

poniedziałek, 25 listopada 2019 | aktualizacja raportu

Dino: akumuluj (podwyższona)

DNP PW; DNPP.WA | Handel, Polska

Kontynuacja dynamicznego wzrostu w 2020 roku

Naszym zdaniem kurs akcji za mocno zdyskontował komentarz Zarządu dotyczący trudności z poprawą marży EBITDA w 4Q'19 r/r (część uczestników rynku odniosła deklarację do całego 2019 roku) oraz informację o planowanym dodaniu przynajmniej takiej samej ilości sklepów w 2020 roku, co w 2019 roku. Zwracamy uwagę, że pomimo zakładanego przez nas pogorszenia marży EBITDA o 0,2p.p. r/r w 4Q'19 (negatywny efekt bazy), spółka powinna poprawić rentowność EBITDA o 0,1p.p. r/r w 2019 roku. W kwestii otwarcia retoryka Zarządu była podobna jak w poprzednich latach, kiedy spółka finalnie otwierała około 120% ilości sklepów z poprzedniego roku. Biorąc pod uwagę szacowaną ilość zabezpieczonych działek pod sklepy nie widzimy ryzyka do realizacji zakładanego przez nas tempa ekspansji (powiększenie sieci o 293 sklepy w 2020 roku). W 2020 roku zakładamy, że presja ze strony kosztów wynagrodzeń na marżę EBITDA zostanie skompensowana przez kontynuację wzrostu efektywności sprzedaży oraz poprawę warunków zakupowych. W efekcie oczekujemy nieznacznej poprawy marży EBITDA o 0,1p.p. r/r do 9,5% oraz wzrostu EBITDA w tempie 31% w 2020 roku. Prognozujemy, że spółka będzie poprawiała EBITDA w tempie 24,7% CAGR 2019-23, co stawia spółkę wśród najszybciej rosnących podmiotów w sektorze. Uwzględniając powyższe, wykorzystywalibyśmy obecną korektę kursu do kupna akcji Dino. Podnosimy naszą rekomendację z trzymaj do akumuluj z ceną docelową 148,60 PLN.

Umiarkowany wpływ cen mięsa wieprzowego na rentowność sprzedaży

Presja na marżę brutto na sprzedaży z tytułu dwucyfrowego wzrostu cen mięsa wieprzowego r/r od kwietnia 2019 roku, była kompensowana przez poprawę warunków zakupowych przez sieć. Naszym zdaniem spadek rentowności sprzedaży w 3Q'19 wynika z efektu bazy. W 2020 roku dalsza poprawa warunków zakupowych powinna wspierać osiąganą MBNS.

Dobra dyscyplina kosztów wynagrodzeń

Wzrost efektywności sprzedaży oraz działania mające na celu zwiększenie produktywności pracowników pozwalają Dino na obniżanie narzutu kosztów wynagrodzeń na sprzedaż (odpowiednio -0,2%/-0,4% r/r w 2Q/3Q 2019). Naszym zdaniem zakładany istotny wzrost płacy minimalnej wpłynie na wzrost kosztów wynagrodzeń w spółce, ale również przyspieszenie sprzedaży porównywalnej (wzrost dochodu rozporządzalnego), co powinno pozwalać na zmniejszenie negatywnego wpływu inflacji kosztów na rentowność Dino.

Kontynuacja wysokiej dynamiki otwarć

Po 9M'19 spółka otworzyła 137 sklepów z zakładanych przez nas 244 placówek w całym roku. Relacja otwarć 9M/FY spadła w 2019 roku do 56% vs. 59% w 2018 roku. Nie widzimy jednak zagrożeń do realizacji naszej prognozy otwarć na 2019 rok. W 2020 roku zakładamy powiększenie sieci Dino o 293 sklepy (120% otwarć w 2019 roku; wzrost o 24% r/r). Zwracamy uwagę, że pomimo zwiększania ilości placówek sieci w województwach o niskim zagęszczeniu sieci, Dino poprawia rentowność.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 462,8	5 838,5	7 627,6	9 923,4	12 611,1
EBITDA	389,1	541,1	716,9	939,4	1 205,3
marża EBITDA	8,7%	9,3%	9,4%	9,5%	9,6%
EBIT	303,2	429,0	564,7	738,6	946,8
Zysk netto	213,6	307,6	412,8	553,1	734,4
P/E	61,5	42,7	31,8	23,8	17,9
P/CE	43,9	31,3	23,3	17,4	13,2
P/BV	14,5	10,8	8,1	6,0	4,5
EV/EBITDA	35,0	25,3	19,2	14,6	11,2
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	134,00 PLN
Cena docelowa	148,60 PLN
Kapitalizacja	14 667 mln PLN
Free float	10 110 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	51,0 mln PLN

