



data sporządzenia: 26 kwietnia 2018 r.; godz. 17:43
data udostępnienia: 27 kwietnia 2018 r.; godz. 8:55

Ticker: DNP

ISIN: PLDINPL00011

Cena docelowa: 123,10 PLN

REKOMENDACJA KUPUJ - CENA DOCELOWA 123,10 PLN

Wydajemy rekomendację KUPUJ i wyznaczamy cenę docelową dla akcji Dino Polska na poziomie 123,10 PLN, co oznacza 35,7% potencjał wzrostu kursu akcji.

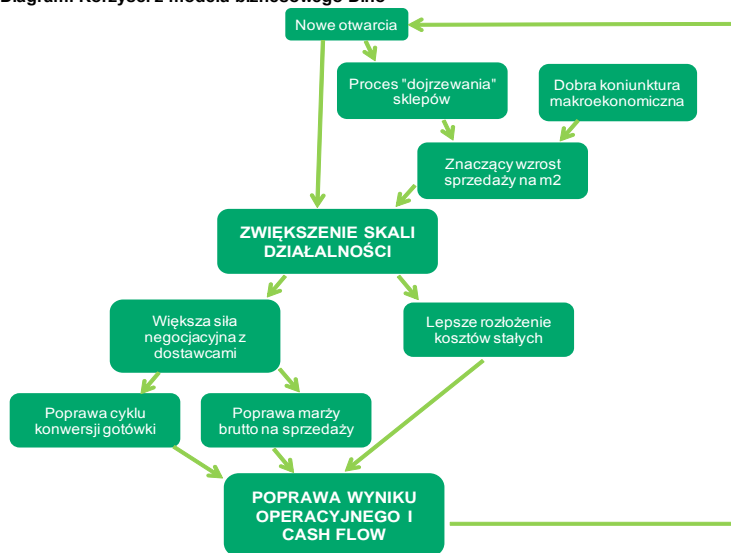
Zakładamy realizację pozytywnego scenariusza rozwoju Dino, czyli utrzymanie w latach 2018-2020 dotychczasowego, wysokiego tempa wzrostu sieci oraz solidnej, jednocyfrowej dynamiki wzrostu efektywności sprzedaży z m2. Prognozujemy przekroczenie celu Zarządu, czyli 1 200 sklepów na koniec 2020 r. (1 240 lokalizacji), za czym przemawia rosnąca liczba otwarć oraz zabezpieczonych lokalizacji w ostatnich kwartałach. Proces dojrzewania sieci, korzystna koniunktura gospodarcza oraz atrakcyjna oferta stać będą natomiast za dodatnimi wskaźnikami sprzedaży Ifl.

Kluczowym elementem w modelu biznesowym Dino Polska jest rosnąca skala działalności. Pozwala to na osiągnięcie coraz korzystniejszych warunków handlowych z dostawcami, a w połączeniu z procesem dojrzewania posiadanej sieci oraz korzystniejszym rozłożeniem kosztów stałych i logistyki, przekłada się wzrost wyników i generowany cash flow. Spółka posiada więc jeszcze więcej środków na przyspieszenie rozwoju, który w ten sposób staje się niejako „samonapędzającym”.

Szacujemy, iż przesunięcie Świąt Wielkiejnocy na przełom marca i kwietnia przyczyni się do ustanowienia kolejnych rekordów wskaźnika sprzedaży Ifl przez Dino w I kwartale. W efekcie prognozujemy, iż sprzedaż wzrośnie do 1 276 mln PLN (+40,2% r/r). Spółka powinna kontynuować trendy obserwowane w poprzednich kwartałach na pozostałych liniach wyników w RZiS. W efekcie EBITDA zwiększy się o 40,3% r/r do 92,5 mln PLN a EBIT do 68,5 mln PLN (+48,0% r/r). Zysk netto wyniesie 47,3 mln PLN (+55,4% r/r).

Z uwagi na jedną z najwyższych dynamik wzrostu wyników wśród szerokiej grupy porównawczej, Dino Polska notowane jest ze znacznymi premiami na wskaźnikach EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E. Powyższe różnice uzasadnione są naszym zdaniem przez znacznie szybsze tempo wzrostu rezultatów Dino – CAGR dla EBITDA w latach 2018-2020 jest ponad 2-krotnie wyższe od mediany dla branży. Wysoki poziom wskaźników wyceny Dino nie stanowi naszym zdaniem przeszkody dla ich dalszego wzrostu biorąc pod uwagę bardzo silny model biznesowy i prognozowane przez nas tempo poprawy wyników.

Diagram. Korzyści z modelu biznesowego Dino



Źródło: opracowanie BM BGZ BNP Paribas

| młn PLN | 2015 | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| Przychody | 2 589,6 | 3 369,5 | 4 515,9 | 6 034,9 | 8 397,6 | 10 083,0 | 11 645,6 |
| zmiana r/r (%) | 22,8% | 30,1% | 34,0% | 33,6% | 39,1% | 20,1% | 15,5% |
| Liczba sklepów | 511 | 628 | 775 | 930 | 1 090 | 1 240 | 1 370 |
| EBITDA | 210,2 | 280,8 | 389,1 | 522,9 | 722,4 | 876,6 | 1 016,8 |
| marża EBITDA | 8,1% | 8,3% | 8,6% | 8,7% | 8,6% | 8,7% | 8,7% |
| EBIT | 160,1 | 215,6 | 303,2 | 418,2 | 586,0 | 708,4 | 828,4 |
| marża EBIT | 6,2% | 6,4% | 6,7% | 6,9% | 7,0% | 7,0% | 7,1% |
| Zysk netto | 122,2 | 151,2 | 213,6 | 304,5 | 439,1 | 537,5 | 635,1 |
| marża netto | 4,7% | 4,5% | 4,7% | 5,0% | 5,2% | 5,3% | 5,5% |
| P / E | 73,4 | 59,3 | 42,0 | 29,4 | 20,4 | 16,7 | 14,1 |
| EV/EBITDA | 45,0 | 33,7 | 24,3 | 18,1 | 13,1 | 10,8 | 9,3 |
| DPS | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 2,74 | 3,89 |

P - prognozy BM BGZ BNP

Wycena

| | |
|--|---------------|
| Cena bieżąca (26.04.2018) | 90,75 |
| Wycena metodą DCF (50%) | 113,05 |
| Wycena metodą porównawczą (25%) | 66,11 |
| Wycena metodą porównawczą skorygowaną o wzrost (25%) | 200,20 |
| CENA DOCELOWA: | 123,10 |

Podstawowe informacje

| | |
|---|----------|
| Kapitalizacja (mln PLN) | 8 897,1 |
| Dług netto (mln PLN) | 485,4 |
| EV (mln PLN) | 9 382,6 |
| Liczba akcji (mln) | 98,04 |
| Max cena 12M | 94,50 |
| Min cena 12M | 38 |
| Średnia dzienna wartość obrotów 6M (tys. PLN) | 23 362,4 |
| Performance: | |
| 1M | 9,8% |
| 3M | 35,8% |
| 12M | 134,5% |

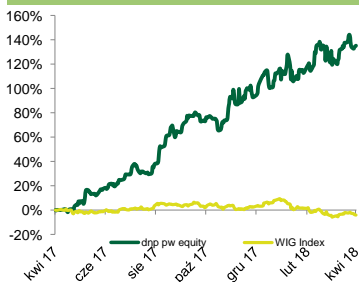
Opis spółki

Grupa Dino jest najszybciej rozwijającą się siecią supermarketów proximity w Polsce. Na koniec I kwartału 2018 r. sieć Dino liczyła 800 sklepów, zlokalizowanych głównie w zachodniej i południowej części Polski. Sklepy Dino są zlokalizowane głównie w mniejszych miejscowościach, małych i średnich miastach oraz na peryferiach dużych miast.

Akcjonariat

| | | |
|------------------|---------|----------|
| | % akcji | % głosów |
| Tomasz Biernacki | 51,00% | 51,00% |
| Pozostali | 49,00% | 49,00% |

Notowania 12M



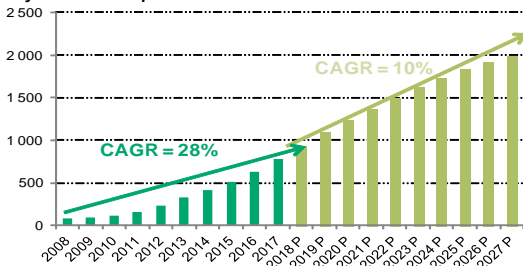
Poprzednie rekomendacje

Brak

Analityk: Michał Krajczewski, CFA
nr telefonu: (22) 507 52 91
adres e-mail: michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl



Wyk. Liczba sklepów w sieci Dino



Źródło: Dino, prognozy BGZ BNP Paribas

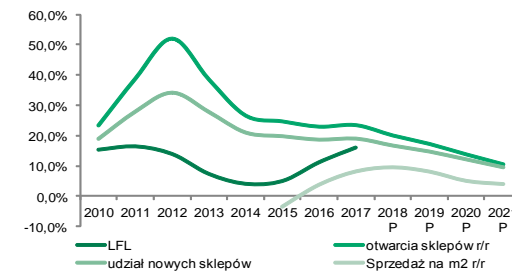
Coraz szybszy wzrost i efekty skali

Kluczowym elementem w modelu biznesowym Dino Polska jest rosnąca skala działalności. Dino otwierając coraz większą liczbę nowych placówek i korzystając z bardzo dobrej obecnie koniunktury ekonomicznej zwiększa udziały rynkowe. Pozwala to na osiągnięcie coraz lepszych warunków handlowych z dostawcami, a w połączeniu z procesem dojrzewania posiadanej sieci, przekłada się na wzrost wyników i generowany cash flow. Spółka posiada więc jeszcze więcej środków na przyspieszenie rozwoju, który w ten sposób staje się niejako „samonapędzającym”. Powyższy model wspierany jest przez obecność Dino w średnich i mniejszych miejscowościach, gdzie łatwiej jest znaleźć i zabezpieczyć lokalizację. Równocześnie obszary te notują w ostatnich latach wyższy wzrost konsumpcji i wzrost popytu na markowe produkty, co odzwierciedlone jest w odpowiedniej ofercie produktów Dino.

Przyspieszenie wzrostu sieci Dino miało miejsce od roku 2010 wraz z wejściem do akcjonariatu funduszu private equity zarządzanego przez Enterprise Investor. Dzięki powyższemu Spółka, która w 2008 r. posiadała 81 marketów, powiększyła ich liczbę 10-krotnie do końca I kwartału 2018 r. notując w tym okresie prawie 30% skumulowaną roczną stopę wzrostu. Z uwagi na coraz wyższą bazę, tempo wzrostu spowolni wg nas do ok. 10% rocznie w horyzoncie kolejnych 10 lat, przy czym nominalnie oczekujemy przyspieszenia otwarć w 2018 r. (+155) i 2019 r. (+160) względem 2017 r. (+147). Spółka tym samym przekroczy cel Zarządu, czyli 1 200 sklepów na koniec 2020 r. (1 240 wg naszych oczekiwań). W horyzoncie prognozy, czyli do końca 2027 r., oczekujemy, iż Dino posiadać będzie prawie 2 000 placówek wobec szacowanej przez Zarząd liczby ok. 2 700 sklepów, która nasyci krajowy rynek.

Tak znaczny rozwój sieci marketów możliwy jest dzięki specyficznej strategii inwestycyjnej. Przede wszystkim Dino stawia na bardzo stopniową ekspansję geograficzną. Najważniejsze regiony dla sieci to województwo Wielkopolskie i Lubuskie. Ekspansja w sąsiedztwie wymienionych województw prowadzona jest przez zagęszczanie lokalizacji, co z uwagi na rozpoznawalność marki ułatwia proces „dojrzewania” nowych sklepów. Równocześnie nowe obszary zdobywane są bardzo stopniowo – sklepy Dino pojawiają się co kilka-kilkanaście kilometrów. Działania te ułatwiają rozszerzenie świadomości marki, zdobycie nowych pracowników, a także efektywniejsze wykorzystanie centrów dystrybucyjnych Spółki. Drugim aspektem, który pomaga w realizacji planów rozwoju są samodzielne inwestycje w działki pod sklepy i budowa sklepów przy współpracy głównie z jednym Generalnym Wykonawcą (podmiot zależny od głównego akcjonariusza Dino). Pozwala to na znalezienie lepszych lokalizacji i mocną standaryzację sieci, co oznacza niższe koszty budowy sklepu (ok. 2,5 mln PLN) i jest również istotne w kontekście zarządzania logistyką, jak i ofertą produktową.

Wyk. Rozwój sieci Dino



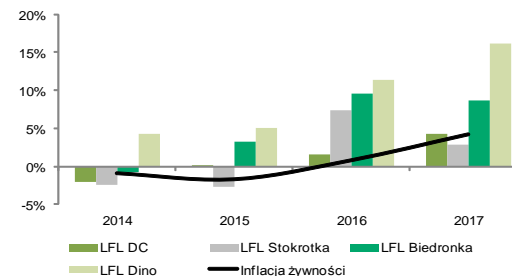
Źródło: Dino, prognozy BM BGZ BNP Paribas

Oczekujemy, iż Dino będzie kontynuować wysokie tempo wzrostu sprzedaży w ujęciu lfl z uwagi na:

- Bardzo dobrą koniunkturę makroekonomiczną (wzrost płac i niskie bezrobocie, utrzymanie wyższej inflacji żywności).
- Proces dojrzewania sieci sprzedaży – w ostatnich 4 latach nowo otwarte sklepy w danym roku stanowiły ok. 20% całej sieci. W naszych prognozach wskaźnik ten spada poniżej 10% na koniec 2021 r.
- Strategia sprzedażowa – budowa atrakcyjnej cenowo oferty (podstawowe produkty w najniższych cenach wyznaczanych przez konkurencję) oraz oferty markowej (bogacenie się konsumentów przesuwają popyt z najniższych jakościowo segmentów).
- Korzystne pozycjonowanie formatu Dino na rynku – wg Roland Berger średnioroczne tempo wzrostu handlu spożywczego powinno wynieść w latach 2015-2020 ok. 3,7%, natomiast sklepy convenience powinny osiągnąć dynamikę +12,5% a supermarkety proximity +8,2%. Rozwój dyskontów spowolni natomiast z 14,1% średniorocznie w latach 2010-2015 do 6,6% w okresie 2015-2020.
- Zwracamy uwagę, iż średnia miesięczna sprzedaż na m2 w 2017 r. wynosiła w Dino niecałe 1 500 PLN, przy ponad 2 000 PLN w Biedronce.

Szacujemy, iż średniorocznie efektywność sprzedaży na m2 w Dino w latach 2017-2021 poprawiać będzie się o 6,5%.

Wyk. Dynamika sprzedaży lfl



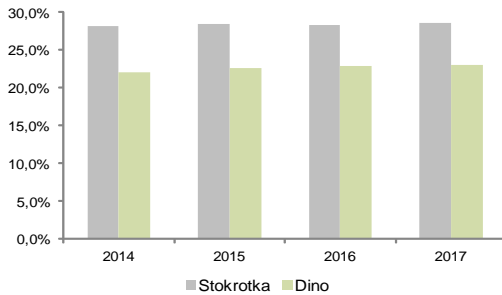
Źródło: Raporty spółek, BM BGZ BNP Paribas

Podstawową korzyścią z rosnącej skali jest coraz mocniejsza pozycja negocjacyjna z dostawcami i korzystniejsze ceny zakupu towarów. Od 2014 do 2017 r. Dino poprawiło marżę brutto na sprzedaży o ponad 1 pkt. proc. W porównaniu do sieci Stokrotka (426 sklepów na koniec 2017 r. i 2,5 mld PLN sprzedaży), która jest o połowę mniejsza od Dino, dostrzegamy dalszy potencjał do optymalizacji rentowności na tym poziomie – w modelu zakładamy poprawę o 0,05 pkt. proc. w skali roku.

Większa sprzedaż oznacza także lepsze rozłożenie kosztów stałych (np. marketing, zarząd), a także kosztów logistyki, co sprzyjać będzie stopniowej poprawie rentowności na poziomie EBITDA. W 2017 r. w tempie niższym od dynamiki sprzedaży (+34%) zwiększały się koszty amortyzacji (+32%) i usług obcych (+22%), a zużycie materiałów i energii notowało identyczną zwyżkę (+34%). Szybciej rosły natomiast pozostałe koszty, opłaty i podatki (razem +37%, przy czym ich udział w kosztach rodzajowych to tylko 0,9%)



Wyk. Marża brutto na sprzedaży

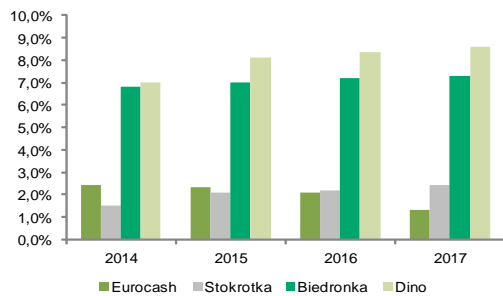


Źródło: Raporty spółek, BM BGZ BNP Paribas

i wynagrodzenia (+36,5%). Na wyższe koszty osobowe składał się: ponad 23% wzrost zatrudnienia (do 13,1 tys. osób) oraz ponad 10,5% zwiększenie płac na osobę.

Pomimo rozwoju Spółki na terenach mniej zurbanizowanych, zakładamy utrzymanie presji płacowej w kolejnych latach. W efekcie prognozujemy stabilizację wskaźnika SG&A/przychody na poziomie 16,24% w 2018 i 2019 r., zakładając spadek do 16,0% w długim terminie. Tym samym rentowność EBITDA w horyzoncie naszej prognozy zbliża się do 9,0% (vs 8,6% w 2017 r.)

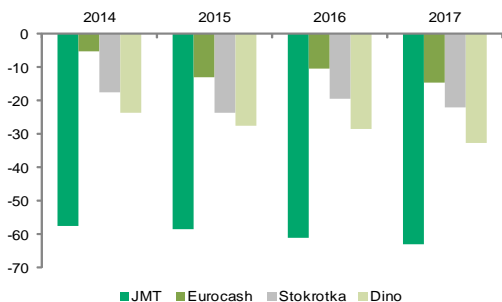
Wyk. Marża EBITDA



Źródło: Raporty spółek, BM BGZ BNP Paribas

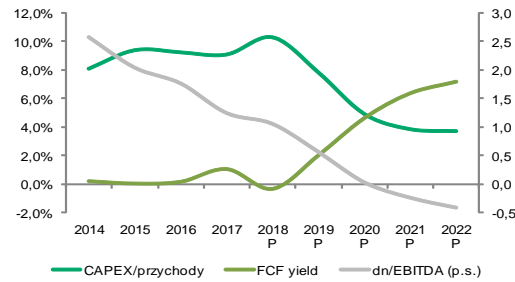
Kolejnym istotnym aspektem stanowiącym o sile modelu biznesowego Dino jest przełożenie wzrostu skali działalności na zarządzanie kapitałem obrotowym. Wyższe wolumeny zamówień oznaczają lepsze warunki współpracy z dostawcami i możliwe wydłużenie cyklu rotacji zobowiązań. Równocześnie większa sieć stwarza szanse na optymalizację rotacji zapasów. Powyższe widać w przypadku Jeronimo Martins, którego cykl rotacji gotówki jest blisko 2-krotnie lepszy względem Dino. Zakładamy więc stopniową poprawę tego wskaźnika o ok. 0,5 dnia rocznie w prognozach.

Wyk. Cykl konwersji gotówki w dniach



Źródło: Raporty spółek, BM BGZ BNP Paribas

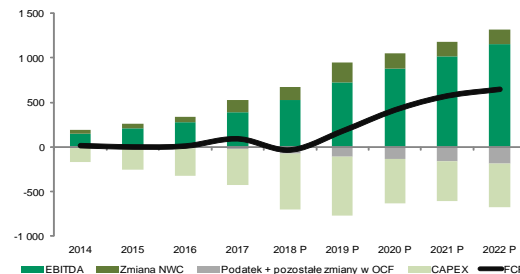
Wyk. Zadłużenie i generacja gotówki



Źródło: Dino, prognozy BM BGZ BNP Paribas

Z jednej strony model biznesowy Spółki pozwala na osiągnięcie rosnących korzyści z efektu skali, z drugiej strony inwestycje w budowę własnych sklepów wymagają znacznych nakładów finansowych. W ostatnich 4 latach stosunek CAPEX do przychodów był zbliżony do 9%, natomiast zapowiadane przez Zarząd równoczesne inwestycje w logistykę i zakład mięsny w Agro-Rydzynie, stanowiąc będą o szczycie inwestycji w 2018 r. Nominalnie szacujemy, iż CAPEX w 2018 r. wyniesie 622 mln PLN, co jest nieco poniżej planów Zarządu (ok. 650 mln PLN, w tym 475 mln PLN na nowe sklepy, 110 mln PLN na czwarte centrum logistyczne, 65 mln PLN na budowę drugiego zakładu mięsnego). Możliwe są naszym zdaniem pewne przesunięcia, podobnie jak w 2017 r. (plan: 503 mln PLN, wykonanie: 457 mln PLN). Powyższe inwestycje kontynuowane i zakończone będą w 2019 r. (CAPEX=658 mln PLN). W dłuższym horyzoncie przyjmujemy średnioroczny wzrost kosztów budowy sklepów o 4% rocznie, inwestycje w kolejne centra logistyczne w 2022-2023 i 2026-2027, a także w trzeci zakład w Agro-Rydzynie w 2024-2025 – oba cele inwestycyjne w podobnych kosztach jak w obecnym cyklu 2018-2019.

Wyk. Przepływy pieniężne Dino



Źródło: Dino, prognozy BM BGZ BNP Paribas

Wyższe przychody, poprawa rentowności i lepsze zarządzanie kapitałem obrotowym pozwolą na sfinansowanie wyższych nakładów w latach 2018-2019. Spółka w dalszym ciągu będzie więc mogła ograniczać zadłużenie i osiągnąć poziom gotówki netto w 2021 r. Równocześnie przewidujemy w tym okresie pierwszą wypłatę dywidendy z zysku za 2020 r., co poparte jest rosnącym free cash flow.



Wyniki 4Q'17

Wyk. Wyniki kwartalne Dino

| mIn PLN | 4Q'17 | 4Q'16 | r/r | 4Q'17 | BGZ BNP | różnica | 4Q'17 | kons. | wkons |
|---------------------------------|---------------|---------------|-------|---------------|---------------|---------|---------------|---------------|-------|
| 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 | 930 | -16,7% | | | |
| Zysk brutto na sprzedaży | 299,7 | 213,6 | 40,3% | 299,7 | 294,6 | 1,7% | | | |
| <i>Marża zbrns</i> | 23,5% | 23,2% | 40,3% | 23,5% | 23,2% | | | | |
| 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 | 5,4% | 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% | | | | | | |

Źródło: Dino, prognozy BM BGZ BNP Paribas, konsensus PAP

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

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.

Opisane powyżej efekty skutkowały prawie 50% dynamiką wyniku EBITDA oraz +56,0% r/r 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% r/r 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 po 3Q'17 oraz 1,77x przed rokiem.

Tab. Prognoza wyników kwartalnych Dino Polska

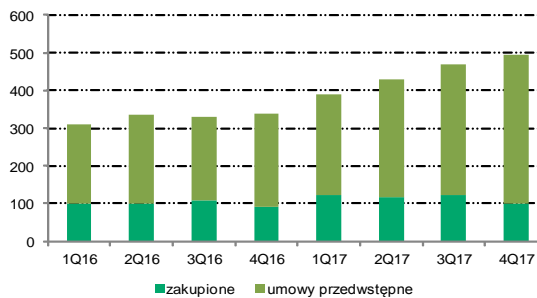
| | 1Q '17 | 2Q '17 | 3Q '17 | 4Q '17 | 2017 | 1Q '18 | 2Q '18 | 3Q '18 | 4Q '18 | 2018 |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Przychody ze sprzedaży | 910,3 | 1108,1 | 1220,2 | 1277,4 | 4 515,9 | 1276,5 | 1471,1 | 1631,9 | 1655,5 | 6 034,9 |
| <i>dynamika r/r</i> | 28,7% | 34,1% | 33,1% | 38,9% | 34,0% | 40,2% | 32,8% | 33,7% | 29,6% | 33,6% |
| Liczba sklepów | 639 | 677 | 718 | 775 | 775 | 800 | 840 | 881 | 930 | 930 |
| <i>dynamika r/r</i> | 20,8% | 21,5% | 21,9% | 23,4% | 23,4% | 25,2% | 24,1% | 22,7% | 20,0% | 20,0% |
| Zysk brutto na sprzedaży | 208,6 | 249,7 | 282,6 | 299,7 | 1 040,6 | 294,2 | 332,5 | 379,9 | 390,0 | 1 396,6 |
| <i>dynamika r/r</i> | 30,7% | 34,3% | 33,8% | 40,3% | 35,1% | 41,1% | 33,1% | 34,4% | 30,1% | 34,2% |
| <i>marża brutto</i> | 22,91% | 22,54% | 23,16% | 23,46% | 23,04% | 23,05% | 22,60% | 23,28% | 23,56% | 23,14% |
| Koszty SG&A | 162,6 | 182,1 | 196,5 | 197,5 | 738,7 | 226,1 | 231,7 | 264,4 | 257,6 | 979,7 |
| <i>dynamika r/r</i> | 33,4% | 35,6% | 29,7% | 33,7% | 33,0% | 39,0% | 27,2% | 34,6% | 30,5% | 32,6% |
| <i>udział w przychodach</i> | 17,87% | 16,44% | 16,10% | 15,46% | 16,36% | 17,71% | 15,75% | 16,20% | 15,56% | 16,23% |
| EBITDA | 65,5 | 88,5 | 108,9 | 126,2 | 389,1 | 92,5 | 126,3 | 142,8 | 161,3 | 522,9 |
| <i>dynamika r/r</i> | 23,4% | 32,3% | 42,1% | 49,9% | 38,6% | 41,3% | 42,8% | 31,1% | 27,8% | 34,4% |
| <i>marża EBITDA</i> | 7,19% | 7,98% | 8,93% | 9,88% | 8,62% | 7,25% | 8,59% | 8,75% | 9,74% | 8,67% |
| EBIT | 46,3 | 68,1 | 86,4 | 102,4 | 303,2 | 68,5 | 101,2 | 115,8 | 132,7 | 418,2 |
| <i>dynamika r/r</i> | 20,1% | 31,0% | 45,5% | 56,0% | 40,7% | 48,0% | 48,7% | 34,0% | 29,5% | 37,9% |
| <i>marża EBIT</i> | 5,09% | 6,14% | 7,08% | 8,02% | 6,71% | 5,37% | 6,88% | 7,10% | 8,01% | 6,93% |
| Zysk netto | 30,5 | 46,7 | 63,5 | 72,9 | 213,6 | 47,3 | 73,5 | 85,1 | 98,6 | 304,5 |
| <i>dynamika r/r</i> | 30,2% | 23,2% | 22,3% | 92,0% | 41,3% | 55,4% | 57,3% | 34,0% | 35,2% | 42,6% |
| <i>marża netto</i> | 3,35% | 4,21% | 5,21% | 5,71% | 4,73% | 3,71% | 4,99% | 5,22% | 5,96% | 5,05% |

Źródło: Spółka, prognozy BM BGZ BNP

Prognozy wyników

Spółka poinformowała na początku kwietnia o liczbie sklepów pod koniec pierwszego kwartału – było to 800 placówek (+25,2% r/r), co oznacza otwarcie 25 nowych lokalizacji. Szacujemy, iż przesunięcie Świąt Wielkijonocy na przełom marca i kwietnia przyczyni się do ustanowienia kolejnych rekordów wskaźnika sprzedaży lfi przez Dino w I kwartale. W efekcie prognozujemy, iż sprzedaż wzrośnie do 1 276 mln PLN (+40,2% r/r). Oczekujemy również, iż Dino przekroczy liczbę 500 zabezpieczonych pod inwestycje działek.

Wyk. Nieruchomości zabezpieczone przez Spółkę



Źródło: Dino Polska

Spółka powinna kontynuować trendy obserwowane w poprzednich kwartałach na pozostałych liniach wyników w RZiS. Pomimo znacznej poprawy marży brutto na sprzedaży w 1Q'17 (+0,35 pkt. proc.) efekt Świąt i związany z nim wzrost skali przyczyni się naszym zdaniem do wypracowania 23,05% marży w 1Q'18 (+0,14 pkt. proc.).



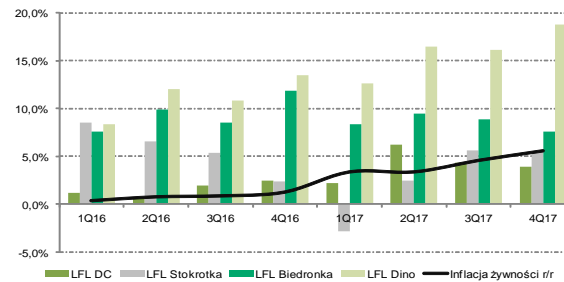
Równocześnie skala działalności oznaczać będzie rozwodnienie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu, które nominalnie zwiększą się o 39% r/r ale ich udział w przychodach zmniejszy się o 0,16 pkt. proc. W efekcie EBITDA zwiększy się o 40,3% r/r do 92,5 mln PLN a EBIT do 68,5 mln PLN (+48% r/r). Pomimo nieco wyższych r/r kosztów finansowych, ale przy stabilnej stawce podatku (przyjmujemy 20,0%), zysk netto wykaże dynamikę +55,4% r/r i wyniesie 47,3 mln PLN.

Podobnych tendencji jak w opisanych powyżej 4Q'17 i 1Q'18 spodziewamy się w kolejnych kwartałach, w efekcie Dino w 2018 r. powinno utrzymać dynamiki wzrostu przychodów i zysków na zbliżonym do 2017 r. poziomie. Prognozujemy przekroczenie 6,0 mld PLN przychodów (+33,6% r/r), 522,9 mln PLN EBITDA (+34,4% r/r) oraz ponad 304 mln PLN zysku netto (+42,6% r/r).

Zakładamy realizację pozytywnego scenariusza rozwoju Dino – przy zbliżonych do konsensusu marżach, prognozujemy utrzymanie dotychczasowego, wysokiego tempa wzrostu sieci przy utrzymaniu solidnej, jednocyfrowej dynamiki

wzrostu efektywności sprzedaży z m2. Zakładamy potencjał do dalszego podnoszenia rynkowych prognoz po oczekiwanych, dobrych wynikach za 1Q'18 i informacjach o utrzymaniu wysokiego tempa otwarć nowych sklepów w kolejnych okresach.

Wyk. Dynamika sprzedaży lfl



Źródło: Raporty Społec. BM BGŻ BNP Paribas

Tab. Prognozy BM BGŻ BNP vs rynkowy konsensus

| | 2018P | | | 2019P | | | 2020P | | |
|------------------------|------------|--------|---------|------------|---------|---------|------------|---------|---------|
| | BM BGŻ BNP | Rynek | różnica | BM BGŻ BNP | Rynek | różnica | BM BGŻ BNP | Rynek | różnica |
| Przychody ze sprzedaży | 6034,9 | 5783,0 | 4,4% | 8 397,6 | 7 190,0 | 16,8% | 10 083,0 | 8 719,0 | 15,6% |
| dynamika r/r | 33,6% | 28,1% | | 39,1% | 24,3% | | 20,1% | 21,3% | |
| EBITDA | 522,9 | 507,3 | 3,1% | 722,4 | 637,4 | 13,3% | 876,6 | 782,4 | 12,0% |
| dynamika r/r | 34,4% | 30,4% | | 38,1% | 25,6% | | 21,3% | 22,8% | |
| marża EBITDA | 8,67% | 8,77% | -0,11% | 8,60% | 8,86% | -0,26% | 8,69% | 8,97% | -0,28% |
| EBIT | 418,2 | 396,6 | 5,5% | 586,0 | 500,1 | 17,2% | 708,4 | 607,1 | 16,7% |
| dynamika r/r | 37,9% | 30,8% | | 40,1% | 26,1% | | 20,9% | 21,4% | |
| marża EBIT | 6,93% | 6,86% | 0,07% | 6,98% | 6,96% | 0,02% | 7,03% | 6,96% | 0,06% |
| Zysk netto | 304,5 | 289,2 | 5,3% | 439,1 | 370,7 | 18,4% | 537,5 | 449,0 | 19,7% |
| dynamika r/r | 42,6% | 35,4% | | 44,2% | 28,2% | | 22,4% | 21,1% | |
| marża netto | 5,05% | 5,00% | 0,04% | 5,23% | 5,16% | 0,07% | 5,33% | 5,15% | 0,18% |

Źródło: BM BGŻ BNP, Bloomberg

Tab. Porównanie celów przedstawianych przez Zarząd do założeń przyjętych w prognozach BGŻ BNP Paribas

| Obszar | Cele Zarządu na 2018 r. | Założenia BGŻ BNP Paribas | |
|----------------------|--|---|---|
| | | Na 2018 r. | Na kolejne lata |
| Sprzedaż | Utrzymanie dwucyfrowego wzrostu sprzedaży LFL | Dwucyfrowy lfl; +9,4% średniej sprzedaży na m2 wobec +8,1% w 2017 r. | +8,0% średniej sprzedaży na m2 w 2019 r.; średnio +3% dynamika w latach 2019-2027 |
| Sieć sklepów | Większa liczba otwarć nowych sklepów niż w 2017 r. (+147) | 156 otwarć | Przekroczenie celu 1200 sklepów w 2020 r. (1 241 placówek); +10% CAGR otwarć w latach 2017-2027 |
| Rentowność | Poprawa rentowności brutto na sprzedaży i EBITDA | Rentowność 23,12% (+8 pb) Marża EBITDA 8,64% (+2 pb) | Roczna poprawa rzędu 5 pb. Roczna poprawa rzędu 2,5 pb. |
| Kapitał obrotowy | Stopniowa poprawa cyklu rotacji kapitału obrotowego (1-2 dni rocznie) | Zakładamy poprawę o 0,5 dnia rocznie | |
| Cash flow operacyjny | Silna generacja gotówki: wskaźnik OCF/EBITDA na podobnym poziomie r/r (127%) wskaźnik OCF/(CAPEX+koszty finansowe) w granicach 80-100% (100% w 2017 r.) | OCF/EBITDA = 113% OCF/(CAPEX+koszty finansowe) = 92,7% | Utrzymanie zbliżonego poziomu OCF do EBITDA Stopniowy spadek zadłużenia (gotówka netto od 2021 r.) to zwiększenie tego wskaźnika do 200% w 2021 r. |
| CAPEX | Planowany na 2018 r. CAPEX to ok. 650 mln PLN (wobec 457 mln PLN w 2017 r.), Stabilne koszty budowy sklepów | CAPEX = 613 mln PLN, zakładamy pewne przesunięcia na 2019 r. (podobnie jak w 2017 r.) Średnioroczny wzrost kosztów budowy sklepów rzędu 4% | Szczyt CAPEX w 2019 r. = 647 mln PLN, w relacji do przychodów CAPEX najwyższy w 2018 r. (~10%) |
| Dywidenda | Spółka nie planuje wypłaty dywidendy z zysku za 2017 r. i prawdopodobnie za 2018 r. | Brak wypłaty dywidendy | Zakładamy pierwszą wypłatę z zysku za rok 2020 |

Źródło: Spółka, założenia BM BGŻ BNP Paribas



Wycena

Wycenę Spółki sporządzono za pomocą:

- metody opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (Free Cash Flow to Firm) FCFF;
- metody porównawczej.

Metoda oparta na zdyskontowanych przepływach pieniężnych jest jedną z najbardziej popularnych metod wyceny przedsiębiorstw. Według metody opartej na przepływach pieniężnych, wartość Spółki jest równa sumie (zdyskontowanych odpowiednim ważonym kosztem kapitału) przepływów pieniężnych, pomniejszonej o wartość długu netto.

Wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych zostały sporządzone przy zachowaniu następujących założeń:

- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 3,5%, premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- nominalny koszt kapitału obcego przyjmujemy na poziomie 5%;
- współczynnik beta przyjęliśmy na podstawie relewarowanej bety (czyli uwzględniającej stosunek zadłużenia do wartości kapitałów własnych) przy wskaźniku wyjściowym równym 1;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 2% w skali roku;
- efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 20%;
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- wartość kapitału własnego w estymacji WACC jest wartością rynkową (szacowaną w wycenie DCF);
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 25.04.2018 r.

Tab. Podsumowanie wycen

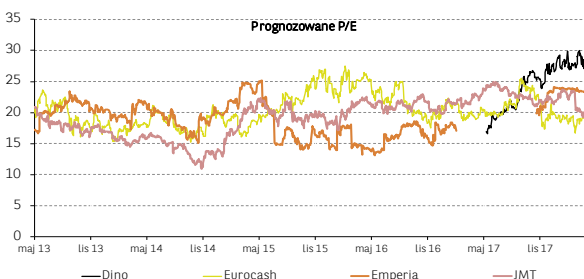
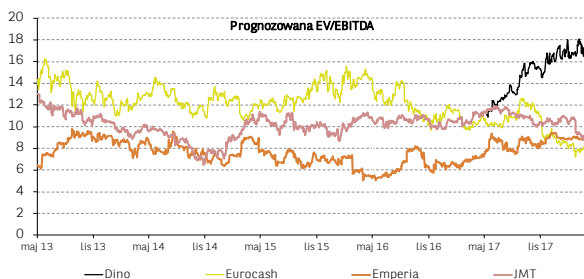
| | wycena 1 akcji | waga |
|--------------------------------------|-------------------|------|
| metoda DCF | 113,05 | 50% |
| metoda porównawcza | 66,11 | 25% |
| metoda porównawcza skor. o wzrost | 200,20 | 25% |
| wycena akcji Dino | 123,10 | |
| obecna cena akcji | 90,75 | |
| potencjał wzrostu (%) | 35,7% | |

Źródło: BM BGŻ BNP

Ze względu na wzrostowy profil Spółki przyjęliśmy w ramach metody porównawczej dwa podejścia. W standardowym podejściu metoda porównawcza przedstawia Spółkę na tle popularnych mnożników wyznaczonych dla podmiotów z grupy porównawczej. Wartość Spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników P/E (stosunek ceny akcji do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych dla akcjonariuszy większościowych, długu netto oraz udziałów mniejszościowych spółki do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych, długu netto spółki oraz udziałów mniejszościowych do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem i amortyzacją). Do wyceny porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki oparte na konsensusie analityków dla spółek zagranicznych o podobnym profilu działalności w latach 2018-2020 r.

Ze względu na znacznie szybszą stopę wzrostu wyników rekomendowanych Spółki do wyceny użyliśmy także metody porównawczej skorygowanej o oczekiwaną stopę wzrostu. W tym celu podzieliliśmy wybrane wskaźniki (EV/EBIT, EV/EBITDA oraz P/E) przez prognozowaną stopę wzrostu odpowiednio wyniku EBIT, EBITDA oraz netto w okresie 2018-2020 r. Tak otrzymane wskaźniki umożliwiają porównanie wyceny rynkowej danej spółki w odniesieniu do oczekiwanej poprawy wyników w kolejnych latach.

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z dwóch wartości – wyceny metodą FCFF oraz metodą porównawczą, przy ustaleniu 50% wagi dla metody FCFF oraz po 25% dla każdej z metod porównawczych. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji Dino Polska jest wyższa od obecnej wartości rynkowej. Ostatecznie wydajemy zalecenie KUPUJ dla akcji Spółki z ceną docelową 123,10 PLN.





Wycena porównawcza

| | Kapitalizacja (EUR) | EV/EBIT | | EV/EBITDA | | P/E | | EBIT | | CAGR (2018-2020) | | Zysk netto | |
|-----------------------------------|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|-------------|--------------|
| | | 2018 P | 2020 P | 2018 P | 2020 P | 2018 P | 2020 P | 2018 P | 2020 P | EBITDA | Zysk netto | | |
| EMEA | | | | | | | | | | | | | |
| JERONIMO MARTINS | 9 049 | 14,4 | 13,2 | 11,9 | 9,2 | 8,5 | 7,8 | 20,4 | 18,4 | 17,0 | 10% | 8% | 10% |
| BIM | 4 436 | 17,1 | 14,3 | 11,9 | 13,9 | 11,6 | 11,5 | 21,9 | 18,7 | 16,4 | 20% | 10% | 13% |
| MAGNIT | 6 458 | 9,6 | 8,4 | 7,9 | 6,2 | 5,6 | 5,2 | 12,8 | 11,0 | 11,2 | 10% | 10% | 15% |
| X5 RETAIL-GDR | 6 214 | 9,6 | 8,2 | 7,3 | 5,8 | 5,0 | 4,5 | 12,1 | 9,7 | 8,4 | 14% | 13% | 20% |
| OKEY | 511 | 12,4 | 10,7 | 9,8 | 8,7 | 5,4 | 5,1 | 27,1 | 15,7 | 11,7 | 12% | 15% | 18% |
| DIXY | 540 | 11,3 | 10,2 | 10,1 | 5,1 | 5,8 | 5,7 | 23,3 | 16,6 | 45,8 | 6% | -6% | 49% |
| BIZIM TOPTAN SAT | 99 | 7,6 | 6,2 | 3,6 | 3,6 | 3,1 | 3,3 | 46,8 | 27,6 | 30,3 | 46% | 4% | 30% |
| MASSMART HLDGS | 2 424 | 14,2 | 12,5 | 11,8 | 10,4 | 9,0 | 8,3 | 23,4 | 19,2 | 15,8 | 10% | 12% | 25% |
| SHOPRITE HLDGS | 9 625 | 16,9 | 14,9 | 13,4 | 13,2 | 11,8 | 10,6 | 22,1 | 19,8 | 17,8 | 12% | 12% | 12% |
| LENTA-REG S | 2 233 | 8,9 | 7,9 | 7,1 | 6,4 | 5,7 | 5,2 | 10,8 | 9,2 | 8,4 | 11% | 11% | 18% |
| MGROS | 826 | 11,0 | 9,5 | 8,9 | 6,8 | 6,0 | 6,0 | 140,4 | 21,5 | 17,7 | 11% | 6% | 341% |
| AVI LTD | 2 593 | 15,6 | 14,3 | 13,2 | 13,5 | 12,4 | 11,4 | 20,4 | 18,5 | 17,1 | 9% | 9% | 10% |
| CLICKS GROUP LTD | 3 476 | 25,5 | 22,5 | 20,3 | 22,1 | 19,6 | 17,8 | 36,1 | 31,9 | 28,3 | 12% | 12% | 13% |
| PICKN PAY STORE | 2 584 | 19,8 | 16,3 | 14,4 | 13,0 | 11,1 | 10,0 | 27,8 | 22,8 | 19,8 | 17% | 14% | 19% |
| SPAR GRP LTD/THE | 2 670 | 15,2 | 13,7 | 12,4 | 12,3 | 11,3 | 10,5 | 19,8 | 18,0 | 16,5 | 10% | 8% | 10% |
| WOOLWORTHS HLDGS | 4 429 | 12,9 | 12,1 | 11,0 | 9,4 | 8,8 | 7,9 | 16,1 | 14,8 | 13,1 | 8% | 9% | 1% |
| MEDIANA | 2 631 | 13,5 | 12,3 | 11,4 | 9,3 | 8,6 | 7,9 | 22,0 | 18,5 | 16,8 | 0,1 | 0,1 | 0,2 |
| Europa Zachodnia | | | | | | | | | | | | | |
| TESCO PLC | 26 642 | 16,7 | 13,4 | 11,7 | 9,2 | 8,0 | 7,3 | 22,2 | 17,3 | 14,3 | 19% | 12% | 31% |
| METRO AG | 4 352 | 8,0 | 7,7 | 7,4 | 4,3 | 4,3 | 4,2 | 10,6 | 10,1 | 9,3 | 4% | 2% | 7% |
| MARKS & SPENCER | 5 372 | 9,9 | 10,3 | 10,3 | 5,2 | 5,4 | 5,4 | 10,3 | 10,7 | 10,5 | -2% | -1% | -1% |
| SAINSBURY PLC | 6 773 | 10,3 | 9,6 | 9,3 | 5,1 | 4,9 | 4,7 | 14,0 | 12,7 | 12,0 | 6% | 4% | 8% |
| WM MORRISON SUP | 6 367 | 14,6 | 14,1 | 13,4 | 7,5 | 7,3 | 6,9 | 19,4 | 17,9 | 16,4 | 4% | 4% | 7% |
| B&M EUROPEAN | 4 653 | 18,8 | 16,2 | 14,5 | 16,2 | 13,8 | 12,4 | 22,6 | 19,1 | 16,9 | 14% | 14% | 16% |
| OCADO GROUP PLC | 3 837 | 169,8 | 123,3 | 65,7 | 37,1 | 31,6 | 25,7 | - | - | 308,9 | 61% | 20% | - |
| DISTRIBUTORA IN | 2 405 | 10,7 | 10,2 | 9,6 | 6,0 | 5,7 | 5,5 | 12,2 | 11,2 | 11,2 | 8% | 4% | 4% |
| CARREFOUR SA | 13 255 | 13,2 | 11,2 | 9,9 | 6,8 | 6,2 | 5,8 | 16,2 | 13,5 | 12,5 | 15% | 8% | 16% |
| WALMART INC | 213 936 | 13,2 | 13,2 | 12,8 | 9,0 | 9,0 | 8,7 | 19,7 | 17,7 | 16,7 | 1% | 1% | 6% |
| CASINO GUICHARD | 4 682 | 13,7 | 12,6 | 11,8 | 8,7 | 8,2 | 7,8 | 14,3 | 12,4 | 11,7 | 8% | 6% | 11% |
| KONINKLIJKE AHOL | 24 856 | 10,9 | 10,3 | 10,2 | 6,4 | 6,1 | 6,0 | 13,7 | 12,3 | 11,7 | 3% | 3% | 5% |
| AXFOOD AB | 3 174 | 16,2 | 16,0 | 15,9 | 11,7 | 11,1 | 11,2 | 21,7 | 21,3 | 21,2 | 1% | 2% | 1% |
| MEDIANA | 5 372 | 13,2 | 12,6 | 11,7 | 7,5 | 7,3 | 6,9 | 15,3 | 13,1 | 12,5 | 5,5% | 4,2% | 7,4% |
| Spółki polskie - konsensus | | | | | | | | | | | | | |
| EUROCASH | 800 | 14,8 | 12,8 | 11,6 | 8,5 | 7,6 | 6,9 | 21,8 | 17,5 | 16,0 | 13% | 11% | 21% |
| EMPERIA | 291 | 16,7 | 15,4 | 12,7 | 9,0 | 8,1 | 7,2 | 23,4 | 22,9 | - | 15% | 12% | 10% |
| DINO POLSKA SA | 2 104 | 23,6 | 18,7 | 15,4 | 18,5 | 14,7 | 12,0 | 30,5 | 23,8 | 19,2 | 24% | 24% | 25% |
| MEDIANA - razem | 9 313 | 14,0 | 12,7 | 11,7 | 8,8 | 8,0 | 7,3 | 20,4 | 17,7 | 16,4 | 10,8% | 8,8% | 12,5% |
| Dino | 22,4 | 16,0 | 13,2 | 17,9 | 13,0 | 10,7 | 29,2 | 20,3 | 16,6 | 30% | 29% | 33% | |
| Premia/dyskonto* | 60,8% | 25,7% | 12,8% | 102,8% | 61,7% | 47,0% | 43,0% | 14,7% | 0,7% | 179,3% | 235,8% | 162,3% | |

Wycena 1 akcji (PLN) - Dino 66,11

Źródło: Bloomberg, BM BGZ BNP. *wartość dodatnia oznacza, że spółka jest relatywnie droższa od grupy porównawczej

| | Kapitalizacja (EUR) | EV/EBIT/CAGR | | EV/EBITDA/CAGR | | P/E/CAGR | | EBIT | | CAGR (2018-2020) | | Zysk netto | |
|-----------------------------------|---------------------|--------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|-------------|--------------|
| | | 2018 P | 2020 P | 2018 P | 2020 P | 2018 P | 2020 P | 2018 P | 2020 P | EBITDA | Zysk netto | | |
| EMEA | | | | | | | | | | | | | |
| JERONIMO MARTINS | 9 049 | 1,45 | 1,34 | 1,20 | 1,10 | 1,02 | 0,94 | 2,04 | 1,84 | 1,70 | 10% | 8% | 10% |
| BIM | 4 436 | 0,87 | 0,73 | 0,61 | 1,38 | 1,15 | 1,14 | 1,63 | 1,40 | 1,23 | 20% | 10% | 13% |
| MAGNIT | 6 458 | 0,97 | 0,85 | 0,80 | 0,63 | 0,56 | 0,52 | 0,83 | 0,72 | 0,73 | 10% | 10% | 15% |
| X5 RETAIL-GDR | 6 214 | 0,67 | 0,57 | 0,51 | 0,44 | 0,38 | 0,34 | 0,62 | 0,50 | 0,43 | 14% | 13% | 20% |
| OKEY | 511 | 1,00 | 0,86 | 0,79 | 0,46 | 0,37 | 0,35 | 1,52 | 0,88 | 0,66 | 12% | 15% | 18% |
| DIXY | 540 | 1,92 | 1,73 | 1,71 | -0,87 | -1,00 | -0,98 | 0,47 | 0,34 | 0,63 | 6% | -6% | 49% |
| BIZIM TOPTAN SAT | 99 | 0,17 | 0,14 | 0,08 | 0,90 | 0,78 | 0,83 | 1,54 | 0,91 | 1,00 | 46% | 4% | 30% |
| MASSMART HLDGS | 2 424 | 1,45 | 1,27 | 1,20 | 0,83 | 0,76 | 0,72 | 0,95 | 0,78 | 0,65 | 10% | 12% | 25% |
| SHOPRITE HLDGS | 9 625 | 1,39 | 1,22 | 1,10 | 1,14 | 1,02 | 0,91 | 1,92 | 1,72 | 1,54 | 12% | 12% | 12% |
| LENTA-REG S | 2 233 | 0,78 | 0,70 | 0,63 | 0,56 | 0,50 | 0,45 | 0,59 | 0,50 | 0,45 | 11% | 11% | 18% |
| MGROS | 826 | 0,98 | 0,85 | 0,79 | 1,07 | 0,93 | 0,95 | 0,41 | 0,06 | 0,05 | 11% | 6% | 341% |
| AVI LTD | 2 593 | 1,82 | 1,68 | 1,55 | 1,56 | 1,44 | 1,32 | 2,14 | 1,95 | 1,79 | 9% | 9% | 10% |
| CLICKS GROUP LTD | 3 476 | 2,11 | 1,86 | 1,67 | 1,90 | 1,69 | 1,53 | 2,88 | 2,55 | 2,26 | 12% | 12% | 13% |
| PICKN PAY STORE | 2 584 | 1,15 | 0,95 | 0,83 | 0,93 | 0,80 | 0,71 | 1,44 | 1,18 | 1,03 | 17% | 14% | 19% |
| SPAR GRP LTD/THE | 2 670 | 1,47 | 1,32 | 1,20 | 1,55 | 1,43 | 1,33 | 2,04 | 1,85 | 1,70 | 10% | 8% | 10% |
| WOOLWORTHS HLDGS | 4 429 | 1,52 | 1,43 | 1,29 | 1,06 | 0,98 | 0,89 | 18,31 | 16,75 | 14,85 | 8% | 9% | 1% |
| MEDIANA | 2 631 | 1,3 | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 1,5 | 1,0 | 1,0 | 0,1 | 0,1 | 0,2 |
| Europa Zachodnia | | | | | | | | | | | | | |
| TESCO PLC | 26 642 | 0,87 | 0,70 | 0,61 | 0,77 | 0,67 | 0,62 | 0,72 | 0,56 | 0,47 | 19% | 12% | 31% |
| METRO AG | 4 352 | 2,16 | 2,10 | 2,01 | 2,13 | 2,10 | 2,04 | 1,41 | 1,35 | 1,24 | 4% | 2% | 7% |
| MARKS & SPENCER | 5 372 | -5,45 | -5,66 | -5,66 | -4,14 | -4,24 | -4,25 | -10,69 | -11,09 | -10,84 | -2% | -1% | -1% |
| SAINSBURY PLC | 6 773 | 1,86 | 1,73 | 1,67 | 1,22 | 1,16 | 1,12 | 1,68 | 1,53 | 1,44 | 6% | 4% | 8% |
| WM MORRISON SUP | 6 367 | 3,29 | 3,18 | 3,02 | 1,88 | 1,82 | 1,74 | 2,63 | 2,43 | 2,22 | 4% | 4% | 7% |
| B&M EUROPEAN | 4 653 | 1,36 | 1,18 | 1,05 | 1,12 | 0,96 | 0,86 | 1,44 | 1,22 | 1,08 | 14% | 14% | 16% |
| OCADO GROUP PLC | 3 837 | 2,80 | 2,03 | 1,08 | 1,85 | 1,57 | 1,28 | - | - | - | 61% | 20% | - |
| DISTRIBUTORA IN | 2 405 | 1,93 | 1,84 | 1,73 | 1,42 | 1,36 | 1,30 | 3,11 | 2,94 | 2,87 | 6% | 4% | 4% |
| CARREFOUR SA | 13 255 | 0,86 | 0,73 | 0,64 | 0,83 | 0,76 | 0,72 | 1,01 | 0,84 | 0,78 | 15% | 8% | 16% |
| WALMART INC | 213 936 | 8,92 | 8,93 | 8,66 | 6,91 | 6,93 | 6,74 | 3,34 | 2,99 | 2,82 | 1% | 1% | 6% |
| CASINO GUICHARD | 4 682 | 1,78 | 1,63 | 1,53 | 1,53 | 1,44 | 1,37 | 1,36 | 1,18 | 1,11 | 8% | 6% | 11% |
| KONINKLIJKE AHOL | 24 856 | 3,12 | 2,94 | 2,91 | 1,95 | 1,87 | 1,83 | 2,89 | 2,59 | 2,48 | 3% | 3% | 5% |
| AXFOOD AB | 3 174 | 13,58 | 13,37 | 13,26 | 5,30 | 5,15 | 5,07 | 19,95 | 19,64 | 19,52 | 1% | 2% | 1% |
| MEDIANA | 5 372 | 1,9 | 1,8 | 1,7 | 1,5 | 1,4 | 1,3 | 1,6 | 1,4 | 1,3 | 5,5% | 4,2% | 7,4% |
| Spółki polskie - konsensus | | | | | | | | | | | | | |
| EUROCASH | 800 | 1,16 | 1,01 | 0,92 | 0,80 | 0,72 | 0,65 | 1,06 | 0,85 | 0,77 | 13% | 11% | 21% |
| EMPERIA | 291 | 1,14 | 1,05 | 0,87 | 0,78 | 0,69 | 0,62 | 2,29 | 2,24 | - | 15% | 12% | 10% |
| MEDIANA - razem | 9 313 | 1,4 | 1,2 | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 1,5 | 1,2 | 1,1 | 10,8% | 8,8% | 12,5% |
| Dino | 0,74 | 0,53 | 0,44 | 0,61 | 0,44 | 0,36 | 0,89 | 0,62 | 0,50 | 30% | 29% | 33% | |
| Premia/dyskonto* | -47,4% | -57,4% | -59,7% | -44,0% | -54,7% | -59,8% | -41,7% | -49,4% | -54,0% | 1,79 | 2,36 | 1,62 | |

Wycena 1 akcji (PLN) - Dino 200,20

Źródło: Bloomberg, BM BGZ BNP. *wartość dodatnia oznacza, że spółka jest relatywnie droższa od grupy porównawczej



Tabela: Wycena metodą DCF

| (mln PLN) | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P |
|-------------------------------|-------|----------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Liczba sklepów | 930 | 1 090 | 1 240 | 1 370 | 1 500 | 1 621 | 1 738 | 1 833 | 1 913 | 1 988 |
| Przychody | 6 035 | 8 398 | 10 083 | 11 646 | 13 201 | 14 625 | 15 918 | 17 042 | 18 054 | 18 997 |
| EBIT | 418,2 | 586,0 | 708,4 | 828,4 | 948,1 | 1 063,5 | 1 171,7 | 1 268,0 | 1 357,6 | 1 445,6 |
| Efektyny st. podatkowa | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% |
| NOPLAT | 334,6 | 468,8 | 566,7 | 662,7 | 758,5 | 850,8 | 937,4 | 1 014,4 | 1 086,1 | 1 156,4 |
| Amortyzacja | 104,7 | 136,4 | 168,3 | 188,4 | 204,4 | 222,1 | 237,7 | 252,7 | 262,8 | 270,2 |
| CAPEX | 622,3 | 658,1 | 495,5 | 447,1 | 489,2 | 472,1 | 476,5 | 411,8 | 361,9 | 348,9 |
| Inwestycje w kapital obrotowy | 144,7 | 226,3 | 169,0 | 161,8 | 165,2 | 156,5 | 147,2 | 133,7 | 125,3 | 120,8 |
| FCFF | -38,3 | 173,4 | 408,5 | 565,8 | 638,9 | 757,3 | 845,8 | 989,0 | 1 112,3 | 1 198,6 |
| 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 rynkowa | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% |
| Beta | 1,5 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 1,1 |
| Koszt kapitału własnego | 11,5% | 10,8% | 10,4% | 10,2% | 10,0% | 9,9% | 9,9% | 9,8% | 9,8% | 9,8% |
| Koszt długu | 5% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Koszt długu po opodatkowaniu | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% |
| % kapitału własnego | 63,7% | 70,5% | 76,1% | 78,8% | 80,8% | 82,4% | 83,4% | 84,1% | 84,3% | 84,6% |
| % długu | 36,3% | 29,5% | 23,9% | 21,2% | 19,2% | 17,6% | 16,6% | 15,9% | 15,7% | 15,4% |
| WACC | 8,8% | 8,8% | 8,9% | 8,9% | 8,9% | 8,9% | 8,9% | 8,9% | 8,9% | 8,9% |
| Suma DCF | | 3 802,5 | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna (TV) | | 17 698,5 | | | | | | | | |
| Zdyskontowana TV | | 7 766,8 | | | | | | | | |
| Wartość dz. operacyjnej | | 11 569,3 | | | | | | | | |
| Dług netto | | 485,4 | | | | | | | | |
| Wartość kapitału własnego | | 11 083,9 | | | | | | | | |
| Liczba akcji (tys.) | | 98 040,0 | | | | | | | | |
| Wartość 1 akcji | | 113,05 | | | | | | | | |

Źródło: BM BGZ BNP.

P - prognozy BM BGZ BNP

Czynniki ryzyka:

- Ryzyko związane z pozyskiwaniem lokalizacji i tempem budowy nowych sklepów** - w przypadku problemów ze znalezieniem atrakcyjnych lokalizacji pod przyszłe sklepy, silniejszym od oczekiwań wzrostem kosztów budowy albo innymi czynnikami opóźniającymi rozwój sieci, wyniki Dino mogą być gorsze od założonych w prognozach w niniejszej rekomendacji.
- Ryzyko związane ze zmianą regulacji prawnych** - zakazu handlu w niedzielę w Polsce albo zmiany przepisów podatkowych mogą wpływać negatywnie na wyniki Spółki.
- Ryzyko makroekonomiczne** - pogorszenie się nastrojów konsumentów w wyniku spadku koniunktury/wzrostu bezrobocia może wpłynąć na niższy poziom wydatków, co negatywnie przełoży się na sprzedaż i marżę realizowane przez Dino Polska.
- Ryzyko konkurencji** - rynek handlu spożywczego i FMCG w Polsce jest bardzo konkurencyjny. Dino Polska musi konkurować zarówno z lokalnymi graczami (małe sklepy spożywcze, niewielkie sieci), jak i z dużymi sieciami dyskontów i supermarketów. Większy od oczekiwań wzrost konkurencji może negatywnie wpływać na wyniki i tempo rozwoju Dino Polska.

wzrost FCFF w nieskończoność

| | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% | |
|-------------|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 8% | 102,70 | 107,70 | 113,43 | 120,05 | 127,79 | |
| 8,5% | 102,53 | 107,52 | 113,24 | 119,85 | 127,58 | |
| WACC | 9% | 102,36 | 107,35 | 113,05 | 119,66 | 127,37 |
| 9,0% | 102,19 | 107,17 | 112,87 | 119,46 | 127,17 | |
| 9% | 102,02 | 106,99 | 112,68 | 119,26 | 126,96 | |

Źródło: BM BGZ BNP

wzrost FCFF w nieskończoność

| | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% | |
|------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Beta | 1,16 | 103,07 | 108,09 | 113,84 | 120,49 | 128,26 |
| | 1,31 | 102,71 | 107,72 | 113,45 | 120,07 | 127,81 |
| | 1,46 | 102,36 | 107,34 | 113,05 | 119,65 | 127,37 |
| | 1,61 | 102,00 | 106,97 | 112,66 | 119,24 | 126,94 |
| | 1,76 | 101,65 | 106,61 | 112,28 | 118,84 | 126,50 |

Źródło: BM BGZ BNP

| (mln PLN) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| AKTYWA | 1 439,4 | 1 856,8 | 2 451,3 | 3 032,4 | 3 902,4 | 4 750,8 | 5 407,7 |
| Aktywa trwałe | 1 150,8 | 1 457,1 | 1 808,0 | 2 325,6 | 2 847,2 | 3 174,4 | 3 433,2 |
| Wartości niematerialne i prawne | 92,3 | 93,1 | 92,8 | 93,8 | 94,9 | 95,8 | 96,8 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 1 024,2 | 1 337,2 | 1 697,6 | 2 214,1 | 2 734,7 | 3 061,0 | 3 318,8 |
| Pozostałe | 34,3 | 26,9 | 17,6 | 17,6 | 17,6 | 17,6 | 17,6 |
| Aktywa obrotowe | 288,6 | 399,7 | 643,4 | 706,8 | 1 055,2 | 1 576,4 | 1 974,5 |
| Zapasy | 212,1 | 276,5 | 368,3 | 488,5 | 673,8 | 801,8 | 917,8 |
| Należności krótkoterminowe | 21,7 | 33,7 | 38,0 | 49,6 | 69,0 | 82,9 | 95,7 |
| Środki pieniężne | 33,9 | 66,4 | 202,6 | 134,2 | 277,9 | 657,2 | 926,6 |
| Pozostałe | 20,8 | 23,1 | 34,5 | 34,5 | 34,5 | 34,5 | 34,5 |
| PASYWA | 1 439,4 | 1 856,8 | 2 451,3 | 3 032,4 | 3 902,4 | 4 750,8 | 5 407,7 |
| Kapitał własny | 532,2 | 683,5 | 904,5 | 1 209,0 | 1 648,1 | 2 185,6 | 2 551,9 |
| Kapitał podstawowy i zapasowy | 520,5 | 1 121,7 | 1 121,7 | 1 121,7 | 1 121,7 | 1 121,7 | 1 121,7 |
| Zysk skumulowany | 129,4 | 163,0 | -224,7 | 79,8 | 518,9 | 1 064,4 | 1 422,8 |
| Zobowiązania i rezerwy | 907,1 | 1 173,4 | 1 546,8 | 1 823,4 | 2 254,3 | 2 565,2 | 2 855,8 |
| Zobowiązania długoterminowe | 363,2 | 459,4 | 575,9 | 575,9 | 575,9 | 575,9 | 575,9 |
| w tym dług odsetkowy | 361,8 | 452,4 | 570,3 | 570,3 | 570,3 | 570,3 | 570,3 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 543,9 | 714,0 | 971,0 | 1 247,5 | 1 678,4 | 1 989,4 | 2 279,9 |
| w tym dług odsetkowy | 101,5 | 110,2 | 117,7 | 117,7 | 117,7 | 117,7 | 117,7 |

Źródło: BM BGZ BNP.

P - prognozy BM BGZ BNP

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P |
|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 1,2 | 1,5 | 2,2 | 3,1 | 4,5 | 5,5 | 6,5 |
| DPS | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 2,7 | 3,9 |
| Dividend yield | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 3% | 4% |
| BVPS | 5,4 | 7,0 | 9,2 | 12,3 | 16,8 | 22,3 | 26,0 |
| P/E | 73,4 | 59,3 | 42,0 | 29,4 | 20,4 | 16,7 | 14,1 |
| P/BV | 16,8 | 13,1 | 9,9 | 7,4 | 5,4 | 4,1 | 3,5 |
| P/S | 3,5 | 2,7 | 2,0 | 1,5 | 1,1 | 0,9 | 0,8 |
| EV/EBIT | 59,1 | 43,8 | 31,2 | 22,6 | 16,1 | 13,3 | 11,4 |
| EV/EBITDA | 45,0 | 33,7 | 24,3 | 18,1 | 13,1 | 10,8 | 9,3 |
| EV/S | 3,6 | 2,8 | 2,1 | 1,6 | 1,1 | 0,9 | 0,8 |

Źródło: BM BGZ BNP.

P - prognozy BM BGZ BNP

| RZIS (mln PLN) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| Przychody ogółem | 2 589,6 | 3 369,5 | 4 515,9 | 6 034,9 | 8 397,6 | 10 083,0 | 11 645,6 |
| zmiana r/r | 22,8% | 30,1% | 34,0% | 33,6% | 39,1% | 20,1% | 15,5% |
| Zysk brutto na sprzedaży | 584,9 | 770,5 | 1 040,6 | 1 396,6 | 1 948,4 | 2 344,5 | 2 713,7 |
| marża brutto | 22,59% | 22,87% | 23,04% | 23,14% | 23,20% | 23,25% | 23,30% |
| EBITDA | 210,2 | 280,8 | 389,1 | 522,9 | 722,4 | 876,6 | 1 016,8 |
| EBIT | 160,1 | 215,6 | 303,2 | 418,2 | 586,0 | 708,4 | 828,4 |
| marża operacyjna | 6,2% | 6,4% | 6,7% | 6,9% | 7,0% | 7,0% | 7,1% |
| Saldo z działalności finansowej | -24,8 | -29,1 | -37,2 | -37,6 | -37,2 | -36,5 | -34,6 |
| Zysk (strata) netto | 122,2 | 151,2 | 213,6 | 304,5 | 439,1 | 537,5 | 635,1 |
| marża netto | 4,7% | 4,5% | 4,7% | 5,0% | 5,2% | 5,3% | 5,5% |

Źródło: BM BGZ BNP.

| Cash flow (mln PLN) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Przepływy z działalności operacyjnej | 245,4 | 324,3 | 497,2 | 591,5 | 838,9 | 911,3 | 1 019,8 |
| Zysk brutto | 135,2 | 186,5 | 266,0 | 380,6 | 548,8 | 671,9 | 793,9 |
| Amortyzacja | 50,2 | 65,2 | 85,9 | 104,7 | 136,4 | 168,3 | 188,4 |
| Zmiana kapitału obrotowego | 47,4 | 52,2 | 138,5 | 144,7 | 226,3 | 169,0 | 161,8 |
| Podatek dochodowy zapłacony | -12,6 | -16,5 | -34,1 | -76,1 | -109,8 | -134,4 | -158,8 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -242,5 | -310,2 | -402,1 | -622,3 | -658,1 | -495,5 | -447,1 |
| Nakłady inwestycyjne (CAPEX) | -243,5 | -311,7 | -410,6 | -622,3 | -658,1 | -495,5 | -447,1 |
| Przepływy z działalności finansowej | 7,3 | 18,4 | 41,1 | -37,6 | -37,2 | -36,5 | -303,3 |
| Dywidenda i skup akcji | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -268,8 |
| Splata kredytów netto | 62,3 | 91,9 | 30,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Odsetki netto | -25,0 | -29,7 | -37,4 | -37,6 | -37,2 | -36,5 | -34,6 |
| Zmiana stanu środków pieniężnych | 10,2 | 32,5 | 136,2 | -68,4 | 143,7 | 379,3 | 269,3 |
| Środki pieniężne: na początek okresu | 23,7 | 33,9 | 66,4 | 202,6 | 134,2 | 277,9 | 657,2 |
| na koniec okresu | 33,9 | 66,4 | 202,6 | 134,2 | 277,9 | 657,2 | 926,6 |

Źródło: BM BGZ BNP.

P - prognozy BM BGZ BNP



Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego telefon adres email

| | | |
|-------------------------|--------------|--|
| 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 Wtórnoego telefon adres email

| | | |
|----------------------|--------------|--|
| 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 email

| | | |
|-----------------|--------------|--|
| Marek Jaczewski | 22 329 43 53 | marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl |
|-----------------|--------------|--|

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB
SIDOMA PROFESSIONAL

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

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

dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

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 księgową) – 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) - cash flow z działalności operacyjnej



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A (dalej: BM Banku BGŻ 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 Banku BGŻ BNP Paribas S.A sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów BM Banku BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Przedstawione prognozy (w szczególności dotyczące cen akcji, wyników finansowych przedsiębiorstw, wskaźników finansowych) są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. BM Banku BGŻ 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 BGŻ 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 jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ 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 jest strata z inwestycji.

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 odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywalnych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w art. 5 i 6 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku.

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 BGŻ BNP PARIBAS S.A
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

W celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym sporządzania rekomendacji Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. stosuje rozwiązania organizacyjne, administracyjne oraz bariery informacyjne polegające na fizycznym wydzieleniu pomieszczeń Biura Maklerskiego od pozostałych pomieszczeń Banku oraz kontrolowaniu dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane są rekomendacje. Analitików sporządzających rekomendacje obowiązuje dochowanie tajemnicy zawodowej oraz nieujawnianie informacji poufnych.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w wysokości przekraczającej 5% wyemitowanego kapitału podstawowego ogółem oraz na jej rzecz nie są świadczone usługi inwestycyjne, a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie zostały udostępnione emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Rekomendacja nie podlega ograniczeniom w zakresie rozpowszechniania.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ 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>