

czwartek, 18 stycznia 2018 | raport analityczny

Dino: kupuj (nowa)

DNP PW; DNPP.WA | Handel, Polska

Skazani na dalszy wzrost

Dino jest najszybciej rosnącą siecią spożywczą w Polsce, która rozwijała się w tempie 37,8% CAGR 2010-17, jednocześnie utrzymując sprzedaż porównywalną powyżej dynamiki inflacji w analizowanym okresie. Dynamika EBITDA Spółki wyniosła 37,9% CAGR w latach 2014-16. Wyniki osiągane przez Spółkę potwierdzają skuteczność modelu biznesu opartego na własnej sieci marketów działających w segmencie proximity. 2017 rok był kolejnym rekordowym w historii Spółki, w którym sieć sprzedażowa zwiększyła się o 23% r/r do 775 sklepów, a szacowana przez nas EBITDA powinna wynieść 388 mln PLN (+38,1% r/r). Oczekujemy, że Spółka będzie rozwijała sieć sprzedażową w tempie 20,8% CAGR 2016-20, co powinno przełożyć się na 1338 sklepów na koniec 2020 roku (powyżej celu strategicznego zakładającego 1200 sklepów). Relatywnie młoda sieć sprzedaży oraz sprzyjające otoczenie rynkowe powinny wspierać poprawę sprzedaży porównywalnej w placówkach sieci. Oczekujemy, że wzrost skali biznesu pozytywnie przełoży się na rentowność EBITDA (zakładamy wzrost z 8,3% w 2017 do 8,8% w 2021P) oraz na wskaźnik cyklu konwersji gotówki (zakładamy spadek z -38 dni w 2016 do -49 dni w 2022P). W efekcie oczekujemy wzrostu sprzedaży/EBITDA w tempie odpowiednio 22,5%/23,4% CAGR 2017-21P. Uwzględniając nasze prognozy Spółka jest wyceniona na 26,4x P/E'18 oraz 0,72x PEG'18 (0,55x PEG'20), który odzwierciedla wzrostowy profil Spółki. Biorąc powyższe pod uwagę, rekomendujemy kupno akcji Dino z ceną docelową 95,40 PLN/akcję.

Wzrost sieci w tempie 20,8% 2016-20P CAGR

Dino jest obecnie jedną z najszybciej rozwijających się sieci spożywczych w Polsce. Na koniec 9M'17 sieć miała 121 zakupionych działek oraz 348 umów przedwstępnych na działki, co łącznie powinno pozwolić Spółce na rozwój sieci do zakładanych przez nas 1338 placówek w 2020 roku. Uważamy, że wysokie tempo wzrostu sieci powinno być kontynuowane po 2020 roku.

Potencjał do poprawy sprzedaży porównywalnej

Relatywnie młoda struktura sieci sprzedażowej (na koniec 9M'17 około 47% sklepów zostało otwartych w ciągu ostatnich 3 lat) oraz sprzyjające otoczenie rynkowe, stwarzają potencjał do dalszego zwiększania efektywności sprzedaży w kolejnych latach. Oczekujemy wzrostu sprzedaży/mkw. w średniorocznym tempie 3,4% w latach 2017-20.

Pozytywny wpływ efektu skali

Sieć Dino na koniec 2016 roku miała skalę sprzedażową 12,7x mniejszą od sieci Biedronka. Szacujemy, że marża EBITDA sieci Biedronka oczyszczona o koszty najmu wyniosła około 9,8% w 2016 roku vs. 8,3% marży EBITDA w Dino w 2016 roku. Według naszych szacunków różnica w skali działalności pomiędzy sieciami powinna się zmniejszyć do 5,4x w 2021 roku. Wzrost skali powinien pozytywnie wpłynąć na rentowność EBITDA sieci Dino (poprawienie warunków handlowych oraz rozwodnienie kosztów SG&A). Ponadto oczekujemy poprawy wskaźnika konwersji gotówki w dniach z -38 dni w 2016 do -49 dni w 2022P (analogiczny wskaźnik dla sieci Biedronka to -70 dni w 2016 roku).

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	2 589,6	3 369,5	4 520,5	5 907,9	7 377,1
EBITDA	210,2	280,8	387,8	516,1	646,1
marża EBITDA	8,1%	8,3%	8,6%	8,7%	8,8%
EBIT	160,1	215,6	301,8	408,5	514,1
Zysk netto	122,2	151,2	215,4	297,3	386,3
P/E	64,2	51,9	36,4	26,4	20,3
P/CE	45,5	36,2	26,0	19,4	15,1
P/BV	14,7	11,5	8,7	6,5	4,9
EV/EBITDA	39,3	29,7	21,7	16,4	13,0
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	80,00 PLN
Cena docelowa	95,40 PLN
Kapitalizacja	7 843 mln PLN
Free float	3 835 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	65,04 mln PLN

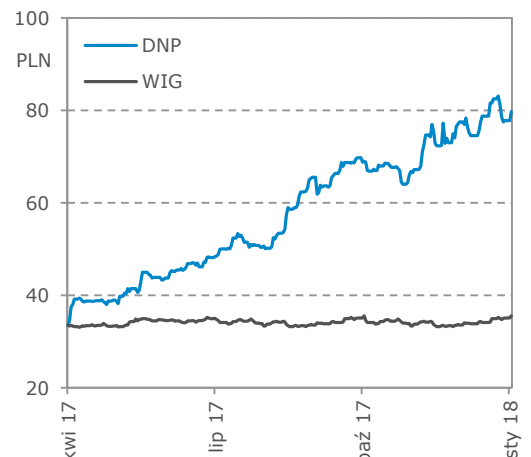
Struktura akcjonariatu

Tomasz Biernacki (z podmiotem zależnym)	51,10%
Pozostali	48,90%

Profil spółki

Dino prowadzi sieć sklepów zaliczanych do segmentu proximity. Na koniec 2017 roku Spółka zarządzała siecią 775 sklepów, a średnioroczne tempo wzrostu sieci wyniosło 37,8% w latach 2010-17. Celem strategicznym Spółki jest zwiększenie sieci do 1200 placówek na koniec 2020 roku.

Kurs akcji Dino na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Dino	95,40	-	kupuj	-

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Dino	80,00	95,40	+19,25%

Analitik:

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl

Główne tezy inwestycyjne

1) Wzrost sieci w tempie 20,8% 2016-20P CAGR.

Dino jest obecnie jedną z najszybciej rozwijających się sieci spożywczych w Polsce. Na koniec 9M'17 sieć miała 121 zakupionych działek oraz 348 umów przedwstępnych na działki, co łącznie powinno pozwolić Spółce na rozwój sieci do zakładanych przez nas 1338 placówek w 2020 roku. Uważamy, że wysokie tempo wzrostu sieci powinno być kontynuowane po 2020 roku.

2) **Poprawa sprzedaży/mkw. w średniorocznym tempie 4,1% w latach 2017-20.** Relatywnie młoda struktura sieci sprzedażowej (na koniec 9M'17 około 43% sklepów zostało otwartych w ciągu ostatnich 3 lat) oraz sprzyjające otoczenie rynkowe, stwarzają potencjał do dalszego zwiększania efektywności sprzedaży w kolejnych latach.

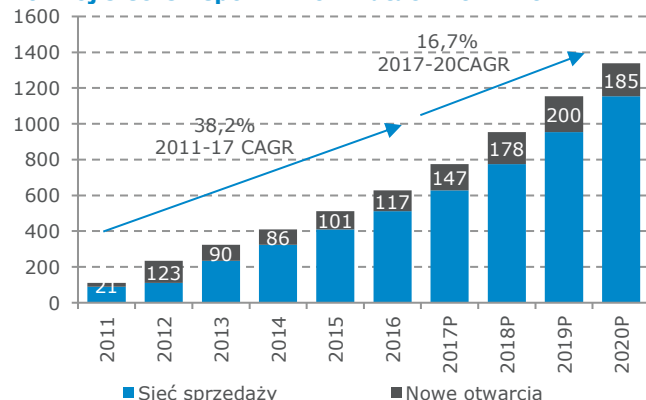
3) **Efekty skali wpłyną na poprawę rentowności EBITDA oraz obniżenie wskaźnika cyklu konwersji gotówki w dniach** – sieć Dino na koniec 2016 roku miała skalę sprzedażową 12,7x mniejszą od sieci Biedronka. Szacujemy, że marża EBITDA sieci Biedronka oczyszczona o koszty najmu wyniosła około 9,8% w 2016 roku vs. 8,3% marży EBITDA w Dino. Wzrost skali powinien pozytywnie wpłynąć na rentowność sieci Dino. Według naszych szacunków różnica w skali działalności pomiędzy sieciami powinna się zmniejszyć do 5,4x w 2021 roku, co może wpłynąć na:

- o **Wzrost marży EBITDA z 8,3% w 2016 roku do 8,8% w 2021P** – wysoka standaryzacja sklepów oraz zakładane zwiększanie skali działalności powinny przełożyć się na zmniejszenie narzutu kosztów SG&A z 16,4% w 2017 roku do 16,1% w 2020 roku. Zakładamy jednocześnie wzrost marży brutto na sprzedaży z 23% w 2017 roku do 23,1% w 2020 (poprawa warunków zakupowych).
- o **Poprawa wskaźnika cyklu konwersji gotówki w dniach (CCC) z -38 dni w 2016 do -48 dni w 2021P** – zakładany wzrost siły zakupowej powinien pozytywnie wpłynąć na warunki handlowe ustalane z dostawcami. Na koniec 2016 roku JMT miało -70 dni CCC (część biznesu to hurt, który ma gorsze wskaźniki).

Dynamiczny wzrost sieci

Spółka rozwijała sieć sprzedażową w średniorocznym tempie 37,8% w latach 2010-17. W tym czasie liczba sklepów zwiększyła się ze 111 do 775 placówek na koniec 2017 roku. **Zgodnie z przyjętą strategią rozwoju, Spółka chce powiększyć sieć sprzedażową przynajmniej do 1200 sklepów w 2020 roku (szacujemy 1338 sklepów), co oznacza przyrost sieci w tempie 20,8% CAGR w latach 2016-20.**

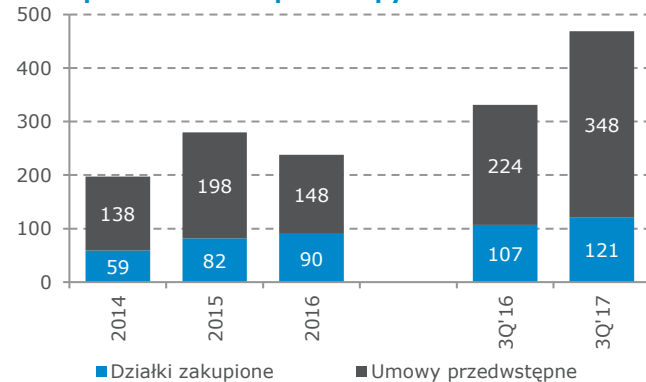
Rozwój sieci sklepów Dino w latach 2011-20P



Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

Na koniec 3Q'17 Spółka miała 121 działek zakupionych (+14 działek r/r) oraz 348 działek z podpisanymi umowami przedwstępnymi (+124 działek r/r lub +55,4% r/r). Plany Spółki do 2020 roku zakładają otwarcie około 450 sklepów w latach 2018-20, co jest niższą liczbą niż łączna ilość zakupionych i zabezpieczonych działek (469 lokalizacji na koniec 3Q'17). **Naszym zdaniem Spółka jest odpowiednio przygotowana do powiększania sieci w średniorocznym tempie 21% w latach 2016-20, co implikuje przekroczenie celu strategicznego otwarć o około 10% w 2020 roku.**

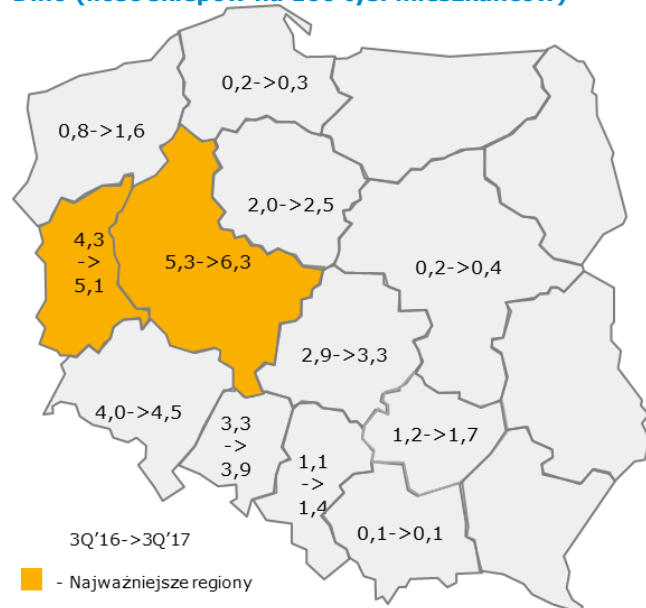
Zabezpieczenie ziemi pod sklepy w latach 2014-17



Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

Z danych przedstawionych przez Spółkę, największe zagęszczenie sklepów sieci Dino na 100 tys. mieszkańców jest w Wielkopolsce (6,3 sklepów/100 tys. mieszkańców na koniec 3Q'17) oraz w województwie Lubuskim (5,1 sklepów na 100 tys. mieszkańców). Biorąc pod uwagę wartość wskaźnika, Spółka najszybciej rozwija się w województwach: Wielkopolskim, Lubuskim, Zachodniopomorskim, Dolnośląskim, Łódzkim oraz Świętokrzyskim. Najwolniej sieć Spółki rośnie w województwach Małopolskim, Mazowieckim i Pomorskim.

Nasycenie poszczególnych województw sklepami Dino (ilość sklepów na 100 tys. mieszkańców)

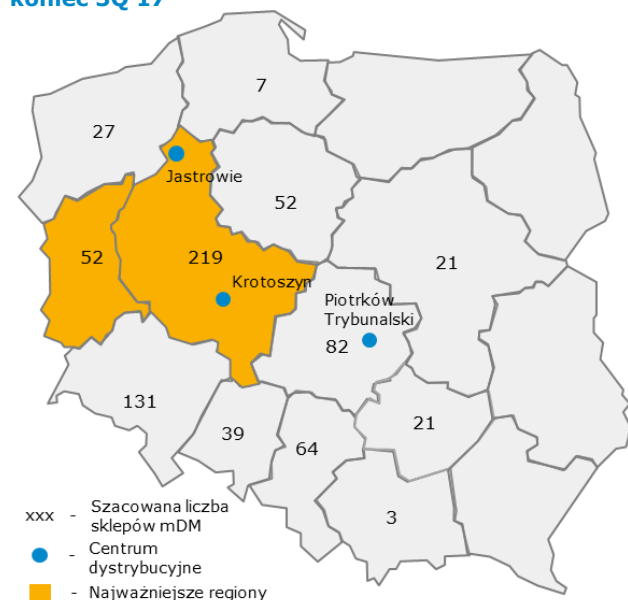


Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

Zgodnie z przyjętym planem rozwoju Spółki, **ekspansja sieci prowadzona jest przez zagęszczenie ilości sklepów w regionach, gdzie marka Dino ma wysoką rozpoznawalność** (pozwala to na ograniczenie kosztów marketingu) oraz stopniowe otwieranie nowych placówek w

nowych regionach. Taki model rozwoju pozwala na lepsze wykorzystanie centrów dystrybucyjnych Spółki i w efekcie na optymalizację kosztów logistyki na sklep (rozwodnienie kosztów stałych związanych z logistyką).

Szacowana liczba sklepów w poszczególnych województwach oraz centra dystrybucyjne Spółki na koniec 3Q'17



Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

Zgodnie z prezentacją Spółki, największa ilość zakupionych działek oraz działek z podpisanymi umowami przedwstępnymi znajduje się w województwach: Wielkopolskim, Śląskim, Łódzkim oraz Kujawsko-Pomorskim. Zarząd Spółki szacuje, że długoterminowa pojemność rynku wynosi 2700 sklepów. W dokonanej analizie wrażliwości przedstawiamy potencjalną wielkość sieci Dino w zależności od średniej wskaźnika liczby sklepów/100 tys. mieszkańców w województwach, gdzie funkcjonują sklepy sieci (tj. z wyłączeniem województwa Warmińsko-Mazurskiego, Podlaskiego, Lubelskiego oraz Podkarpackiego).

Analiza potencjału rynkowego dla sieci Dino

I. sklepów/100 tys. osób*	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0
Potencjalna liczba sklepów	1 408	1 690	1 972	2 253	2 535
I. sklepów/100 tys. osób**	3,7	4,4	5,1	5,9	6,6

Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku; *wskaźnik liczony dla województw, w których działały sklepy Dino; **wskaźnik liczony dla ogólnej liczby mieszkańców w Polsce

Liczba sklepów Spółki na 100 tys. mieszkańców w Polsce wyniosła 2,0x na koniec 2017, co jest poziomem niższym niż w przypadku sieci Biedronka (7,2x). **W porównaniu do konkurencyjnych sieci supermarketów proximity Dino ma niższą wartość wskaźnika od Delikatesów Centrum (2,9x; sieć rośnie przede wszystkim dzięki rebrandingowi sklepów przejętych przez Eurocash) oraz jest wyższy niż dla sieci Polomarket (0,7x; sieć znajduje się głównie w województwach Wielkopolskim, Kujawsko-Pomorskim oraz rośnie w tempie kilkunastu sklepów rocznie).**

Zgodnie z przyjętą strategią rozwoju, sieć Dino otwiera sklepy w miastach powyżej 3,5 tys. ludności. Na koniec 2017 roku warunek ten spełniało 700 miast w Polsce. **Przy założeniu chłonności rynku na poziomie 1 sklep na 3,5 tys. mieszkańców miast oraz po wyłączeniu miast powyżej 100 tys. mieszkańców, potencjał do**

otwierania nowych placówek wynosi 3356 sklepów w Polsce (przy założeniu 1 sklep na 5 tys. mieszkańców w miejscowościach pomiędzy 5 tys. a 100 tys. mieszkańców, potencjał zmniejsza się do 2354 sklepów).

Wzrost placówek handlowych napędzany przez supermarkety proximity

Zgodnie z danymi przedstawionymi w raporcie Roland Berger, liczba placówek handlowych wzrosła w każdym segmencie oprócz segmentu tradycyjnego w latach 2010-15. **Najwyższe tempo wzrostu odnotowały supermarkety proximity (+13,2% CAGR 2010-15), dyskonty (+9,7% CAGR 2010-15) oraz miękka franczyza (+9,5% CAGR w latach 2010-15).** Po 2015 roku istotnie zostało ograniczone tempo wzrostu placówek w segmencie dyskontowym (Biedronka obniżyła tempo otwarć netto ze średniej 235 sklepów/rok w latach 2011-14, do średnio 68 otwarć netto rocznie w latach 2015-16) przy utrzymaniu podobnego tempa wzrostu w segmentach supermarketów proximity, convenience oraz w miękkiej franczyzie.

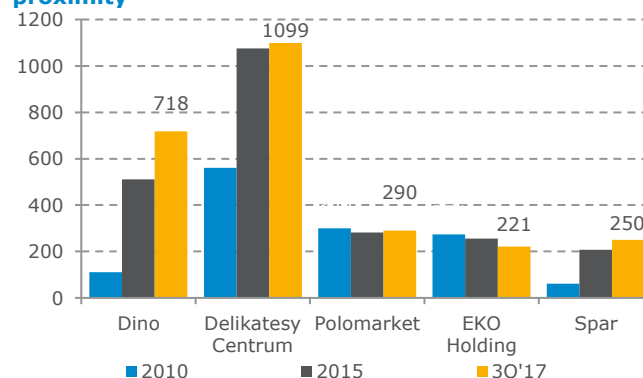
Liczba sklepów w podziale na segmenty w latach 2010-15

	2010	2015	CAGR 2010-15
Hipermarkety	332	411	4,4%
Duże supermarkety	1 162	1 233	1,2%
Supermarkety proximity	1 328	2 466	13,2%
Dyskonty	2 324	3 699	9,7%
Convenience	9 296	12 330	5,8%
Miękka franczyza	12 948	20 413	9,5%
Tradycyjny	138 610	96 311	-7,0%

Źródło: Roland Berger, Dom Maklerski mBanku

Główną kontrybucję do wzrostu placówek w segmencie proximity miało Dino, którego sieć rosła w tempie 41,5% CAGR 2010-15 vs. 13,2% CAGR 2010-15 średnio dla segmentu. Wysokie tempo ekspansji było kontynuowane w latach 2015-17 oraz zgodnie z przyjętą strategią ma być utrzymane przynajmniej do 2020 roku (obecna ilość zabezpieczonych działek pod sklepy pozwala Spółce wykonać cel strategiczny).

Ilość placówek największych sieci w segmencie proximity



Źródło: Roland Berger, Dom Maklerski mBanku

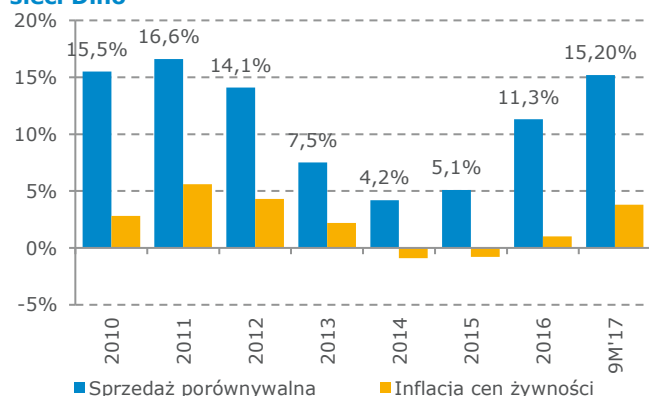
W konkurencyjnych sieciach w segmencie proximity widoczny jest stabilny wzrost liczby placówek organicznych jedynie w Spar. Stosunkowo duża ilość zamknięć oraz problemy z pozyskaniem franczyzobiorców przełożyły się na ograniczenie tempa wzrostu sieci Delikatesy Centrum w

latach 2015-17. W średnim terminie liczba placówek w sieci Delikatesy Centrum będzie napędzana głównie przez przekształcenia przejętych przez Eurocash sieci sklepów Eko Holding oraz Mila. Nie przewidujemy istotnego wzrostu liczby placówek w sieci Mila. **Uwzględniając powyższe oczekujemy, że Dino będzie w dalszym ciągu generowało gros wzrostu liczby placówek w segmencie supermarketów proximity.**

Potencjał do poprawy efektywności sprzedaży

W latach 2010-17 Spółka konsekwentnie poprawiała sprzedaż porównywalną w sieci pomimo wyhamowania dynamiki wzrostu cen żywności w latach 2014-15. Wysoka dynamika lfi w latach 2010-13 może wynikać z efektu niskiej bazy, natomiast powrót do wysokich odczytów w 2016-17 wynika m.in. z polepszenia otoczenia makroekonomicznego. **Wzrost sprzedaży porównywalnej w sieci Dino jest istotnie wyższy od inflacji cen żywności, co może wskazywać na atrakcyjność oferty w sklepach oraz relatywnie młodą strukturę sieci.**

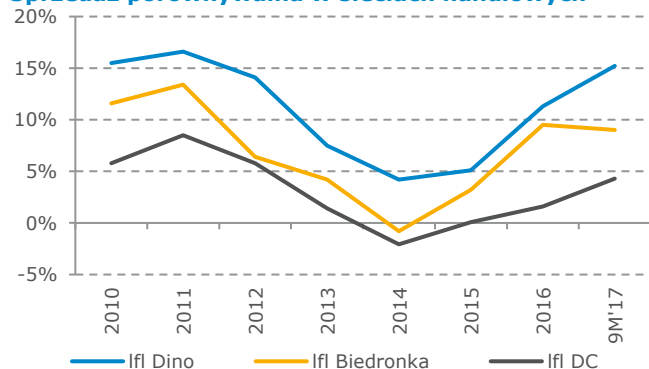
Sprzedaż porównywalna vs. inflacja cen żywności w sieci Dino



Źródło: Dino, GUS, Dom Maklerski mBanku

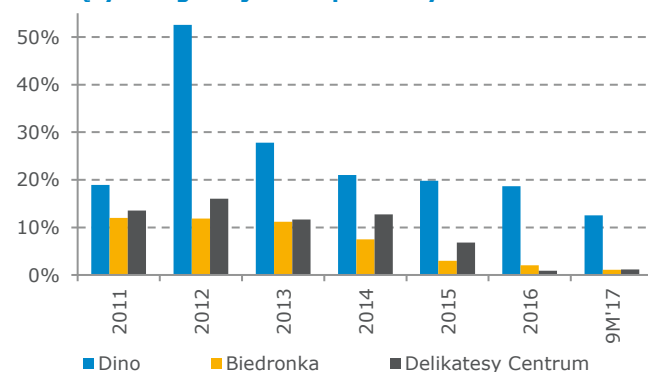
Dynamika sprzedaży porównywalnej w sieci Dino była istotnie powyżej dynamiki odnotowanej w sieci Biedronka oraz Delikatesy Centrum w latach 2010-16. Wy tłumaczenia takiego stanu rzeczy można szukać we wcześniejszej fazie rozwoju sieci Dino w porównaniu do konkurencji (wskaźnik udziału sklepów do 12m w ogólnej liczbie sklepów jest wyższy w latach 2011-17). **Biorąc pod uwagę relatywnie długi okres dochodzenia sklepu do optymalnej sprzedaży** (w opinii Zarządu okres ten może wynieść 36 miesięcy) **oraz kontynuację wysokiej dynamiki ekspansji, można oczekiwać dalszego wysokiego tempa wzrostu lfi w sieci.**

Sprzedaż porównywalna w sieciach handlowych



Źródło: Spółki, Dom Maklerski mBanku

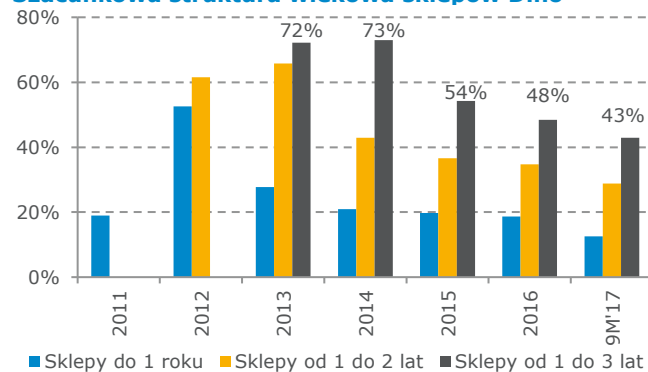
Udział sklepów otwartych w ciągu ostatnich 12 miesięcy do ogólnej sieci sprzedaży



Źródło: Spółki, Dom Maklerski mBanku

Udział sklepów działających mniej niż 3 lata w sieci Dino został obniżony z 73% w 2014 roku do 43% na koniec 9M'17. **Pomimo istotnego zmniejszenia udziału sklepów do 36 miesięcy w ogólnej liczbie sklepów, wartość wskaźnika nadal jest wysoka na tle konkurencyjnych sieci.**

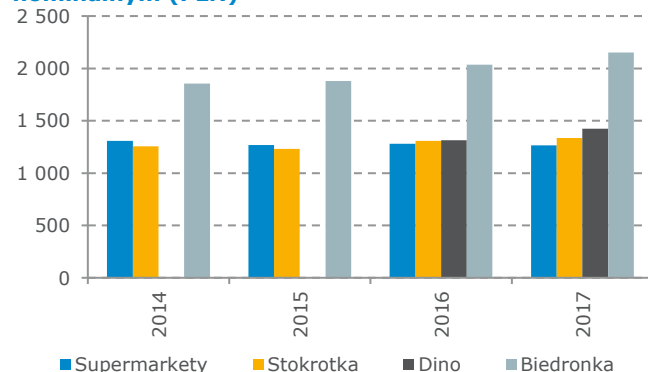
Szacunkowa struktura wiekowa sklepów Dino



Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

Dino generuje wyższą wartość wskaźnika sprzedaży/mkw. niż średnia dla segmentu supermarketów oraz sieć Stokrotka. Rezultat taki jest osiągnięty pomimo relatywnie młodej struktury wiekowej sieci Spółki. **Szacujemy, że dojrzewanie coraz większej ilości sklepów oraz mniejszy udział nowych sklepów w ogólnej liczbie placówek sieci Dino, powinny przełożyć się na dalszą poprawę wskaźnika sprzedaży/mkw. w sieci.**

Średnia miesięczna sprzedaż/mkw. w ujęciu nominalnym (PLN)

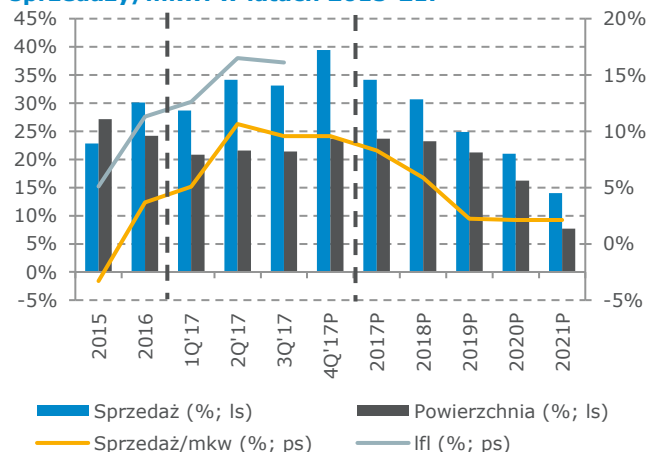


Źródło: Spółki, Dom Maklerski mBanku

Uwzględniając relatywnie młodą strukturę sieci Dino oraz sprzyjające otoczenie makroekonomiczne (wzrost siły nabywczej konsumentów oraz coraz wyższa inflacja cen

żywności), pozostajemy pozytywni w kontekście poprawy wskaźnika sprzedaży/mkw. sieci w kolejnych latach. Ponadto pozytywnie na wartość wskaźnika sprzedaży/mkw. powinien wpłynąć coraz mniejszy udział nowych sklepów w ogólnej liczbie sklepów vs. lata 2013-15. **Szacujemy, że efektywność sprzedaży sieci wzrośnie o odpowiednio 8,3%/5,9% w latach 2017-18 (zakładamy 5,1% CAGR w latach 2017-21).**

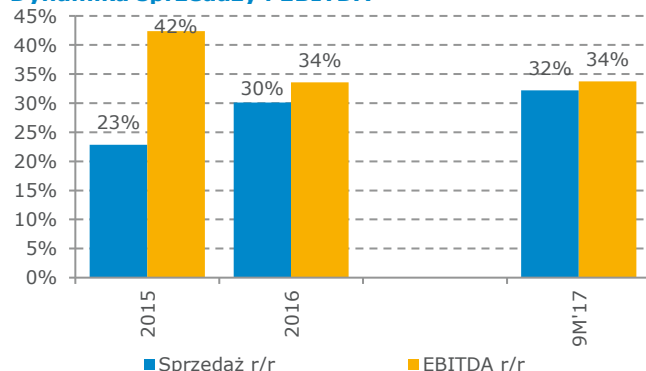
Dynamika sprzedaży, powierzchni, lfi oraz wskaźnik sprzedaży/mkw. w latach 2015-21P



Korzyści ze wzrostu skali

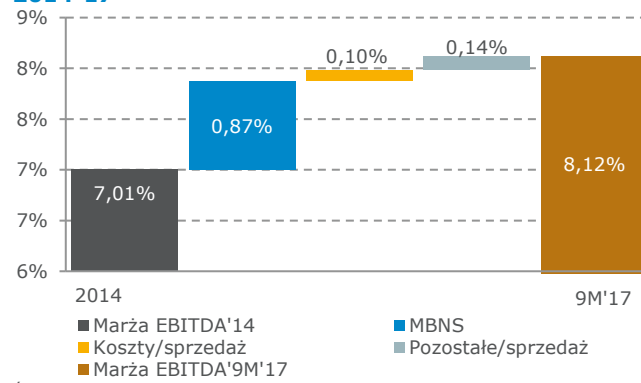
Spółka poprawiła wynik EBITDA w tempie 37,9% CAGR w latach 2014-16 vs. 26,4% CAGR 2014-16 na linii sprzedaży (w 9M'17 EBITDA 33,7% r/r vs. 32,2% r/r sprzedaży). **We wszystkich analizowanych latach dynamika r/r EBITDA przewyższała dynamikę r/r sprzedaży, jednak różnica w tempie poprawy malała chronologicznie i była najmniejsza w 9M'17 (efekt presji kosztowej ze strony wynagrodzeń).**

Dynamika sprzedaży i EBITDA



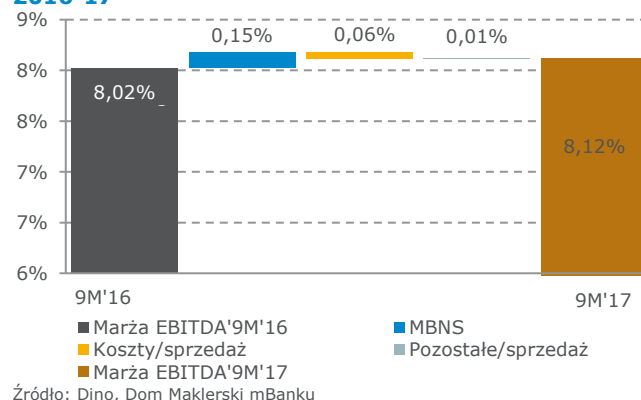
Wyższy wzrost EBITDA jest efektem stopniowego zwiększania marży EBITDA, która została poprawiona z 7,01% w 2014 roku do 8,12% w 9M'17. **Głównymi czynnikami napędzającymi wzrost rentowności były: zwiększenie marży brutto na sprzedaży (+0,87p.p. w analizowanym okresie), zmniejszenie narzutu kosztów na sprzedaż (-0,1p.p. w analizowanym okresie).**

Dekompozycja wzrostu marży EBITDA w okresie 2014-17



W 9M'17 r/r marża EBITDA zwiększyła się o 0,1p.p. R/R do 8,12%, co wynikało przede wszystkim ze wzrostu marży brutto na sprzedaży (+0,15p.p. r/r) oraz zwiększenia narzutu kosztów SG&A/sprzedaż (+0,08p.p. r/r; głównie efekt presji ze strony kosztów wynagrodzeń).

Dekompozycja wzrostu marży EBITDA w okresie 2016-17



Całkowity narzut kosztów rodzajowych na sprzedaż zmniejszył się z 94,9% w 2014 roku do 93,7% w 2016 roku, na co głównie wpłynęło zmniejszenie narzutu kosztów materiałów i energii (-1,2p.p. między 2016 a 2014 rokiem) oraz zmniejszenie narzutu kosztów usług obcych (-0,4p.p. między 2016 a 2014 rokiem). W 9M'17 narzut kosztów rodzajowych zmniejszył się o 0,37p.p. r/r do 93,5% w 9M'17. Negatywny wpływ wzrostu kosztów wynagrodzeń (narzut +0,42p.p. r/r w 9M'17) został zniwelowany przez spadek narzutu kosztów usług obcych (-0,34p.p. r/r w 9M'17; efekt optymalizacji łańcucha dostaw przez zagęszczenie sieci) oraz spadek narzutu wartości sprzedanych towarów (-0,58p.p. r/r w 9M'17; poprawa warunków handlowych).

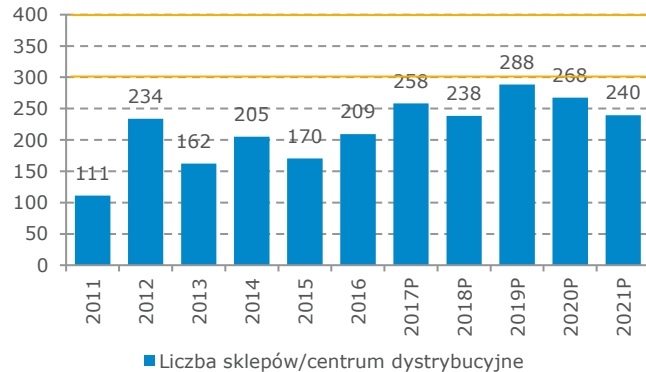
Analiza kosztów rodzajowych Spółki

	2014	2015	2016	9M'16	9M'17	r/r
Amortyzacja	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	0,01p.p.
Materiały i energia	11,0%	10,2%	9,8%	9,8%	9,9%	0,12p.p.
Usługi obce	4,5%	4,2%	4,1%	4,1%	3,8%	-0,34p.p.
Świadc. pracownicze	9,8%	9,9%	10,1%	9,9%	10,3%	0,42p.p.
Wart. sprz. towarów	66,4%	66,8%	66,8%	67,2%	66,6%	-0,58p.p.
Pozostałe	1,2%	0,9%	0,9%	1,0%	0,9%	0,00p.p.
Razem	94,9%	93,9%	93,7%	93,9%	93,5%	-0,37p.p.

Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

Zgodnie z szacunkami Zarządu Grupy Dino, jedno centrum dystrybucyjne powinno być w stanie obsłużyć około 300-400 sklepów Dino. **Biorąc pod uwagę obłożenie centrów dystrybucyjnych (CD) w poprzednich latach (wskaźnik liczby sklepów/CD), uważamy że sieć Dino coraz lepiej wykorzystuje swoje moce logistyczne, a dodawanie nowych CD nie powinno mieć negatywnego wpływu na marżę EBITDA.**

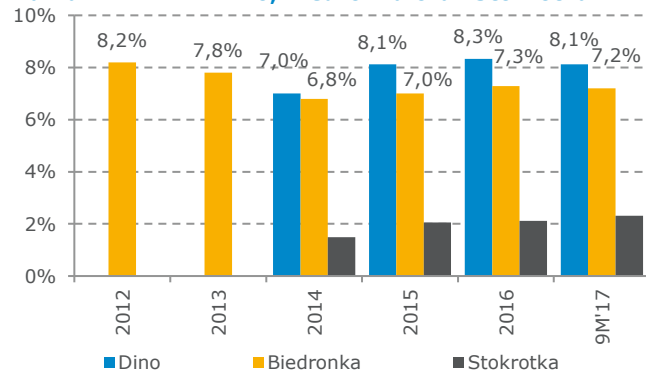
Liczba sklepów/centrum dystrybucyjne w sieci Dino w latach 2011-2021P



Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

Naszym zdaniem wzrost skali działalności sieci (lepsze warunki zakupowe) powinien pozytywnie przełożyć się na poziom marży brutto na sprzedaży Spółki w średnim terminie. **Wysoka standaryzacja sklepów** (wszystkie placówki posiadają taki sam metraż oraz rozplanowanie), **zwiększające się wykorzystanie mocy przerobowych centrów dystrybucyjnych oraz wzrost sprzedaży porównywalnej mogą wpłynąć na dalsze obniżenie narzutu kosztów SG&A na sprzedaż.** Uważamy, że ze względu na lokalizowanie sklepów poza większymi miastami, Spółce jest łatwiej znaleźć pracowników do sklepów, a presja płacowa jest niższa.

Marża EBITDA w Dino, Biedronka oraz Stokrotka



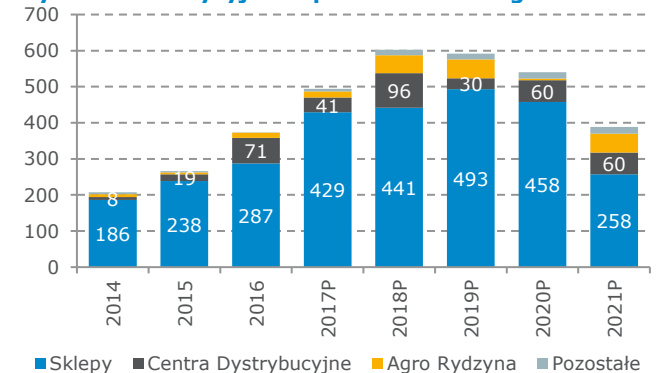
Źródło: Spółki, Dom Maklerski mBanku

W okresie 2014-17 marża EBITDA generowana przez Dino była wyższa od rentowności osiągniętej przez sieć Biedronka (rentowność niższa ze względu na ponoszone koszty najmu) oraz w sieci Emperia (niższa rentowność ze względu na rozliczenie kosztów najmu oraz ze względu na mniejszą skalę działalności). **Według naszych szacunków koszty najmu w sieci Biedronka stanowią około 2,5-2,7% sprzedaży, w związku z czym widzimy potencjał do dalszej poprawy rentowności w sieci Dino (brak kosztów najmu) wraz ze wzrostem skali biznesu.**

CFO pozwala na pokrycie CAPEX w latach 2017-18

Model biznesowy Spółki, gdzie działalność oparta jest o sieć sklepów budowanych przez Dino na własnych gruntach wymaga wysokich nakładów inwestycyjnych. **Szacujemy, że Spółka średniorocznie przeznaczy 531 mln PLN na Capex rocznie w latach 2018-21P, z czego główną część będą stanowiły nakłady na rozbudowę sieci sprzedaży oraz modernizację sklepów własnych.**

Wydatki inwestycyjne w podziale na kategorie

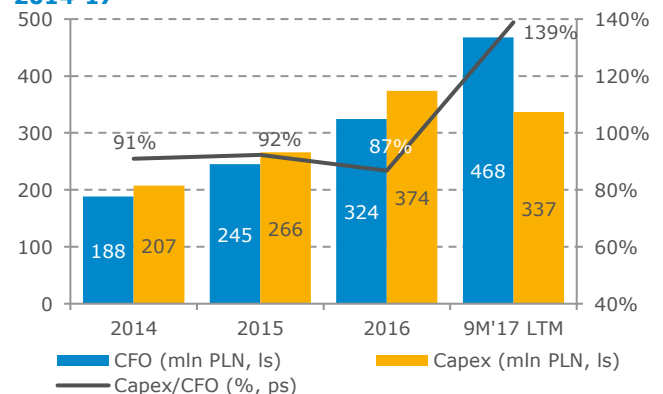


Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

W naszych szacunkach przyjmujemy: i) nakłady na sklepy obejmujące koszt budowy sklepu (2,4 mln na placówkę) oraz koszty remontów (0,15 mln PLN ponoszone co 5 lat); ii) nakłady na centra dystrybucyjne (średni koszt budowy 60 mln PLN na placówkę) oraz średnią wartość wskaźnika ilość sklepów/centrum dystrybucyjne na poziomie 264 w latach 2019-26P (wskaźnik ten wyniósł 215 na koniec 3Q'17; według szacunków Spółki jedno centrum dystrybucyjne jest w stanie obsłużyć około 300 sklepów); iii) inwestycje w zakład produkcyjny Agro Rydzyna (dwie inwestycje po 50 mln PLN w latach 2018 oraz 2021 oraz średnio 4 mln PLN rocznie w pozostałych latach); iv) pozostałe inwestycje na poziomie około 18 mln PLN rocznie w okresie 2018-26P.

Wysokie nakłady inwestycyjne są finansowane przy wykorzystaniu środków pieniężnych generowanych przez Spółkę oraz przy pomocy zewnętrznych źródeł. **Coraz wyższy udział w Capex stanowią własne środki pieniężne (wzrost z CFO/Capex z 91% w 2014 roku, przez 87 % w 2016 roku do 139% w 3Q'17 LTM).**

CFO, Capex oraz wskaźnik CFO/Capex w latach 2014-17

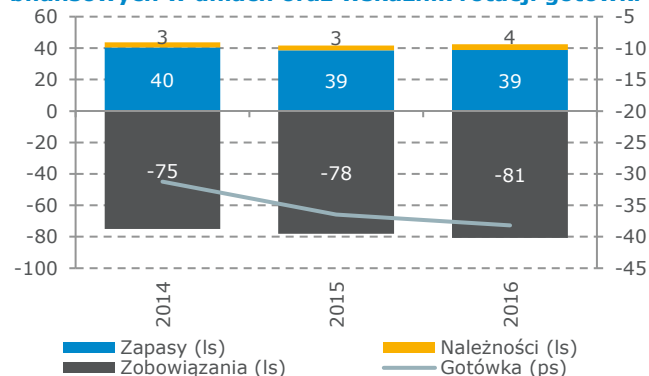


Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

Dino działa na ujemnym cyklu konwersji gotówki, dzięki czemu wzrost organicznej sieci przekłada się na zwiększanie

wolumenu generowanej gotówki. W latach 2014-16 Spółka konsekwentnie poprawiała wskaźnik rotacji gotówki z -31 dni w 2014 roku do -38 dni w 2016 roku. Poprawa wynikała przede wszystkim z wydłużenia terminu płatności zobowiązań. Wzrost skali biznesu w kolejnych latach może wpłynąć na dalszy wzrost wskaźnika rotacji zobowiązań oraz na zwiększenie efektywności zarządzania zapasem.

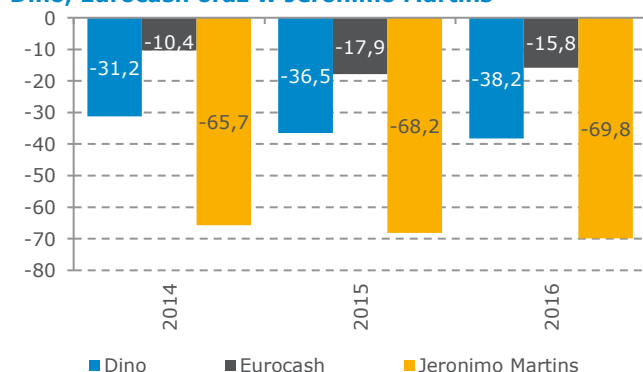
Wskaźniki rotacji poszczególnych pozycji bilansowych w dniach oraz wskaźnik rotacji gotówki



Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

Cykl konwersji gotówki w Dino jest niższy niż analogiczny wskaźnik liczony dla Eurocash (działalność hurtowa ma wyższą wartość wskaźnika od detalu) oraz istotnie wyższy niż w przypadku Jeronimo Martins (przede wszystkim działalność detaliczna sieci Biedronka oraz Pingo Doce). **Niższa wartość wskaźnika w przypadku Jeronimo Martins w stosunku do Dino wynika przede wszystkim z krótszego cyklu rotacji zapasów oraz dłuższego cyklu rotacji zobowiązań. Naszym zdaniem oba te wskaźniki mają potencjał do poprawy w przypadku Dino wraz ze wzrostem skali biznesu.** Na koniec 2016 sprzedaż Dino była 12,7x niższa niż w JMT, a sieć sprzedażowa o 4,3x mniejsza. Według naszych szacunków różnica w skali sprzedaży/sieci sprzedażowej ulegnie zmniejszeniu odpowiednio do 5,4x/2,1x w 2021 roku. **W naszych szacunkach zakładamy stopniową poprawę cyklu konwersji gotówki w sieci Dino do -48 dni w 2022 roku.**

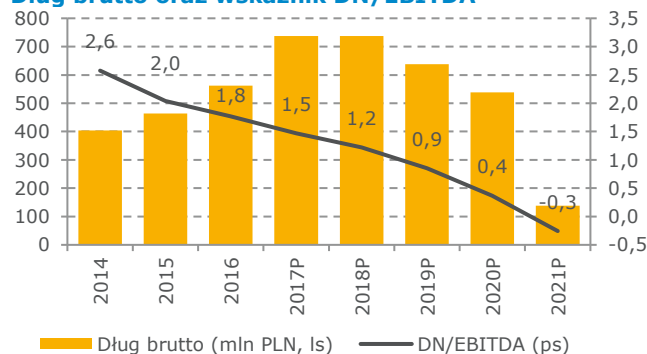
Cykl konwersji gotówki w dniach w latach 2014-17 w Dino, Eurocash oraz w Jeronimo Martins



Źródło: Spółki, Dom Maklerski mBanku

Dynamiczny wzrost wyników połączony z wysoką generacją gotówki oraz relatywnie coraz niższym udziałem nakładów inwestycyjnych w wyniku Spółki powinny przyczynić się do kontynuacji systematycznego zmniejszania wskaźnika DN/EBITDA w kolejnych latach. **Prognozujemy, że wartość wskaźnika DN/EBITDA osiągnie poziom -0,1x w 2021 roku.**

Dług brutto oraz wskaźnik DN/EBITDA

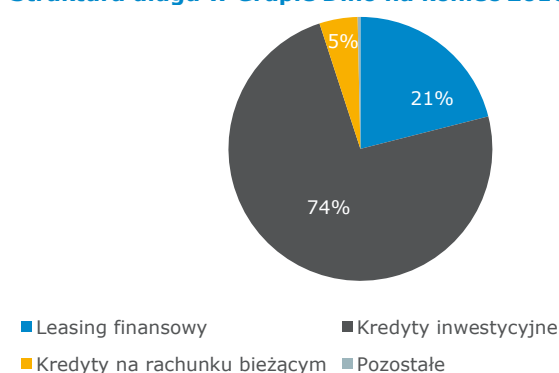


Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

Struktura zadłużenia w Grupie Dino

Na koniec 2016 roku dług brutto Spółki wyniósł 563 mln PLN, z czego 452,4 mln PLN stanowiły zobowiązania krótkoterminowe, a 110,2 mln PLN stanowiły zobowiązania długoterminowe. Najistotniejszymi pozycjami na koniec 2016 roku były: i) kredyty inwestycyjne w wysokości 415,9 mln PLN (354,1 część krótkoterminowa i 61,8 mln PLN część długoterminowa); oraz ii) zobowiązania z tytułu leasingu finansowego na poziomie 118,4 mln PLN (długoterminowe 76,8 mln PLN, krótkoterminowe 41,6 mln PLN).

Struktura długu w Grupie Dino na koniec 2016 roku



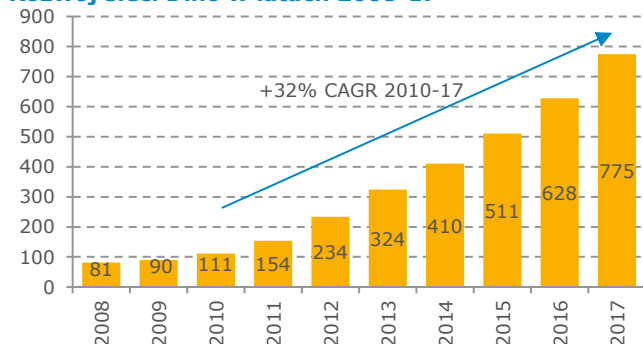
Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

We wrześniu 2017 roku Spółka ustanowiła program emisji obligacji do 500 mln PLN, z czego 100 mln PLN zostało wyemitowanych w X'17. **Zakładana przez nas poprawa wyników finansowych, szybsza konwersja gotówki oraz mniejsze obciążenie Capex, będą pozwalały Spółce na stopniowe zmniejszanie zadłużenia w kolejnych latach, przez co zakładamy ograniczony wpływ potencjalnej serii podwyżek stóp procentowych na koszty finansowe Spółki.**

Opis działalności Grupy Dino

Dino prowadzi sieć sklepów zaliczanych do segmentu proximity (idea „Najbliżej Ciebie”). Pierwsze markety powstały na terenie województwa wielkopolskiego w 1999 roku. W 2010 roku udziałowcem Spółki stały się fundusze private equity zarządzane przez Enterprise Investors (EI) kupując 49% Spółki za 200 mln PLN. W momencie inwestycji sieć liczyła 97 sklepów, która dynamicznie się zwiększała do 628 marketów na koniec 2016 roku (ostatni rok przed IPO) oraz 775 marketów na koniec 2017 roku.

Rozwój sieci Dino w latach 2008-17



Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

Strategia Grupy Dino zakłada wzrost biznesu poprzez skoncentrowanie się na trzech kluczowych obszarach: i) kontynuacji szybkiego organicznego wzrostu liczby sklepów; ii) kontynuacji wzrostu przychodów ze sprzedaży w istniejącej sieci sklepów; oraz iii) konsekwentnej poprawie rentowności.

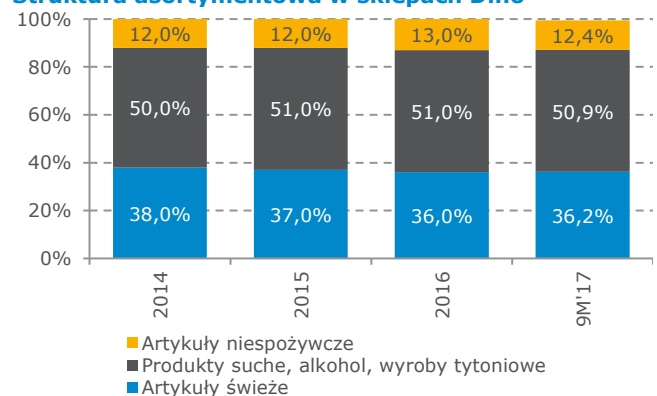
Celem strategicznym Grupy Dino jest przekroczenie liczby 1200 otwartych sklepów do końca 2020 roku. W ocenie Zarządu Spółki potencjał rynku polskiego pozwala na funkcjonowanie co najmniej 2700 sklepów Grupy Dino (szacunek oparty na analizie aktualnego otoczenia konkurencyjnego i gęstości pokrycia sklepami przez konkurencję). Ekspansja sieci Dino opiera się o sklepy będące własnością Spółki, które są budowane na gruntach zakupionych przez Grupę Dino. **Wszystkie sklepy są budowane na bazie jednego projektu, co przekłada się na szybszy czas budowy oraz wysoką standaryzację sieci (zmniejszenie kosztów logistyki, optymalizacja procesów). Przyjęta strategia zakłada ekspansję sieci przez zagęszczenie ilości sklepów w obecnych obszarach działalności oraz stopniowe otwieranie sklepów w nowych lokalizacjach.** Takie działanie pozwala Spółce budować rozpoznawalność oraz umacniać pozycję na dotychczasowych obszarach działalności, co zmniejsza potrzebę przeznaczania dodatkowych środków na marketing.

Sklepy są budowane przez spółkę Krot Invest KR Inżynieria Sp. z o.o. SKA oraz Krot Invest 2 KR Inżynieria Sp. z o.o. Sp. K., będące podmiotami zależnymi od głównego akcjonariusza Grupy Dino pana Tomasza Biernackiego. Łączne zakupy od powyższych podmiotów wyniosły 223 mln PLN w 2016 roku i były związane z usługami budowy sklepów Dino. Średni koszt budowy sklepu wraz z zakupem działki i wyposażeniem wynosi 2,4 mln PLN, co jest poziomem relatywnie niskim w porównaniu do modelu sklepów open market o najem powierzchni. **Grupa Dino podpisała umowę o roboty budowlane z Krot-Invest, która obowiązuje do 30.06.2020.**

Oferta produktowa

Każdy ze sklepów Dino oferuje około 5000 pozycji asortymentowych (SKU), na które składają się przede wszystkim markowe i świeże produkty w konkurencyjnych cenach. W każdym ze sklepów Dino znajduje się stanowisko mięsne z obsługą, gdzie większość produktów stanowią wyroby oferowane przez zakład Agro-Rydzyna (100% własności Grupy Dino). Grupa Dino kupuje większość produktów bezpośrednio u producentów. Ceny około 500 SKU reprezentujących, zdaniem Zarządu, produkty kluczowe dla klientów są weryfikowane i ustalane na poziomie konkurencyjnym w stosunku do sieci dyskontowych.

Struktura asortymentowa w sklepach Dino



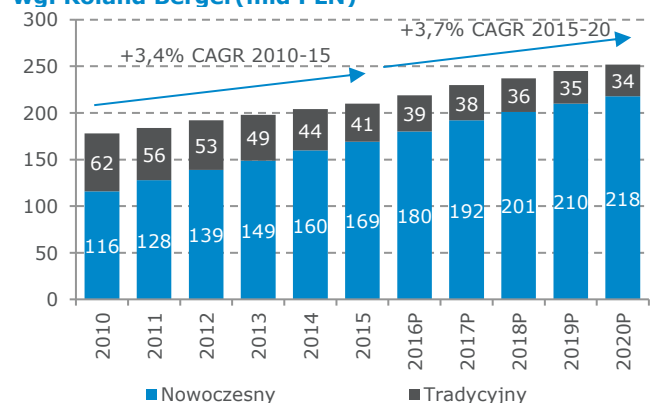
Źródło: Dino, Dom Maklerski mBanku

W sklepach Dino ponad połowę sprzedaży generują produkty suche, alkohol i wyroby tytoniowe. Drugą pod względem wielkości sprzedaży są artykuły świeże, które stanowiły 36,2% sprzedaży w 9M'17. Najmniejszą grupę stanowią artykuły niespożywcze. Wysoka standaryzacja sieci oraz brak istotnych zmian w strukturze asortymentowej przełożyło się na utrzymanie podobnej dekompozycji sprzedaży w latach 2014-17.

Rozwój rynku spożywczego w Polsce w latach 2010-20

Rynek handlu spożywczego росł w średnim tempie 3,4% rocznie w latach 2010-15. Wzrost był napędzany głównie przez rozwój dyskontów, sklepów convenience oraz supermarketów proximity. W tym samym czasie udział rynkowy zmniejszały hipermarkety, duże supermarkety oraz podmioty zaklasyfikowane jako handel tradycyjny.

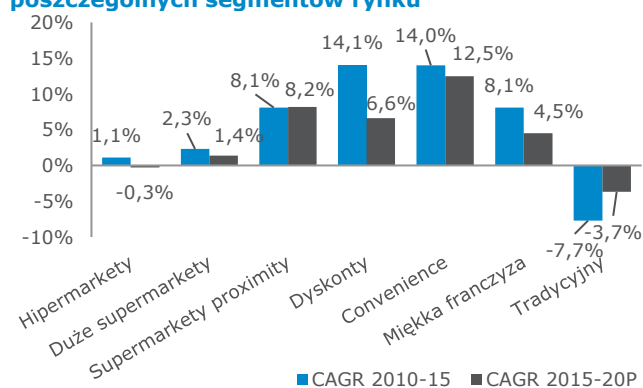
Prognoza sprzedaży na rynku handlu spożywczego wg. Roland Berger (mld PLN)



Źródło: Roland Berger, Dom Maklerski mBanku

Według szacunków Roland Berger („Polski rynek handlu spożywczego w 2010-20 roku”), **wzrost sprzedaży w okresie prognozy powinien być napędzany przede wszystkim przez rozwój sklepów convenience (+12,5% CAGR 2015-20) oraz rozwój supermarketów proximity (+8,2% CAGR 2015-20)**. Wolniejsza dynamika sprzedaży jest prognozowana dla segmentu dyskontów spożywczych (6,6% CAGR 2015-20P vs. 14,1% CAGR 2010-15). Znacznie niższe tempo wzrostu sprzedaży w latach 2015-20P jest prognozowane dla segmentu dużych supermarketów oraz hipermarketów. Segment tradycyjny powinien kontynuować spadki sprzedaży.

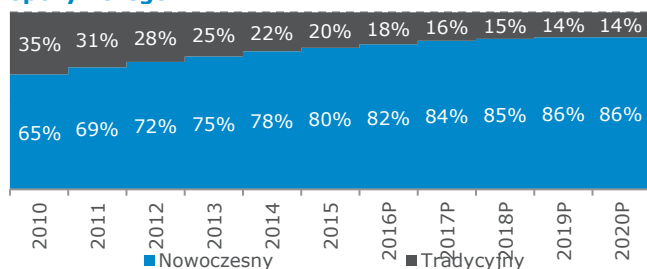
Prognozy średniorocznego wzrostu sprzedaży dla poszczególnych segmentów rynku



Źródło: Roland Berger, Dom Maklerski mBanku

Roland Berger oczekuje najwyższych wzrostów sprzedaży w segmentach zaliczanych do nowoczesnego kanału sprzedaży, co powinno przełożyć się na wzrost jego udziału w ogólnej sprzedaży handlu spożywczego z 80% w 2015 roku do 86% w 2020P roku (65% w 2014 roku).

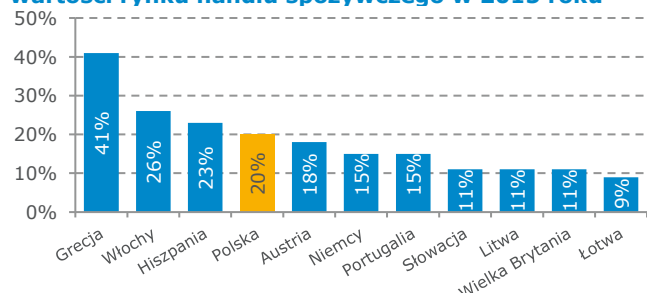
Udział rynku tradycyjnego i nowoczesnego handlu spożywczego



Źródło: Roland Berger, Dom Maklerski mBanku

Zgodnie z szacunkami Roland Berger udział handlu tradycyjnego w Polsce zmniejszy się do 14% na koniec 2020 roku. Biorąc pod uwagę wartość udziału handlu tradycyjnego w krajach Europy Zachodniej w 2015 roku, widoczny jest potencjał do dalszej obniżki tego wskaźnika w Polsce.

Udział sprzedaży rynku tradycyjnego w ogólnej wartości rynku handlu spożywczego w 2015 roku



Źródło: Roland Berger, Dom Maklerski mBanku

Główne czynniki ryzyka

Ryzyko związane z otoczeniem rynkowym

Działalność Spółki oparta na handlu detalicznym produktami spożywczymi jest w wysokim stopniu uzależniona od popytu generowanego przez konsumentów. Wszelkie czynniki wpływające negatywnie na sytuację konsumentów w Polsce mogą negatywnie przełożyć się na rezultaty Spółki oraz całego sektora. Wśród takich czynników można wymienić: i) zmniejszenie dynamiki wzrostu PKB; ii) deflację cen żywności; iii) wzrost stopy bezrobocia; iv) spadek wydatków na konsumpcję oraz na inwestycje.

Niższa od zakładanej ekspansja sieci

Większość nowych sklepów w sieci Dino została wybudowana na własnych gruntach Spółki. Wszelkie trudności związane z nabywaniem nowych gruntów może negatywnie przełożyć się na możliwość Spółki do powiększania sieci sprzedaży. Ewentualne zatrudnienie zewnętrznych doradców do poszukiwania gruntów może w istotny sposób podnieść nakłady, które są potrzebne na budowę sklepu. Do budowy każdego sklepu konieczne jest uzyskanie odpowiednich zezwoleń, a proces ich pozyskiwania może ulec wydłużeniu z przyczyn niezależnych od Spółki, co mogłoby mieć wpływ na tempo ekspansji sieci Dino.

Ryzyko związane z konkurencją na rynku

Polski rynek handlu spożywczego charakteryzuje się wysoką konkurencją. W opinii Zarządu w promieniu 5 km od około 47,5% sklepów prowadzonych przez Grupę Dino znajduje się do pięciu sklepów prowadzonych przez podmiot konkurencyjny względem sieci, a kolejnych 23,4% sklepów Grupy Dino konkuruje z więcej niż pięcioma sklepami prowadzonymi przez podmiot konkurencyjny. W ocenie Zarządu konkurencja na polskim rynku powinna się zwiększyć w kolejnych latach. Potencjalna decyzja konkurentów o zmianie formatu na sklepy proximity mogłoby stanowić zagrożenie dla dalszego rozwoju sieci w wysokim tempie.

Stosowanie polityki niskich cen przez dyskonty wymusza na innych uczestnikach rynku częściowe dostosowanie cen koszyków produktowych, co może mieć przełożenie na rentowność biznesu. Zaostrzenie polityki cenowej przez podmioty na rynku mogłoby negatywnie wpłynąć na wyniki mniejszych sieci handlowych. Sieć Dino dzięki ciąglemu zwiększaniu skali jest w stanie systematycznie poprawiać warunki handlowe, co powinno ograniczać ten rodzaj ryzyka w kolejnych latach.

Ryzyko związane z akcjonariuszem większościowym

Wszelkie prace związane z budową nowych sklepów oraz kontrola nad procesem budowlanym są prowadzone przez podmioty kontrolowane przez Tomasza Biernackiego, będącego akcjonariuszem większościowym Spółki. Wykonawcy ci byli odpowiedzialni za budowę 276 z 279 nowych sklepów w Dino w latach 2014-16. Istotne powiązanie z jednym wykonawcą może wiązać się z ryzykiem rozwiązania umowy przez ten podmiot, zmiany warunków umowy, pogorszenia jakości wykonywanych usług itp. W 2016 roku Grupa Dino podpisała umowę o roboty budowlane ze spółką Krot-Invest, która ma obowiązywać do 30.06.2020 r.

Ryzyko związane ze wzrostem kosztów działalności

W klasyfikacji kosztów według rodzaju najważniejsze kategorie kosztowe po wyłączeniu kosztu zakupu towarów stanowią: i) świadczenia pracownicze (10,3% w 9M'17); ii) zużycie materiałów i energii (9,9% w 9M'17); oraz usługi obce (3,8% w 9M'17). Najbardziej narażone na wzrost są koszty świadczeń pracowniczych, na które wpływać może podwyższenie płacy minimalnej do 2250 PLN w 2018 roku oraz presja płacowa na rynku (większość sieci spożywczych w Polsce przeprowadzało dodatkowe podwyżki płac w 2017 roku). Potencjalne ograniczenie tempa poprawy sprzedaży porównywalnej w sklepach sieci Dino mogłoby negatywnie przełożyć się na rentowność Grupy Dino.

Ryzyko wzrostu stóp procentowych

Zadłużenie Grupy Dino z tytułu oprocentowanych kredytów i pożyczek zwiększyło się z 404 mln PLN w 2014 do 563 mln PLN na koniec 2016 roku. Wszystkie kredyty oparte są o oprocentowanie zmienne, przez co obniżka stóp procentowych w okresie 2014-16 spowodowała, że koszty finansowe ponoszone przez Grupę Dino były na zbliżonym poziomie (30 mln PLN w 201 roku vs. 27 mln PLN w 2014 roku), pomimo zwiększenia poziomu zadłużenia. Podwyższenie stóp procentowych w przyszłych okresach może mieć istotny wpływ na poziom kosztów finansowych rozpoznawanych przez Spółkę. Grupa Dino nie zabezpiecza się przed zmianami poziomu stopy procentowej.

Ryzyko związane z dostawami z zakładu Agro-Rydzyna

Agro-Rydzyna jest jedynym dostawcą świeżego mięsa oraz głównym dostawcą mięsa przetworzonego do sklepów Dino. Ewentualne naruszenie przepisów dotyczących ochrony zdrowia lub przepisów sanitarnych może przełożyć się na zakłócenie dostaw do sklepów w sieci Dino, co w efekcie doprowadziłoby do spadków generowanej sprzedaży.

Nasze prognozy vs. konsensus

Nasze szacunki przychodów dla lat 2017-19 są powyżej oczekiwań rynkowych o 2-9%, co może wynikać z założenia wyższego tempa ekspansji oraz wzrostu efektywności sprzedaży w sklepach sieci. W latach 2017-19P oczekujemy wyższych niż rynek wyników na poziomie EBIT/EBITDA/zysku netto, co przede wszystkim jest pochodną wyższych założeń dotyczących sprzedaży.

Oczekiwania Domu Maklerskiego mBanku w porównaniu z konsensem

(mln PLN)	2017P			2018P			2019P		
	mDM	konsensus	różnica	mDM	konsensus	różnica	mDM	konsensus	różnica
Przychody	4 520,5	4 450,4	+2%	5 907,9	5 586,7	+6%	7 377,1	6 878,8	+7%
EBIT	301,8	294,5	+2%	408,5	382,3	+7%	514,1	478,7	+7%
EBITDA	387,8	379,7	+2%	516,1	487,5	+6%	646,1	605,9	+7%
Zysk netto	215,4	208,6	+3%	297,3	274,5	+8%	386,3	348,6	+11%

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena

Wartość spółki Dino szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Implikowana cena z metody zdyskontowanych przepływów to 97,2 PLN/akcję, a wartość oszacowana na bazie porównywalnych spółek to 82,1 PLN/akcję.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	82,1
Wycena DCF	50%	97,2
cena wynikowa		89,7
cena docelowa za 9 m-cy		95,4

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec grudnia 2017 r. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec 2016 r.
- Zakładamy wzrost marży EBITDA o 0,2p.p. r/r do 8,8% w 2018 roku oraz ustabilizowanie się rentowności na średnim poziomie 8,7% w latach 2018-26P.
- Zakładamy średni CAPEX/sklep. na poziomie 2,5 mln PLN w okresie prognozy, nakłady inwestycyjne na renowację sklepu na poziomie 0,15 mln PLN

(ponoszone co 5 lat), koszt jednego centrum dystrybucyjnego na poziomie 60 mln PLN (ilość centrów dystrybucyjnych jest uzależnione od wskaźnika ilości sklepów/CD) oraz inwestycje w zakłady Agro Rydzyna (łącznie 178 mln PLN w latach 2018-26P).

- Do obliczeń przyjmujemy stopę opodatkowania na poziomie 19% w latach 2018-26P.
- Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5%.
- Po roku 2026 zakładamy wzrost FCF na poziomie 2,5%.
- Współczynnik beta przyjmujemy na poziomie 1,0.

Podstawowe założenia:

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Liczba sklepów	410	511	628	775	953	1 153	1 338	1 438
zmiana r/r		24,6%	22,9%	23,4%	23,0%	21,0%	16,0%	7,5%
Powierzchnia (tys. mkw.)	151	192	238	295	363	441	512	551
zmiana r/r		27,2%	24,2%	23,7%	23,2%	21,2%	16,2%	7,7%
Powierzchnia/sklep (mkw.)	368	376	380	380	381	382	383	383
zmiana r/r		2,0%	1,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Sprzedaż miesięczna/mkw. (PLN)	1 301	1 258	1 305	1 413	1 496	1 529	1 562	1 595
zmiana r/r		-3,3%	3,7%	8,3%	5,9%	2,2%	2,1%	2,1%
Marża brutto na sprzedaży	22,01%	22,59%	22,87%	23,01%	23,00%	23,06%	23,10%	23,09%
zmiana r/r		0,58p.p.	0,28p.p.	0,14p.p.	0,00p.p.	0,05p.p.	0,04p.p.	-0,01p.p.
narzut SG&A	16,89%	16,49%	16,48%	16,36%	16,09%	16,09%	16,10%	16,11%
zmiana r/r		-0,40p.p.	-0,01p.p.	-0,12p.p.	-0,27p.p.	0,00p.p.	0,01p.p.	0,02p.p.
marża EBITDA	7,01%	8,12%	8,33%	8,58%	8,74%	8,76%	8,76%	8,84%
zmiana r/r		1,11p.p.	0,21p.p.	0,25p.p.	0,16p.p.	0,02p.p.	0,00p.p.	0,08p.p.
Capex (mln PLN)	207	266	374	494	602	592	540	389
Sklepy (mln PLN)	186	238	287	429	441	493	458	258
Centra Dystrybucyjne (mln PLN)	8	19	71	41	96	30	60	60
Agro-Rydzyna (mln PLN)	8	6	14	17	50	52	4	52
Pozostałe (mln PLN)	5	3	1	7	15	17	18	19

Model DCF

(mln PLN)	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027+
Przychody ze sprzedaży	4 520	5 908	7 377	8 927	10 177	11 088	12 087	13 125	14 202	15 321	
zmiana	74,6%	75,3%	63,2%	51,1%	38,0%	24,2%	18,8%	18,4%	17,5%	16,7%	
EBITDA	388	516	646	782	899	973	1 048	1 127	1 209	1 291	
marża EBITDA	8,6%	8,7%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,7%	8,6%	8,5%	8,4%	
Amortyzacja	86,0	107,6	132,0	156,8	189,1	199,2	204,3	210,8	217,7	221,7	
EBIT	302	408	514	625	710	774	844	916	991	1 069	
marża EBIT	6,7%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Opodatkowanie EBIT	55,8	77,6	97,7	118,8	135,0	147,0	160,3	174,0	188,3	203,1	
NOPLAT	246	331	416	506	575	627	683	742	803	866	

CAPEX	466,1	602,3	591,8	540,2	388,6	285,1	289,8	353,1	290,7	278,1	
Kapitał obrotowy	-113,6	-136,8	-153,0	-170,6	-153,0	-127,4	-100,9	-104,8	-108,8	-113,0	

FCF	684	904	987	1 033	1 000	984	1 076	1 201	1 202	1 253	1 284
WACC	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
współczynnik dyskonta	95,5%	88,4%	81,7%	75,6%	69,7%	64,2%	59,2%	54,6%	50,3%	46,4%	
PV FCF	-19,6	-23,8	89,6	221,9	368,6	429,4	413,7	384,3	421,7	427,6	

WACC	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
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 za ryzyko kredytowe	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Efektywna stopa podatkowa	18,5%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	8,8%	8,7%	7,6%	6,6%	1,8%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,50%
Wartość rezydualna (TV)	15 765
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	7 309
Zdyskontowane FCF w okresie prognozy	2 713
Wartość firmy (EV)	10 022
Dług netto	496
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	9 526
Liczba akcji (mln)	98,04
Wartość firmy na akcję (PLN)	97,2
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
Cena docelowa (PLN)	103,4

EV/EBITDA('18) dla ceny docelowej	18,5
P/E('18) dla ceny docelowej	32,0
Udział TV w EV	73%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF po okresie prognozy				
	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC -1,0 p.p.	104,0	110,3	117,7	126,4	136,9
WACC -0,5 p.p.	95,4	101,2	107,9	115,9	125,5
WACC	91,4	96,9	103,4	111,0	120,2
WACC +0,5 p.p.	87,6	92,9	99,1	106,4	115,2
WACC +1,0 p.p.	80,4	85,3	91,0	97,7	105,7

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą dla Dino przeprowadziliśmy przy użyciu wskaźników P/E, EV/EBITDA oraz PEG w horyzoncie 2017-19P. Przykładamy równą wagę do trzech wskaźników. Grupa porównawcza wzięta do wyceny składa się z ośmiu spółek (Tesco, Carrefour, X5, Metro, O'Key, Magnit, Eurocash oraz Jeronimo Martins), które działają w

segmencie handlu spożywczego. Użyty przez nas wskaźnik PEG pokazuje, że Dino ma potencjał rozwijać się znacznie szybciej od spółek porównywalnych w kolejnych latach. Biorąc pod uwagę wzrostowy profil spółki, uważamy że Dino powinno być wyceniane z premią do grupy porównywalnej na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA.

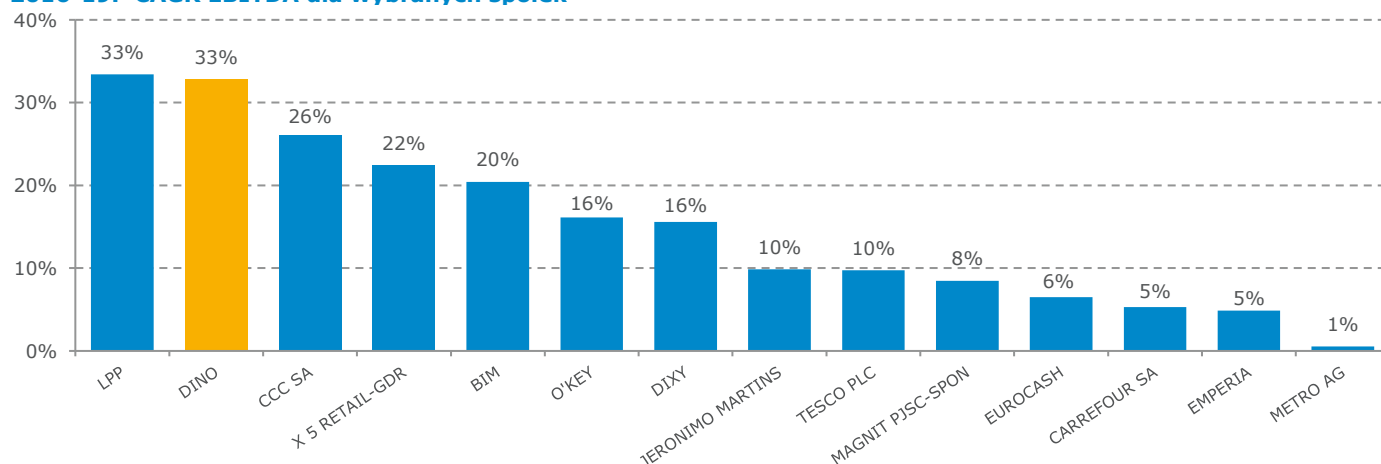
Analiza porównawcza

		PEG			P/E			EV/EBITDA		
	cena	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Spółki wzięte do wyceny										
TESCO PLC	212,3	1,0	0,8	0,6	26,9	20,2	16,2	8,7	7,7	7,0
CARREFOUR SA	17,8	2,2	2,0	1,8	15,7	14,8	12,8	6,4	6,1	5,6
X 5 RETAIL-GDR	39,7	0,8	0,6	0,5	16,8	13,2	10,3	7,8	6,5	5,6
METRO AG	16,4	5,6	5,9	5,5	11,5	12,2	11,3	4,9	4,9	4,8
O'KEY	2,7	0,7	0,3	0,2	43,2	21,7	14,7	7,6	6,8	6,1
MAGNIT PJSC-SPON	28,0	3,4	3,4	2,8	19,2	19,1	15,9	9,6	8,3	7,2
EUROCASH	26,4	0,8	0,4	0,3	41,7	18,8	15,7	11,7	8,7	7,9
JERONIMO MARTINS	17,5	2,3	2,1	1,9	26,1	23,7	21,1	12,1	11,1	10,2
Minimum		0,7	0,3	0,2	11,5	12,2	10,3	4,9	4,9	4,8
Maksimum		5,6	5,9	5,5	43,2	23,7	21,1	12,1	11,1	10,2
Mediana		1,6	1,4	1,2	22,6	19,0	15,2	8,3	7,2	6,6
DINO		1,0	0,7	0,6	36,4	26,4	20,3	21,7	16,4	13,0
(premia / dyskonto)		-37%	-49%	-53%	61%	39%	33%	163%	127%	98%
Implikowana wycena										
Mediana		1,6	1,4	1,2	22,6	19,0	15,2	8,3	7,2	6,6
Waga wskaźnika			33%			33%			33%	
Waga roku		33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Premia/dyskonto	0%									
Wartość firmy na akcję (PLN)	82,1									

Według naszych szacunków EBITDA Dino powinna poprawiać się w średniorocznym tempie 33% w latach 2016-19P. Ze spółek handlu spożywczego niższe tempo wzrostu wyników powinno odnotować X5 Retail (spółka jest wyceniana na niższych wskaźnikach P/E, EV/EBITDA ze względu na ryzyko polityczne). Jednocześnie Dino powinno

poprawiać EBITDA w CAGR 2016-19P wyższym niż CCC oraz niższym niż LPP. Biorąc pod uwagę sprawdzony model ekspansji sieci sklepowej, stabilne otoczenie makroekonomiczne oraz dynamikę wyników uważamy, że spółka zasługuje na wycenę z premią do innych spółek działających w handlu spożywczym.

2016-19P CAGR EBITDA dla wybranych spółek



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Rachunek wyników

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	2 108,0	2 589,6	3 369,5	4 520,5	5 907,9	7 377,1	8 927,1	10 176,8
zmiana		22,8%	30,1%	34,2%	30,7%	24,9%	21,0%	14,0%
Koszt własny sprzedaży	-1 644,1	-2 004,7	-2 599,0	-3 480,4	-4 548,8	-5 676,2	-6 864,9	-7 826,5
Zysk brutto na sprzedaży	463,9	584,9	770,5	1 040,1	1 359,1	1 700,9	2 062,3	2 350,2
marża brutto na sprzedaży	22,0%	22,6%	22,9%	23,0%	23,0%	23,1%	23,1%	23,1%
Koszty sprzedaży	-324,6	-391,6	-505,9	-677,9	-886,2	-1 106,4	-1 339,7	-1 528,9
Koszty ogólnego zarządu	-31,3	-35,4	-49,4	-61,5	-64,4	-80,4	-97,3	-110,9
Pozostała działalność operacyjna netto	-2,1	2,1	0,4	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	105,8	160,1	215,6	301,8	408,5	514,1	625,3	710,4
zmiana		51,3%	34,7%	40,0%	35,4%	25,9%	21,6%	13,6%
marża EBIT	5,0%	6,2%	6,4%	6,7%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%
Wynik na działalności finansowej	-26,5	-24,8	-29,1	-37,4	-41,4	-37,2	-34,4	-16,2
Zysk brutto	79,3	135,2	186,5	264,3	367,1	476,9	590,9	694,2
Podatek dochodowy	-13,2	-13,1	-35,2	-48,9	-69,7	-90,6	-112,3	-131,9
Zysk netto	66,1	122,2	151,2	215,4	297,3	386,3	478,6	562,3
zmiana		84,7%	23,8%	42,5%	38,0%	29,9%	23,9%	17,5%
marża	3,1%	4,7%	4,5%	4,8%	5,0%	5,2%	5,4%	5,5%
Amortyzacja	41,9	50,2	65,2	86,0	107,6	132,0	156,8	189,1
EBITDA	147,7	210,2	280,8	387,8	516,1	646,1	782,0	899,5
zmiana		42,4%	33,6%	38,1%	33,1%	25,2%	21,0%	15,0%
marża EBITDA	7,0%	8,1%	8,3%	8,6%	8,7%	8,8%	8,8%	8,8%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0
EPS	0,7	1,2	1,5	2,2	3,0	3,9	4,9	5,7
ROA	5,7%	9,4%	9,2%	10,0%	10,9%	11,8%	12,3%	12,7%
ROE	16,1%	25,9%	24,9%	27,1%	28,2%	27,7%	26,2%	23,9%

Bilans

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
AKTYWA	1 167,0	1 439,4	1 856,8	2 450,5	2 996,4	3 550,5	4 217,1	4 621,3
Majątek trwały	928,6	1 150,8	1 457,1	1 863,8	2 358,5	2 818,3	3 201,8	3 401,3
Rzeczowe aktywa trwałe	798,9	1 024,2	1 337,2	1 749,8	2 244,5	2 704,3	3 087,8	3 287,3
Wartość firmy	90,7	92,3	93,1	91,7	91,7	91,7	91,7	91,7
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	37,0	34,3	26,9	22,3	22,3	22,3	22,3	22,3
Pozostałe	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Majątek obrotowy	238,4	288,6	399,7	586,7	637,9	732,2	1 015,3	1 220,0
Zapasy	182,3	212,1	276,5	371,0	476,8	585,2	696,0	779,5
Należności	18,8	21,7	33,7	19,5	25,5	31,8	38,5	43,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	23,7	33,9	66,4	168,2	107,7	87,1	252,9	368,7
Pozostałe	13,6	20,8	23,1	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
PASYWA	1 167,0	1 439,4	1 856,8	2 450,5	2 996,4	3 550,5	4 217,1	4 621,3
Kapitał własny	410,1	532,2	683,5	906,4	1 203,7	1 590,0	2 068,6	2 630,9
Zobowiązania długoterminowe	288,1	363,2	459,4	595,5	595,5	495,5	395,5	-4,5
Kredyty i pożyczki	286,0	361,8	452,4	590,6	590,6	490,6	390,6	-9,4
Pozostałe	2,2	1,4	7,0	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Zobowiązania krótkoterminowe	468,8	543,9	714,0	948,6	1 197,2	1 465,0	1 753,0	1 994,9
Kredyty i pożyczki	118,2	101,5	110,2	147,4	147,4	147,4	147,4	147,4
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	337,6	429,2	574,4	769,2	1 017,8	1 285,6	1 573,7	1 815,6
Pozostałe	12,9	13,2	29,4	32,0	32,0	32,0	32,0	32,0
Dług	404,1	463,3	562,6	738,0	738,0	638,0	538,0	138,0
Dług netto	380,4	429,4	496,1	569,8	630,3	550,8	285,1	-230,7
(Dług netto / kapitał własny)	92,8%	80,7%	72,6%	62,9%	52,4%	34,6%	13,8%	-8,8%
(Dług netto / EBITDA)	2,6	2,0	1,8	1,5	1,2	0,9	0,4	-0,3
BVPS	4,2	5,4	7,0	9,2	12,3	16,2	21,1	26,8

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przepływy operacyjne	188,5	245,4	324,3	460,9	583,2	708,5	840,4	920,6
Zysk brutto	79,3	135,2	186,5	264,3	367,1	476,9	590,9	694,2
Podatek zapłacony	-1,6	-12,6	-16,5	-41,7	-69,7	-90,6	-112,3	-131,9
Amortyzacja	41,9	50,2	65,2	86,0	107,6	132,0	156,8	189,1
Kapitał obrotowy	39,0	43,5	47,2	113,6	136,8	153,0	170,6	153,0
Odsetki	26,3	24,9	29,2	37,7	41,4	37,2	34,4	16,2
Pozostałe	3,6	4,2	12,7	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-170,2	-242,5	-310,2	-458,5	-602,3	-591,8	-540,2	-388,6
CAPEX	-170,7	-243,5	-311,7	-466,1	-602,3	-591,8	-540,2	-388,6
Pozostałe	0,5	1,0	1,6	7,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-12,1	7,3	18,4	99,3	-41,4	-137,2	-134,4	-416,2
Kredyty i pożyczki	38,9	62,3	91,9	174,0	0,0	-100,0	-100,0	-400,0
Leasing finansowy	-24,5	-30,0	-43,9	-36,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki	-26,5	-25,0	-29,7	-37,8	-41,4	-37,2	-34,4	-16,2
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków na koniec okresu	6,2	10,2	32,5	101,8	-60,5	-20,5	165,7	115,8
Środki pieniężne na koniec okresu	23,7	33,9	66,4	168,2	107,7	87,1	252,9	368,7
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-1,6	-5,2	-24,5	-20,6	-27,0	109,6	293,6	528,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	8,1%	9,4%	9,3%	10,3%	10,2%	8,0%	6,1%	3,8%

Wskaźniki rynkowe

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
P/E	118,6	64,2	51,9	36,4	26,4	20,3	16,4	13,9
P/CE	72,6	45,5	36,2	26,0	19,4	15,1	12,3	10,4
P/BV	19,1	14,7	11,5	8,7	6,5	4,9	3,8	3,0
P/S	3,7	3,0	2,3	1,7	1,3	1,1	0,9	0,8
FCF/EV	0,0%	-0,1%	-0,3%	-0,2%	-0,3%	1,3%	3,6%	6,9%
EV/EBITDA	55,7	39,3	29,7	21,7	16,4	13,0	10,4	8,5
EV/EBIT	77,7	51,7	38,7	27,9	20,7	16,3	13,0	10,7
EV/S	3,9	3,2	2,5	1,9	1,4	1,1	0,9	0,7
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	80	80	80	80	80	80	80	80
Liczba akcji na koniec roku (mln)	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0
MC (mln PLN)	7 843	7 843	7 843	7 843	7 843	7 843	7 843	7 843
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	8 224	8 273	8 339	8 413	8 474	8 394	8 128	7 612

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem opracowania oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 18 stycznia 2018 o godzinie 8:32.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 18 stycznia 2018 o godzinie 8:32.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń progностycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń progностycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń progностycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki Dino.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybała@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl