

wtorek, 13 sierpnia 2019 | aktualizacja raportu

## Dino: sprzedaj (podtrzymana)

DNP PW; DNPP.WA | Handel, Polska

### Rosnąca presja kosztowa

Kurs Dino istotnie wzrósł w 2019 dyskontując naszym zdaniem przyspieszenie dynamiki lfl od 2Q'19 oraz przyspieszenie inflacji cen żywności. Doceniamy bardzo dobry model biznesowy sieci, jednak uważamy że obecny poziom wyceny uwzględnia ambitne założenia wzrostu ignorując potencjalne ryzyka. Naszym zdaniem cel zarządu zakładający poprawę marży EBITDA o 0,1 – 0,2 p.p. r/r w 2019 roku będzie ambitny ze względu na: (1) rosnącą presję na marżę brutto na sprzedaży (istotny wzrost cen mięsa wieprzowego r/r, efekt bazy) oraz (2) presję kosztową (wynagrodzenia, koszty energii). Presja na rentowność może być tylko częściowo kompensowana przez wzrost lfl oraz poprawę warunków zakupowych. Nie widzimy także dalszego pola do zaskoczeń w obszarze tempa ekspansji. Zakładana przez nas roczna liczba otwarć w 2019 roku jest zbliżona do rekordu w sieci Biedronka oraz przewyższa ten rekord w 2020 roku. Coraz wyższa liczba nowych placówek otwierana w otoczeniu niskiej stopy bezrobocia może powodować dodatkową presję na koszty wynagrodzeń. Biorąc pod uwagę wskaźnik kapitalizacja/sklep, placówka Dino jest wyceniona drożej niż placówka Jeronimo Martins, pomimo generowania OCF niższego o około 33% (średnio w latach 2019-23), co jest naszym zdaniem nieuzasadnione. Uważamy że powyższe ryzyka nie uzasadniają wyceny na poziomie 20,2x/15,8x EV/EBITDA na lata 2019/20.

### Przeceniony wpływ wzrostu inflacji

W maju-czerwcu 2019 dynamika inflacji cen żywności przyspieszyła do 5-6%, co było efektem szokowym wynikającym z istotnego wzrostu cen warzyw i cen wieprzowiny r/r. Nierównomierny wzrost cen jest znacznie mniej korzystny dla spółek handlowych, ponieważ wzmaga efekt substytucyjny. Zwracamy uwagę na istotny wzrost cen mięsa wieprzowego r/r od kwietnia 2019 (+25% w 2Q'19), co będzie miało wpływ na rentowność zakładów Agro Rydzyna.

### Presja kosztów wynagrodzeń nasili się w 2020 roku

Województwo wielkopolskie, będące najważniejszym regionem pod względem otwarć oraz ilości sklepów, odnotowało stopę bezrobocia na poziomie 2,8% w czerwcu 2019. W 2020 planowane jest przyspieszenie dynamiki wzrostu płacy minimalnej względem poprzednich lat, co będzie wywierało oddolną presję na dynamikę płac. Oba powyższe czynniki powinny wpływać na wzrost kosztów wynagrodzeń w średnim terminie.

### Sklep Dino wyceniany relatywnie drożej niż sklep JMT

Wskaźnik kapitalizacja/sklep jest wyższy w sieci Dino niż w JMT w latach 2019/20 (wartości zbliżają się do siebie dopiero w 2021 roku). Naszym zdaniem taka wycena nie jest uzasadniona, biorąc pod uwagę znacznie niższy wskaźnik OCF/placówkę, który zgodnie z naszymi wyliczeniami powinien wynieść dla DNP/JMT średnio 0,70/1,05 mln PLN w latach 2019-23. Zwracamy również uwagę na znacznie bardziej kapitałochłonny model rozwoju sieci DNP, co sprawia że wskaźnik FCF/sklep jest znacznie mniej atrakcyjny niż w przypadku Jeronimo Martins.

### Ambitny cel nowych otwarć w kolejnych latach

Szacujemy, że w latach 2019/20 sieć Dino powiększy się o odpowiednio 244/293 placówki vs. 268 sklepów Biedronka otwartych w rekordowym 2013 roku. Biorąc pod uwagę rozmieszczenie centrów dystrybucyjnych, oczekujemy zagęszczenia sieci Dino w zachodniej Polsce, co może napędzać presję placową i może prowadzić do stopniowej kanibalizacji sprzedaży.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 462,8	5 838,5	7 673,7	9 980,2	12 221,0
EBITDA	401,4	541,1	703,9	894,2	1 100,2
marża EBITDA	9,0%	9,3%	9,2%	9,0%	9,0%
EBIT	303,2	429,0	549,0	703,1	858,8
Zysk netto	213,6	307,6	388,4	506,4	633,5
P/E	62,4	43,3	34,3	26,3	21,0
P/CE	44,5	31,8	24,5	19,1	15,2
P/BV	14,7	11,0	8,3	6,3	4,9
EV/EBITDA	35,5	25,6	20,2	15,8	12,5
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	135,90 PLN
Cena docelowa	111,20 PLN
Kapitalizacja	14 372 mln PLN
Free float	9 183 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	42,06 mln PLN

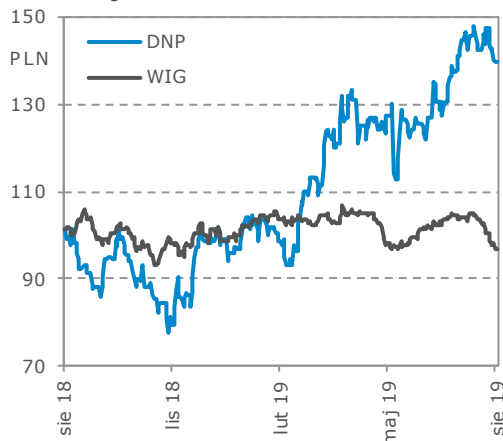
### Struktura akcjonariatu

Tomasz Biernacki (z podmiotem zależnym)	51,10%
Pozostali	48,90%

### Profil spółki

Dino prowadzi sieć sklepów zaliczanych do segmentu proximity. Na koniec 2017 roku Spółka zarządzała siecią 775 sklepów, a średnioroczne tempo wzrostu sieci wyniosło 37,8% w latach 2010-17. Celem strategicznym Spółki jest zwiększenie sieci do 1200 placówek na koniec 2020 roku.

### Kurs akcji Dino na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Dino	111,20	112,70	sprzedaj	sprzedaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Dino	135,90	111,20

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2021P	2022P
	Przychody	-0,9%	+3,7%
EBITDA	-3,0%	+0,0%	+6,1%
zysk netto	-5,3%	-3,7%	+2,3%

### Analityk:

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** – wartość księgowa  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję  
**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent  
**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPIJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%  
 Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawieniem wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 13 sierpnia 2019 o godzinie 8:47. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 13 sierpnia 2019 o godzinie 8:47.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: [http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

**Rekomendacje dotyczące spółki Dino wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

rekomendacja	sprzedaj	redukuj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	02.08.2019	02.04.2019	04.02.2019	05.12.2018	05.11.2018
cena docelowa (PLN)	112,70	112,70	105,90	106,30	103,50
kurs z dnia rekomendacji	143,80	126,10	100,30	100,40	84,70

**Dom Maklerski mBanku**

Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

**Departament Analiz**

**Kamil Kliszc**  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

**Michał Marczak**  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

**Michał Konarski**  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

**Paweł Szpigiel**  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Bogusz**  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

**Aleksandra Szklarczyk**  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Poniatowski**  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

**Mikołaj Lemańczyk**  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Bartosz Orzechowski**  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

**Joanna Łukasik**  
+48 22 697 48 82  
[joanna.lukasik@mbank.pl](mailto:joanna.lukasik@mbank.pl)

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)