

piątek, 23 sierpnia 2019 | aktualizacja raportu

## Dino: trzymaj (podwyższona)

DNP PW; DNPP.WA | Handel, Polska

### Efekty skali napędzają rentowność

Wycofujemy się z naszej negatywnej rekomendacji na Dino ze względu na niedoszacowanie efektu skali w biznesie spółki. W 2Q'19 wysoka dynamika sprzedaży porównywalnej oraz poprawa marży brutto na sprzedaży (poprawa warunków zakupowych) z nawiązką skompensowała presję z tytułu kosztów materiałów i energii, na którą zwracaliśmy uwagę w naszej poprzedniej rekomendacji. W efekcie spółka poprawiła marżę EBITDA (bez MSSF 16) o rekordowe 0,36p.p. R/R w 2Q'19. Uwzględniając poprawę rentowności spółki w 1H'19, korygujemy nasze założenie dotyczące marży EBITDA'19/20 z 9,2%/9,0% do 9,5%/9,6% odpowiednio. Jednocześnie podnosimy nasze szacunki dotyczące wzrostu sieci sprzedaży do 300/320 sklepów w latach 2021/2022 (240/220 sklepów zakładane poprzednio). Podnosimy również nasze założenie nakładów inwestycyjnych na sklep do średnio 4 mln PLN w okresie 2020-28P (3,3 mln PLN poprzednio) oraz Capex odtworzeniowego do 0,4 mln PLN na sklep (0,15 mln PLN poprzednio). Podtrzymujemy, że w 2020 roku presję na wyniki spółki może wywierać istotny wzrost kosztów wynagrodzeń i energii, jednak zakładamy że wzrost efektywności sprzedaży pozwoli na kontynuację poprawy marży EBITDA w tym okresie. W związku z rewizją prognoz dotyczących ekspansji sieci spółki, podnosimy wagę wskaźnika EV/EBITDA Growth podkreślającego wzrostowy profil spółki do 30% w wycenie porównawczej. Uwzględniając powyższe, podnosimy naszą rekomendację ze sprzedaj do trzymaj z ceną docelową 149,20 PLN.

### Kontynuacja poprawy warunków zakupowych

Dynamiczny wzrost sprzedaży Dino (29% CAGR 2014-19P) pozwala spółce na poprawę warunków zakupowych. W 2Q'19 spółka poprawiła marżę brutto na sprzedaży o 0,46p.p. R/R do 24,1% pomimo efektu wysokiej bazy oraz istotnego wzrostu cen mięsa wieprzowego w 2Q'19 (+25% R/R). Poprawa rentowności wynikająca z efektu skali jest wyższa niż zakładaliśmy i skłania nas do rewizji założeń dotyczących poprawy rentowności w 2019/20 o odpowiednio 0,6p.p./0,2p.p. R/R (vs. 0,3p.p./0p.p. oczekiwane poprzednio).

### Wzrost efektywności sprzedaży pozwala rozważać koszty

Wysoka poprawa Ifl oraz utrzymanie dyscypliny kosztowej pozwala na obniżenie narzutu kosztów SG&A/sprzedaż. W 2Q'19 pomimo istotnego wzrostu kosztów wynagrodzeń, spadł narzut tych kosztów w relacji do sprzedaży R/R. Uważamy, że utrzymanie poprawy Ifl w kolejnych kwartałach powinno istotnie ograniczyć negatywny wpływ wzrostu kosztów wynagrodzeń na rentowność biznesu. Rewidujemy nasze wcześniejsze założenie zmiany narzutu kosztów SG&A/sprzedaż do 0,3p.p./-0,02p.p. R/R w latach 2019/20 (0,48p.p./0,11p.p. R/R oczekiwane poprzednio).

### Utrzymanie dynamicznego tempa wzrostu sieci sprzedażowej

Wskaźnik sprzedaży/mkw. w sklepach do 1 roku wzrósł o 18% R/R, w czym częściowo pomagał efekt Świąt Wielkanocnych. Naszym zdaniem tak istotny wzrost wskaźnika (ok. 200 PLN R/R do 1191 PLN) wskazuje na brak kanibalizacji w sieci sprzedaży i skłania nas do podwyższenia naszych szacunków dotyczących rozwoju sieci w kolejnych latach. Zakładamy średnio 266 otwarć rocznie w latach 2019-23P (vs. 243 poprzednio). Na koniec okresu prognozy zakładamy 3614 sklepów w sieci Dino.

| (mln PLN)    | 2017    | 2018P   | 2019P   | 2020P    | 2021P    |
|--------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| Przychody    | 4 462,8 | 5 838,5 | 7 698,3 | 10 071,8 | 12 615,9 |
| EBITDA*      | 389,1   | 541,1   | 728,2   | 963,8    | 1 218,0  |
| marża EBITDA | 8,7%    | 9,3%    | 9,5%    | 9,6%     | 9,7%     |
| EBIT         | 303,2   | 429,0   | 581,6   | 784,1    | 993,1    |
| Zysk netto   | 213,6   | 307,6   | 417,8   | 566,4    | 736,1    |
| P/E          | 68,7    | 47,7    | 35,1    | 25,9     | 19,9     |
| P/CE         | 49,0    | 35,0    | 25,5    | 19,4     | 15,1     |
| P/BV         | 16,2    | 12,1    | 9,0     | 6,7      | 5,0      |
| EV/EBITDA    | 38,9    | 28,2    | 21,1    | 15,8     | 12,3     |
| DPS          | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0      | 0,0      |
| DYield       | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%     | 0,0%     |

\*Oczyszczzone o MSSF 16

|                               |                |
|-------------------------------|----------------|
| Cena bieżąca                  | 149,60 PLN     |
| Cena docelowa                 | 149,20 PLN     |
| Kapitalizacja                 | 14 667 mln PLN |
| Free float                    | 10 110 mln PLN |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 39,4 mln PLN   |

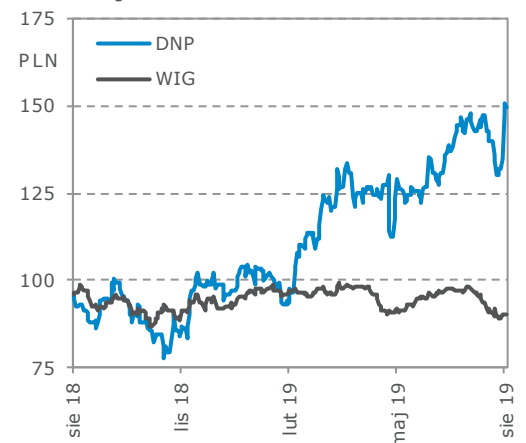
### Struktura akcjonariatu

|                                            |        |
|--------------------------------------------|--------|
| Tomasz Biernacki<br>(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   | 149,20        | 111,20 | trzymaj      | sprzedaj |

| Spółka | Cena bieżąca | Cena docelowa | Potencjał zmiany |
|--------|--------------|---------------|------------------|
|        |              |               |                  |
| Dino   | 149,60       | 149,20        | -0,3%            |

| Zmiana prognoz od ostatniego raportu | 2019P | 2021P  | 2022P  |
|--------------------------------------|-------|--------|--------|
| Przychody                            | +0,3% | +0,9%  | +3,2%  |
| EBITDA                               | +5,0% | +9,0%  | +11,7% |
| zysk netto                           | +7,6% | +11,9% | +16,2% |

### Analitik:

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
piotr.bogusz@mbank.pl

## Solidne dane za 2Q'19

Spółka opublikowała mocne dane za 2Q'19, które były powyżej oczekiwań rynkowych na każdym poziomie. Głównym powodem zaskoczenia była wysoka poprawa sprzedaży porównywalnej oraz wzrost marży brutto na sprzedaży (poprawa warunków zakupowych). Dino poprawiło wynik EBITDA o 45,4% R/R do 181,2 mln PLN w 2Q'19 oraz poprawiło marżę EBITDA o 0,50 p.p. R/R do 9,3% W 2Q'19. Marża oczyszczona o efekt MSSF 16 wzrosła o 0,36 p.p. R/R do 9,2% w 2Q'19.

### Wyniki Dino w 2Q'19 vs. oczekiwania rynkowe

| (mln PLN)   | 2Q'19 | 2Q'18   | zmiana  | konsensus | różnica |
|-------------|-------|---------|---------|-----------|---------|
| Sprzedaż    | 939,7 | 1 409,8 | 37,6%   | 1 898,0   | 2,2%    |
| EBITDA      | 181,2 | 124,6   | 45,4%   | 172,9     | 4,8%    |
| marża       | 9,3%  | 8,8%    | 0,5p.p. | 9,1%      |         |
| EBITDA      | 142,2 | 97,7    | 45,6%   | 136,0     | 4,6%    |
| Zysk brutto | 127,1 | 87,2    | 45,8%   | -         | -       |
| Zysk netto  | 105,5 | 70,5    | 49,6%   | 98,3      | 7,3%    |

Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

Różnica względem naszych szacunków wynika z wyższego od zakładanego wzrostu marży brutto na sprzedaży (+0,5 p.p. R/R do 24,1%) oraz spadku narzutu kosztów wynagrodzeń na sprzedaż (-0,2 p.p. R/R do 11%). Poprawa warunków zakupowych wynikająca z efektu skali znacznie przewyższyła negatywny efekt wzrostu kosztów surowców (istotny wzrost ceny mięsa wieprzowego, na który zwracaliśmy uwagę w poprzedniej rekomendacji) na marżę brutto na sprzedaży. **Spółka udowodniła, że posiada jeszcze potencjał do znaczącej poprawy warunków zakupowych, który wynika przede wszystkim z efektu skali. Biorąc powyższe pod uwagę, podnosimy nasze szacunki dotyczące marży brutto na sprzedaży.**

### Podstawowe wskaźniki efektywności

|              | 2Q'18 | 2Q'19  | zmiana R/R |
|--------------|-------|--------|------------|
| MBNS         | 23,6% | 24,1%  | 0,46%      |
| Narzut SG&A  | 16,8% | 16,7%  | -0,10%     |
| PPO/PKO      | 0,08% | -0,07% | -0,16%     |
| marża EBIT   | 6,9%  | 7,3%   | 0,39%      |
| Amortyzacja  | 1,9%  | 2,0%   | 0,10%      |
| MSSF 16      | 0,0%  | 0,1%   | 0,14%      |
| Marża EBITDA | 8,8%  | 9,2%   | 0,36%      |

Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

Zgodnie z założeniami przedstawionymi w naszym poprzednim raporcie, w 2Q'19 istotnie wzrosły koszty

