



analityk: Michał Krajczewski, CFA

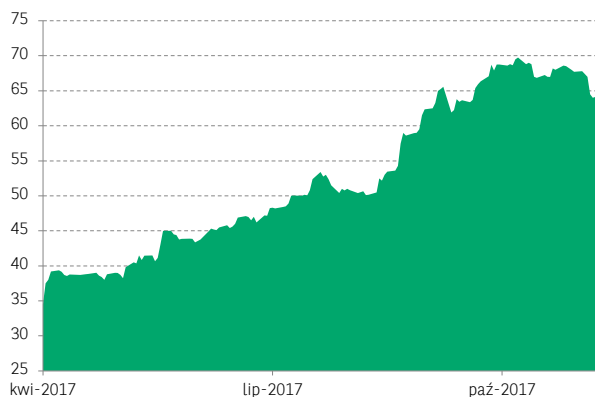
2017-11-15

Podstawowe dane o spółce

Cena	66,69
Kapitalizacja (mln zł)	6 538,3
Free float	48,9%
Wartość dzienna obrotów 1M (mln PLN)	18,2
P/E	43,3
EV/EBITDA	22,59

Spółka rozwija sieć supermarketów proximity w rejonie zachodniej oraz południowej Polski. Po 3Q'17 sieć Dino Polska liczyła 718 placówek. Strategicznym celem grupy jest zwiększenie do końca 2020 r. sieci Dino do 1 200 marketów.

Notowania Dino Polska za ostatnie 12 miesięcy



Wyniki finansowe za III. kwartał 2017 roku

mln PLN	3Q '16	4Q '16	1Q '17	2Q '17	3Q '17	r/r	q/q	Kons.	różnica	BGZ BNP	różnica
Przychody	916,6	919,0	910,3	1108,1	1220,2	33,1%	10,1%	1209,0	0,9%	1148,8	6,2%
Liczba sklepów	0,0	628,0	639,0	677,0	718,0	-	6,1%				
Zysk brutto na sprzedaży	211,3	213,6	208,6	249,7	282,6	33,8%	13,2%			261,9	7,9%
marża brutto na sprzedaży	23,0%	23,2%	22,9%	22,5%	23,2%					22,8%	
EBITDA	76,7	84,0	65,5	88,5	108,9	42,1%	23,1%	105,0	3,7%	89,3	22,0%
marża EBITDA	8,4%	9,1%	7,2%	8,0%	8,9%			8,7%		7,8%	
EBIT	59,4	66,0	46,3	68,1	86,4	45,5%	27,0%	82,9	4,3%	67,8	27,5%
marża EBIT	6,5%	7,2%	5,1%	6,1%	7,1%			6,9%		5,9%	
Zysk netto	52,0	38,0	30,5	46,7	63,5	22,3%	36,1%	63,5	0,1%	48,2	31,9%
marża netto	5,7%	4,1%	3,3%	4,2%	5,2%			5,3%		4,2%	
Cash flow operacyjny	69,8	205,8	31,0	94,2	136,8	95,9%	45,1%				

Komentarz do wyników

Dino Polska zaprezentowało w III kwartale wyniki lekko powyżej rynkowego konsensusu oraz wyraźnie lepsze od oczekiwań BM BGZ BNP Paribas.

Sprzedaż Dino Polska wyniosła 1 220,2 mln PLN (+33,1% r/r). Spółka na koniec 3Q'17 posiadała 718 otwartych sklepów (+21,9% r/r, +41 placówek w porównaniu do poprzedniego kwartału). Drugim czynnikiem przekładającym się na silny wzrost obrotów była poprawa sprzedaży LFL o 16,1%. Średnia sprzedaż na sklep wzrosła wg naszych obliczeń o 9,4% (wpływ nowych marketów). Spółka utrzymuje stosunkowo stałą strukturę sprzedaży: 50,9% to żywność sucha, napoje, alkohol, tytoń. 36,7% to produkty świeże, a 12,4% to artykuły przemysłowe.

Z uwagi na rosnącą skalę działalności (lepsze warunki dostaw) oraz korzystne czynniki makroekonomiczne (bogacenie się społeczeństwa przekłada się na większe zakupy markowych towarów), Dino kontynuuje poprawę rentowności brutto na sprzedaży (+0,11 pkt. proc.). W efekcie wynik na tym poziomie wyniósł 282,6 mln PLN i był o 33,8% r/r większy. Równocześnie pozytywnie na rezultat EBITDA działała dźwignia operacyjna. O ile koszty sprzedaży rosły nieco szybciej (+33,3% r/r) od przychodów, to koszty ogólnego zarządu zostały r/r zmniejszone o 5,3%, co pozwoliło na spadek narzutu SG&A do przychodów o 0,42 pkt. proc. do 16,1%. EBITDA wyniosła więc 108,9 mln PLN (42,1% r/r). Amortyzacja była większa w 3Q'17 o 30,5% r/r więc EBIT został poprawiony jeszcze dynamiczniej (+45,5% do 86,4 mln PLN). Wśród pozostałych kosztów rodzajowych zwracamy uwagę na świadczenia pracownicze (+38,7% r/r) oraz zużycie materiałów i energii (+34,4% r/r), które rosły szybciej od sprzedaży. Wolniejsze tempo poprawy wyniku netto jest pochodną braku kosztu podatkowego w 3Q'16. Saldo do działalności finansowej było o 1,5 mln PLN gorsze r/r.

Pozytywnie odbieramy także utrzymującą się poprawę cash flow z działalności operacyjnej. Wyniósł on 136,7 mln PLN wobec 69,8 mln PLN przed rokiem (+95,8% r/r). Główny wpływ ma tutaj dalsza optymalizacja rotacji kapitału obrotowego (średnio ponad 2 dni q/q), głównie zapasów i zobowiązań.

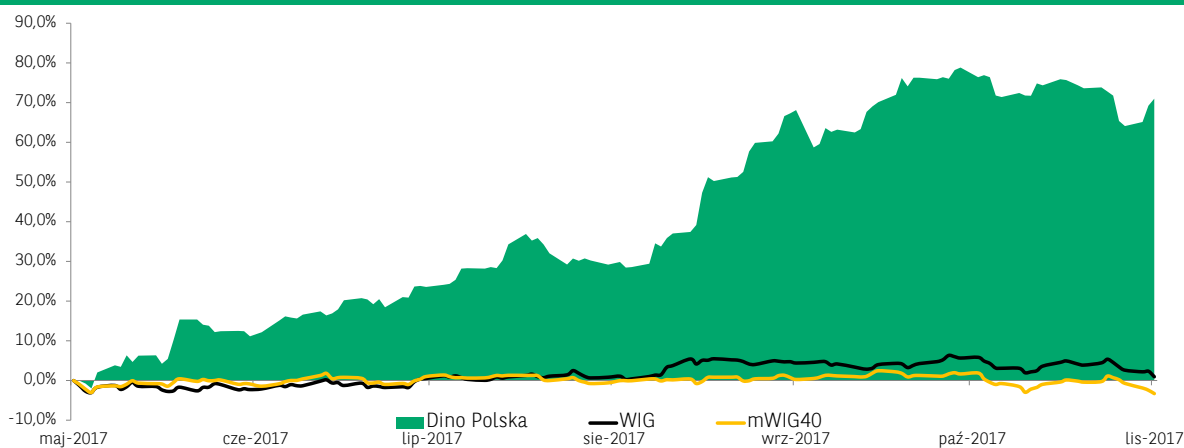


Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki

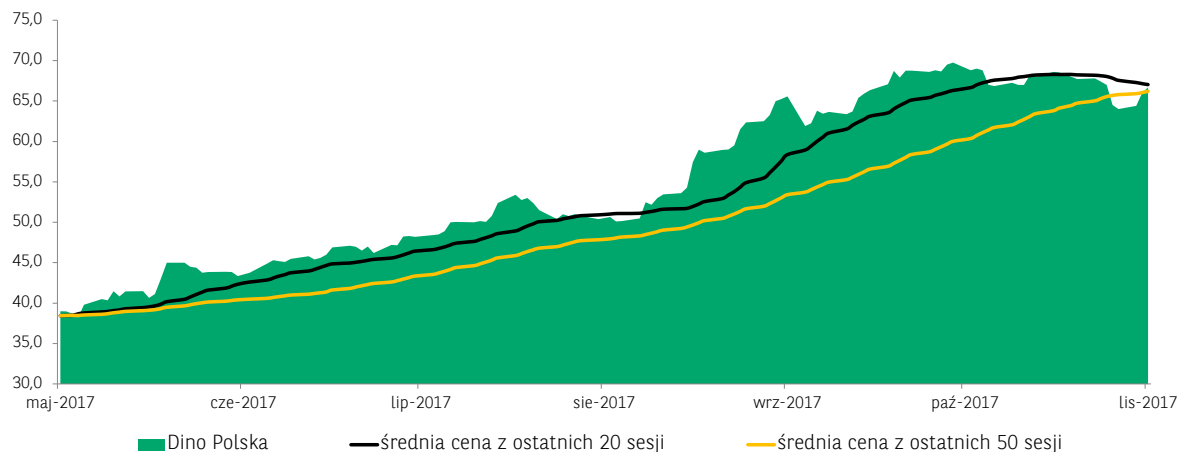
Wyniki Dino Polska oceniamy pozytywnie. W naszych prognozach nie doszacowaliśmy zarówno utrzymania tempa sprzedaży lfl, jak i dźwigni operacyjnej Spółki.

Zarząd podczas telekonferencji zapowiedział, iż **pozytywny wpływ koniunktury powinien być utrzymany w 4Q'17, co oznacza kontynuację dotychczasowych trendów sprzedaży LFL oraz poprawy marży brutto na sprzedaży. W skutek działań optymalizacyjnych oraz sezonowości w dalszym ciągu ma być poprawiany cykl konwersji gotówki (cel to 1-2 dni rocznie). Dodatkowo raportowany wynik w 4Q'16 był obciążony kosztami związanymi z IPO (szacujemy ponad 3 mln PLN na poziomie EBITDA). Zarząd oczekuje, iż w 4Q'17 otwartych zostanie ok. 50 nowych sklepów. Spółka chce zwiększać o 20% rocznie tempo otwarć. Plany te poparte są rosnącą bazą działek, która łącznie wynosi 469 po 3Q'17 (+41,7% r/r). Spółka dostrzega presję na wynagrodzenie, przy czym pensje pracowników są o co najmniej 100 PLN powyżej płacy minimalnej. Podstawowe wynagrodzenie powinno rosnąć zgodnie z dynamiką płacy minimalnej, większy nacisk kładziony jest na bonusy zależne od wyników sklepu. Zarząd nie dostrzega na razie problemów ze znajdowaniem nowych pracowników przy rozwoju sieci. Koszty budowy powinny zostać stabilne z uwagi na dwuletni kontrakt podpisany z głównym wykonawcą.**

Notowania Dino Polska w porównaniu do indeksów WIG i mWIG40



Notowania akcji w ostatnich 6 miesiącach





ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa
tel. (22) 566 97 00, fax (22) 566 97 29
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego

	telefon	adres e-mail
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Aniol	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórniego

	telefon	adres e-mail
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 566 97 04	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego

	telefon	adres e-mail
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB

nowy system -wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

SIDOMA PROFESSIONAL

dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - (enterprise value - wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT - (earnings before interest & tax - zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA - (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE - (return on equity - zwrot na kapitale własnym) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA - (return on assets - zwrot na aktywach) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV - wartość aktywów netto (aktywa - zobowiązania)
P/CE - iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV - iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) - (price earnings ratio - wsk. cena / zysk) - iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) - (cena/wartość księgowa) - iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS - (earnings per share - wsk. zysku na jedną akcję) - iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS - (dividend per share - wsk. stopy dywidendy) - iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA - EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield - w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI - (net operating income) - różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC - (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług - zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa
tel. (22) 566 97 00, fax (22) 566 97 29
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgzbnpparibas.pl

Disclaimer

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (0%; + 10%);
Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odniesienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGZ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGZ BNP Paribas S.A. , a podmioty powiązane z Bankiem BGZ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

“Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf

Numer ewidencyjny:

KW/2017/11/15/DNP/1