

piątek, 20 maja 2022 | aktualizacja raportu

Dino: kupuj (podwyższona)

DNP PW; DNA.WA | handel spożywczy, Polska

Stymulacja dochodu motorem wzrostu

Zgodnie z naszym scenariuszem bazowym Dino nie przerzuciło w pełni inflacji kosztów na konsumenta, co spowodowało spadek marży EBITDA w 4Q'21 i 1Q'22. Tak jak sądziliśmy lider rynkowy kontynuował inwestycję w ceny, wprowadzając własną tarczę antyinflacyjną. Niezmiennie uważamy, że marża EBITDA w Dino ulegnie redukcji w 2022 roku (o 0,2 p.p. r/r) ze względu na działania konkurencji oraz wyższe koszty zakupu towarów. Sądzimy, że obawy inwestorów o poziom marży przerodziły się w obawy o znaczący spadek realnej siły zakupowej konsumenta. Uważamy je za przesadzone ze względu na proponowane i wprowadzane przez państwo rozwiązania fiskalne i pozafiskalne. Oddziałują one z jednej strony na nominalny wzrost dochodów konsumenta (m.in. 14 emerytury), a z drugiej wpływają na ograniczenie wzrostu wydatków (m.in. wakacje kredytowe). Zapowiadane programy skupiają się na ochronie realnej siły nabywczej klienta, co wpływa na większą elastyczność sieci handlowych w kierunku podwyższania cen produktów. Tym samym oczekujemy, że detaliści będą bardziej swobodnie przerzucać inflację kosztów na klienta, co pozytywnie wpłynie na wartość koszyka zakupowego i w efekcie na sprzedaż, a także na marżowość. Dodatkowo sądzimy, że państwo nie wycofa się szybko z wdrażanych programów ze względu na nadchodzące w 2023 roku wybory parlamentarne. Drugim istotnym elementem jest dodatkowy popyt ze strony uchodźców z Ukrainy, którzy są obecni również w zachodniej części Polski i mniejszych miejscowościach, czyli lokalizacjach, w których Dino posiada swoje sklepy. Wobec tego weryfikujemy w górę nasze prognozy sprzedaży i EBITDA na lata 2022/23/24 o odpowiednio 3%/6%/6% i 4%/8%/8%. Z grupy porównawczej usuwamy spółki rosyjskie (O'Key, X5). Uważamy, że po ostatnich spadkach kursu waluacja spółki jest atrakcyjna. Na walorach Dino nastąpił de-rating z poziomu 22x EV/EBITDA NTM na początku roku do obecnych ok. 16x. Spółka notowana jest z ok. 34% premią w stosunku do spółek porównywalnych na P/E NTM vs średnio 77% premii na przestrzeni ostatnich 3 lat. Podwyższamy naszą cenę docelową z 313,00 PLN do 375,00 PLN i zmieniamy rekomendację z redukuj do kupuj.

Rządowe plany stymulujące popyt

W ciągu ostatniego roku rząd wprowadził szereg rozwiązań zwiększających realne dochody konsumenta (obniżka VAT na żywność, dodatek ostonowy, zmiany podatkowe Polskiego Ładu). Ostatnio zapowiedziane rozwiązania mają identyczny cel. Rząd zapowiedział m.in. wypłatę 14 emerytur, a także wakacje kredytowe. Ponadto płaca minimalna powinna wzrosnąć w 2023 roku o ponad 13% r/r. Te zmiany są przede wszystkim korzystne dla konsumentów z mniejszym budżetem, będącymi klientami Dino.

Uchodźcy zwiększą sprzedaż

Od wybuchu wojny w Ukrainie, do Polski przybyło już ponad 3 mln uchodźców (do Ukrainy wyjechało ok. 1,2 mln osób). Polska pozyskała w ten sposób znaczącą ilość nowych mieszkańców, których koszyk zakupowy jest przeważony w kierunku żywności. Wbrew wcześniejszym danym, gro uchodźców znajduje się w zachodniej części Polski i mniejszych miastach, co powinno dodatkowo stymulować sprzedaż w sklepach Dino.

(mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
przychody	10 125,8	13 362,0	17 794,5	22 543,5	27 273,9
EBITDA	1 036,0	1 271,3	1 658,9	2 133,1	2 644,7
marża	10,2%	9,5%	9,3%	9,5%	9,7%
EBIT	837,9	1 024,0	1 359,9	1 764,1	2 199,5
zysk netto	643,9	805,3	1 002,4	1 316,8	1 669,8
P/E	44,9	35,9	28,8	21,9	17,3
P/S	2,9	2,2	1,6	1,3	1,1
P/B	12,7	9,4	7,1	5,4	4,1
EV/EBITDA	28,8	23,6	18,1	14,0	11,0
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

cena bieżąca	294,70 PLN
cena docelowa	375,00 PLN
kapitalizacja	28,9 mld PLN
free float	14 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	162,9 mln PLN

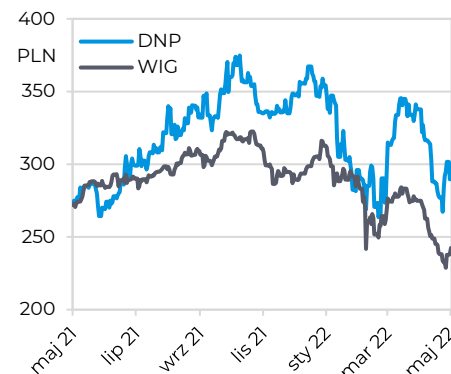
Struktura akcjonariatu

Tomasz Biernacki	51%
pozostali akcjonariusze	49%

Profil spółki

Sieć Dino jest jedną z najszybciej rozwijających się sieci supermarketów w Polsce. Spółka na koniec marca 2022 roku posiadała 1880 sklepów. Większość sklepów Grupy Dino ma powierzchnię sali sprzedaży ok. 400 m² i jest zlokalizowana przede wszystkim w mniejszych miejscowościach, małych i średnich miastach oraz na peryferiach dużych miast. W 1Q'22 LTM spółka wygenerowała przychody na poziomie 14,46 mld PLN. W 2021 roku Dino posiadało 4% udziału w polskim rynku handlu spożywczego, będąc największą siecią supermarketów w Polsce.

Kurs akcji DNP na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Dino	375,00	313,00	kupuj	redukuj

spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
Dino	294,70	375,00	+27%

zmiana prognoz od ostatniego raportu	2022P	2023P	2024P
	przychody	+2,6%	+6,0%
EBITDA	+4,0%	+7,6%	+7,7%
zysk netto	+2,3%	+7,3%	+8,1%

Analitik:

Janusz Pięta
+48 22 438 24 06 | +48 509 603 258
janusz.pieta@mbank.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

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 Biura 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. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Compreum, Sygnity. 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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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. 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, Compreum, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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

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.

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. 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.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 20 maja 2022 o godzinie 07:56.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 20 maja 2022 o godzinie 08:45

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 bądź 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 Biura 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 Biurze 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 Biura 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.

Zdykontowanych 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.

Zdykontowanych 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.

Dino (Janusz Pięta)

rekomendacja	redukuje	redukuje	trzymaj	zawieszona
data wydania	2022-04-07	2022-01-17	2021-09-07	2021-05-07
cena docelowa (PLN)	313,00	308,10	322,70	-
kurs z dnia rekomendacji	341,20	354,30	339,00	247,30

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02 | +48 667 770 837
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09 | +48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
gaming

Antoni Chęciński
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736
antoni.kania@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Michał Konarski
+48 22 438 24 05 | +48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07 | +48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06 | +48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08 | +48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

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

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

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl