonych na podstawie umów agencyjnych (14% kosztów sprzedaży);
- koszty działalności centrów dystrybucyjnych (16% kosztów sprzedaży).

Główne pozycje kosztowe związane z działalnością Dyskontów Cash & Carry prowadzonych przez Eurocash obejmują:

- koszty osobowe, obejmujące wynagrodzenia, składki z tytułu ubezpieczenia społecznego i inne świadczenia;
- koszty wynajmu obejmujące głównie koszty wynajmu pomieszczeń na hurtownie;
- koszty transportu;
- amortyzację; oraz
- pozostałe koszty operacyjne, obejmujące media (woda, prąd, gaz), usługi obce i inne koszty operacyjne.

W przypadku Dyskontów Cash & Carry prowadzonych na podstawie umów agencyjnych, główna pozycja kosztowa Eurocash to koszty prowizji dla agentów, którzy we własnym zakresie pokrywają koszty osobowe, koszty wynajmu pomieszczeń na hurtownię oraz pozostałe koszty utrzymania hurtowni. Ponadto koszty ponoszone przez Eurocash obejmują koszty transportu, koszty amortyzacji oraz koszty usług obcych.

Koszty działalności centrów dystrybucyjnych obejmują głównie koszty wynajmu i utrzymania pomieszczeń magazynowych, koszty osobowe oraz koszty amortyzacji.

W omawianym okresie wzrost sprzedaży był w znacznym stopniu generowany przez wzrost obrotów w istniejącej sieci Dyskontów Cash & Carry, co nie powoduje wzrostu kosztów związanych z działalnością Dyskontów Cash & Carry oraz z działalnością centrów dystrybucyjnych.

Koszty ogólnego zarządu

W okresie styczeń – wrzesień 2004 r. koszty ogólnego zarządu wyniosły 30.686 tys. zł (2,6% wartości sprzedaży), w porównaniu z 18.321 tys. zł (1,8% wartości sprzedaży) w analogicznym okresie 2003 roku. Na koszty ogólnego zarządu składają się głównie koszty związane z działalnością centrali Spółki. Wzrost kosztów w tym okresie spowodowany był głównie wzrostem kosztów osobowych, kosztów reklamy oraz wzrostem kosztów amortyzacji i leasingu sprzętu komputerowego. Wzrost kosztów osobowych był częściowo spowodowany utworzeniem własnego działu IT w związku z wdrożeniem przez Eurocash nowego systemu informatycznego na miejsce starego systemu, który był przejściowo użytkowany wspólnie z Jeronimo Martins Dystrybucja.

Pozostałe koszty operacyjne

W okresie styczeń – wrzesień 2004 r. pozostałe koszty operacyjne wyniosły 12.079 tys. zł (1,0% wartości sprzedaży), w porównaniu z 12.473 tys. zł (1,2% wartości sprzedaży) w analogicznym okresie 2003 roku. Na pozostałe koszty operacyjne w okresie styczeń – wrzesień 2004 r. składają się głównie koszty opłat z tytułu umowy licencyjnej z Politra na korzystanie z know-how (opisanej w pkt. 8 Rozdziału V) oraz koszty strat magazynowych.

Płatności związane z umową licencyjną z Politra wyniosły 6.957 tys. zł za okres od stycznia do sierpnia 2004 r. W związku z rozwiązaniem umowy licencyjnej z Politra, Eurocash dokonał jednorazowej spłaty przyszłych zobowiązań wynikających z tej umowy, a nabyte know-how zostało zaksięgowane jako element aktywów w pozycji wartości niematerialne i prawne. Począwszy od września 2004 r. Spółka nie ponosi kosztów opłat licencyjnych za know-how, tylko amortyzuje nabyte wartości niematerialne i prawne liniowo przez okres 60 miesięcy. Kwota amortyzacji z tego tytułu wynosi miesięcznie 905,4 tys. zł. Amortyzacja ta ujmowana jest w kosztach ogólnego zarządu.

Straty magazynowe związane są z charakterem działalności Eurocash. Spółka przywiązuje istotną wagę do minimalizacji ponoszonych strat magazynowych. Dzięki ścisłej kontroli operacyjnej wskaźnik strat magazynowych wyniósł okresie styczeń – wrzesień 2004 r. 0,3% wartości sprzedaży.

Zysk na działalności operacyjnej

Głównym czynnikiem determinującym wzrost rentowności w roku 2003 była poprawa efektywności działalności operacyjnej, wynikająca z działań racjonalizacyjnych podjętych przez nowego właściciela po dokonaniu wykupu przez obecnego prezesa Zarządu Spółki, obejmujących m.in. wprowadzenie czytelnych zasad motywacji personelu, weryfikację zasad udzielania kredytu kupieckiego, rozwój sieci sklepów „abc”, restrukturyzację systemu logistycznego, wprowadzenie nowej polityki cenowej oraz marek dostępnych tylko w sieci Eurocash.

W okresie styczeń – wrzesień 2004 r. kontynuowano proces optymalizacji kosztów operacyjnych, czego rezultatem był dalszy wzrost rentowności Spółki. Rentowność operacyjna wyniosła w tym okresie 1,8% w porównaniu z 0,4% w całym 2003 roku.

Zysk netto

W okresie styczeń – wrzesień 2004 r. zysk netto Eurocash wyniósł 17,1 mln PLN, podczas gdy zysk netto za rok 2003 wyniósł 4,1 mln zł. Ten wzrost był możliwy dzięki restrukturyzacji działalności Spółki w 2003 roku, kontynuowanej także w 2004 roku oraz zwiększeniu poziomu sprzedaży, co przy danym poziomie stałych kosztów operacyjnych przekłada się na większy niż proporcjonalny do wzrostu sprzedaży wzrost zysku netto.

Na poziom zysku netto w okresie styczeń – wrzesień 2004 r. miały wpływ płatności odsetek z tytułu pożyczki udzielonej na rzecz Eurocash przez Jeronimo Martins Dystrybucja. W okresie tym płatności odsetek z tego tytułu wyniosły 3.095 tys. zł. W dniu 14 września 2004 r. Eurocash dokonał całkowitej spłaty zobowiązań z tytułu pożyczki udzielonej przez Jeronimo Martins Dystrybucja. W związku ze spłatą pożyczki przez Eurocash, obciążenia z tego tytułu nie będą miały wpływu na zysk netto osiągany w latach przyszłych.

1.2. Ocena płynności

Do oceny płynności finansowej Eurocash wykorzystane zostały wskaźniki wyszczególnione w poniższej tabeli.

Tabela VI.2. Wskaźniki płynności Eurocash

	30.09.2004	30.09.2003	31.12.2003	31.12.2002*
Wskaźnik bieżącej płynności (<i>current ratio</i>)	0,85	1,02	1,15	0,96
Wskaźnik płynności szybki (<i>quick ratio</i>)	0,34	0,57	0,67	0,45
Wskaźnik natychmiastowy (<i>cash ratio</i>)	0,19	0,33	0,50	0,26

* Spółka prowadziła działalność handlową od X 2002 r.

Dane za 2001 rok nie zostały zaprezentowane w powyższej tabeli, ponieważ w 2001 roku w Spółka nie prowadziła działalności handlowej.

Źródło: Eurocash

Wskaźniki bieżącej płynności – stosunek stanu majątku obrotowego do stanu zobowiązań bieżących na koniec danego okresu; obrazuje zdolność firmy do regulowania bieżących zobowiązań przy wykorzystaniu aktywów bieżących.

Wskaźnik płynności szybki – stosunek stanu majątku obrotowego pomniejszonego o zapasy do poziomu zobowiązań bieżących na koniec danego okresu; obrazuje zdolność zgromadzenia w krótkim czasie środków pieniężnych na pokrycie zobowiązań o wysokim stopniu wymagalności.

Wskaźnik natychmiastowy - stosunek stanu środków pieniężnych do poziomu zobowiązań bieżących na koniec danego okresu; obrazuje zdolność do pokrycia zobowiązań o natychmiastowej wymagalności przy wykorzystaniu dysponowanych środków pieniężnych.

Kształtowanie się wskaźników płynności spowodowane jest charakterem działalności Spółki. Z jednej strony Eurocash utrzymuje wysoki poziom zobowiązań bieżących, związanych z otrzymywanym od dostawców kredytem kupieckim, z drugiej strony prowadzona sprzedaż hurtowa wymaga utrzymywania pewnego minimalnego poziomu zapasów zapewniającego bezpieczeństwo dostaw. Podkreślenia wymaga jednak fakt, iż większość sprzedaży hurtowej prowadzona jest w systemie *cash & carry*, z ograniczonym wykorzystaniem kredytu kupieckiego, co przekłada się na relatywnie wysokie wskaźniki płynności natychmiastowej.

Eurocash prowadzi ostrożną politykę przyznawania kredytu kupieckiego – zasadą jest, iż mogą go otrzymać tylko sprawdzeni klienci i w każdym przypadku poziom zaangażowania podlega ścisłej kontroli na poziomie każdego z nich. System komputerowy Eurocash pozwala na codzienną analizę stanu kredytów kupieckich i bardzo szybkie reagowanie na ewentualne problemy z niewypłacalnością. Spadek wskaźników płynności w okresie styczeń – wrzesień 2004 r.

w porównaniu ze stanem na koniec 2003 r. spowodowany był głównie zmniejszeniem się stanu środków pieniężnych w związku ze spłatą przyszłych zobowiązań wynikających z umowy licencyjnej z Politra oraz ze spłatą pożyczki na rzecz JMD.

1.3. Kapitał obrotowy i wskaźniki rotacji

Tabela VI.3. Analiza majątku obrotowego Eurocash (dane w tys. zł)

Lp.		30.09.2004	30.09.2003	31.12.2003	31.12.2002
1.	Majątek obrotowy skorygowany (2+3-4)	101.816	70.134	31.284	73.323
2.	Zapasy	110.931	86.569	99.474	84.933
3.	Należności	31.423	47.032	35.543	31.855
4.	Gotówka i papiery wartościowe przeznaczone do obrotu	40.538	63.468	103.733	43.464
5.	Zobowiązania bieżące (6-7)	214.165	192.311	207.856	167.362
6.	Zobowiązania krótkoterminowe	214.165	192.311	211.456	167.362
7.	Kredyty krótkoterminowe	0	0	3.600	0
8.	Kapitał obrotowy (2+3-6)	(71.811)	(58.710)	(76.439)	(50.574)
9.	Zapotrzebowanie na środki obrotowe (1-5)	(112.349)	(122.177)	(176.572)	(94.038)
10.	Saldo netto środków pieniężnych (4-7)	40.538	63.468	100.133	43.464
11.	Udział środków własnych w finansowaniu majątku obrotowego (8/(2+3))	(50,45%)	(43,94%)	(56,6%)	(43,3%)

* Spółka prowadziła działalność handlową od X 2002 r.

Dane za 2001 rok nie zostały zaprezentowane w powyższej tabeli, ponieważ w 2001 roku w Spółka nie prowadziła działalności handlowej.

Źródło: Eurocash

W omawianym okresie aktywa obrotowe Emitenta finansowane były kapitałem obcym. Taka struktura finansowania odpowiada specyfice działalności Eurocash, obejmującej korzystanie z kredytu kupieckiego. W całym analizowanym okresie wartość kapitału obrotowego była ujemna, co wynika m.in. z korzystnej relacji pomiędzy terminem wpływu gotówki za sprzedane towary (większość sprzedaży dokonywana jest za gotówkę), a terminem spłaty zobowiązań wobec dostawców.

Powyższe czynniki, powiązane z niskim cyklem rotacji zapasów, mają wpływ na ujemny cykl konwersji gotówki. Kształtowanie się wskaźników rotacji Emitenta prezentuje poniższa tabela.

Tabela VI.4. Analiza rotacji głównych składników kapitału obrotowego Eurocash (w dniach)

Lp.		I-IX 2004	I-IX 2003	2003	2002*
1.	Cykl rotacji zapasów	25,3	23,2	26,4	28,2
2.	Cykl rotacji należności	7,2	12,6	9,4	10,6
3.	Cykl rotacji zobowiązań	55,7	57,9	62,3	61,6
4.	Cykl operacyjny (1+2)	32,5	35,8	35,9	38,7
5.	Cykl konwersji gotówki (4-3)	(23,2)	(22,2)	(26,4)	(22,9)

* Spółka prowadziła działalność handlową od X 2002 r.

Dane za 2001 rok nie zostały zaprezentowane w powyższej tabeli, ponieważ w 2001 roku w Spółka nie prowadziła działalności handlowej.

Źródło: Eurocash

Wskaźnik rotacji zapasów – stosunek stanu zapasów na koniec okresu do wartości przychodów netto w okresie pomnożony przez liczbę dni w okresie.

Wskaźnik rotacji należności – stosunek stanu należności na koniec okresu do wartości przychodów netto w okresie pomnożony przez liczbę dni w okresie; cykl rotacji należności określa średni czas oczekiwania (w dniach) na spłatę należności z tytułu dostaw.

Wskaźnik rotacji zobowiązań – stosunek stanu zobowiązań na koniec okresu do wartości kosztów operacyjnych w okresie pomnożony przez liczbę dni w okresie; cykl rotacji zobowiązań określa średni czas (w dniach), w którym firma reguluje swoje zobowiązania z tytułu dostaw.

Cykl operacyjny – suma cyklu rotacji zapasów i cyklu rotacji należności.

Cykl konwersji gotówki – różnica pomiędzy cyklem operacyjnym a cyklem rotacji zobowiązań z tytułu dostaw i usług. Stopień zadłużenia przedsiębiorstwa.

1.4. Ocena zadłużenia Emitenta

Poniższa tabela przedstawia najważniejsze wskaźniki zadłużenia Eurocash.

Tabela VI.5. Struktura finansowania Eurocash

	30.09.2004	30.09.2003	31.12.2003	31.12.2002*
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,62	0,65	0,68	0,62
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	1,65	1,82	2,13	1,63
Wskaźnik pokrycia majątku kapitałami własnymi	0,38	0,35	0,32	0,38
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	0,01	0,00	0,07	0,00

* Spółka prowadziła działalność handlową od X 2002r.

Dane za 2001 rok nie zostały zaprezentowane w powyższej tabeli, ponieważ w 2001 roku w Spółka nie prowadziła działalności handlowej.

Źródło: Eurocash

Wskaźnik ogólnego zadłużenia – stosunek zobowiązań krótko i długoterminowych do aktywów ogółem; obrazuje udział zewnętrznych źródeł finansowania działalności spółki.

Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego – stosunek zobowiązań ogółem do kapitałów własnych.

Wskaźnik pokrycia majątku kapitałami własnymi – stosunek kapitałów własnych do aktywów ogółem; przedstawia udział środków własnych w finansowaniu działalności.

Wskaźnik zadłużenia długoterminowego – relacja zobowiązań długoterminowych do ogólnej sumy aktywów; określa udział zobowiązań długoterminowych w finansowaniu działalności.

Emitent w analizowanym okresie wykazywał zadłużenie na poziomie 62% do 68% aktywów ogółem. Większość zobowiązań Emitenta stanowią jednak krótkoterminowe zobowiązania handlowe wynikające ze specyfiki działalności oraz finansowania kapitału obrotowego.

2. Ocena czynników i nietypowych zdarzeń mających wpływ na wyniki działalności gospodarczej Emitenta

Rozpoczęcie działalności

Z uwagi na fakt, że Spółka rozpoczęła działalność operacyjną w dniu 1 października 2002 r., wyniki roku 2002 obejmują ostatni kwartał tego roku.

Restrukturyzacja Spółki

Na wyniki w roku 2003 największy wpływ miało podjęcie przez Zarząd Emitenta, po przejęciu kontroli nad Spółką przez obecnego Prezesa Zarządu, szeregu działań mających na celu poprawę rentowności Spółki. Restrukturyzacja zasadniczo obejmowała następujące działania:

- *Restrukturyzację kosztów i centralizację operacji* – centralizacja funkcji zarządczych i administracyjnych oraz ścisła kontrola kosztów pozwoliła na znaczną redukcję kosztów na poziomie poszczególnych Dyskontów Cash & Carry. Dodatkowo optymalizacja działalności Dyskontów Cash & Carry umożliwiła dalsze oszczędności. Ponadto centrala Spółki również przeszła gruntowną reorganizację mającą na celu poprawę efektywności działalności.
- *Restrukturyzację sieci sklepów „abc” poprzez skupienie się na korzystniejszych lokalizacjach* – w pierwszym roku restrukturyzacji Eurocash rozwiązał umowy franczyzowe z prawie 600 (z około 1.700 istniejących) sklepami „abc” i pozyskał dodatkowo 700 nowych sklepów do sieci. Ponadto wprowadzono program motywujący najlepsze sklepy. Działania te zaowocowały wzrostem średnich zakupów sklepów „abc” o ok. 17% porównując okresy 9 miesięcy 2003 i 2004 r.

- *Wprowadzenie nowego systemu motywacyjnego pracowników* – pracownikom zaproponowano system motywacyjny ściśle związany z wynikami Spółki. Sprzedaż, marże, rotacja towarów, zmniejszenie strat i złych kredytów są parametrami określającymi wynagrodzenie pracownika. Jednocześnie nastąpiła decentralizacja odpowiedzialności przy jednoczesnym zachowaniu scentralizowanych systemów bieżącej kontroli.
- *Przedefiniowanie koncepcji sprzedaży hurtowej* – podjęto natychmiastowe działania mające na celu zmianę układu i struktury hurtowni w celu zmodyfikowania asortymentu produktów i dostosowania go do planowanej szybkiej rotacji produktów. Ponadto dokonano modyfikacji polityki cenowej (marżowej) oraz zweryfikowano także wszystkie działania marketingowe.

Wynikiem przeprowadzonych działań restrukturyzacyjnych było stworzenie koncepcji Dyskontu Cash & Carry, ze strukturą zarządzania pozwalającą na motywowanie pracowników, kontrolę i efektywne działania, przy niskich kosztach działalności i nakładach inwestycyjnych, oraz zrestrukturyzowaną siecią sklepów „abc”.

Nabycie know-how

W marcu 2003 r. Emitent zawarł z Politra umowę dotyczącą udzielenia licencji na korzystanie z know-how (szczegółowo opisaną w pkt. 8 Rozdziału V). Płatności związane z ww. umową wyniosły w 2003 r. 8.709 tys. zł oraz 6.957 tys. zł za okres od stycznia do końca sierpnia 2004 r.

18 sierpnia 2004 r. Eurocash i Politra podpisały umowę o rozwiązaniu umowy licencji na korzystanie z know-how. Zgodnie z tą umową, Eurocash nabył know-how od Politra za cenę równą wartości przyszłych zobowiązań wynikających z umowy licencji na korzystanie z know-how. Wartość przyszłych zobowiązań została oszacowana na 52.403,3 tys. zł, zaś cena nabycia wyniosła 11.796.418 Euro.

W związku z jednorazową spłatą przyszłych zobowiązań wynikających z umowy licencji na korzystanie z know-how, nabyte know-how zostało zaksięgowane jako element aktywów w pozycji wartości niematerialne i prawne, amortyzowane liniowo przez okres 60 miesięcy. Kwota amortyzacji z tego tytułu wynosi miesięcznie 905,4 tys. zł.

Tabela VI.6. Plan amortyzacji know-how

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Amortyzacja know-how (tys. zł)	3.633,2	10.899,6	10.899,6	10.899,6	10.899,6	7.266,4

Spłata pożyczki udzielonej przez Jeronimo Martins Dystrybcja

W październiku 2003 r. Spółka otrzymała pożyczkę z firmy Jeronimo Martins Dystrybcja w wysokości 30.422,5 tys. zł. W okresie styczeń – wrzesień 2004 r. płatności odsetek z tytułu pożyczki udzielonej na rzecz Eurocash przez Jeronimo Martins Dystrybcja wyniosły 3.095 tys. zł. W dniu 14 września 2004 r. Eurocash dokonał całkowitej spłaty zobowiązań z tytułu pożyczki udzielonej przez Jeronimo Martins Dystrybcja. W związku ze spłatą pożyczki przez Eurocash, obciążenia z tego tytułu nie będą miały wpływu na zysk netto osiągniany w latach przyszłych.

System IT

W 2004 roku Eurocash wdrożył nowy system informatyczny na miejsce starego systemu, który był przejściowo użytkowany wspólnie z grupą Jeronimo Martins. Główne wydatki na nowy system obejmowały:

- Migrację systemu SAP wraz z bazą danych Oracle oraz systemu Hurtowni Danych ze środowiska Jeronimo Martins Dystrybcja do nowego środowiska Emitenta,
- Infrastruktura sprzętowa (serwery, macierze dyskowe, stacje robocze, infrastruktura sieciowa),
- Integrację nowego systemu informatycznego

Prace nad wdrożeniem systemu zostały zapoczątkowane w 2003 roku, natomiast ukończono je w 2004 roku, w którym zrealizowano zasadniczą część prac. Wydatki związane z wdrożeniem systemu wyniosły w 2003 roku 268 tys. zł, a w 2004 roku 12.406 tys. zł. Do końca 2004 roku nie przewiduje się już istotnych wydatków związanych z uruchomieniem nowego systemu informatycznego.

Licencja SAP

W dniu 18 października 2004 r. Eurocash zawarł umowę przejęcia od Kipi wszystkich praw i obowiązków wynikających z Umowy Licencyjnej opisaną w pkt. 10.2, w Rozdziale V. Od tego dnia licencja na system „mySAP Business Suite” oraz bazę danych „ORACLE Database” jest udzielona Emitentowi bezpośrednio przez SAP.

3. **Kierunki zmian w działalności gospodarczej od sporządzenia ostatniego sprawozdania finansowego**

W okresie pomiędzy datą sporządzenia ostatniego sprawozdania finansowego zamieszczonego w Prospekcie (31 lipca 2004 r.) a datą aktualizacji Prospektu nie nastąpiły znaczące zmiany w prowadzonej działalności gospodarczej Emitenta poza opisanymi w pkt. 2 Rozdziału VI.

4. **Czynniki istotne dla rozwoju Emitenta i przewidywania wobec ich kształtowania się w przyszłości oraz perspektywy rozwoju działalności gospodarczej Emitenta**

4.1. **Czynniki zewnętrzne**

4.1.1. **Rozwój gospodarczy Polski**

Tempo rozwoju gospodarczego, poziom dochodów gospodarstw domowych oraz pozostałe czynniki natury makroekonomicznej mają istotny wpływ na poziom wydatków ludności i tempo wzrostu popytu krajowego, tym samym wpływając na wielkość przychodów Eurocash. Począwszy od drugiej połowy 2003 roku, widoczna jest poprawa ogólnej koniunktury gospodarczej w Polsce. Utrzymanie obecnego trendu powinno się przełożyć pozytywnie na wyniki osiągane przez Emitenta. Warto zarazem podkreślić, że towary podstawowe, obejmujące m.in. artykuły spożywcze i artykuły przemysłowe, na których skupia się Eurocash, należą do dóbr, na które popyt jest relatywnie mniej wrażliwy na zmiany koniunktury.

4.1.2. **Konkurencja i zmiany struktury polskiego handlu detalicznego i hurtowego**

Według danych CAL, liczba podmiotów na rynku hurtowym zmniejszyła się w latach 1994-2002 o ponad 50% i coraz większego znaczenia zaczynają nabierać duże sieci hurtowni mogących przedstawić klientom konkurencyjną ofertę. Emitent oczekuje, że zmniejszeniu ilości lub zamykaniu hurtowni lokalnych i regionalnych będzie towarzyszyć wzrost znaczenia dużych, ogólnopolskich lub ponadregionalnych sieci hurtowych.

Zdaniem Emitenta, na rynku detalicznym coraz większego znaczenia będą z kolei nabierać sieci detalistów, skupiające wiele podmiotów i pozwalające na osiągnięcie lepszych warunków zakupowych i korzyści ze wspólnej polityki promocyjnej i logistycznej.

4.1.3. **Regulacje rynku detalicznego**

Ewentualne zmiany prawa, w szczególności dotyczące prowadzenia działalności handlowej, prawa pracy, prawa konsumenckiego, mogą mieć wpływ na działalność Emitenta. W opinii Zarządu, obserwowane obecnie tendencje do uregulowania pewnych obszarów działalności handlowej w Polsce mogą spowodować, że ewentualne zmiany regulacji prawdopodobnie będą tworzyć bardziej przyjazne środowisko działalności małych i średnich sklepów, kosztem dużych sieci w kanałach nowoczesnych. Zdaniem Zarządu Spółki, zmiany te nie powinny mieć jednak znaczącego wpływu na sytuację Eurocash.

4.2. **Czynniki wewnętrzne**

4.2.1. **Kadra zarządzająca**

Możliwości realizacji zakładanej strategii rozwoju opierają się w dużej mierze na profesjonalizmie i doświadczeniu kadry zarządzającej Eurocash. Zarząd i główni menedżerowie operacyjni firmy dysponują rzadko spotykanym na polskim rynku doświadczeniem łączącym umiejętności rozwijania dużych sieci dystrybucyjnych, zarówno w Polsce, jak i za granicą. Większość członków Komitetu Wykonawczego ma blisko dziesięcioletnie doświadczenie w branży detalicznej i brała udział w zarządzaniu spółkami zarówno w korzystnych jak i niekorzystnych warunkach rynkowych. System wynagradzania kadry zarządzającej, podobnie jak i pozostałych pracowników, jest w dużym stopniu uzależniony od osiąganych wyników firmy. Emitent zamierza także wprowadzić program motywacyjny skierowany do kluczowych menedżerów. Szczegółowy opis zasad Programu Motywacyjnego przedstawiono w pkt. 6 Rozdziału III.

4.2.2. **Ograniczone wymogi finansowania rozwoju**

W opinii Zarządu, jednym z najważniejszych czynników wpływających na pozycje konkurencyjną Spółki są niskie marginalne koszty rozwoju. Z uwagi na lokalizowanie nowo powstających hurtowni w istniejących budynkach, koszty otwarcia nowego Dyskontu Cash & Carry na zasadzie agencyjnej dotyczą jedynie nakładów na wybrane, podstawowe elementy wyposażenia, np. regałów do składowania, chłodni, kas, wózków paletowych, kasetonów reklamowych

i sprzętu komputerowego. Ograniczone koszty ekspansji związane są z ograniczonymi wymaganiami finansowania rozwoju i nie powodują wzrostu ryzyka inwestycyjnego.

4.2.3. Rozwój logistyki

Z uwagi na planowaną ekspansję działalności, Zarząd Eurocash podjął decyzję o zmianie lokalizacji centrum dystrybucyjnego w Poznaniu. Nowe centrum dystrybucyjne ma obejmować część magazynową (ok. 20.000 m²) oraz część biurową (ok. 3.200 m²). Docelowo ma tam się także znaleźć centrala Spółki. Uruchomienie części magazynowej planowane jest na czerwiec 2005 roku, a części biurowej w październiku 2005 r.

Zgodnie z planami Zarządu Emitenta, zmiana lokalizacji centrum dystrybucyjnego nie spowoduje znaczącej zmiany kosztów wynajmu pomieszczeń na potrzeby centrum dystrybucyjnego, natomiast umożliwi korzystanie ze znacznie większej powierzchni magazynowej, co powinno przyczynić się do poprawy efektywności centrum dystrybucyjnego i zapewni warunki do dalszego rozwoju skali działalności Spółki.

4.2.4. Systemy IT

Sprawnie działający system komputerowy stanowi kluczowy element efektywnie działającej sieci dystrybucyjnej. Centrala, centra dystrybucyjne oraz poszczególne Dyskonty Cash & Carry działają w oparciu o nowoczesny, w pełni zintegrowany system komputerowy SAP oraz opartą na platformie Oracle, rozbudowaną bazą danych z ponad 60.000 zarejestrowanymi aktywnymi klientami, pozwalającą na dokonywanie analiz odbiorców oraz stosowanie efektywnej komunikacji marketingowej.

Funkcjonalność systemu tworzy platformę informowania kierownictwa. System pozwala na zarządzanie w czasie rzeczywistym kapitałem obrotowym na poziomie każdej hurtowni, analizę sprzedaży na poziomie pojedynczych produktów i klientów, optymalizację dostaw i transportu oraz analizę każdego z przyznaných kredytów kupieckich. Codzienny monitoring umożliwia bieżące kontrolowanie działalności Spółki, wykorzystywany jest przez Kierownictwo Spółki do podejmowania codziennych decyzji biznesowych i pozwala na szybkie reagowanie na potrzeby rynku.

5. Strategia rozwoju i zamierzenia inwestycyjne

5.1. Strategia rozwoju sieci Dyskontów Cash & Carry

Obecna strategia rozwoju Eurocash jest ściśle dostosowana do wymagań rynku polskiego. Bardzo istotne znaczenie mają w szczególności dominacja tradycyjnych kanałów dystrybucji hurtowej, struktura demograficzna (duża ilość małych miejscowości) oraz preferencje polskich konsumentów, przejawiające się częstszymi zakupami o relatywnie małej wartości (i objętości). Bazując na powyższych założeniach, Zarząd Emitenta podjął decyzję o kontynuowaniu dotychczasowej strategii rozwoju, polegającej na jak najgłębszej penetracji docelowego rynku, możliwej dzięki niskim kosztom ekspansji oraz dostosowaniu struktury oferty ściśle do potrzeb grupy docelowej klientów (małe i średnie sklepy).

Zdaniem Zarządu, potencjał polskiego rynku pozwoli na funkcjonowanie docelowo do ok. 150 Dyskontów Cash & Carry. Emitent planuje dalszy rozwój sieci Dyskontów Cash & Carry i zakłada, że łączna liczba placówek sięgnie 100 w ciągu kolejnych 2 lat. Zarząd oczekuje, że większość nowych Dyskontów Cash & Carry będzie działać na podstawie umów agencyjnych.

Preferowanym sposobem organizacji nowych Dyskontów Cash & Carry przez Emitenta jest model umów agencyjnych. Placówki działające na podstawie umów agencyjnych prowadzą działalność handlową wyłącznie towarami stanowiącymi własność Eurocash i przekazanymi agentom do sprzedaży. Agenci zobowiązani są do przestrzegania regulaminów, instrukcji oraz cenników ustanowionych przez Eurocash. Wynagrodzenie agentów stanowi prowizja, której wysokość uzależniona jest od wysokości obrotów. Każda z nowych, potencjalnych lokalizacji Dyskontów Cash & Carry jest bardzo szczegółowo oceniana przez Spółkę pod względem liczby mieszkańców, ich zamożności, istniejącej konkurencji, liczby sklepów w okolicy itd.

Bardzo duże znaczenie dla strategii rozwoju ma fakt, że otwarcie nowego Dyskontu Cash & Carry w formule agencji wiąże się z ograniczonym poziomem nakładów. Niski poziom marginalnych kosztów ekspansji oraz elastyczność (większość wydatków stanowią rzeczy ruchome, które można wykorzystać w innych placówkach) pozwala, zdaniem Zarządu, na znacznie głębszą penetrację rynku, niż jest to możliwe w przypadku wielu innych firm konkurencyjnych oraz zmniejszenie ryzyka inwestycyjnego. Równoległe do otwierania nowych Dyskontów Cash & Carry, Zarząd przewiduje rozwój sprzedaży w ich istniejącej już sieci.

Zarząd Eurocash widzi zarazem potencjalne możliwości rozwoju poprzez selektywne akwizycje lokalnych hurtowników średniej wielkości, w celu osiągnięcia korzyści skali oraz pełniejszego wykorzystania możliwości logistycznych.

5.2. Strategia rozwoju sieci franczyzowej „abc”

Równoległe z rozwojem sieci Dyskontów Cash & Carry, Eurocash przewiduje rozwój sieci sklepów franczyzowych „abc”. Spółka prognozuje, że do końca 2004 r. w sieci „abc” będzie funkcjonować ponad 2.000 sklepów „abc” (w porównaniu z 1.838 sklepami na koniec września 2004 r.).

Podobnie jak w przypadku Dyskontów Cash & Carry, dynamiczny rozwój sieci „abc” możliwy jest dzięki niskim marginalnym kosztom pozyskania nowych sklepów. Dynamicznie rozwijająca się sieć sklepów „abc” oraz sprawdzona formuła partnerskiej współpracy z właścicielami otwierają zdaniem Zarządu duże możliwości realizacji nowatorskich projektów wykorzystujących korzyści z istnienia ogólnopolskiej sieci dystrybucyjnej.

5.3. Zamierzenia inwestycyjne oraz ocena możliwości realizacji zamierzeń inwestycyjnych

Spółka przewiduje realizację kilku projektów inwestycyjnych, głównie związanych z planami rozwoju Eurocash. Najważniejsze z nich obejmują:

- wydatki związane z otwarciem nowych placówek Dyskont Cash & Carry w latach 2004-2005 oraz nakłady związane z utrzymaniem istniejącej sieci placówek; oraz
- rozwój logistyki, w tym w szczególności zakładana zmiana lokalizacji centrum dystrybucyjnego w Poznaniu w 2005 r.

W ciągu 9 miesięcy 2004 r., główną inwestycją (już zakończoną) była inwestycja w nowy system informatyczny na miejsce starego systemu, który był użytkowany wspólnie z grupą Jeronimo Martins.

Tabela poniżej przedstawia podsumowanie programu inwestycyjnego zakładanego przez Zarząd Spółki.

Tabela VI.7. Program wydatków inwestycyjnych 2004-2008

	tys. zł	2004	2005	2006-2008 (suma)
Nowe Dyskonty Cash & Carry i utrzymanie i remonty		4.400	19.000	23.400
Logistyka		390	3.900	6.900
Centrala		15.400	4.500	8.200
Razem wydatki inwestycyjne		20.190	27.400	38.500

Źródło: Emitent

Powyższe wydatki inwestycyjne Emitent planuje finansować z środków własnych pochodzących z bieżącej działalności operacyjnej.

6. Prognozy wyników finansowych Emitenta

6.1. Prognoza wyników finansowych na 2004 rok

Rozwój Spółki w 2004 r. odbywa się zgodnie z przewidywaniami Zarządu Emitenta. Poniższa tabela prezentuje przewidywania Zarządu Emitenta w zakresie głównych danych finansowych, ich realizację za 9 miesięcy 2004 r. oraz dane za 2003 rok.

Tabela VI.8. Prognoza wyników finansowych na 2004 rok

	Budżet na rok 2004	Wykonanie I-IX 2004 r.	Wykonanie jako % budżetu	2003
Przychody ze sprzedaży (mln zł)	1.582	1.196,0	76%	1.374,5
EBITDA (mln zł)	49	35,2	72%	19,3
Zysk operacyjny (mln zł)	27	21,5	79%	5,9
Zysk netto (mln zł)	21	17,1	81%	4,1

Źródło: Emitent

Przesunięcie kosztów związanych z opłatami licencyjnymi

W marcu 2003 r. Emitent zawarł umowę licencyjną z Politra (szczegółowo opisaną w pkt. 8 Rozdziału V). Płatności związane z umową licencyjną wyniosły w 2003 r. 8.709 tys. zł oraz 6.957 tys. zł za okres od stycznia do końca sierpnia 2004 r. i były księgowane w ciężar pozostałych kosztów operacyjnych. W dniu 18 sierpnia 2004 r. Eurocash i Politra podpisały umowę o rozwiązaniu umowy licencyjnej. Zgodnie z tą umową, Eurocash dokonał jednorazowej spłaty przyszłych zobowiązań wynikających z umowy licencyjnej oraz nabył know-how od Politra. W związku z jednorazową spłatą przyszłych zobowiązań wynikających z umowy licencyjnej, nabyte know-how zostało zaksięgowane jako element aktywów w pozycji wartości niematerialne i prawne, amortyzowane liniowo przez okres 60 miesięcy. W celu umożliwienia porównywalności przyszłych wyników finansowych, koszty opłat licencyjnych zaewidencjonowane w 2003 r., oraz w okresie styczeń – sierpień 2004 r. jako pozostałe koszty operacyjne zostały przesunięte do kosztów amortyzacji. Przeniesienie to skutkuje zwiększeniem EBITDA o kwotę 8.709 tys. zł w roku 2003 oraz o kwotę 6.957 tys. zł w 2004 r. – w wynikach za okres styczeń – wrzesień 2004 r., a także w budżecie na cały 2004 rok.

W poniższej tabeli przedstawiono główne dane finansowe skorygowane o finansowy efekt jednorazowej spłaty przyszłych zobowiązań wynikających z umowy licencyjnej z Politra. Umożliwi to porównywalność prezentowanych danych z rzeczywistymi wynikami za lata przyszłe.

Tabela VI.9. Prognoza wyników finansowych na 2004 rok (EBITDA skorygowana o efekt zdarzeń nietypowych)

	Budżet na rok 2004	Wykonanie I-IX 2004 r.	Wykonanie jako % budżetu	2003
Przychody ze sprzedaży (mln zł)	1.582	1.196,0	75%	1.374,5
Skorygowana EBITDA* (mln zł)	56	42,2	76%	28,0
Zysk operacyjny (mln zł)	27	21,5	79%	5,9
Zysk netto (mln zł)	21	17,1	81%	4,1

* Skorygowana EBITDA: zysk z działalności operacyjnej + amortyzacja + koszty opłat licencyjnych zapłaconych Politra w danym okresie.

Źródło: Emitent

6.2. Okres prognozy

Prognoza dotyczy okresu od 1 stycznia 2004 r. do 31 grudnia 2004 r.

6.3. Założenia prognozy

Podstawą do sporządzenia prognozy były poniższe założenia:

- Wzrost sprzedaży o ponad 15% w porównaniu z 2003 r.
- Liczba sklepów „abc” na koniec 2004 roku wynosząca 2.000 sklepów.
- Osiągnięcie marży EBITDA (skorygowanej) na poziomie 3,5%.
- Osiągnięcie marży zysku netto na poziomie 1,3%.

6.4. Monitorowanie realizacji prognozy

Monitorowanie możliwości realizacji prognozowanych wyników będzie dokonywane na bieżąco przez Emitenta, w oparciu o analizę przychodów ze sprzedaży i poniesionych kosztów.

6.5. Okresy oceny prognozy

Ocena realizacji prognozowanych wyników będzie dokonywana w okresach miesięcznych, wprowadzenie ewentualnej korekty nastąpi do końca grudnia 2004 roku w przypadku odchylenia rzeczywistych wyników od przyjętej prognozy o co najmniej 10%.

Jednocześnie Zarząd będzie na bieżąco informować o znaczących transakcjach dokonanych majątkiem rzeczowym lub finansowym wraz z wyjaśnieniami o ich ewentualnym wpływie na prezentowane prognozy.

7. Zobowiązania Emitenta z tytułu Obligacji

W związku z planowaną przez Emitenta emisją obligacji z prawem pierwszeństwa w ramach Programu Motywacyjnego (opisanego w pkt. 6 Rozdziału III), przewidywana wartość zobowiązań z tytułu emisji Obligacji Serii A wyniesie 1.277,42 PLN, a z tytułu emisji Obligacji Serii B wyniesie również 1.277,42 PLN. Łączna wartość zobowiązań z tytułu emisji ww. obligacji będzie równa kwocie 2.554,84 PLN.

Poza zobowiązaniem do wykupu, Obligacje będą zawierały zobowiązanie do wyemitowania Akcji na rzecz Obligatariusza, który zrealizuje prawo pierwszeństwa. Uchwała o Programie Motywacyjnym stanowi: *„Jeżeli akcje nie zostaną wydane, prawo do Akcji przekształci się w prawo do otrzymania kwoty pieniężnej równej wartości rynkowej Akcji z dnia, w którym Akcje miały być wydane”*. Szczegółowe zobowiązania Emitenta z tytułu Obligacji zostaną określone w warunkach emisji.