

piątek, 23 sierpnia 2019 | aktualizacja raportu

Dino: trzymaj (podwyższona)

DNP PW; DNPP.WA | Handel, Polska

Efekty skali napędzają rentowność

Wycofujemy się z naszej negatywnej rekomendacji na Dino ze względu na niedoszacowanie efektu skali w biznesie spółki. W 2Q'19 wysoka dynamika sprzedaży porównywalnej oraz poprawa marży brutto na sprzedaży (poprawa warunków zakupowych) z nawiązką skompensowała presję z tytułu kosztów materiałów i energii, na którą zwracaliśmy uwagę w naszej poprzedniej rekomendacji. W efekcie spółka poprawiła marżę EBITDA (bez MSSF 16) o rekordowe 0,36p.p. R/R w 2Q'19. Uwzględniając poprawę rentowności spółki w 1H'19, korygujemy nasze założenie dotyczące marży EBITDA'19/20 z 9,2%/9,0% do 9,5%/9,6% odpowiednio. Jednocześnie podnosimy nasze szacunki dotyczące wzrostu sieci sprzedaży do 300/320 sklepów w latach 2021/2022 (240/220 sklepów zakładane poprzednio). Podnosimy również nasze założenie nakładów inwestycyjnych na sklep do średnio 4 mln PLN w okresie 2020-28P (3,3 mln PLN poprzednio) oraz Capex odtworzeniowego do 0,4 mln PLN na sklep (0,15 mln PLN poprzednio). Podtrzymujemy, że w 2020 roku presję na wyniki spółki może wywierać istotny wzrost kosztów wynagrodzeń i energii, jednak zakładamy że wzrost efektywności sprzedaży pozwoli na kontynuację poprawy marży EBITDA w tym okresie. W związku z rewizją prognoz dotyczących ekspansji sieci spółki, podnosimy wagę wskaźnika EV/EBITDA Growth podkreślającego wzrostowy profil spółki do 30% w wycenie porównawczej. Uwzględniając powyższe, podnosimy naszą rekomendację ze sprzedaj do trzymaj z ceną docelową 149,20 PLN.

Kontynuacja poprawy warunków zakupowych

Dynamiczny wzrost sprzedaży Dino (29% CAGR 2014-19P) pozwala spółce na poprawę warunków zakupowych. W 2Q'19 spółka poprawiła marżę brutto na sprzedaży o 0,46p.p. R/R do 24,1% pomimo efektu wysokiej bazy oraz istotnego wzrostu cen mięsa wieprzowego w 2Q'19 (+25% R/R). Poprawa rentowności wynikająca z efektu skali jest wyższa niż zakładaliśmy i skłania nas do rewizji założeń dotyczących poprawy rentowności w 2019/20 o odpowiednio 0,6p.p./0,2p.p. R/R (vs. 0,3p.p./0p.p. oczekiwane poprzednio).

Wzrost efektywności sprzedaży pozwala rozwałdzać koszty

Wysoka poprawa lfl oraz utrzymanie dyscypliny kosztowej pozwala na obniżenie narzutu kosztów SG&A/sprzedaż. W 2Q'19 pomimo istotnego wzrostu kosztów wynagrodzeń, spadł narzut tych kosztów w relacji do sprzedaży R/R. Uważamy, że utrzymanie poprawy lfl w kolejnych kwartałach powinno istotnie ograniczyć negatywny wpływ wzrostu kosztów wynagrodzeń na rentowność biznesu. Rewidujemy nasze wcześniejsze założenie zmiany narzutu kosztów SG&A/sprzedaż do 0,3p.p./-0,02p.p. R/R w latach 2019/20 (0,48p.p./0,11p.p. R/R oczekiwane poprzednio).

Utrzymanie dynamicznego tempa wzrostu sieci sprzedażowej

Wskaźnik sprzedaży/mkw. w sklepach do 1 roku wzrósł o 18% R/R, w czym częściowo pomagał efekt Świąt Wielkanocnych. Naszym zdaniem tak istotny wzrost wskaźnika (ok. 200 PLN R/R do 1191 PLN) wskazuje na brak kanibalizacji w sieci sprzedaży i skłania nas do podwyższenia naszych szacunków dotyczących rozwoju sieci w kolejnych latach. Zakładamy średnio 266 otwarć rocznie w latach 2019-23P (vs. 243 poprzednio). Na koniec okresu prognozy zakładamy 3614 sklepów w sieci Dino.

(mln PLN)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 462,8	5 838,5	7 698,3	10 071,8	12 615,9
EBITDA*	389,1	541,1	728,2	963,8	1 218,0
marża EBITDA	8,7%	9,3%	9,5%	9,6%	9,7%
EBIT	303,2	429,0	581,6	784,1	993,1
Zysk netto	213,6	307,6	417,8	566,4	736,1
P/E	68,7	47,7	35,1	25,9	19,9
P/CE	49,0	35,0	25,5	19,4	15,1
P/BV	16,2	12,1	9,0	6,7	5,0
EV/EBITDA	38,9	28,2	21,1	15,8	12,3
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

*Oczyszczzone o MSSF 16

Cena bieżąca	149,60 PLN
Cena docelowa	149,20 PLN
Kapitalizacja	14 667 mln PLN
Free float	10 110 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	39,4 mln PLN

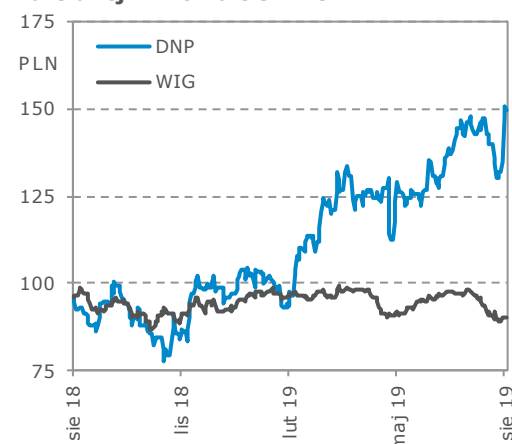
Struktura akcjonariatu

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	149,20	111,20	trzymaj	sprzedaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Dino	149,60	149,20	-0,3%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2021P	2022P
	Przychody	+0,3%	+0,9%
EBITDA	+5,0%	+9,0%	+11,7%
zysk netto	+7,6%	+11,9%	+16,2%

Analityk:

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

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 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.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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 stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawieniem wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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 rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 23 sierpnia 2019 o godzinie 8:50.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 23 sierpnia 2019 o godzinie 8:50.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, 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.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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 prognostycznych 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 prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

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

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wyliczona 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.

Rekomendacje dotyczące spółki Dino wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	sprzedaj	sprzedaj	redukuj	trzymaj	akumuluj	kupuj
data wydania	2019-08-13	2019-08-02	2019-04-02	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	111,20	112,70	112,70	105,90	106,30	103,50
kurs z dnia rekomendacji	135,90	143,80	126,10	100,30	100,40	84,70

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszc
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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 Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Joanna Łukasik
+48 22 697 48 82
joanna.lukasik@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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