



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Dino - 2Q'18



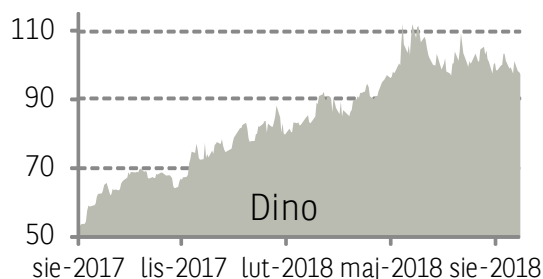
BM

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	97,40
Kapitalizacja (mln zł)	9 549,1
Free float	48,9%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	21,2
P/E	44,7
EV/EBITDA	21,83

Notowania spółki



WYNIKI 2Q18

mln PLN	2Q'18	2Q'17	r/r	2Q'18	BGŻ BNP	różnica	2Q'18	kons.	vkons
Przychody	1423,5	1108,1	28,5%	1423,5	1431,3	-0,5%	1423,5	1435,1	-0,8%
<i>Liczba sklepów</i>	849	677	25,4%	849	849	0,0%			
Zysk brutto na sprzedaży	333,3	249,7	33,5%	333,3	323,3	3,1%			
<i>Marża zbns</i>	23,4%	22,5%		23,4%	22,6%				
Koszty SG&A	-236,8	-182,1	30,0%	-236,8	-225,6	5,0%			
<i>udział w sprzedaży</i>	-16,6%	-16,4%		-16,6%	-15,8%				
EBITDA	124,6	88,5	40,9%	124,6	123,5	0,9%	124,6	118,9	4,8%
<i>marża EBITDA</i>	8,8%	8,0%		8,8%	8,6%		8,8%	8,3%	
EBIT	97,7	68,1	43,6%	97,7	98,0	-0,3%	97,7	92,4	5,7%
<i>marża EBIT</i>	6,9%	6,1%		6,9%	6,8%		6,9%	6,4%	
Zysk netto	70,5	46,7	51,0%	70,5	70,7	-0,3%	70,5	65,7	7,3%
<i>marża netto</i>	5,0%	4,2%		5,0%	4,9%		5,0%	4,6%	
Cash flow operacyjny	160,8	94,2	70,7%						

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Dino Polska kolejny kwartał z rzędu pozytywnie zaskakuje inwestorów, choć w II kwartale skala przekroczenia prognoz rynkowego konsensusu była mniejsza niż w poprzednich okresach. Wyniki okazały się być zgodne z prognozami BM BGŻ BNP i oceniamy je jako **bardzo dobre**. Spółka w 2Q'18 utrzymała wysokie tempo zwrotu, zarówno pod względem liczby otwieranych sklepów (+25,4% r/r, podobnie jak w 1Q'18 wobec +21-23% w ubiegłym roku). **Sprzedaż lfl (+10% r/r) była pod negatywnym wpływem efektu kalendarzowego przesunięcia Wielkanocy**. Przypominamy, iż wg Zarządu skutkowało to +4-5 pkt. wyższą dynamiką lfl w 1Q'18 (+20,3% r/r). Dynamika cen żywności w 2Q'18 zanotowała dalsze, lekkie zmniejszenie do +3,2% wobec 3,9% w 1Q'18 i +5,6% w 4Q'17.

Tak jak w poprzednich kwartałach, zwiększanie skali działalności i poprawa warunków handlowych z dostawcami była źródłem poprawy marży brutto na sprzedaży, choć jej skala w 2Q'18 jest zaskakująco mocna (+0,88 pkt. proc.), pomimo wprowadzenia zakazu handlu w niedzielę i przesunięcia Wielkanocy. Rozwój sieci pociągnął za sobą zwiększenie kosztów sprzedaży (+38,6% r/r), przy nieco tylko większym koszcie zarządu (+15,5% r/r z wyłączeniem poniesionych w 2Q'17 kosztów IPO). W podziale na koszty rodzajowe dostrzegamy mocny wzrost kosztów amortyzacji (+31,9% r/r) i usług obcych (+44,5% po korekcie o koszty IPO), co jest związane z rozwojem sieci i częściowo wyższymi kosztami transportu. Koszty wynagrodzeń były wyższe o 29,9% r/r, przy czym było to zgodne ze wzrostem liczby zatrudnionych (+29,6% r/r na koniec okresu). W wolniejszym tempie

Utrzymanie wysokiej dynamiki przychodów pomimo niekorzystnego efektu kalendarzowego Wielkanocy

Zaskakująco wysoki wzrost mbns

Szybki wzrost kosztów sprzedaży związany z rozwojem sieci

Autorzy: Michał Krajczewski, CFA



BGZ BNP PARIBAS
BIURO MAKLERSKIE

Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bgzbnpparibas.pl
www.bgzbnpparibas.pl



zwiększały się koszty materiałów i energii (+8,9% r/r). Jednakże całość kosztów SG&A rosła nieco szybciej od sprzedaży, przez co wskaźnik SG&A/sprzedaż był o 0,2 pkt. proc. wyższy r/r.

Opisane powyżej efekty skutkowały prawie 41% dynamiką wyniku EBITDA oraz +43,6% na linii EBIT. Względem naszych prognoz, wyższy o 10 mln PLN zysk brutto na sprzedaży i o 0,9 mln PLN lepsze saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych zostało zneutralizowane o 11 mln PLN wyższymi kosztami SG&A. Saldo finansowe było na poziomie 10,5 mln PLN (+12% r/r), bez zaskoczeń była także efektywna stawka podatku dochodowego (19,12% vs 20,40% w 2Q'17).

Spółka kontynuowała także trend silnej poprawy cash flow operacyjnego – wyniósł on w II kwartale 160,8 mln PLN (+70,7% r/r). Poza trendami w wynikach, korzystnie na generację gotówki wpłynęło dalsza optymalizacja zarządzania kapitałem obrotowym w każdym jego elemencie (należności, zapasy oraz zobowiązania) – cykl jego rotacji obniżył się średniorocznie o 1,3 dnia q/q. Pomimo rekordowych wydatków inwestycyjnych (cash flow z działalności inwestycyjnej = -160,1 mln PLN), wskaźnik długu netto do EBITDA spadł q/q z 1,33x, do 1,26x.

Wyniki, jak i zarządzanie kapitałem obrotowym 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 kolejnych kwartałach.

- Wzrost LFL w pierwszym półroczu wynikał w połowie z większego koszyka zakupowego, a w połowie z wyższej odwiedzalności. Zarząd zwraca uwagę na wysoką bazę LFL z 2H'17 (+17,9%) oraz spowalaniającą inflację żywności, przez co **w całym roku oczekiwany jest niski, dwucyfrowy wzrost LFL (+14,7% w 1H'18)**. Z drugiej strony nie dostrzegany jest negatywny wpływ zakazu handlu w niedzielę.
- **Podtrzymany został cel większej liczby otwarć nowych sklepów o 20% niż w 2017 r.** (+147), a Zarząd chce kontynuować takie tempo wzrostu otwarć w kolejnych latach. Zarząd nie dostrzega barier do dalszego rozwoju i przywołuje przykład Biedronki (ponad 2800 sklepów), której średni zasięg oddziaływania sklepu (*catchement area*) to ok. 10 tys. osób, przy 3 tys. osób dla Dino. Ponadto, nawet w Wielkopolsce, gdzie sieć Dino jest najgęstsza, średnia liczba Biedronek na 100 tys. mieszkańców jest nadal większa.
- Wzrost marży brutto na sprzedaży wynikał w większości z lepszych warunków handlowych (wzrost skali) z dostawcami, w mniejszym stopniu z przesunięcia Wielkanocy i zmiany w miksie produktowym. **Spółka podtrzymuje oczekiwania dalszego wzrostu mbns w kolejnych kwartałach i w całym roku.**
- Większy zysk brutto na sprzedaży został w 2Q'18 zainwestowany w znaczący wzrost liczby pracowników w logistyce przed spodziewanym otwarciem nowego centrum dystrybucyjnego w 3Q'18. Spółka przesunęła rekrutację pracowników na okres przed wakacjami aby uniknąć problemów przy otwarciu centrum. Podobnie było w przypadku pracowników sklepów, które mają być otwierane w 3Q. **Zarząd nie spodziewa się więc dalszego wzrostu dynamiki kosztów SG&A w 2H'18.**
- **W efekcie, Zarząd spodziewa się poprawy marży EBITDA o ok. +0,22 pkt. proc. r/r w 2018 r.**
- Koncesja na prowadzenie stacji benzynowych związana jest z otwarciem takich punktów w centrach logistycznych, na własne potrzeby.

Podtrzymujemy pozytywną ocenę Spółki oraz cenę docelową z rekomendacji z 27 kwietnia 2018 r. na poziomie 123,10 PLN. Widzimy szansę na przekroczenie naszych prognoz (522,9 mln EBITDA, +34,4% r/r) i realizacji EBITDA zgodnie z konsensusem (Bloomberg), czyli 535 mln PLN.





KONTAKT

Zespół 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
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórnego	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 Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl
Paulina Sotdaj	22 566 97 32	paulina.sotdaj@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
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

Autorzy: Michał Krajczewski, CFA



BGZ BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl
www.bgzbnpparibas.pl



NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie 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 BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie - nie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: 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. 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 jakkolwiek 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 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 odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych 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 §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 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.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji 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