### Wpływ zmiany księgowej na sprzedaż, koszt własny sprzedaży oraz marżę EBIT

| (mln PLN)                     | 1Q'16 | 2Q'16 | 3Q'16 | 4Q'16 | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 1Q'18 | 2Q'18  | 3Q'18  |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Sprzedaż                      | 707   | 826   | 917   | 919   | 910   | 1 108 | 1 220 | 1 277 | 1 286 | 1 423  | 1 559  |
| KWS                           | -548  | -640  | -705  | -706  | -702  | -858  | -938  | -978  | -988  | -1 090 | -1 182 |
| marża EBIT                    | 5,45% | 6,29% | 6,48% | 7,14% | 5,09% | 6,14% | 7,08% | 8,02% | 6,17% | 6,86%  | 7,25%  |
| <b>Po zmianie księgowania</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |
| Sprzedaż                      | 695   | 814   | 904   | 907   | 898   | 1 095 | 1 206 | 1 264 | 1 271 | 1 410  | 1 544  |
| KWS                           | -536  | -628  | -693  | -693  | -689  | -845  | -924  | -964  | -974  | -1 077 | -1 167 |
| marża EBIT                    | 5,55% | 6,38% | 6,57% | 7,24% | 5,16% | 6,21% | 7,16% | 8,11% | 6,23% | 6,93%  | 7,32%  |
| <b>Różnica</b>                |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |
| Sprzedaż                      | -12,0 | -12,0 | -12,6 | -12,4 | -12,5 | -12,9 | -13,8 | -13,8 | -14,3 | -13,7  | -14,6  |
| KWS                           | 12,0  | 12,0  | 12,6  | 12,4  | 12,5  | 12,9  | 13,8  | 13,8  | 14,3  | 13,7   | 14,6   |
| marża EBIT                    | 0,09% | 0,09% | 0,09% | 0,10% | 0,07% | 0,07% | 0,08% | 0,09% | 0,07% | 0,07%  | 0,07%  |

Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

materiałów i energii (+1 p.p. R/R wzrostu narzutu tej kategorii). Niemniej, wysoka dynamika sprzedaży porównywalnej (+16,6% w 2Q'19) oraz kontrola pozostałych kosztów rodzajowych (zwłaszcza obniżenie narzutu wartości sprzedanych towarów i materiałów) wpłynęły na obniżenie narzutu kosztów w 2Q'19. **Biorąc pod uwagę oczekiwane utrzymanie wysokiej dynamiki lfl w kolejnych kwartałach oraz kontynuację poprawy warunków zakupowych, podnosimy nasze założenia dotyczące potencjału wzrostu marży EBITDA w spółce w latach 2019/20.**

### Relacja kosztów rodzajowych oraz innych kategorii do sprzedaży

|                                          | 2Q'18  | 2Q'19  | zmiana R/R |
|------------------------------------------|--------|--------|------------|
| Amortyzacja                              | 1,91%  | 2,01%  | 0,10%      |
| Wpływ MSSF 16                            | 0,00%  | 0,14%  | 0,14%      |
| Materiały i energia                      | 8,41%  | 9,40%  | 0,99%      |
| Usługi obce                              | 4,09%  | 3,92%  | -0,17%     |
| Podatki i opłaty                         | 0,55%  | 0,55%  | 0,00%      |
| Koszty pracownicze                       | 11,21% | 11,03% | -0,17%     |
| Pozostałe koszty rodzajowe               | 0,32%  | 0,42%  | 0,10%      |
| Wartość sprzedanych towarów i materiałów | 66,83% | 65,38% | -1,45%     |
| Zmiana stanu produktów                   | -0,17% | -0,12% |            |
| PPO/PKO                                  | -0,08% | 0,07%  |            |
| marża EBITDA                             | 8,84%  | 9,34%  | 0,50%      |
| marża EBITDA (bez MSSF 16)               | 8,84%  | 9,20%  | 0,36%      |

Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

## Zmiana księgowania będzie wspierała marżę EBITDA

Wraz z publikacją raportu za 4Q'18, spółka zmieniła zasady księgowania sprzedaży kart prepaid, dzienników oraz gazet, w wyniku której Dino rozpoznaje jedynie zysk wygenerowany na sprzedaży tych kategorii na linii sprzedaży (bez księgowania kosztów). W efekcie zmiany historycznych danych, obniżeniu uległa sprzedaż spółki oraz koszt własny sprzedaży, a podwyższeniu uległa rentowność spółki na poziomie marży brutto na sprzedaży/marży EBIT/marży EBITDA. Zgodnie z naszymi szacunkami, zmiana księgowania przełożyła się na zmniejszenie dynamiki sprzedaży R/R o około 1,2 p.p. w 3Q'18 oraz na wzrost marży EBIT o 0,07 p.p. **Dalszy wzrost sprzedaży tych kategorii powinien bezpośrednio wpłynąć na poprawę rentowności EBIT/EBITDA o około 0,07 p.p. (zakładany brak zmiany udziału tych kategorii w sprzedaży).**

## Wycena

Wartość spółki Dino szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Implikowana cena z metody zdyskontowanych przepływów to 135,0 PLN/akcję, a wartość oszacowana na bazie porównywalnych spółek to 145,2 PLN/akcję.

| (PLN)                   | waga | cena  |
|-------------------------|------|-------|
| Wycena porównawcza      | 50%  | 145,2 |
| Wycena DCF              | 50%  | 135,0 |
| cena wynikowa           |      | 140,1 |
| cena docelowa za 9 m-cy |      | 149,2 |

## Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec lipca 2019 r. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec 2018 r.
- Zakładamy wzrost marży EBITDA o 0,2 p.p. R/R do 9,5% w 2019 roku (oczyszczone o MSSF 16) oraz ustabilizowanie się rentowności na średnim poziomie 9,7% w latach 2020-28P.
- Zakładamy średni CAPEX/sklep. na poziomie 4,0 mln PLN w okresie prognozy (podwyższenie z 3,3 mln PLN zakładanych poprzednio), nakłady inwestycyjne na renowację sklepu na poziomie 0,4 mln

PLN ponoszone co 5 lat (podwyższenie z 0,15 mln PLN), koszt jednego centrum dystrybucyjnego na poziomie 60 mln PLN (ilość centrów dystrybucyjnych jest uzależniona od wskaźnika ilości sklepów/CD) oraz inwestycje w zakłady Agro Rydzyna (łącznie 208 mln PLN w latach 2019-28P).

- Do obliczeń przyjmujemy stopę opodatkowania na poziomie 20% w latach 2019-28P.
- Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5%.
- Po roku 2026 zakładamy wzrost FCF na poziomie 3,0%.
- Współczynnik leveraged beta przyjmujemy na średnim poziomie 1,06.

## Podstawowe założenia:

|                                | 2014   | 2015     | 2016     | 2017      | 2018     | 2019P    | 2020P     | 2021P    |
|--------------------------------|--------|----------|----------|-----------|----------|----------|-----------|----------|
| Liczba sklepów                 | 410    | 511      | 628      | 775       | 977      | 1 221    | 1 514     | 1 814    |
| zmiana R/R                     |        | 24,6%    | 22,9%    | 23,4%     | 26,1%    | 25,0%    | 24,0%     | 19,8%    |
| Powierzchnia (tys. mkw.)       | 151    | 192      | 238      | 295       | 376      | 474      | 593       | 716      |
| zmiana R/R                     |        | 27,2%    | 24,2%    | 23,8%     | 27,3%    | 26,1%    | 25,1%     | 20,9%    |
| Powierzchnia/sklep (mkw.)      | 368    | 376      | 380      | 381       | 385      | 388      | 391       | 395      |
| zmiana R/R                     |        | 2,0%     | 1,0%     | 0,3%      | 1,0%     | 0,9%     | 0,9%      | 0,9%     |
| Sprzedaż miesięczna/mkw. (PLN) | 1 301  | 1 258    | 1 286    | 1 394     | 1 450    | 1 510    | 1 574     | 1 606    |
| zmiana R/R                     |        | -3,3%    | 2,2%     | 8,4%      | 4,1%     | 4,1%     | 4,2%      | 2,0%     |
| Marża brutto na sprzedaży      | 22,01% | 22,59%   | 23,20%   | 23,32%    | 24,19%   | 24,77%   | 24,96%    | 25,06%   |
| zmiana R/R                     |        | 0,58p.p. | 0,62p.p. | 0,11p.p.  | 0,87p.p. | 0,58p.p. | 0,19p.p.  | 0,09p.p. |
| narzut SG&A                    | 16,89% | 16,49%   | 16,72%   | 16,55%    | 16,89%   | 17,19%   | 17,18%    | 17,18%   |
| zmiana R/R                     |        | -0,4p.p. | 0,24p.p. | -0,17p.p. | 0,34p.p. | 0,3p.p.  | -0,02p.p. | 0,01p.p. |
| marża EBITDA                   | 7,01%  | 8,12%    | 8,46%    | 8,72%     | 9,27%    | 9,59%    | 9,67%     | 9,73%    |
| zmiana R/R                     |        | 1,11p.p. | 0,34p.p. | 0,26p.p.  | 0,55p.p. | 0,32p.p. | 0,08p.p.  | 0,06p.p. |
| Capex (mln PLN)                | 207    | 266      | 374      | 424       | 647      | 848      | 906       | 1 050    |
| Sklepy (mln PLN)               | 186    | 238      | 287      | 361       | 539      | 677      | 824       | 918      |
| Centra Dystrybucyjne (mln PLN) | 8      | 19       | 71       | 42        | 44       | 103      | 60        | 60       |
| Agro-Rydzyna (mln PLN)         | 8      | 6        | 14       | 15        | 50       | 52       | 4         | 52       |
| Pozostałe (mln PLN)            | 5      | 3        | 1        | 7         | 15       | 17       | 18        | 19       |

## Model DCF

| (mln PLN)              | 2019P | 2020P  | 2021P  | 2022P  | 2023P  | 2024P  | 2025P  | 2026P  | 2027P  | 2028P  | 2028+ |
|------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Przychody ze sprzedaży | 7 698 | 10 072 | 12 616 | 15 062 | 17 328 | 19 310 | 21 196 | 23 212 | 25 261 | 27 345 |       |
| zmiana                 | 31,9% | 30,8%  | 25,3%  | 19,4%  | 15,0%  | 11,4%  | 9,8%   | 9,5%   | 8,8%   | 8,3%   |       |
| EBITDA                 | 728   | 964    | 1 218  | 1 458  | 1 680  | 1 878  | 2 049  | 2 248  | 2 453  | 2 642  |       |
| marża EBITDA           | 9,5%  | 9,6%   | 9,7%   | 9,7%   | 9,7%   | 9,7%   | 9,7%   | 9,7%   | 9,7%   | 9,7%   |       |
| Amortyzacja            | 156,7 | 189,8  | 235,0  | 282,7  | 328,2  | 372,0  | 416,5  | 459,6  | 506,1  | 533,7  |       |
| EBIT                   | 582   | 784    | 993    | 1 185  | 1 362  | 1 516  | 1 643  | 1 799  | 1 957  | 2 118  |       |
| marża EBIT             | 7,6%  | 7,8%   | 7,9%   | 7,9%   | 7,9%   | 7,9%   | 7,8%   | 7,7%   | 7,7%   | 7,7%   |       |
| Opodatkowanie EBIT     | 110,8 | 156,8  | 198,6  | 237,0  | 272,4  | 303,3  | 328,5  | 359,7  | 391,4  | 423,6  |       |
| NOPLAT                 | 471   | 627    | 794    | 948    | 1 089  | 1 213  | 1 314  | 1 439  | 1 566  | 1 695  |       |

|                  |        |        |         |         |         |         |         |         |         |       |  |
|------------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|--|
| CAPEX            | 862,5  | 906,4  | 1 049,5 | 1 119,7 | 1 068,9 | 1 182,3 | 1 145,2 | 1 257,4 | 1 342,6 | 533,7 |  |
| Kapitał obrotowy | -280,0 | -295,5 | -309,7  | -311,2  | -264,4  | -231,3  | -220,0  | -235,2  | -239,1  | 318,4 |  |

|                       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| FCF                   | 45    | 206   | 290   | 422   | 613   | 634   | 805   | 876   | 968   | 1 376 | 1 417 |
| WACC                  | 8,6%  | 8,6%  | 8,7%  | 8,8%  | 8,8%  | 8,8%  | 8,8%  | 8,8%  | 8,8%  | 8,8%  |       |
| współczynnik dyskonta | 90,3% | 83,1% | 76,5% | 70,3% | 64,6% | 59,4% | 54,6% | 50,2% | 46,1% | 42,4% |       |
| PV FCF                | 40,6  | 171,3 | 221,5 | 296,8 | 396,1 | 376,5 | 439,7 | 439,7 | 446,7 | 583,5 |       |

|                            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |  |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| WACC                       | 8,6%  | 8,6%  | 8,7%  | 8,8%  | 8,8%  | 8,8%  | 8,8%  | 8,8%  | 8,8%  | 8,8%  |  |
| Koszt długu                | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  |  |
| Stopa wolna od ryzyka      | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  |  |
| Premia za ryzyko kredytowe | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  |  |
| Efektywna stopa podatkowa  | 19,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% |  |
| Dług netto / EV            | 4,5%  | 3,6%  | 2,1%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |  |
| Koszt kapitału własnego    | 8,8%  | 8,8%  | 8,8%  | 8,8%  | 8,8%  | 8,8%  | 8,8%  | 8,8%  | 8,8%  | 8,8%  |  |
| Premia za ryzyko           | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  |  |
| Beta                       | 1,07  | 1,06  | 1,06  | 1,06  | 1,06  | 1,06  | 1,06  | 1,06  | 1,06  | 1,06  |  |

|                                          |              |
|------------------------------------------|--------------|
| Wzrost FCF po okresie prognozy           | 3,00%        |
| Wartość rezydualna (TV)                  | 24 492       |
| Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV) | 10 385       |
| Zdyskontowane FCF w okresie prognozy     | 3 413        |
| Wartość firmy (EV)                       | 13 798       |
| Dług netto                               | 565          |
| Udziałowcy mniejszościowi                | 0,0          |
| Wartość firmy                            | 13 233       |
| Liczba akcji (mln)                       | 98,04        |
| Wartość firmy na akcję (PLN)             | 135,0        |
| 9-miesięczny koszt kapitału własnego     | 6,5%         |
| <b>Cena docelowa (PLN)</b>               | <b>143,8</b> |

|                                   |      |
|-----------------------------------|------|
| EV/EBITDA('19) dla ceny docelowej | 17,9 |
| P/E('19) dla ceny docelowej       | 31,7 |
| Udział TV w EV                    | 75%  |

## Analiza wrażliwości

|                | Wzrost FCF po okresie prognozy |       |              |       |       |
|----------------|--------------------------------|-------|--------------|-------|-------|
|                | 2,0%                           | 2,5%  | 3,0%         | 3,5%  | 4,0%  |
| WACC -1,0 p.p. | 144,1                          | 153,4 | 164,3        | 177,2 | 192,9 |
| WACC -0,5 p.p. | 131,9                          | 140,4 | 150,3        | 162,1 | 176,4 |
| WACC           | 126,2                          | 134,3 | <b>143,8</b> | 155,1 | 168,7 |
| WACC +0,5 p.p. | 120,8                          | 128,6 | 137,6        | 148,4 | 161,4 |
| WACC +1,0 p.p. | 110,8                          | 117,8 | 126,1        | 136,0 | 147,8 |

## Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą dla Dino przeprowadziliśmy przy użyciu wskaźników P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBITDA Growth w horyzoncie 2019-21P. Przykładamy wagi 35%/35%/30% odpowiednio dla wskaźników P/E, EV/EBITDA, EV/EBITDA Growth. Grupa porównawcza wzięta do wyceny składa się z ośmiu spółek (Tesco, Carrefour, X5, Metro, O'Key, Magnit, Eurocash oraz Jeronimo Martins), które działają w segmencie handlu spożywczego. Użyty przez nas wskaźnik

EV/EBITDA Growth pokazuje, że Dino ma potencjał rozwijać się znacznie szybciej od spółek porównywalnych w kolejnych latach. Naszym zdaniem wskaźnik ten pozwala na lepsze porównanie Dino do innych spółek niż PEG (część ze spółek raportowało niski zysk netto, co zaburzało wartość PEG). Biorąc pod uwagę wzrostowy profil spółki, uważamy że Dino powinno być wyceniane z premią do grupy porównywalnej na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA.

## Analiza porównawcza

|                                     | cena         | EV/EBITDA Growth |       |       | P/E   |       |       | EV/EBITDA |       |       |
|-------------------------------------|--------------|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|                                     |              | 2019P            | 2020P | 2021P | 2019P | 2020P | 2021P | 2019P     | 2020P | 2021P |
| TESCO PLC                           | 213,5        | 0,7              | 0,6   | 0,5   | 15,0  | 12,6  | 11,5  | 7,3       | 5,8   | 5,6   |
| CARREFOUR SA                        | 15,6         | 1,1              | 1,0   | 1,0   | 13,5  | 11,7  | 10,9  | 8,6       | 8,0   | 7,6   |
| X 5 RETAIL-GDR                      | 33,4         | 1,3              | 1,2   | 1,1   | 15,0  | 13,6  | 12,4  | 9,6       | 8,7   | 8,0   |
| METRO AG                            | 14,2         | -72,3            | -74,9 | -74,5 | 12,0  | 13,1  | 12,7  | 6,0       | 6,2   | 6,2   |
| O'KEY                               | 1,6          | 1,2              | 1,1   | 1,0   | 10,7  | 8,1   | 8,3   | 5,6       | 5,1   | 4,6   |
| MAGNIT PJSC-SPON                    | 12,9         | 0,8              | 0,7   | 0,7   | 14,0  | 11,0  | 9,8   | 5,5       | 4,8   | 4,6   |
| EUROCASH                            | 18,2         | 1,1              | 1,0   | 0,9   | 28,8  | 20,2  | 16,1  | 13,0      | 12,1  | 11,0  |
| JERONIMO MARTINS                    | 14,7         | 1,4              | 1,3   | 1,2   | 21,5  | 19,8  | 18,2  | 11,5      | 10,7  | 10,0  |
| Minimum                             |              | -72,3            | -74,9 | -74,5 | 10,7  | 8,1   | 8,3   | 5,5       | 4,8   | 4,6   |
| Maksimum                            |              | 1,4              | 1,3   | 1,2   | 28,8  | 20,2  | 18,2  | 13,0      | 12,1  | 11,0  |
| <b>Mediana</b>                      |              | 1,1              | 1,0   | 0,9   | 14,5  | 12,8  | 11,9  | 7,9       | 7,1   | 6,9   |
| DINO                                |              | 0,6              | 0,5   | 0,4   | 35,1  | 25,9  | 19,9  | 20,8      | 15,6  | 12,2  |
| (premia / dyskonto)                 |              | -45%             | -56%  | -62%  | 142%  | 102%  | 67%   | 163%      | 120%  | 77%   |
| <b>Implikowana wycena</b>           |              |                  |       |       |       |       |       |           |       |       |
| Mediana                             |              | 1,1              | 1,0   | 0,9   | 14,5  | 12,8  | 11,9  | 7,9       | 7,1   | 6,9   |
| Waga wskaźnika                      |              |                  | 30%   |       |       | 35%   |       |           | 35%   |       |
| Waga roku                           |              | 10%              | 10%   | 10%   | 12%   | 12%   | 12%   | 12%       | 12%   | 12%   |
| Premia/dyskonto                     | 0%           |                  |       |       |       |       |       |           |       |       |
| <b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b> | <b>145,2</b> |                  |       |       |       |       |       |           |       |       |

## Rachunek wyników

| (mln PLN)                              | 2015     | 2016     | 2017     | 2018     | 2019P    | 2020P    | 2021P    | 2022P     |
|----------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| Przychody ze sprzedaży                 | 2 589,6  | 3 320,6  | 4 462,8  | 5 838,5  | 7 698,3  | 10 071,8 | 12 615,9 | 15 062,2  |
| zmiana                                 | 22,8%    | 28,2%    | 34,4%    | 30,8%    | 31,9%    | 30,8%    | 25,3%    | 19,4%     |
| Koszt własny sprzedaży                 | -2 004,7 | -2 550,1 | -3 422,2 | -4 426,1 | -5 791,2 | -7 557,6 | -9 454,9 | -11 288,6 |
| Zysk brutto na sprzedaży               | 584,9    | 770,5    | 1 040,6  | 1 412,5  | 1 907,1  | 2 514,2  | 3 161,0  | 3 773,7   |
| marża brutto na sprzedaży              | 22,6%    | 23,2%    | 23,3%    | 24,2%    | 24,8%    | 25,0%    | 25,1%    | 25,1%     |
| Koszty sprzedaży i marketingu          | -391,6   | -505,9   | -678,7   | -933,7   | -1 258,5 | -1 654,7 | -2 079,5 | -2 482,9  |
| Koszty ogólnego zarządu                | -35,4    | -49,4    | -60,0    | -52,6    | -65,1    | -75,4    | -88,5    | -105,7    |
| Pozostała działalność operacyjna netto | 2,1      | 0,4      | 1,3      | 2,8      | -1,9     | 0,0      | 0,0      | 0,0       |
| EBIT                                   | 160,1    | 215,6    | 303,2    | 429,0    | 581,6    | 784,1    | 993,1    | 1 185,0   |
| zmiana                                 | 51,3%    | 34,7%    | 40,7%    | 41,5%    | 35,6%    | 34,8%    | 26,7%    | 19,3%     |
| marża EBIT                             | 6,2%     | 6,5%     | 6,8%     | 7,3%     | 7,6%     | 7,8%     | 7,9%     | 7,9%      |
| Wynik na działalności finansowej       | -24,8    | -29,1    | -37,2    | -45,0    | -65,4    | -76,1    | -72,9    | -66,7     |
| Zysk brutto                            | 135,2    | 186,5    | 266,0    | 384,0    | 516,2    | 708,0    | 920,2    | 1 118,4   |
| Podatek dochodowy                      | -13,1    | -35,2    | -52,4    | -76,4    | -98,3    | -141,6   | -184,0   | -223,7    |
| Zysk netto                             | 122,2    | 151,2    | 213,6    | 307,6    | 417,8    | 566,4    | 736,1    | 894,7     |
| zmiana                                 | 84,7%    | 23,8%    | 41,3%    | 44,0%    | 35,9%    | 35,6%    | 30,0%    | 21,5%     |
| marża                                  | 4,7%     | 4,6%     | 4,8%     | 5,3%     | 5,4%     | 5,6%     | 5,8%     | 5,9%      |
| Amortyzacja                            | 50,2     | 65,2     | 85,9     | 112,1    | 156,7    | 189,8    | 235,0    | 282,7     |
| EBITDA                                 | 210,2    | 280,8    | 389,1    | 541,1    | 738,3    | 973,9    | 1 228,1  | 1 467,8   |
| EBITDA (bez MSSF 16)                   | 210,2    | 280,8    | 389,1    | 541,1    | 728,2    | 963,8    | 1 218,0  | 1 457,7   |
| zmiana                                 | 42,4%    | 33,6%    | 38,6%    | 39,0%    | 34,6%    | 32,3%    | 26,4%    | 19,7%     |
| marża EBITDA                           | 8,1%     | 8,5%     | 8,7%     | 9,3%     | 9,5%     | 9,6%     | 9,7%     | 9,7%      |
| Skorygowana EBITDA                     | 210,2    | 288,3    | 401,4    | 541,1    | 738,3    | 973,9    | 1 228,1  | 1 467,8   |
| Skorygowana marża EBITDA               | 8,1%     | 8,7%     | 9,0%     | 9,3%     | 9,6%     | 9,7%     | 9,7%     | 9,7%      |
|                                        |          |          |          |          | 9,5%     | 9,6%     | 9,7%     | 9,7%      |
| Liczba akcji na koniec roku (mln)      | 98,0     | 98,0     | 98,0     | 98,0     | 98,0     | 98,0     | 98,0     | 98,0      |
| EPS                                    | 1,2      | 1,5      | 2,2      | 3,1      | 4,3      | 5,8      | 7,5      | 9,1       |
| ROA                                    | 9,4%     | 9,2%     | 9,9%     | 10,7%    | 10,9%    | 11,6%    | 12,2%    | 12,2%     |
| ROE                                    | 25,9%    | 24,9%    | 26,9%    | 29,1%    | 29,4%    | 29,6%    | 28,7%    | 26,5%     |

## Bilans

| (mln PLN)                           | 2015    | 2016    | 2017    | 2018    | 2019P   | 2020P   | 2021P   | 2022P   |
|-------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| AKTYWA                              | 1 439,4 | 1 856,8 | 2 451,3 | 3 287,6 | 4 406,3 | 5 369,8 | 6 679,1 | 7 992,8 |
| Majątek trwały                      | 1 150,8 | 1 457,1 | 1 808,0 | 2 458,3 | 3 202,0 | 3 918,6 | 4 733,1 | 5 570,1 |
| Rzeczowe aktywa trwałe              | 1 024,2 | 1 337,2 | 1 697,6 | 2 347,0 | 3 085,8 | 3 802,4 | 4 616,9 | 5 453,9 |
| Wartość firmy                       | 92,3    | 93,1    | 92,8    | 95,0    | 98,5    | 98,5    | 98,5    | 98,5    |
| Aktywa z tytułu odroczonego podatku | 34,3    | 26,9    | 17,6    | 16,3    | 17,7    | 17,7    | 17,7    | 17,7    |
| Pozostałe                           | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Majątek obrotowy                    | 288,6   | 399,7   | 643,4   | 829,3   | 1 204,3 | 1 451,2 | 1 946,0 | 2 422,8 |
| Zapasy                              | 212,1   | 276,5   | 368,3   | 445,4   | 587,2   | 768,3   | 962,3   | 1 148,9 |
| Należności                          | 21,7    | 33,7    | 38,0    | 38,5    | 66,9    | 87,5    | 109,6   | 130,8   |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty  | 33,9    | 66,4    | 202,6   | 268,9   | 508,8   | 554,1   | 832,7   | 1 101,6 |
| Pozostałe                           | 20,8    | 23,1    | 34,5    | 76,5    | 41,4    | 41,4    | 41,4    | 41,4    |

| (mln PLN)                            | 2015    | 2016    | 2017P   | 2018P   | 2019P   | 2020P   | 2021P   | 2022P   |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| PASYWA                               | 1 439,4 | 1 856,8 | 2 451,3 | 3 287,6 | 4 406,3 | 5 369,8 | 6 679,1 | 7 992,8 |
| Kapitał własny                       | 532,2   | 683,5   | 904,5   | 1 211,9 | 1 629,7 | 2 196,2 | 2 932,3 | 3 827,0 |
| Zobowiązania długoterminowe          | 363,2   | 459,4   | 575,9   | 693,1   | 1 027,6 | 927,6   | 974,9   | 874,9   |
| Kredyty i pożyczki                   | 361,8   | 452,4   | 470,6   | 585,3   | 745,6   | 745,6   | 792,9   | 692,9   |
| Obligacje                            | 0,0     | 0,0     | 99,7    | 99,8    | 269,5   | 169,5   | 169,5   | 169,5   |
| Pozostałe                            | 1,4     | 7,0     | 5,5     | 8,0     | 12,6    | 12,6    | 12,6    | 12,6    |
| Zobowiązania krótkoterminowe         | 543,9   | 714,0   | 971,0   | 1 382,6 | 1 748,9 | 2 246,0 | 2 771,9 | 3 290,9 |
| Kredyty i pożyczki                   | 101,5   | 110,2   | 117,1   | 148,7   | 190,8   | 190,8   | 190,8   | 190,8   |
| Zobowiązania z tytułu dostaw i usług | 429,2   | 574,4   | 811,3   | 1 141,9 | 1 494,1 | 1 991,3 | 2 517,1 | 3 036,2 |
| Obligacje                            | 0,0     | 0,0     | 0,7     | 0,7     | 0,7     | 0,7     | 0,7     | 0,7     |
| Pozostałe                            | 13,2    | 29,4    | 41,9    | 91,4    | 63,3    | 63,3    | 63,3    | 63,3    |
| Dług                                 | 463,3   | 562,6   | 688,1   | 834,4   | 1 206,6 | 1 106,6 | 1 153,8 | 1 053,8 |
| Dług netto                           | 429,4   | 496,1   | 485,4   | 565,5   | 697,7   | 552,5   | 321,2   | -47,8   |
| (Dług netto / kapitał własny)        | 80,7%   | 72,6%   | 53,7%   | 46,7%   | 42,8%   | 25,2%   | 11,0%   | -1,2%   |
| (Dług netto / EBITDA)                | 2,0     | 1,7     | 1,2     | 1,0     | 0,9     | 0,6     | 0,3     | 0,0     |
| BVPS                                 | 5,4     | 7,0     | 9,2     | 12,4    | 16,6    | 22,4    | 29,9    | 39,0    |



## Przepływy pieniężne

| (mln PLN)                             | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019P  | 2020P   | 2021P    | 2022P    |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|----------|
| Przepływy operacyjne                  | 245,4  | 324,3  | 497,2  | 643,3  | 888,6  | 1 137,9 | 1 363,8  | 1 565,4  |
| Zysk brutto                           | 135,2  | 186,5  | 266,0  | 384,0  | 516,2  | 708,0   | 920,2    | 1 118,4  |
| Podatek zapłacony                     | -12,6  | -16,5  | -34,1  | -26,4  | -131,0 | -141,6  | -184,0   | -223,7   |
| Amortyzacja                           | 50,2   | 65,2   | 85,9   | 112,1  | 156,7  | 189,8   | 235,0    | 282,7    |
| Amortyzacja (leasing finansowy)       | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 5,1    | 10,1    | 10,1     | 10,1     |
| Kapitał obrotowy                      | 43,5   | 47,2   | 131,2  | 125,0  | 280,0  | 295,5   | 309,7    | 311,2    |
| Odsetki                               | 24,9   | 29,2   | 37,6   | 45,0   | 65,5   | 76,1    | 72,9     | 66,7     |
| Pozostałe                             | 4,2    | 12,7   | 10,6   | 3,6    | -3,7   | 0,0     | 0,0      | 0,0      |
| Przepływy inwestycyjne                | -242,5 | -310,2 | -402,1 | -634,0 | -861,7 | -906,4  | -1 049,5 | -1 119,7 |
| CAPEX                                 | -243,5 | -311,7 | -410,6 | -635,9 | -862,5 | -906,4  | -1 049,5 | -1 119,7 |
| Pozostałe                             | 1,0    | 1,6    | 8,5    | 1,9    | 0,8    | 0,0     | 0,0      | 0,0      |
| Przepływy finansowe                   | 7,3    | 18,4   | 41,1   | 82,3   | 213,0  | -186,2  | -35,8    | -176,8   |
| Kredyty i pożyczki                    | 62,3   | 91,9   | 30,5   | 174,1  | 141,3  | 0,0     | 47,3     | -100,0   |
| Obligacje                             | 0,0    | 0,0    | 100,0  | 0,0    | 170,0  | -100,0  | 0,0      | 0,0      |
| Leasing finansowy                     | -30,0  | -43,9  | -51,9  | -46,4  | -33,8  | -10,1   | -10,1    | -10,1    |
| Odsetki                               | -25,0  | -29,7  | -37,4  | -45,4  | -64,6  | -76,1   | -72,9    | -66,7    |
| Dywidenda                             | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0     | 0,0      | 0,0      |
| Zmiana stanu środków na koniec okresu | 10,2   | 32,5   | 136,2  | 91,6   | 239,9  | 45,3    | 278,6    | 269,0    |
| Środki pieniężne na koniec okresu     | 33,9   | 66,4   | 202,6  | 268,9  | 508,8  | 554,1   | 832,7    | 1 101,6  |
| DPS (PLN)                             | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0     | 0,0      | 0,0      |
| FCF                                   | -5,2   | -24,5  | 49,9   | -55,2  | 45,0   | 206,1   | 289,6    | 422,3    |
| (CAPEX / Przychody ze sprzedaży)      | 9,4%   | 9,4%   | 9,2%   | 10,9%  | 11,2%  | 9,0%    | 8,3%     | 7,4%     |

## Wskaźniki rynkowe

|                                      | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019P  | 2020P  | 2021P  | 2022P  |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| P/E                                  | 120,1  | 97,0   | 68,7   | 47,7   | 35,1   | 25,9   | 19,9   | 16,4   |
| P/CE                                 | 85,1   | 67,8   | 49,0   | 35,0   | 25,5   | 19,4   | 15,1   | 12,5   |
| P/BV                                 | 27,6   | 21,5   | 16,2   | 12,1   | 9,0    | 6,7    | 5,0    | 3,8    |
| P/S                                  | 5,7    | 4,4    | 3,3    | 2,5    | 1,9    | 1,5    | 1,2    | 1,0    |
| FCF/EV                               | 0,0%   | -0,2%  | 0,3%   | -0,4%  | 0,3%   | 1,4%   | 1,9%   | 2,9%   |
| EV/EBITDA                            | 71,8   | 54,0   | 38,9   | 28,2   | 21,1   | 15,8   | 12,3   | 10,0   |
| EV/EBIT                              | 94,3   | 70,3   | 50,0   | 35,5   | 26,4   | 19,4   | 15,1   | 12,3   |
| EV/S                                 | 5,8    | 4,6    | 3,4    | 2,6    | 2,0    | 1,5    | 1,2    | 1,0    |
| DYield                               | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Cena (PLN)                           | 149,6  | 149,6  | 149,6  | 149,6  | 149,6  | 149,6  | 149,6  | 149,6  |
| Liczba akcji na koniec roku (mln)    | 98,0   | 98,0   | 98,0   | 98,0   | 98,0   | 98,0   | 98,0   | 98,0   |
| MC (mln PLN)                         | 14 667 | 14 667 | 14 667 | 14 667 | 14 667 | 14 667 | 14 667 | 14 667 |
| Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN) | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
| EV (mln PLN)                         | 15 096 | 15 163 | 15 152 | 15 232 | 15 365 | 15 219 | 14 988 | 14 619 |



**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

**PRZEWAGAŻENIE (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:

**KUPUJ** – 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/gpwpa>) 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 stanowił 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 23 sierpnia 2019 o godzinie 8:50.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 23 sierpnia 2019 o godzinie 8:50.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, 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.

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   | sprzedaj   | redukuj    | trzymaj    | akumuluj   | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2019-08-13 | 2019-08-02 | 2019-04-02 | 2019-02-04 | 2018-12-05 | 2018-11-05 |
| cena docelowa (PLN)      | 111,20     | 112,70     | 112,70     | 105,90     | 106,30     | 103,50     |
| kurs z dnia rekomendacji | 135,90     | 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.kliscz@mbank.pl](mailto:kamil.kliscz@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 Szpigel**  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigel@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 Poniąkowski**  
+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)