



Dino Polska - Komentarz do wyników za 4Q'17

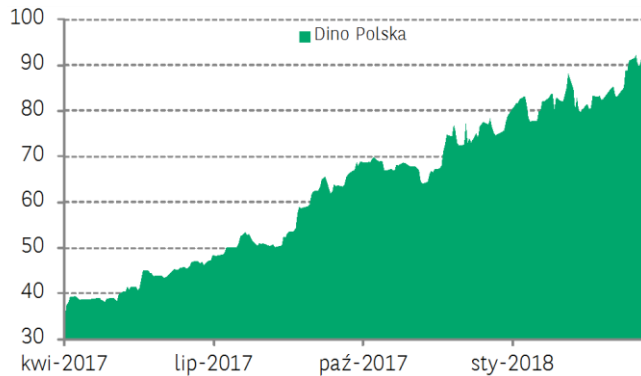
Michał Krajczewski, CFA +48 22 507 52 91, michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl

analitik: Michał Krajczewski, CFA

2018-03-19

Podstawowe dane o spółce

Cena	90,35
Kapitalizacja (mIn zł)	8 857,9
Free float	48,9%
Wartość dzienna obrotów (mIn PLN)	13,8
P/E	41,4
EV/EBITDA	27,19



Wyniki 4Q17

mIn PLN	4Q'17	4Q'16	r/r	4Q'17	BGŻ BNP	różnica	4Q'17	kons.	vkons
Przychody	1277,4	919,4	38,9%	1277,4	1267,2	0,8%	1277,4	1237,4	3,2%
<i>Liczba sklepów</i>	775	628	23,4%	775	768	0,9%			
Zysk brutto na sprzedaży	299,7	213,6	40,3%	299,7	294,6	1,7%			
<i>Marża zbns</i>	23,5%	23,2%		23,5%	23,3%				
Koszty SG&A	-197,5	-147,7	33,7%	-197,5	-200,9	-1,7%			
<i>udział w sprzedaży</i>	-15,5%	-16,1%		-15,5%	-15,9%				
EBITDA	126,2	84,2	49,9%	126,2	116,8	8,1%	126,2	116,9	8,0%
<i>marża EBITDA</i>	9,9%	9,2%		9,9%	9,2%		9,9%	9,4%	
EBIT	102,4	65,6	56,0%	102,4	93,8	9,2%	102,4	93,3	9,8%
<i>marża EBIT</i>	8,0%	7,1%		8,0%	7,4%		8,0%	7,5%	
Zysk netto	72,9	38,0	92,0%	72,9	69,2	5,3%	72,9	68,2	6,9%
<i>marża netto</i>	5,7%	4,1%		5,7%	5,5%		5,7%	5,5%	
Cash flow operacyjny	235,2	205,8	14,2%						

Komentarz do wyników

Wyniki osiągnięte przez Dino Polska okazały się być o 8% wyższe na poziomie EBITDA zarówno od rynkowego konsensusu, jak i prognoz BM BGŻ BNP Paribas. Spółka w 4Q'17 odnotowała dalsze przyspieszenie tempa zwrotu, zarówno pod względem liczby otwieranych sklepów (+23,4% r/r, przy +20-22% w poprzednich kwartałach), jak i dynamiki sprzedaży lfl (+18,8% r/r), wspieranej przez postępującą inflację cen żywności (+5,6% r/r w 4Q'17).

Kontynuacja wzrostu przychodów

Zwiększanie skali działalności i poprawa warunków handlowych z dostawcami była źródłem, podobnie jak w poprzednich kwartałach, stopniowej poprawy marży brutto na sprzedaży (+0,23 pkt. proc.). Rozwój sieci pociągnął za sobą duże zwiększenie kosztów sprzedaży (+40,0% r/r), jednakże Dino utrzymało na poziomie z poprzedniego kwartału koszty ogólnego zarządu (czyli -20,1% r/r). W efekcie całość kosztów SG&A rosła wolniej od sprzedaży, a wskaźnik SG&A/sprzedaż zmniejszył się o 0,6 pkt. proc. w 4Q'17.

Wyższa rentowność z uwagi na większą skalę

Opisane powyżej efekty skutkowały prawie 50% dynamiką wyniku EBITDA oraz +56,0% na linii EBIT. Pomimo wyższych o 4 mln PLN kosztów finansowych, niższa efektywna stopa podatku dochodowego (21,0% vs 36,2%) przełożyła się na +92,0% na poziomie zysku netto.

Spółka kontynuowała także trend silnej poprawy cash flow operacyjnego – wyniósł on w IV kwartale 235,1 mln PLN (+14,2% r/r). Poza trendami w wynikach, korzystnie na generację gotówki wpłynęło dalsza optymalizacja zarządzania kapitałem obrotowym – cykl jego rotacji obniżył się średniorocznie z -38 do -43 dni. Dino pozytywnie prezentuje się również pod względem zadłużenia – dług netto do EBITDA wynosi 1,25x, w porównaniu do 1,66x pod 3Q'17 oraz 1,77x przed rokiem.

Wyniki przekładają się na coraz lepszy cash flow operacyjny



Perspektywy

Rezultaty Dino Polska oceniamy pozytywnie. Spółka kontynuuje poprawę parametrów na wszystkich liniach wyników, a także zapowiada utrzymanie tego stanu rzeczy w 2018 r. Na konferencji Zarząd zapowiedział:

- Utrzymanie dwucyfrowego wzrostu sprzedaży lfl w 2018 r.
- Większą liczbę otwarć nowych sklepów niż w 2017 r. (+147)
- Spółka podtrzymuje opinie o bardzo dużym potencjale wzrostowym sieci, na prezentacji sugeruje utrzymanie obecnego tempa wzrostu również w latach 2020-2024.
- Poprawę rentowności brutto na sprzedaży
- Wzrost kosztów pracy ma być równoważony wyższą sprzedażą, Zarząd Dino nie dostrzega ryzyka wzrostu kosztów budowy nowych sklepów
- Stopniową poprawę cyklu rotacji kapitału obrotowego (1-2 dni rocznie)
- Silną generację gotówki – wskaźnik OCF/EBITDA na podobnym poziomie r/r (127%), a wskaźnik OCF/(CAPEX+koszty finansowe) w granicach 80-100% (100% w 2017 r.)
- Planowany na 2018 r. CAPEX to ok. 650 mln PLN (wobec 457 mln PLN w 2017 r.), z czego ok 475 mln PLN przeznaczone będzie na nowe sklepy, 110 mln PLN na logistykę (4 centrum logistyczne) i centralę, a 65 mln PLN na budowę drugiego zakładu mięsnego w Agro Rydzynie. Inwestycje logistyczne i w Agro Rydzynie mają być kontynuowane, w podobnej skali, w 2019 r.
- Spółka nie planuje wypłaty dywidendy z zysku za 2017 r. i prawdopodobnie za 2018 r.
- Po podsumowaniu danych za pierwszy tydzień po wprowadzeniu zakazu handlu w niedzielę, Dino obserwuje przeniesienie sprzedaży na pozostałe dni tygodnia. Obroty w niedzielę stanowią ok. 8% w tygodniu.

Oczekujemy dalszej, znaczącej poprawy wyników w 2018 r., podtrzymujemy pozytywną ocenę Spółki



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
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@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
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@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

OCF - (operating cash flow) - przepływy pieniężne z działalności operacyjnej



Nota prawna

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 (-10%; + 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 odnośnienie 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

Autorzy: **Michał Krajczewski**
nr ewidencyjny: **KW/2018/03/19/DNP/01**
Data sporządzenia: **2018-03-19**