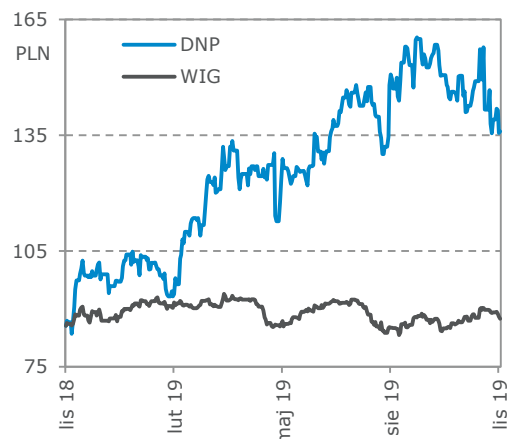
Struktura akcjonariatu

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

Profil spółki

Dino prowadzi sieć sklepów zaliczanych do segmentu proximity. Na koniec 3Q'19 roku Spółka zarządzała siecią 1 113 sklepów, a średnioroczne tempo wzrostu sieci wyniosło 31,2% w latach 2010-18. 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	148,60	149,20	akumuluj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Dino	134,00	148,60	+10,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2021P	2022P
Przychody	-0,9%	-1,5%	0,0%
EBITDA	-2,9%	-3,6%	-1,9%
zysk netto	-2,7%	-3,4%	-1,1%

Analitik:

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

Zmiana założeń vs. poprzedni raport

W naszych założeniach nieznacznie obniżamy oczekiwania w 2019 roku ze względu na założenie nieznacznie niższej marży brutto na sprzedaży. **W 2020 roku nieznacznie podwyższyliśmy zakładaną marżę brutto na sprzedaży oraz koszty wynagrodzeń, co finalnie przełożyło się na obniżenie prognozy EBITDA'20 o 3,5%.**

Zmiana prognoz na lata 2018-19P

(mln PLN)	2019P			2020P		
	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana
Przychody	7 698	7 628	-0,9%	10 072	9 923	-1,5%
MBNS	24,8%	24,4%	-0,4p.p.	25,0%	25,1%	+0,2p.p.
EBITDA	738	717	-2,9%	974	939	-3,5%
marża	9,6%	9,4%	-0,2p.p.	9,7%	9,5%	-0,2 p.p.
EBIT	582	565	-2,9%	784	739	-5,8%
Zysk brutto	516	507	-1,8%	708	683	-3,6%
Zysk netto	418	413	-1,2%	566	553	-2,3%

Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

Wyniki za 3Q'19

Wyniki w 3Q'19 były zgodne z oczekiwaniami rynkowymi. Spółka poprawiła sprzedaż o 31% r/r, która była napędzana przez wysokie tempo otwarć sklepów (+24,4% r/r) oraz dwucyfrową sprzedaż porównywalną (+12% r/r). **Negatywny wpływ wzrostu kosztów materiałów i energii (+0,57p.p. udziału kosztu w sprzedaży; głównie za wzrost odpowiadają ceny mięsa) na rentowność EBITDA został skompensowany przez zmniejszenie narzutu na sprzedaż kosztów usług obcych (-0,41p.p. r/r), kosztów wynagrodzeń (-0,15p.p. r/r) oraz wartości sprzedanych towarów i materiałów (-0,21p.p. r/r; poprawa warunków zakupowych).**

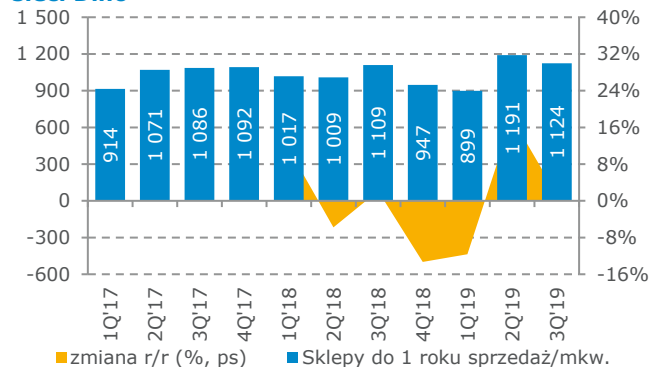
Wyniki Dino w 3Q'19

(mln PLN)	3Q'19	3Q'18	zmiana	9M'19	zmiana
Przychody	2 023	1 544	31,0%	5 523,4	30,7%
EBITDA	190	141	34,3%	498,1	34,5%
marża	9,4%	9,2%	0,23p.p.	9,0%	0,25p.p.
EBIT	150	113	33,1%	387,2	33,5%
Zysk brutto	136	102	33,5%	345,0	33,7%
Zysk netto	109	82	33,0%	281,9	35,1%

Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

Zwracamy uwagę, że wyliczony **wskaźnik sprzedaży/mkw. w sklepach do 1 roku w sieci Dino odnotował wzrost r/r o 1,4% w 3Q'19 pomimo dynamicznego tempa wzrostu sieci oraz pomimo potencjalnego ryzyka kanibalizacji sprzedaży.** Wskaźnik sprzedaży/mkw. w sklepach powyżej 12 miesięcy wzrósł o 5% r/r w 3Q'19 natomiast analogiczny wskaźnik dla wszystkich sklepów w sieci wzrósł o 4,5% r/r w 3Q'19.

Wskaźnik sprzedaży/mkw. w sklepach do 1 roku w sieci Dino

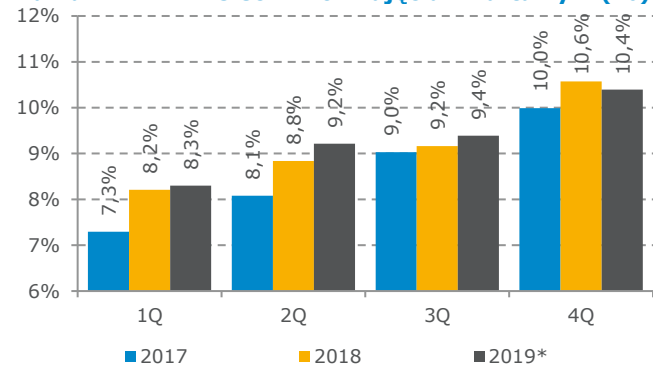


Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

Marża EBITDA spadnie w 4Q'19 i wzrośnie w 2019 roku

Zarząd spółki poinformował na telekonferencji wynikowej, że poprawa marży EBITDA będzie trudna w 4Q'19 ze względu na efekty bazy oraz wysoką konkurencję cenową w okresie Świąt Bożego Narodzenia. Część uczestników rynku mylnie zrozumiała tę informację, odnosząc ją do całego roku 2019 (spółka wskazywała na 4Q'19). W naszych szacunkach zakładamy spadek marży EBITDA o 0,2p.p. r/r do 10,4% w 4Q'19, co powinno wynikać przede wszystkim z obniżenia marży brutto na sprzedaży (zakładane -0,4p.p. r/r); spadek ze względu na efekt bazy (+1,38p.p. r/r w 4Q'18) oraz presję ze strony wzrostu cen wieprzowiny). **Pomimo zakładanego spadku marży EBITDA r/r w 4Q'19, spółka powinna poprawić marżę EBITDA o 0,13p.p. r/r do 9,4% w 2019 roku.**

Marża EBITDA w sieci Dino w ujęciu kwartalnym (%)

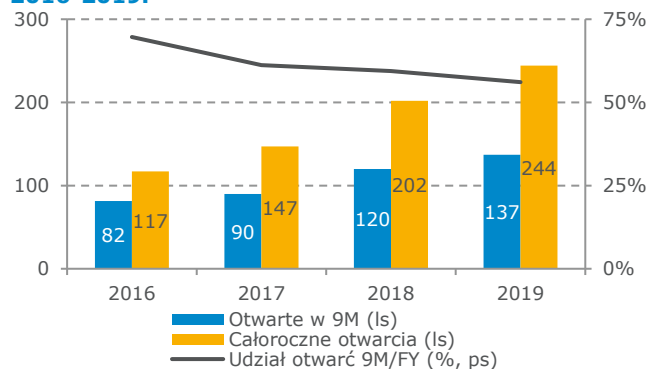


Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku; *w 4Q'19 szacunek DM mBanku

Otwarcia sklepów zgodnie z planem

Zgodnie z informacjami przekazanymi przez spółkę, sieć Dino liczyła 1113 sklepów na koniec 9M'19. Liczba sklepów została powiększona o 137 placówek w 9M'19 vs. 120 placówki w 9M'18. W całym roku zakładamy, że spółka zwiększy sieć o 244 placówki, co oznacza skumulowanie około 44% otwarć w 4Q'19 vs. średnio 37% w latach 2016-18. **Sezonowość otwarć w 4Q'19 wzrośnie r/r, jednak naszym zdaniem nasza prognoza na poziomie 244 sklepów w 2019 roku nie jest zagrożona.**

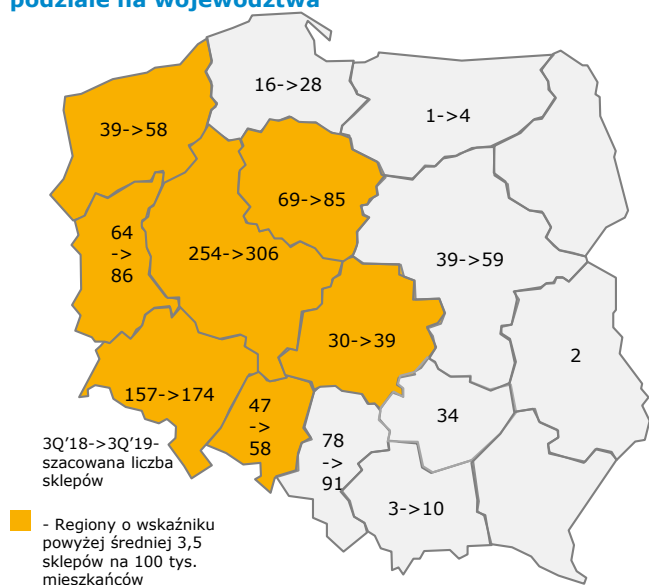
Otwarcia nowych sklepów w 9M vs. FY w latach 2016-2019P



Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

Zgodnie ze strategią rozwoju sieci spółka zagęszcza liczbę placówek w najważniejszych regionach jednocześnie prowadząc ekspansję do kolejnych województw. **Zwracamy uwagę, że pomimo otwierania części sklepów w województwach o mniejszym zagęszczeniu oraz o wyższej odległości od centrów dystrybucyjnych spółki, marża EBITDA grupy ulega systematycznej poprawie.** Dalsze zagęszczanie sieci sklepów powinno pozwolić spółce na zwiększanie efektywności kosztowej.

Szacowana liczba sklepów na koniec 3Q'19 w podziale na województwa



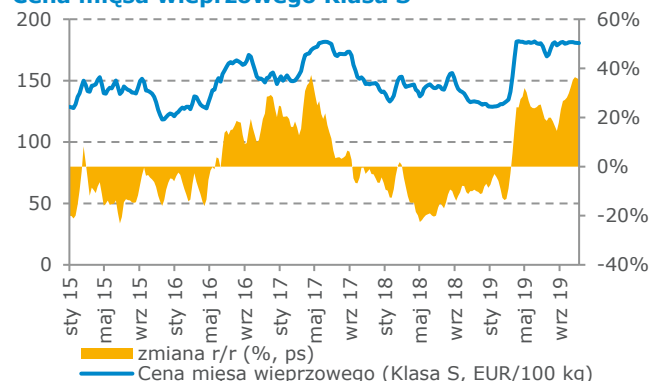
Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

Na telekonferencji wynikowej Zarząd komentował, że spółka w 2020 roku doda przynajmniej tyle sklepów, co w 2019 roku (szacujemy 244 sklepy w 2019 roku). **W poprzednich latach Zarząd podobnie komentował przyszłoroczne plany otwarć, finalnie powiększając sieć w wyższym tempie (otwarcia stanowiły około 120% nowych sklepów z poprzedniego roku).** Na koniec 3Q'19 roku spółka wykazała zobowiązania warunkowe wynikające z zawartych umów przedwstępnych na poziomie 417 mln PLN. **Przy założeniu, że 90% zobowiązań warunkowych to umowy związane z gruntami pod nowe sklepy, to na koniec 3Q'19 spółka miała zabezpieczonych około 938 działek.**

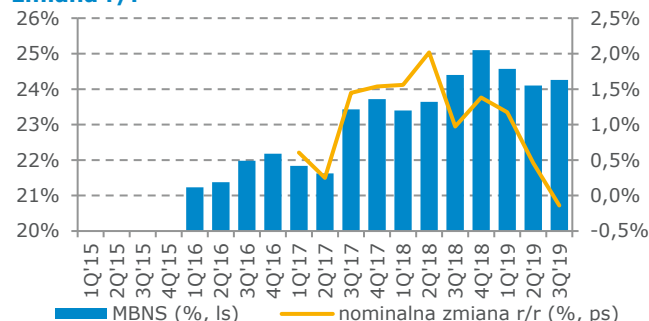
Umiarkowany wpływ cen mięsa na rentowność sprzedaży

Spółka Dino integruje pionowo zakłady przetwórstwa mięsnego Agro-Rydzyna, które produkują wyroby na potrzeby sieci Dino. Istotne wzrosty cen mięsa wieprzowego od kwietnia 2019 roku mogą stanowić pewną presję na osiąganą przez Dino marżę brutto na sprzedaży. Nie można zapominać, że na osiąganą rentowność istotny wpływ ma powiększanie skali sieci oraz uzyskiwanie coraz lepszych warunków zakupowych. **Na przedstawionych poniżej wykresach widoczne jest, że fluktuacja cen mięsa wieprzowego nie wpłynęła istotnie na dynamikę marży brutto na sprzedaży w Dino (rentowność rosła r/r od 1Q'17 do 2Q'19).**

Cena mięsa wieprzowego Klasa S

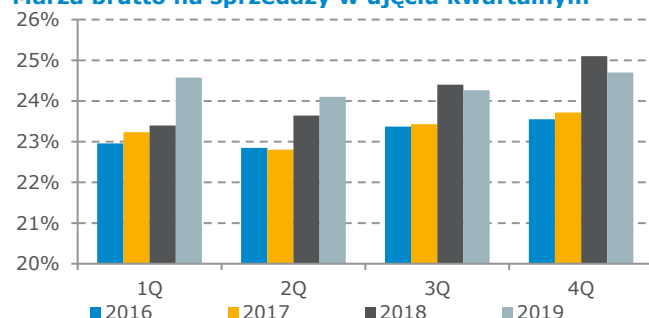


Kwartalna marża brutto na sprzedaży w Dino oraz zmiana r/r

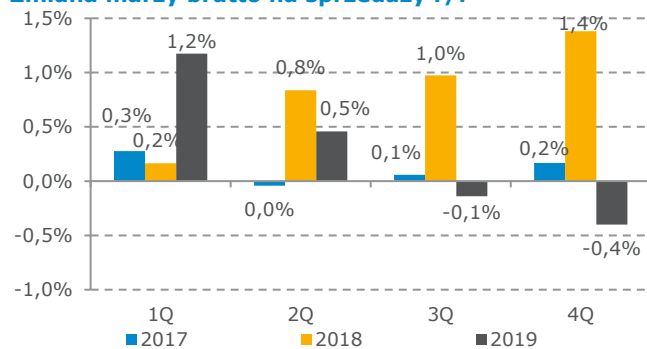


Spółka istotnie poprawiła marżę brutto na sprzedaży r/r w 4Q'18 oraz w 1Q'19, przez co wymagającym celem może być poprawa rentowności na tym poziomie w 4Q'19 oraz w 1Q'20. Niemniej oczekujemy, że negatywny wpływ potencjalnego spadku rentowności sprzedaży na marżę EBITDA w tych okresach zostanie skompensowany przez rozwodnienie kosztów SG&A.

Marża brutto na sprzedaży w ujęciu kwartalnym



Zmiana marży brutto na sprzedaży r/r



Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

Wzrost kosztów wynagrodzeń powinien zostać skompensowany wyższą rentownością sprzedaży w 2020 roku

Niewątpliwie wyzwaniem dla wszystkich spółek z branży w 2020 roku będzie planowana podwyżka płacy minimalnej o 15%. Naszym zdaniem wzrost płacy minimalnej pozytywnie wpłynie na wysokość dochodu rozporządzalnego w regionach gdzie Dino ma wysoką ekspozycję. Efektywnie powinno to wspierać dynamikę sprzedaży porównywalnej w sieci. Ponadto oczekujemy, że presja ze strony wyższych kosztów wynagrodzeń na marżę EBITDA zostanie skompensowana przez (1) zwiększenie produktywności pracowników, (2) wzrost marży brutto na sprzedaży dzięki poprawie warunków handlowych.

Oczekiwania Domu Maklerskiego mBanku w porównaniu z konsensem

(mIn PLN)	2019P			2020P			2021P		
	mDM	konsensus	różnica	mDM	konsensus	różnica	mDM	konsensus	różnica
Przychody	7 627,6	7 617,4	0%	9 923,4	9 870,6	+1%	12 611,1	12 334,8	+2%
EBIT	564,7	570,5	-1%	738,6	736,4	+0%	946,8	902,2	+5%
EBITDA	716,9	724,3	-1%	939,4	934,1	+1%	1 205,3	1 151,4	+5%
Zysk netto	412,8	415,0	-1%	553,1	544,9	+2%	734,4	683,9	+7%

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Szacowany narzut na sprzedaż poszczególnych kategorii z rachunku zysków i strat

	2016	2017	2018	2019P	2020P
MBNS	23,2%	23,3%	24,2%	24,4%	25,1%
Narzut SG&A	-16,5%	-16,3%	-16,9%	-17,0%	-17,7%
PPO/PKO	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
marża EBIT	6,7%	7,1%	7,3%	7,4%	7,4%
Amortyzacja	2,0%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%
Marża EBITDA	8,7%	9,0%	9,3%	9,4%	9,5%

zmiana R/R (p.p.)

MBNS	0,62	0,11	0,87	0,21	0,74
Narzut SG&A	-0,01	0,22	-0,62	-0,10	-0,71
PPO/PKO	-0,07	0,02	0,02	-0,06	0,01
marża EBIT	0,54	0,35	0,28	0,06	0,04
Amortyzacja	0,03	-0,04	0,00	0,08	0,03
Marża EBITDA	0,56	0,31	0,27	0,13	0,07

Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

Nasze prognozy vs. konsensus

Nasze szacunki przychodów dla lat 2019-21 są powyżej oczekiwań rynkowych na linii przychodów o 1-2%, co może wynikać z założenia wyższego tempa poprawy sprzedaży/mkw. Założenia dotyczące EBITDA oraz zysku netto są zbieżne z oczekiwaniami rynkowymi w latach 2019-21.

Wycena

Wartość spółki Dino szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Implikowana cena z metody zdyskontowanych przepływów to 146,9 PLN/akcję, a wartość oszacowana na bazie porównywalnych spółek to 122,2 PLN/akcję.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	30%	122,2
Wycena DCF	70%	146,9
cena wynikowa		139,6
cena docelowa za 9 m-cy		148,6

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec października 2019 r. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec 2018 r.
- Zakładamy wzrost marży EBITDA o 0,1 p.p. r/r do 9,4% w 2020 roku oraz ustabilizowanie się rentowności na średnim poziomie 9,5% w latach 2020-28P.
- Zakładamy średni CAPEX/sklep. na poziomie 3,4 mln PLN w okresie prognozy (podwyższenie z 3,3 mln PLN zakładanych poprzednio), nakłady inwestycyjne na renowację sklepu na poziomie

0,15 mln PLN (ponoszone co 5 lat), koszt jednego centrum dystrybucyjnego na poziomie 80 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 19% w latach 2019-28P.
- Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,0%.
- Po roku 2028 zakładamy wzrost FCF na poziomie 2,5%.
- Współczynnik leveraged beta przyjmujemy na średnim poziomie 1,04.

Podstawowe założenia:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Liczba sklepów	410	511	628	775	977	1 221	1 514	1 837
zmiana r/r		24,6%	22,9%	23,4%	26,1%	25,0%	24,0%	21,3%
Powierzchnia (tys. mkw.)	151	192	238	295	376	474	592	724
zmiana r/r		27,2%	24,2%	23,8%	27,3%	26,0%	25,0%	22,3%
Powierzchnia/sklep (mkw.)	368	376	380	381	385	388	391	394
zmiana r/r		2,0%	1,0%	0,3%	1,0%	0,8%	0,8%	0,8%
Sprzedaż miesięczna/mkw. (PLN)	1 301	1 258	1 286	1 394	1 450	1 497	1 552	1 597
zmiana r/r		-3,3%	2,2%	8,4%	4,1%	3,2%	3,7%	2,9%
Marża brutto na sprzedaży	22,01%	22,59%	23,20%	23,32%	24,19%	24,40%	25,15%	25,44%
zmiana r/r		0,58p.p.	0,62p.p.	0,11p.p.	0,87p.p.	0,21p.p.	0,74p.p.	0,3p.p.
narzut SG&A	16,89%	16,49%	16,72%	16,55%	16,89%	16,99%	17,70%	17,94%
zmiana r/r		-0,4p.p.	0,24p.p.	-0,17p.p.	0,34p.p.	0,1p.p.	0,71p.p.	0,23p.p.
marża EBITDA	7,01%	8,12%	8,46%	8,72%	9,27%	9,40%	9,47%	9,56%
zmiana r/r		1,11p.p.	0,34p.p.	0,26p.p.	0,55p.p.	0,13p.p.	0,07p.p.	0,09p.p.
Capex (mln PLN)	203	263	373	417	632	733	937	1 118
Sklepy (mln PLN)	186	238	287	361	539	651	853	986
Centra Dystrybucyjne (mln PLN)	8	19	71	42	44	30	80	80
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	7 628	9 923	12 611	15 112	17 741	20 343	22 692	24 970	27 178	29 321	
zmiana	30,6%	30,1%	27,1%	19,8%	17,4%	14,7%	11,5%	10,0%	8,8%	7,9%	
EBITDA	707	929	1 195	1 437	1 695	1 919	2 139	2 346	2 551	2 738	
marża EBITDA	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%	9,6%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,3%	
Amortyzacja	152,2	200,9	258,5	324,3	377,1	428,0	474,5	515,0	556,9	587,0	
EBIT	565	739	947	1 123	1 328	1 502	1 674	1 842	2 004	2 161	
marża EBIT	7,4%	7,4%	7,5%	7,4%	7,5%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	
Opodatkowanie EBIT	104,6	140,3	179,9	213,4	252,3	285,3	318,1	349,9	380,7	410,7	
NOPLAT	460	598	767	910	1 076	1 216	1 356	1 492	1 623	1 751	
CAPEX	927,6	955,6	1 136,8	1 121,4	1 127,1	1 179,0	1 055,8	1 137,8	1 158,3	587,0	
Kapitał obrotowy	-213,8	-287,7	-342,6	-326,6	-352,4	-307,8	-261,1	-267,7	-259,6	345,5	
FCF	-102	131	231	439	678	773	1 036	1 137	1 281	1 405	1 440
WACC	8,4%	8,4%	7,7%	7,9%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	
współczynnik dyskonta	92,2%	85,0%	79,0%	73,2%	67,8%	62,6%	57,8%	53,4%	49,3%	45,4%	
PV FCF	-93,6	111,6	182,7	321,5	459,5	484,2	599,2	606,8	631,1	638,3	

WACC	8,4%	8,4%	7,7%	7,9%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	
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	18,5%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	7,3%	5,8%	20,5%	15,8%	12,3%	9,9%	8,1%	6,8%	5,7%	4,9%	
Koszt kapitału własnego	8,8%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,06	1,05	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,50%
Wartość rezydualna (TV)	24 266
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	11 023
Zdyskontowane FCF w okresie prognozy	3 941
Wartość firmy (EV)	14 964
Dług netto	565
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	14 399
Liczba akcji (mln)	98,04
Wartość firmy na akcję (PLN)	146,9
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,5%
Cena docelowa (PLN)	156,5

EV/EBITDA('19) dla ceny docelowej	26,6
P/E('19) dla ceny docelowej	46,8
Udział TV w EV	74%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF po okresie prognozy				
	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
WACC -1,0 p.p.	157,9	167,6	179,0	192,4	208,5
WACC -0,5 p.p.	144,5	153,3	163,6	175,8	190,5
WACC	138,2	146,6	156,5	168,2	182,2
WACC +0,5 p.p.	132,2	140,3	149,7	160,8	174,2
WACC +1,0 p.p.	121,1	128,5	137,1	147,2	159,5

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą dla Dino przeprowadziliśmy przy użyciu wskaźników P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBITDA Growth w horyzoncie 2019-21P. Przykładamy wagi 40%/40%/20% 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	229,9	0,7	0,5	0,5	16,4	13,7	12,6	10,8	7,6	7,3
CARREFOUR SA	15,2	1,5	1,4	1,3	13,5	11,8	10,9	8,4	7,7	7,2
X 5 RETAIL-GDR	33,2	1,2	1,1	1,0	15,1	13,4	11,9	9,9	9,0	8,3
METRO AG	14,9	-1,8	-2,0	-2,0	11,8	14,5	13,9	6,1	6,8	6,6
O'KEY	1,5	-5,4	-4,7	-4,7	13,4	10,4	11,4	8,2	7,1	7,1
MAGNIT PJSC-SPON	11,9	2,3	1,8	1,6	16,6	11,6	9,8	9,7	7,6	6,8
EUROCASH	22,3	1,7	1,6	1,5	35,2	24,9	21,8	13,1	12,2	11,4
JERONIMO MARTINS	14,6	1,4	1,3	1,2	21,7	19,8	18,0	11,1	10,3	9,5
Minimum		-5,4	-4,7	-4,7	11,8	10,4	9,8	6,1	6,8	6,6
Maksimum		2,3	1,8	1,6	35,2	24,9	21,8	13,1	12,2	11,4
Mediana		1,3	1,2	1,1	15,7	13,6	12,3	9,8	7,7	7,3
DINO		0,8	0,6	0,4	42,7	31,8	23,8	25,3	19,2	14,6
(premia / dyskonto)		-40%	-51%	-60%	171%	135%	93%	158%	150%	100%
Implikowana wycena										
Mediana		1,3	1,2	1,1	15,7	13,6	12,3	9,8	7,7	7,3
Waga wskaźnika			20%			40%			40%	
Waga roku		7%	7%	7%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Premia/dyskonto	0%									
Wartość firmy na akcję (PLN)	122,2									

Rachunek wyników

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	3 320,6	4 462,8	5 838,5	7 627,6	9 923,4	12 611,1	15 112,0	17 741,5
zmiana	28,2%	34,4%	30,8%	30,6%	30,1%	27,1%	19,8%	17,4%
Koszt własny sprzedaży	-2 550,1	-3 422,2	-4 426,1	-5 766,1	-7 428,0	-9 402,3	-11 282,5	-13 246,1
Zysk brutto na sprzedaży	770,5	1 040,6	1 412,5	1 861,5	2 495,4	3 208,8	3 829,5	4 495,4
marża brutto na sprzedaży	23,2%	23,3%	24,2%	24,4%	25,1%	25,4%	25,3%	25,3%
Koszty sprzedaży i marketingu	-505,9	-678,7	-933,7	-1 225,4	-1 673,6	-2 161,2	-2 585,6	-3 025,2
Koszty ogólnego zarządu	-49,4	-60,0	-52,6	-70,6	-83,2	-100,8	-120,9	-142,1
Pozostała działalność operacyjna netto	0,4	1,3	2,8	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	215,6	303,2	429,0	564,7	738,6	946,8	1 122,9	1 328,0
zmiana	34,7%	40,7%	41,5%	31,6%	30,8%	28,2%	18,6%	18,3%
marża EBIT	6,5%	6,8%	7,3%	7,4%	7,4%	7,5%	7,4%	7,5%
Wynik na działalności finansowej	-29,1	-37,2	-45,0	-58,0	-55,7	-40,2	-38,6	-38,6
Zysk brutto	186,5	266,0	384,0	506,7	682,9	906,6	1 084,3	1 289,4
Podatek dochodowy	-35,2	-52,4	-76,4	-93,8	-129,7	-172,3	-206,0	-245,0
Zysk netto	151,2	213,6	307,6	412,8	553,1	734,4	878,3	1 044,4
zmiana	23,8%	41,3%	44,0%	34,2%	34,0%	32,8%	19,6%	18,9%
marża	4,6%	4,8%	5,3%	5,4%	5,6%	5,8%	5,8%	5,9%
Amortyzacja	65,2	85,9	112,1	152,2	200,9	258,5	324,3	377,1
EBITDA	280,8	389,1	541,1	716,9	939,4	1 205,3	1 447,2	1 705,1
EBITDA (bez MSSF 16)	280,8	389,1	541,1	706,8	929,3	1 195,2	1 437,1	1 695,0
zmiana	33,6%	38,6%	39,0%	30,6%	31,5%	28,6%	20,2%	17,9%
marża EBITDA	8,5%	8,7%	9,3%	9,4%	9,5%	9,6%	9,6%	9,6%
Skorygowana EBITDA	288,3	401,4	541,1	716,9	939,4	1 205,3	1 447,2	1 705,1
Skorygowana marża EBITDA	8,7%	9,0%	9,3%	9,4%	9,5%	9,6%	9,6%	9,6%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0
EPS	1,5	2,2	3,1	4,2	5,6	7,5	9,0	10,7
ROA	9,2%	9,9%	10,7%	11,3%	12,5%	13,7%	13,4%	13,1%
ROE	24,9%	26,9%	29,1%	29,1%	29,1%	28,9%	26,2%	24,2%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
AKTYWA	1 856,8	2 451,3	3 287,7	4 254,2	5 045,0	6 084,7	7 427,5	8 957,0
Majątek trwały	1 457,1	1 808,0	2 458,4	3 265,8	4 020,5	4 898,9	5 695,9	6 446,0
Rzeczowe aktywa trwałe	1 337,2	1 697,6	2 347,0	2 926,4	3 681,1	4 559,5	5 356,5	6 106,5
Wartość firmy	93,1	92,8	95,0	98,4	98,4	98,4	98,4	98,4
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	26,9	17,6	16,3	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	223,3	223,3	223,3	223,3	223,3
Majątek obrotowy	399,7	643,4	829,3	988,4	1 024,4	1 185,8	1 731,5	2 511,0
Zapasy	276,5	368,3	445,4	560,9	702,6	858,3	987,1	1 110,3
Należności	33,7	38,0	38,5	27,6	35,9	45,6	54,6	64,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	66,4	202,6	268,9	352,6	238,7	234,6	642,5	1 289,4
Pozostałe	23,1	34,5	76,5	47,3	47,3	47,3	47,3	47,3

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
PASYWA	1 856,8	2 451,3	3 287,7	4 254,2	5 045,0	6 084,7	7 427,5	8 957,0
Kapitał własny	683,5	904,5	1 211,9	1 624,7	2 177,8	2 912,2	3 790,5	4 834,9
Zobowiązania długoterminowe	459,4	575,9	693,2	998,3	798,3	595,6	595,6	595,6
Kredyty i pożyczki	452,4	470,6	585,3	597,0	397,0	194,3	194,3	194,3
Obligacje	0,0	99,7	99,8	269,5	269,5	269,5	269,5	269,5
Pozostałe	7,0	5,5	8,1	131,8	131,8	131,8	131,8	131,8
Zobowiązania krótkoterminowe	714,0	971,0	1 382,6	1 631,2	2 068,8	2 576,9	3 041,4	3 526,5
Kredyty i pożyczki	110,2	117,1	148,7	132,6	132,6	132,6	132,6	132,6
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	574,4	811,3	1 141,9	1 377,1	1 814,7	2 322,8	2 787,3	3 272,4
Obligacje	0,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Pozostałe	29,4	41,9	91,4	120,8	120,8	120,8	120,8	120,8
Dług	562,6	688,1	834,4	999,8	799,8	597,1	597,1	597,1
Dług netto	496,1	485,4	565,5	647,2	561,1	362,5	-45,4	-692,2
(Dług netto / kapitał własny)	72,6%	53,7%	46,7%	39,8%	25,8%	12,4%	-1,2%	-14,3%
(Dług netto / EBITDA)	1,7	1,2	1,0	0,9	0,6	0,3	0,0	-0,4
BVPS	7,0	9,2	12,4	16,6	22,2	29,7	38,7	49,3

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy operacyjne	324,3	497,2	643,3	826,1	1 107,5	1 385,8	1 578,0	1 822,7
Zysk brutto	186,5	266,0	384,0	506,7	682,9	906,6	1 084,3	1 289,4
Podatek zapłacony	-16,5	-34,1	-26,4	-110,2	-129,7	-172,3	-206,0	-245,0
Amortyzacja	65,2	85,9	112,1	152,2	200,9	258,5	324,3	377,1
Amortyzacja (leasing finansowy)	0,0	0,0	0,0	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1
Kapitał obrotowy	47,2	131,2	125,0	213,8	287,7	342,6	326,6	352,4
Odsetki	29,2	37,6	45,0	58,1	55,7	40,2	38,6	38,6
Pozostałe	12,7	10,6	3,6	-4,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-310,2	-402,1	-634,0	-926,4	-955,6	-1 136,8	-1 121,4	-1 127,1
CAPEX	-311,7	-410,6	-635,9	-927,6	-955,6	-1 136,8	-1 121,4	-1 127,1
Pozostałe	1,6	8,5	1,9	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	18,4	41,1	82,3	183,9	-265,8	-253,1	-48,7	-48,7
Kredyty i pożyczki	91,9	30,5	174,1	116,5	-200,0	-202,7	0,0	0,0
Obligacje	0,0	100,0	0,0	170,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leasing finansowy	-43,9	-51,9	-46,4	-45,5	-10,1	-10,1	-10,1	-10,1
Odsetki	-29,7	-37,4	-45,4	-57,1	-55,7	-40,2	-38,6	-38,6
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków na koniec okresu	32,5	136,2	91,6	83,7	-113,9	-4,1	407,9	646,9
Środki pieniężne na koniec okresu	66,4	202,6	294,2	377,9	264,0	259,9	667,8	1 314,6
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-24,5	49,9	-55,2	-101,5	131,2	231,2	439,1	678,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	9,4%	9,2%	10,9%	12,2%	9,6%	9,0%	7,4%	6,4%

Wskaźniki rynkowe

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
P/E	86,9	61,5	42,7	31,8	23,8	17,9	15,0	12,6
P/CE	60,7	43,9	31,3	23,3	17,4	13,2	10,9	9,2
P/BV	19,2	14,5	10,8	8,1	6,0	4,5	3,5	2,7
P/S	4,0	2,9	2,3	1,7	1,3	1,0	0,9	0,7
FCF/EV	-0,2%	0,4%	-0,4%	-0,7%	1,0%	1,7%	3,4%	5,4%
EV/EBITDA	48,6	35,0	25,3	19,2	14,6	11,2	9,0	7,3
EV/EBIT	63,2	44,9	31,9	24,4	18,5	14,3	11,7	9,4
EV/S	4,1	3,1	2,3	1,8	1,4	1,1	0,9	0,7
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	134,0	134,0	134,0	134,0	134,0	134,0	134,0	134,0
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)	13 137	13 137	13 137	13 137	13 137	13 137	13 137	13 137
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	13 633	13 623	13 703	13 785	13 698	13 500	13 092	12 445

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

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 25 listopada 2019 o godzinie 08:34.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 25 listopada 2019 o godzinie 08:34.

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

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	trzymaj	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-08-23	2019-08-13	2019-08-02	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	149,20	111,20	112,70	112,70	105,90	106,30	103,50
kurs z dnia rekomendacji	149,60	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 Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl