



## Dino Polska – Komentarz do wyników za 1Q'18

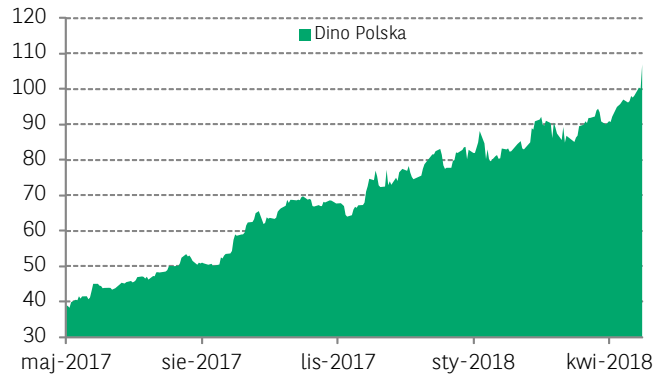
Michał Krajczewski, CFA +48 22 507 52 91, [michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl](mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl)

analitik: Michał Krajczewski, CFA

2018-05-16

### Podstawowe dane o spółce

Cena	107,00
Kapitalizacja (mln zł)	10 490,3
Free float	48,9%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	12,7
P/E	49,1
EV/EBITDA	25,06



### Wyniki 1Q18

mln PLN	1Q'18	1Q'17	r/r	1Q'18	BGŻ BNP	różnica	1Q'18	kons.	vkons
<b>Przychody</b>	<b>1285,6</b>	<b>910,3</b>	41,2%	<b>1285,6</b>	<b>1276,5</b>	0,7%	<b>1285,6</b>	<b>1262,8</b>	1,8%
<i>Liczba sklepów</i>	800	639	25,2%	800	800	0,0%			
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>297,5</b>	<b>208,6</b>	42,6%	<b>297,5</b>	<b>294,2</b>	1,1%			
<i>Marża zbns</i>	23,1%	22,9%		23,1%	23,1%				
<b>Koszty SG&amp;A</b>	<b>-219,2</b>	<b>-162,6</b>	34,8%	<b>-219,2</b>	<b>-226,1</b>	-3,0%			
<i>udział w sprzedaży</i>	-17,1%	-17,9%		-17,1%	-17,7%				
<b>EBITDA</b>	<b>104,4</b>	<b>65,5</b>	59,4%	<b>104,4</b>	<b>92,5</b>	12,8%	<b>104,4</b>	<b>93,8</b>	11,3%
<i>marża EBITDA</i>	8,1%	7,2%		8,1%	7,2%		8,1%	7,4%	
<b>EBIT</b>	<b>79,3</b>	<b>46,3</b>	71,1%	<b>79,3</b>	<b>68,5</b>	15,6%	<b>79,3</b>	<b>69,3</b>	14,4%
<i>marża EBIT</i>	6,2%	5,1%		6,2%	5,4%		6,2%	5,5%	
<b>Zysk netto</b>	<b>55,9</b>	<b>30,5</b>	83,7%	<b>55,9</b>	<b>47,3</b>	18,2%	<b>55,9</b>	<b>47,6</b>	17,5%
<i>marża netto</i>	4,4%	3,3%		4,4%	3,7%		4,4%	3,8%	
<b>Cash flow operacyjny</b>	<b>43,5</b>	<b>31,0</b>	40,2%						

### Komentarz do wyników

Dino Polska kolejny kwartał z rzędu pozytywnie zaskakuje inwestorów, wyraźnie przekraczając prognozy zarówno rynkowego konsensusu, jak i BM BGŻ BNP Paribas. Spółka w 1Q'18 odnotowała dalsze przyspieszenie tempa zwrotu, zarówno pod względem liczby otwieranych sklepów (+25,2% r/r, przy +21-23% w poprzednich kwartałach), jak i dynamiki sprzedaży lfl (+20,3% r/r). Sprzedaż lfl wspierana była w znacznej mierze przez efekt kalendarzowy przesunięcia Wielkanocy, co wg Zarządu skutkowało +4-5 pkt. wyższą dynamiką. Ceny żywności w 1Q'18 zwiększyły się o 3,9% r/r, czyli mniej niż w 4Q'17 (+5,6% r/r).

Tak jak w poprzednich kwartałach, zwiększanie skali działalności i poprawa warunków handlowych z dostawcami była źródłem, stopniowej poprawy marży brutto na sprzedaży (+0,22 pkt. proc., nieco powyżej naszych oczekiwań rzędu +0,14 pkt.). Rozwój sieci pociągnął za sobą zwiększenie kosztów sprzedaży (+37,8% r/r), przy stabilnym r/r i q/q koszcie zarządu (+30% r/r z wyłączeniem poniesionych w 1Q'17 kosztów IPO). W efekcie całość kosztów SG&A rosta wyraźnie wolniej od sprzedaży, a wskaźnik SG&A/sprzedaż zmniejszył się o 0,8 pkt. proc.. Wynik ten był wyraźnie powyżej naszych prognoz mówiących o 39% wzroście SG&A r/r, czyli -0,16 pkt. proc. r/r jeżeli chodzi o udział w przychodach.

Opisane powyżej efekty skutkowały prawie 60% dynamiką wyniku EBITDA oraz +71,1% na linii EBIT. Saldo finansowe utrzymało się na poziomie niecałych 10 mln PLN (+20% r/r albo podobnie jak w trzech poprzednich kwartałach), bez zaskoczeń była także efektywna stawka podatku dochodowego (19,25% vs 19,87% w 1Q'17).

Spółka kontynuowała także trend silnej poprawy cash flow operacyjnego – wyniósł on w I kwartale 43,5 mln PLN (+40,2% r/r). Poza trendami w wynikach, korzystnie na generację gotówki wpłynęło dalsza optymalizacja zarządzania kapitałem obrotowym – cykl jego

Dynamika LFL większa o 4-5 pkt. proc. z uwagi na przesunięcie Wielkanocy

Wyższa rentowność z uwagi na większą skalę

Wyniki przekładają się na coraz lepszy cash flow operacyjny



rotacji obniżył się średniorocznie o 0,7 dnia q/q. Z uwagi na znaczne wydatki inwestycyjne dług netto do EBITDA wzrósł q/q z 1,25x, do 1,33x (ale wobec 1,9x w 1Q'17).

## Perspektywy

**Rezultaty Dino Polska oceniamy pozytywnie.** Spółka kontynuuje poprawę parametrów na wszystkich liniach wyników, a także zapowiada utrzymanie tego stanu rzeczy w kolejnych kwartałach.

- Spółka oczekuje zbliżonego tempa sprzedaży LFL w całym pierwszym półroczu (+15%) jak w 1H'17.
- Podtrzymany został cel większej liczby otwarć nowych sklepów o 20% niż w 2017 r. (+147; prognozujemy wzrost o 5,5% do +155), najwięcej otwarć ma mieć miejsce w 4Q'18. **Wzrost o kolejne 20% r/r liczby otwartych sklepów ma mieć, zgodnie z zapowiedziami Zarządu, także miejsce w 2019 r.** Z uwagi na konkurencję spółka zaprzestała publikacji liczby posiadanych i pozyskanych nowych działek.
- Wzrost skali działalności ma przekładać się na poprawę rentowności brutto na sprzedaży i efekt dźwigni na kosztach SG&A (pomimo widocznej inflacji kosztów), przez co marża EBITDA w kolejnych kwartałach ma rosnąć o 0,2-0,3 pkt. proc r/r.
- Spółka po dwóch miesiącach obowiązywania zakazu handlu w niedziele obserwuje, zgodnie z wcześniejszymi oczekiwaniami, przeniesienie sprzedaży na pozostałe dni tygodnia. Obroty w niedzielę stanowią ok. 8% w tygodniu. Z drugiej strony na razie nie są planowane większe oszczędności kosztowe z tytułu opisywanych zmian, dlatego Zarząd nie wie w jaki sposób w dłuższym terminie zakaz handlu w niedzielę wpłynie na rentowność.

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

**Podtrzymujemy pozytywną ocenę Spółki, nasze prognozy (522,9 mln EBITDA, +34,4% r/r) oraz cenę docelową z rekomendacji z 27 kwietnia 2018 r. na poziomie 123,10 PLN.**



Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Aniol	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	<a href="mailto:adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl">adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak	22 507 52 92	<a href="mailto:szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl">szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl">marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Artur Sulejewski	22 566 97 04	<a href="mailto:artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl">artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>

#### 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](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**