



Dom Maklerski BDM S.A.

DINO

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 78,5 PLN

21 LISTOPADA 2018, 09:15 CEST

Od momentu debiutu w '17 akcje Dino zdecydowanie zyskały na wartości, co było efektem wysokich dynamik sprzedaży porównywalnej, szybkiego przyrostu sieci oraz wzrostu EBITDA na przestrzeni kolejnych kwartałów. W modelu przyjmujemy, że grupa będzie kontynuowała silną ekspansję sieci i zachowa wysokie tempo poprawy rezultatów w najbliższym czasie (lfl'19 +11%, EBITDA'19 +29% r/r). W naszej ocenie oczekiwania rynkowe w znacznej mierze uwzględniają już powyższy scenariusz i uważamy, że jakiegokolwiek rozczarowanie wynikowe będzie wiązało się z pogorszeniem sentymentu do walorów spółki. Wśród głównych ryzyk dla naszych prognoz wyróżniamy przede wszystkim bazę dla wskaźnika lfl oraz sytuację na rynku pracy (m.in. przy szybkim rozwoju sieci Dino może mieć problemy ze znalezieniem odpowiedniej liczby pracowników). Zwracamy też uwagę na wymagającą wycenę mnożnikową względem szerokiej grupy porównawczej (uzasadniona po części tempem przyrostu rezultatów w kolejnych latach oraz posiadaniem własnych gruntów pod budowę sklepów). Mając na względzie wymienione czynniki wydajemy zalecenie Redukuj, ustalając jednocześnie cenę docelową na poziomie 78,5 PLN/akcję.

Na telekonferencji wynikowej zarząd Dino wskazał, że w 4Q'18 spółka zamierza otworzyć ok. 70 placówek oraz że odczyt sprzedaży porównywalnej powinien osiągnąć nieco lepsze wartości niż w 3Q'18 (w całym '18 >+10%). Dodatkowo całoroczny CAPEX ma mieścić się w przedziale 600-650 mln PLN. W modelu przyjęliśmy założenia uruchomienia 62 sklepów w bieżącym kwartale oraz ok. 9% odczyt lfl. W naszej ocenie powinno to pozwolić na osiągnięcie ok. 1,64 mld PLN przychodów (+28% r/r). Przyjmujemy, że marża brutto będzie ulegała dalszej poprawie i zwiększy się do 23,8% (+0,3 p.p. r/r; patrząc jednak na skalę poprawy w poprzednich okresach traktujemy to jako wartość konserwatywną). Na poziomie EBITDA estymujemy 157,8 mln PLN, z kolei wynik netto może wzrosnąć do 94,7 mln PLN, czyli odpowiednio więcej o 25%/30% r/r. Tym samym w ujęciu całorocznym obroty zwiększą się do 5,91 mld PLN, EBITDA do 528 mln PLN, a zysk netto do 303 mln PLN.

W perspektywie przyszłego roku przyjmujemy, że dynamika sprzedaży porównywalnej będzie mieścić się w przedziale 11-12% i że spółka otworzy 160-170 sklepów (ok 431 tys. mkw.; założenie poniżej wskazań zarządu: celem jest przyspieszenie ekspansji vs '18, czyli >180 placówek). Prognozujemy, że dzięki temu Dino wypracuje 7,50 mld PLN przychodów. Wzrost skali biznesu powinien umożliwić dalszą poprawę marży brutto i przyjmujemy, że wyniesie ona 24,1% (+0,4 p.p. r/r; wolniej niż w '18). Szacujemy, że przyszłoroczna EBITDA zwiększy się do 680 mln PLN, a zysk netto do 407 mln PLN. Oczekujemy, że nakłady inwestycyjne będą bliskie 680-690 mln PLN, z kolei wskaźnik DN/EBITDA może spaść do 0,8x. Wśród głównych ryzyk dostrzegamy przede wszystkim wysoką bazę sprzedażową oraz wymagającą sytuację na rynku pracy, która z jednej strony objawia się jako presja na wzrost wynagrodzeń, a z drugiej może powodować trudności ze znalezieniem odpowiedniej „obsady” dla nowych sklepów.

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	2 589,6	3 369,5	4 515,9	5 908,4	7 503,0	9 086,0
EBITDA [mln PLN]	210,2	280,8	389,1	528,3	679,8	803,0
EBIT [mln PLN]	160,1	215,6	303,2	418,0	543,9	651,1
Wynik netto [mln PLN]	122,2	151,2	213,6	303,4	406,6	500,0
P/BV	15,4	12,0	9,1	6,8	5,1	3,9
P/E	67,2	54,3	38,4	27,1	20,2	16,4
EV/EBITDA	41,1	31,0	22,3	16,6	12,9	10,8
EV/EBIT	54,0	40,4	28,7	21,0	16,1	13,3
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Wycena końcowa [PLN]	78,5
Potencjał do wzrostu / spadku	-6%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	83,8
Kapitalizacja [mln PLN]	8 210,9
Ilość akcji [mln. szt.]	98,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	112,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	77,5
Stopa zwrotu za 3 mc	-9,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	-25,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	-0,9%
Akcjonariat (% głosów):	
Tomasz Biernacki	51,1%
Pozostali	48,9%

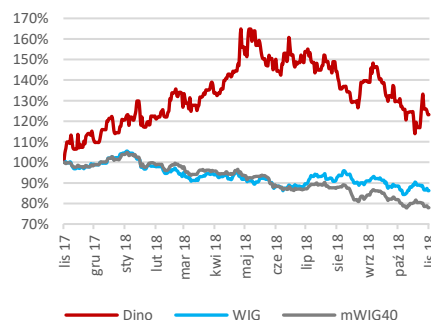
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	10
WYNIKI 3Q'18.....	11
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	13
OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI.....	16
DINO NA TLE JERONIMO MARTINS	18
OTOCZENIE RYNKOWE	21
PLANOWANE ZMIANY LEGISLACYJNE	24
PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH	24
ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE	25
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	26

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Dino dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 80% wagi, z kolei analizie porównawczej 20% (dynamiki wyników większości podmiotów są jednocyfrowe). Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 84,4 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 55,0 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 7,7 mld PLN, czyli **78,5 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mld PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	8,3	84,4	1%
B	Wycena porównawcza	5,4	55,0	-34%
C = (80%*A + 20%*B) Wycena końcowa		7,7	78,5	-6%

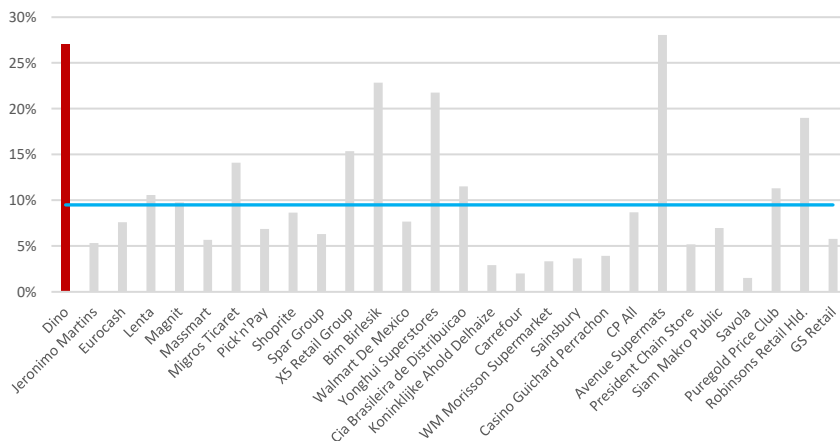
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Na telekonferencji wynikowej zarząd Dino wskazał, że w 4Q'18 spółka zamierza otworzyć ok. 70 placówek oraz że odczyt sprzedaży porównywalnej powinien osiągnąć nieco lepsze wartości niż w 3Q'18 (w całym '18 >+10%). Dodatkowo całoroczny CAPEX ma mieścić się w przedziale 600-650 mln PLN. W modelu przyjęliśmy zbliżone założenia – zakładamy uruchomienie 62 sklepów w bieżącym kwartale oraz ok. 9% odczyt Ifl. W naszej ocenie powinno to pozwolić na osiągnięcie ok. 1,64 mld PLN przychodów (+28% r/r). Przyjmujemy, że marża brutto będzie ulegała dalszej poprawie i zwiększy się do 23,8% (+0,3 p.p. r/r; patrząc jednak na skalę poprawy w poprzednich okresach traktujemy to jako wartość konserwatywną). Na poziomie EBITDA estymujemy 157,8 mln PLN, z kolei wynik netto może wzrosnąć do 94,7 mln PLN, czyli odpowiednio więcej o 25%/30% r/r. Tym samym w ujęciu całorocznym obroty zwiększą się do 5,91 mld PLN, EBITDA do 528 mln PLN, a zysk netto do 303 mln PLN.

W perspektywie przyszłego roku przyjmujemy, że dynamika sprzedaży porównywalnej będzie mieścić się w przedziale 11-12% i że spółka otworzy 160-170 sklepów (ok 431 tys. mkw.; założenie poniżej wskazań zarządu: celem jest przyspieszenie ekspansji vs '18, czyli >180 placówek). Prognozujemy, że dzięki temu Dino wypracuje 7,50 mld PLN przychodów. Wzrost skali biznesu powinien umożliwić dalszą poprawę marży brutto i przyjmujemy, że wyniesie ona 24,1% (+0,4 p.p. r/r; wolniej niż w '18). Szacujemy, że przyszłoroczna EBITDA zwiększy się do 680 mln PLN, a zysk netto do 407 mln PLN. Oczekujemy, że nakłady inwestycyjne będą bliskie 680-690 mln PLN, z kolei wskaźnik DN/EBITDA może spaść do 0,8x. Wśród głównych ryzyk dostrzegamy przede wszystkim wysoką bazę sprzedażową oraz wymagającą sytuację na rynku pracy, która z jednej strony objawia się jako presja na wzrost wynagrodzeń, a z drugiej może powodować trudności ze znalezieniem odpowiedniej „obsady” dla nowych sklepów.

Rozpoczynamy pokrywanie Dino od zalecenia Redukuj i wyznaczamy cenę docelową dla spółki na poziomie 78,5 PLN/akcję. Doceniamy model biznesowy spółki, dynamiczny rozwój sieci sklepów oraz wysokie odczyty sprzedaży porównywalnej na tle konkurentów branżowych. Zwracamy jednak uwagę na wymagającą wycenę mnożnikową względem szerokiej grupy porównawczej (uzasadniona w dużej mierze tempem przyrostu rezultatów w kolejnych latach oraz posiadaniem własnych gruntów pod budowę sklepów). W naszej opinii, w przypadku jakiegokolwiek rozczarowania wynikowego, może to jednak mieć duży negatywny wpływ na zachowanie kursu akcji. Wśród głównych ryzyk dla naszych prognoz definiujemy przede wszystkim wysoką bazę dla wskaźnika Ifl oraz sytuację na rynku pracy.

Porównanie dynamiki przychodów w '19



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach zwrotu wolnych od ryzyka (na poziomie 4%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1.

Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że przychody ze sprzedaży w latach 2018-19 wzrosną odpowiednio do 5,91-7,50 mld PLN (+31%/27% r/r), natomiast na poziomie EBITDA estymujemy 528-680 mln PLN.
- W kolejnych latach w modelu nie zakładamy akwizycji, a jedynie wzrost organiczny.
- Szczegółowe założenia dot. rozwoju sieci i sprzedaży Dino

Szczegółowe założenia modelu

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Przychody [mln PLN]	4 515,9	5 908,4	7 503,0	9 086,0	10 603,7	12 035,9
Przychód/sklep [mln PLN]	6,4	6,8	7,2	7,6	7,9	8,3
zmiana r/r	8,8%	6,0%	5,7%	5,2%	4,8%	4,3%
Liczba sklepów EoP [szt.]	775	957	1 124	1 271	1 397	1 505
zmiana r/r	147	182	167	147	126	108
Powierzchnia EoP [tys. mkw.]	295,2	367,1	431,3	487,5	535,8	577,4
zmiana r/r	57	72	64	56	48	42

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spodziewamy się, że grupa zacznie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami dopiero po 2020 roku (docelowo przyjmujemy poziom wypłaty w wys. 100%).
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Zakładamy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19,0% w latach 2018-27 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2027 roku na poziomie 2,0% (doceniamy dynamiczny rozwój sieci).
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2027 roku.
- W wycenie uwzględniamy prognozowany dług netto na koniec 2017 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 98,0 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 21.11.2018 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Dino na poziomie 8,3 mld PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 84,4 PLN.

Wrażliwość wyniku EBITDA na zmianę dynamiki przychodów (pozostałe założenia niezmiennione)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
-5,0%	-90,5	-109,5	-127,7	-144,9	-161,0	-175,8	-189,2	-201,3	-211,8
-2,5%	-45,2	-54,8	-63,9	-72,5	-80,5	-87,9	-94,6	-100,6	-105,9
0,0%	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2,5%	45,2	54,8	63,9	72,5	80,5	87,9	94,6	100,6	105,9
5,0%	90,5	109,5	127,7	144,9	161,0	175,8	189,2	201,3	211,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość wyniku netto na zmianę dynamiki przychodów (pozostałe założenia niezmiennione)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
-5,0%	-73,3	-88,7	-103,5	-117,4	-130,4	-142,4	-153,3	-163,0	-171,6
-2,5%	-36,6	-44,4	-51,7	-58,7	-65,2	-71,2	-76,6	-81,5	-85,8
0,0%	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2,5%	36,6	44,4	51,7	58,7	65,2	71,2	76,6	81,5	85,8
5,0%	73,3	88,7	103,5	117,4	130,4	142,4	153,3	163,0	171,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	5 908,4	7 503,0	9 086,0	10 603,7	12 035,9	13 373,3	14 607,9	15 732,3	16 740,0	17 626,0
EBIT [mln PLN]	418,0	543,9	651,1	751,5	844,3	929,2	1 006,1	1 075,0	1 135,7	1 188,5
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	79,7	103,3	123,7	142,8	160,4	176,5	191,2	204,2	215,8	225,8
NOPLAT [mln PLN]	338,3	440,6	527,4	608,7	683,9	752,6	814,9	870,7	919,9	962,7
Amortyzacja [mln PLN]	110,3	135,9	151,9	178,4	203,8	225,3	244,1	259,1	270,5	278,1
CAPEX [mln PLN]	-638,0	-680,6	-671,2	-647,8	-616,4	-576,9	-529,8	-475,3	-414,2	-356,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	141,3	147,5	119,9	102,8	83,7	63,8	43,4	23,0	2,7	-18,4
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-48,1	43,3	127,9	242,1	355,0	464,8	572,7	677,4	779,0	866,3
DFCF [mln PLN]	-47,7	39,7	108,1	188,2	253,6	304,9	344,6	374,0	394,5	402,6
Suma DFCF [mln PLN]	2 362,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	13 759,6									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	6 393,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	8 755,9									
Dług netto 2017 [mln PLN]	485,4									
Dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	8 270,4									
Ilość akcji [tys.]	98,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	84,4									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,0%

Przychody zmiana r/r	30,8%	27,0%	21,1%	16,7%	13,5%	11,1%	9,2%	7,7%	6,4%	5,3%
EBIT zmiana r/r	37,8%	30,1%	19,7%	15,4%	12,3%	10,1%	8,3%	6,8%	5,7%	4,6%
FCF zmiana r/r	-180,8%	-190,0%	195,5%	89,3%	46,6%	30,9%	23,2%	18,3%	15,0%	11,2%
Marża EBITDA	8,9%	9,1%	8,8%	8,8%	8,7%	8,6%	8,6%	8,5%	8,4%	8,3%
Marża EBIT	7,1%	7,2%	7,2%	7,1%	7,0%	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%	6,7%
Marża NOPLAT	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%
CAPEX / Przychody	10,8%	9,1%	7,4%	6,1%	5,1%	4,3%	3,6%	3,0%	2,5%	2,0%
CAPEX / Amortyzacja	578,4%	500,9%	441,8%	363,0%	302,4%	256,1%	217,1%	183,5%	153,1%	128,0%
Zmiana KO / Przychody	-2,4%	-2,0%	-1,3%	-1,0%	-0,7%	-0,5%	-0,3%	-0,1%	0,0%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-10,1%	-9,2%	-7,6%	-6,8%	-5,8%	-4,8%	-3,5%	-2,0%	-0,3%	2,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
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
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	75,6%	81,9%	88,4%	93,3%	95,9%	98,1%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	24,4%	18,1%	11,6%	6,7%	4,1%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	7,9%	8,2%	8,5%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
beta	0,7	84,0	88,5	93,7	99,7	106,6	114,8	124,7	136,8	151,8
	0,8	77,3	81,1	85,5	90,5	96,2	102,9	110,9	120,4	132,0
	0,9	71,3	74,6	78,3	82,5	87,3	92,9	99,4	107,0	116,2
	1,0	66,0	68,9	72,1	75,6	79,7	84,4	89,7	96,0	103,4
	1,1	61,3	63,8	66,5	69,6	73,1	77,0	81,5	86,7	92,7
	1,2	57,0	59,2	61,6	64,3	67,2	70,6	74,4	78,7	83,7
	1,3	53,2	55,1	57,2	59,5	62,1	65,0	68,2	71,9	76,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / Wzrost/spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
premia za ryzyko	3,00%	91,7	97,1	103,2	110,4	119,0	129,2	141,7	157,3	177,4
	4,00%	77,3	81,1	85,5	90,5	96,2	102,9	110,9	120,4	132,0
	5,00%	66,0	68,9	72,1	75,6	79,7	84,4	89,7	96,0	103,4
	6,00%	57,0	59,2	61,6	64,3	67,2	70,6	74,4	78,7	83,7
	7,00%	49,7	51,4	53,3	55,3	57,5	60,0	62,8	65,9	69,4
	8,00%	43,7	45,0	46,5	48,0	49,7	51,6	53,7	56,0	58,6
	9,00%	38,7	39,7	40,8	42,1	43,4	44,9	46,5	48,2	50,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	3,00%	152,7	143,8	136,0	129,2	123,1	117,7	112,8	108,4	104,4
	4,00%	123,5	115,6	108,8	102,9	97,8	93,2	89,2	85,6	82,3
	5,00%	102,1	95,2	89,4	84,4	80,0	76,2	72,8	69,9	67,2
	6,00%	85,9	79,9	74,9	70,6	66,9	63,7	60,9	58,4	56,2
	7,00%	73,2	68,0	63,6	60,0	56,9	54,2	51,8	49,7	47,9
	8,00%	63,0	58,5	54,8	51,6	49,0	46,7	44,7	42,9	41,3
	9,00%	54,7	50,8	47,6	44,9	42,6	40,6	38,9	37,4	36,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2018-20 dla wybranych spółek z branży FMCG. W wycenie uwzględniliśmy Jeronimo Martins i Eurocash (działające na rynku polskim) oraz podmioty zagraniczne, które podzieliiliśmy wg regionów działalności. Zwracamy uwagę, że spółka wykazuje istotnie wyższe dynamiki przychodów oraz EBITDA niż wybrani przez nas przedstawiciele sektora. Dodatkowo większość sklepów sieci jest zlokalizowana na posiadanych przez grupę gruntach (działki są nabywane odpowiednio wcześniej), co nie jest typowe dla wielu spółek z sektora. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy udział kolejnych lat w wycenie na poziomie 20/40/40%. Ostateczna wycena Dino metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **55,0 PLN** (tj. wartość spółki = 5,39 mld PLN).

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	mld PLN	PLN/akcję	Potencjał
Polska	50%	5 009,4	51,1	-39%
EM	20%	4 862,6	49,6	-41%
Europa Zach.	20%	4 562,6	46,5	-44%
Azja	10%	10 045,2	102,5	22%
Wycena końcowa	100%	5 394,3	55,0	-34%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza – Polska

	Kraj działalności	P/E			EV/EBITDA		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Jeronimo Martins	Polska, Portugalia	16,4	14,9	13,6	7,0	6,5	6,0
Eurocash	Polska	22,0	15,1	12,8	7,6	6,0	5,4
Mediana Polska		19,2	15,0	13,2	7,3	6,3	5,7
Dino		27,1	20,2	16,4	16,6	12,9	10,8
Premia/dyskonto		41,0%	35,0%	24,5%	128,2%	106,2%	89,6%
Wycena wg wskaźnika [PLN]		59,4	62,1	67,3	33,5	37,7	42,0
Waga roku		20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena wg wskaźników [PLN]			64,6			39,3	
Waga wskaźnika			50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]			51,1				
Wycena końcowa spółki [mld PLN]			5 009,4				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza – Europa Zachodnia

	Kraj działalności	P/E			EV/EBITDA		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Koninklijke Ahold Delhaize	USA, Benelux	15,4	14,9	14,7	7,3	6,9	6,6
Carrefour	Francja	18,7	15,5	13,0	5,0	4,4	3,9
WM Morisson Supermarket	Wielka Brytania	18,7	17,1	15,8	7,4	7,0	6,7
Sainsbury	Wielka Brytania	14,2	12,9	11,0	5,7	5,5	4,9
Casino Guichard Perrachon	Francja	12,4	10,4	9,1	4,7	4,4	4,0
Mediana Europa Zach.		15,4	14,9	13,0	5,7	5,5	4,9
Dino		27,1	20,2	16,4	16,6	12,9	10,8
Premia/dyskonto		76,1%	35,2%	26,3%	188,9%	134,5%	120,0%
Wycena wg wskaźnika [PLN]		47,6	62,0	66,3	25,2	32,5	35,5
Waga roku		20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena wg wskaźników [PLN]			61,8			32,9	
Waga wskaźnika			50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]			46,5				
Wycena końcowa spółki [mld PLN]			4 562,6				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza – EM

	Kraj działalności	P/E			EV/EBITDA		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Lenta	Rosja	7,8	6,8	6,1	5,4	4,8	4,2
Magnit	Rosja	9,9	8,8	7,6	5,2	4,6	3,9
Massmart	RPA	17,1	14,4	12,6	7,3	6,4	6,0
Migros Ticaret	Turcja	-3,8	-191,1	12,5	5,6	4,6	3,7
Pick'n'Pay	RPA	21,4	18,6	16,2	10,5	9,6	8,5
Shoprite	RPA	19,7	17,8	16,4	10,7	9,7	9,1
Spar Group	RPA	15,8	14,2	14,4	10,1	9,1	9,0
X5 Retail Group	Rosja	12,9	10,7	9,2	5,7	5,0	4,4
Bim Biresik	Turcja	21,8	18,6	15,4	13,8	11,7	9,6
Walmart De Mexico	Meksyk	24,1	22,6	20,7	14,0	12,7	11,6
Cia Brasileira de Distribuicao	Brazylia	6,1	5,3	4,5	2,7	2,4	2,1
Mediana EM		15,8	14,2	12,6	7,3	6,4	6,0
Dino		27,1	20,2	16,4	16,6	12,9	10,8
Premia/dyskonto		71,2%	41,9%	30,3%	126,8%	102,7%	78,4%
Wycena wg wskaźnika [PLN]		48,9	59,0	64,3	33,7	38,5	44,9
Waga roku		20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena wg wskaźników [PLN]		59,1			40,1		
Waga wskaźnika			50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		49,6					
Wycena końcowa spółki [mld PLN]		4 862,6					

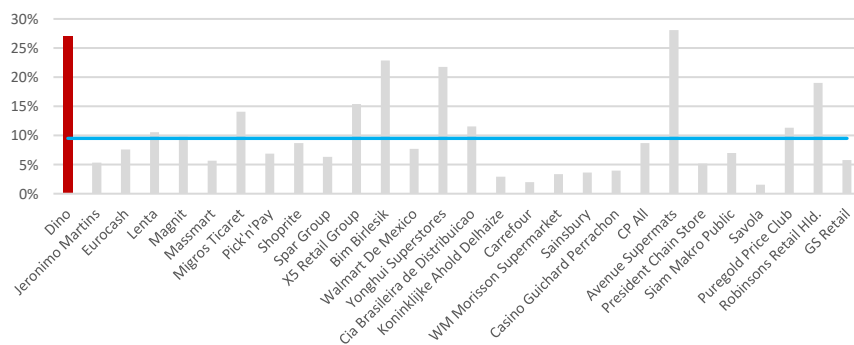
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza – Azja

	Kraj działalności	P/E			EV/EBITDA		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
CP All	Tajlandia	29,9	26,3	22,9	17,9	16,3	14,0
Avenue Supermats	Indie	86,6	66,2	52,8	50,8	39,1	31,4
President Chain Store	Tajwan	32,3	29,8	27,8	15,6	14,5	13,3
Siam Makro Public	Tajlandia	27,0	25,5	23,1	16,3	15,3	13,7
Savola	Bliski Wschód	54,6	26,4	13,0	17,9	14,0	10,7
Puregold Price Club	Filipiny	18,2	16,3	14,6	10,2	8,9	7,8
Robinsons Retail Hld.	Filipiny	19,2	17,2	15,4	10,0	8,5	7,2
GS Retail	Korea	18,5	15,9	13,8	6,7	5,5	5,2
Yonghui Superstores	Chiny	44,7	31,3	23,8	26,8	19,9	15,2
Mediana Pozostałe		29,9	26,3	22,9	16,3	14,5	13,3
Dino		27,1	20,2	16,4	16,6	12,9	10,8
Premia/dyskonto		-9,5%	-23,2%	-28,2%	2,2%	-10,9%	-19,1%
Wycena wg wskaźnika [PLN]		92,5	109,1	116,7	81,8	94,7	104,6
Waga roku		20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena wg wskaźników [PLN]		108,8			96,1		
Waga wskaźnika			50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		102,5					
Wycena końcowa spółki [mld PLN]		10 045,2					

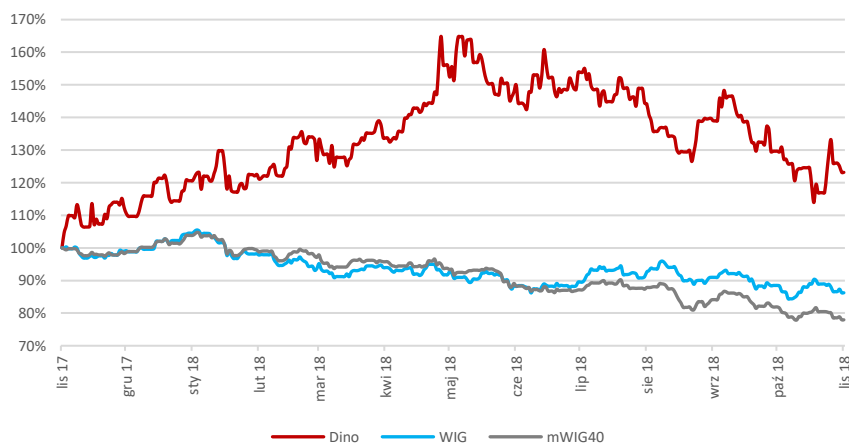
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie dynamiki przychodów w '19



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

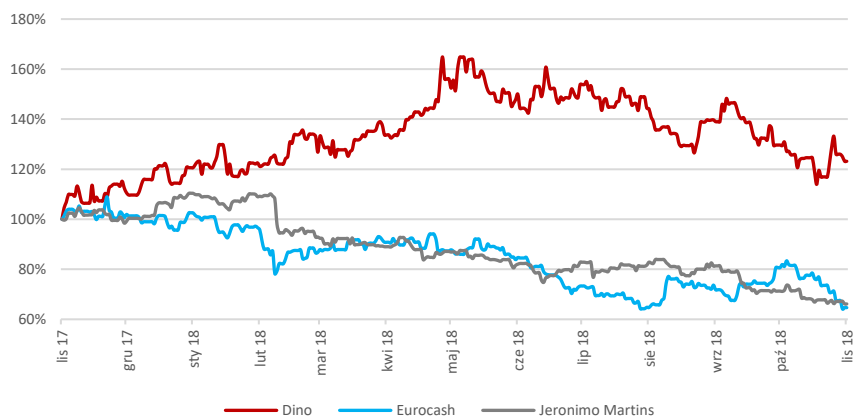
Zachowanie kursu na tle WIG



Przez większość czasu od momentu debiutu, akcje Dino zyskiwały. Od maja jednak walory grupy znajdują się w korekcie.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

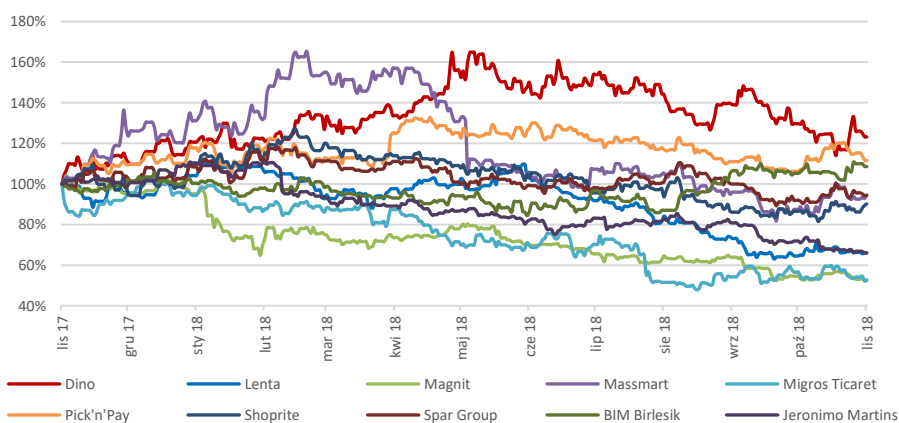
Zachowanie kursu na tle Eurocash i Jeronimo Martins



W rocznej perspektywie akcje Dino wypadły zdecydowanie lepiej niż w przypadku Eurocash i Jeronimo Martins.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle wybranych podmiotów zagranicznych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Otoczenie makroekonomiczne**

Branża FMCG jest szczególnie wrażliwa na czynniki gospodarcze. Presja deflacyjna odbija się na cenach sprzedawanych produktów, co bardzo mocno przekłada się na realizowaną marżę brutto. Na wyniki przedstawicieli sektora wyraźny efekt wywierają również spowolnienie PKB, spadek siły nabywczej, wzrost bezrobocia oraz zmniejszenie wydatków na konsumpcję.
- **Sytuacja na rynku pracy**

W ostatnich miesiącach wysokie dodatnie dynamiki notują wynagrodzenia (wzrosty po 6-7% r/r). Z jednej strony stwarza to ryzyko obciążenia rachunku wyników grupy (koszty wynagrodzeń stanowią ok. 10-11% przychodów). Z drugiej strony zwiększenie płac powoduje silniejszy popyt konsumencki. Zagrożeniem dla przedstawicieli sektora handlu, szczególnie prowadzących silną ekspansję, jest także niskie bezrobocie (problemy ze znalezieniem odpowiedniej liczby pracowników do nowych placówek).
- **Konkurencja rynkowa**

Krajowy rynek charakteryzuje się dużym rozdrobnieniem oraz silną konkurencją. Obecność dużych graczy dyskontowych (odpowiadają za ponad 30% rynku) wywiera dodatkową presję na mniejsze sieci lub sklepy niezależne. W ostatnim czasie mieliśmy do czynienia z agresywnymi kampaniami promocyjnymi i marketingowymi ze strony Biedronki oraz Lidl. Takie zachowanie głównych graczy może przekładać się na spadek obrotów oraz marż u mniejszych podmiotów.
- **Zmiany legislacyjne**

Jednym z postulatów wyborczych PiS było wprowadzenie podatku od sklepów, który pierwotnie miał być oparty o kryterium powierzchniowe (daniną miały być objęte sklepy o powierzchni przekraczającej 250 mkw., stawka podatkowa miała wynosić 2%). Następny projekt ustawy zakładał jednak, że podatek będzie dotyczył wszystkie podmioty, które przekroczą miesięczny obrót w wys. 1,5 mln PLN. Ostatecznie przyjęto koncepcję z kwotą wolną od podatku w wys. 17 mln PLN/miesięcznie. Zwracamy uwagę, że Komisja Europejska zgłosiła szereg zastrzeżeń do założeń daniny i nakazała wstrzymanie jej egzekwowania (zawieszony co najmniej do 1 stycznia 2019 roku; pojawiły się głosy, że MF pracuje nad ustawą zawieszającą do '20).

Sejm uchwalił ustawę zgodnie, z którą od 01.03.18 handel będzie możliwy tylko w 2. i 4. niedzielę miesiąca (w następnych latach mają być „dokładane” następne niedziele). Zakaz może negatywnie odbić się na szerokim sektorze handlu (spadek obrotów, przynajmniej w krótkim terminie). Szczegółowe założenia obu ustaw opisujemy na stronach 24-25.
- **Rozwój sieci**

Dino prowadzi obecnie bardzo dynamiczną ekspansję nowych placówek, głównie w regionie Polski Południowo-Zachodniej. Wśród potencjalnych ryzyk dostrzegamy: spowolnienie ekspansji (może to być negatywnie odebrane przez inwestorów), nietrafione lokalizacje (obciążenie rentowności; niższe Ifl) czy ewentualną kanibalizację istniejących sklepów.
- **Presja producencka**

W środowisku deflacyjnym spółce jest ciężko reagować na podwyżki cen prowadzone przez producentów. W efekcie rentowność brutto ze sprzedaży, którą jest w stanie osiągać Dino, ulega dużym spadkom. Z drugiej strony dynamiczny wzrost skali biznesu powinien przekładać się na uzyskiwanie lepszych warunków zakupowych.

WYNIKI 3Q'18

Rezultaty Dino w 3Q'18 okazały się zbliżone do naszych oczekiwań oraz konsensusu. Przychody grupy zwiększyły się o 28% r/r do 1,56 mld PLN (uwagę zwraca sprzedaż porównywalna, która ukształtowała się w wys. +8,6%, czyli najslabiej od 1Q'16). Marża brutto podniosła się o 1p.p. r/r do 24,2%, dzięki czemu EBITDA grupy wzrosła o 30% r/r do 141,5 mln PLN. Wynik netto ukształtował się na poziomie 82,3 mln PLN (+30% r/r). Przepływy z działalności operacyjnej były bliskie 150,9 mln PLN, a wskaźnik dług netto/EBITDA pozostał na poziomie 1,3x. Na koniec kwartału sieć liczyła 895 sklepów o łącznej powierzchni sprzedażowej 343,3 tys. mkw.

Wyniki Dino za 3Q'18 [mln PLN]

	3Q'17	3Q'18	zmiana r/r	3Q'18P kons.	odchylenie	//	1-3Q'17	1-3Q'18	zmiana r/r
Przychody	1 220,2	1 558,5	27,7%	1 571,6	-0,8%		3 238,6	4 267,6	31,8%
Wynik brutto ze sprzedaży	282,6	376,7	33,3%	-	-		741,0	1 007,5	36,0%
EBITDA	108,9	141,5	29,9%	141,1	0,3%		262,9	370,5	40,9%
EBIT	86,4	113,0	30,8%	112,4	0,6%		200,8	290,0	44,4%
Wynik brutto	77,0	101,5	31,8%	-	-		173,7	258,0	48,5%
Wynik netto	63,5	82,3	29,5%	82,3	0,0%		140,7	208,7	48,4%
marża brutto ze sprzedaży	23,2%	24,2%		-			22,9%	23,6%	
marża EBITDA	8,9%	9,1%		9,0%			8,1%	8,7%	
marża EBIT	7,1%	7,3%		7,2%			6,2%	6,8%	
marża netto	5,2%	5,3%		5,2%			4,3%	4,9%	

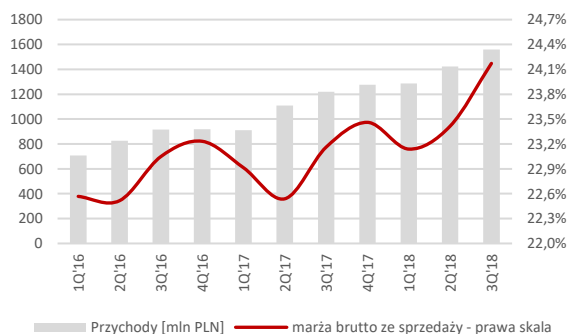
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Ścieżka wynikowa w poprzednich okresach [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	//	2014	2015	2016	2017
Przychody	707,4	826,1	916,6	919,4	910,3	1 108,1	1 220,2	1 277,4	1 285,6	1 423,5	1 558,5		2 108,0	2 589,6	3 369,5	4 515,9
Wynik brutto ze sprzedaży	159,6	186,0	211,3	213,6	208,6	249,7	282,6	299,7	297,5	333,3	376,7		463,9	584,9	770,5	1 040,6
EBITDA	53,1	66,9	76,7	84,2	65,5	88,5	108,9	126,2	104,4	124,6	141,5		147,7	210,2	280,8	389,1
EBIT	38,6	52,0	59,4	65,6	46,3	68,1	86,4	102,4	79,3	97,7	113,0		105,8	160,1	215,6	303,2
Wynik brutto	30,8	44,6	51,5	59,5	38,0	58,7	77,0	92,3	69,3	87,2	101,5		79,3	135,2	186,5	266,0
Wynik netto	23,4	37,9	52,0	38,0	30,5	46,7	63,5	72,9	55,9	70,5	82,3		66,1	122,2	151,2	213,6
marża brutto ze sprzedaży	22,6%	22,5%	23,0%	23,2%	22,9%	22,5%	23,2%	23,5%	23,1%	23,4%	24,2%		22,0%	22,6%	22,9%	23,0%
marża EBITDA	7,5%	8,1%	8,4%	9,2%	7,2%	8,0%	8,9%	9,9%	8,1%	8,8%	9,1%		7,0%	8,1%	8,3%	8,6%
marża EBIT	5,5%	6,3%	6,5%	7,1%	5,1%	6,1%	7,1%	8,0%	6,2%	6,9%	7,3%		5,0%	6,2%	6,4%	6,7%
marża netto	3,3%	4,6%	5,7%	4,1%	3,3%	4,2%	5,2%	5,7%	4,4%	5,0%	5,3%		3,1%	4,7%	4,5%	4,7%
zmiana przychodów r/r [%]					29%	34%	33%	39%	41%	28%	28%			23%	30%	34%
zmiana EBITDA r/r [%]					23%	32%	42%	50%	59%	41%	30%			42%	34%	39%
zmiana wyniku netto r/r [%]					30%	23%	22%	92%	84%	51%	29%			85%	24%	41%
Liczba sklepów [szt.]	537	563	589	628	639	677	718	775	800	849	895		410	511	628	775
Powierzchnia EoP [tys. mkw.]	199,2	210,0	221,8	238,4	242,6	257,1	273,0	295,2	305,4	324,9	343,3		151,5	191,6	238,4	295,2
Ifi [%]	8,4%	12,0%	10,8%	13,5%	12,6%	16,5%	16,1%	18,8%	20,3%	10,0%	8,6%		4,2%	5,1%	11,3%	16,2%

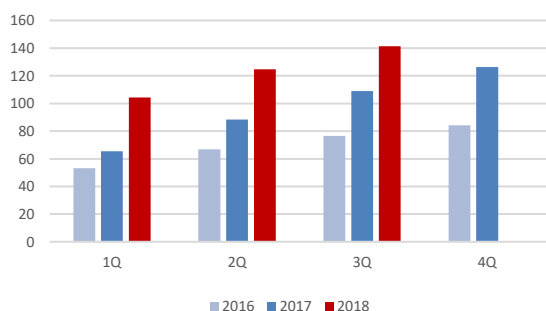
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża brutto ze sprzedaży



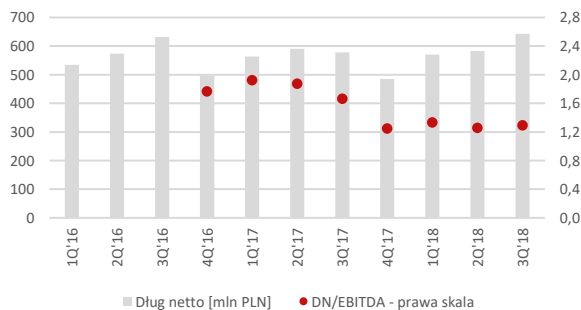
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Porównanie kwartalnej EBITDA [mln PLN]



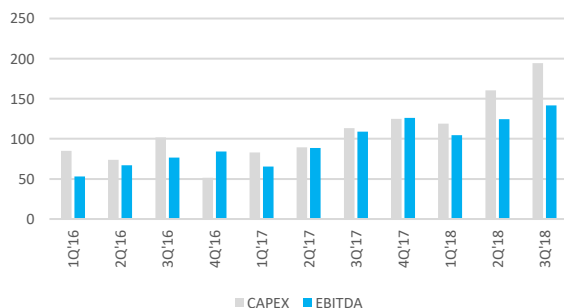
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Dług netto/EBITDA ltm [mln PLN]



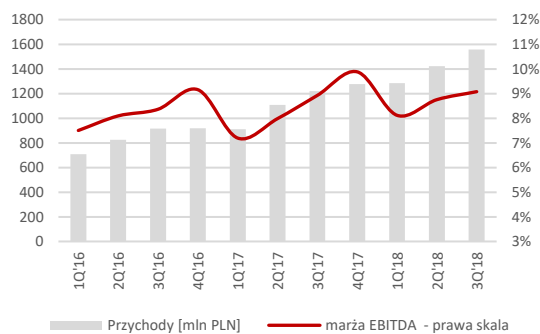
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

CAPEX na tle EBITDA [mln PLN]



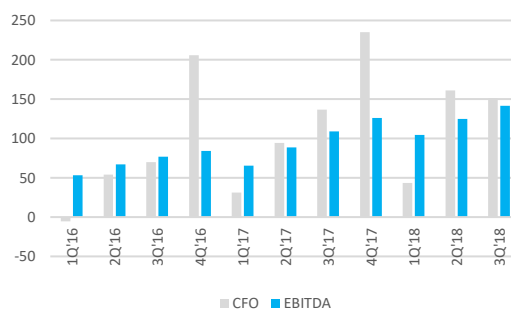
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża EBITDA



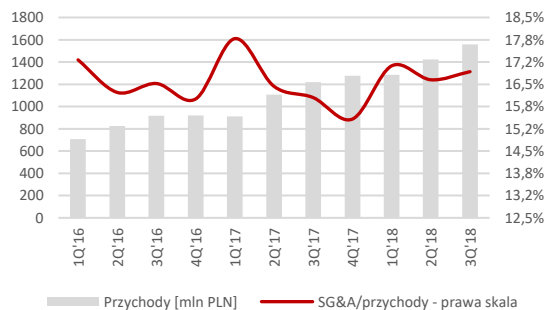
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

CF Operacyjny vs EBITDA [mln PLN]



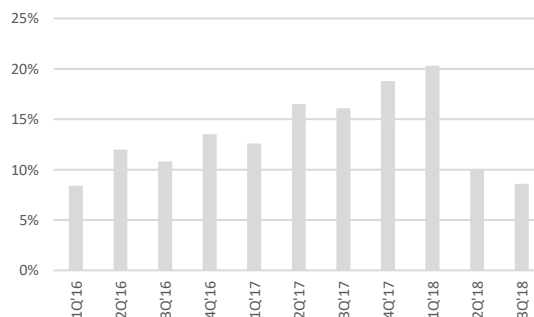
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A na tle przychodów



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Odczyty like-for-like [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Na telekonferencji wynikowej zarząd Dino wskazał, że w 4Q'18 spółka zamierza otworzyć ok. 70 placówek oraz że odczyt sprzedaży porównywalnej powinien osiągnąć nieco lepsze wartości niż w 3Q'18 (w całym '18 >+10%). Dodatkowo całoroczny CAPEX ma mieścić się w przedziale 600-650 mln PLN. W modelu przyjęliśmy zbliżone założenia – zakładamy uruchomienie 62 sklepów w bieżącym kwartale oraz ok. 9% odczyt Ifl. W naszej ocenie powinno to pozwolić na osiągnięcie ok. 1,64 mld PLN przychodów (+28% r/r). Przyjmujemy, że marża brutto będzie ulegała dalszej poprawie i zwiększy się do 23,8% (+0,3 p.p. r/r; patrząc jednak na skalę poprawy w poprzednich okresach traktujemy to jako wartość konserwatywną). Na poziomie EBITDA estymujemy 157,8 mln PLN, z kolei wynik netto może wzrosnąć do 94,7 mln PLN, czyli odpowiednio więcej o 25%/30% r/r. Tym samym w ujęciu całorocznym obroty zwiększą się do 5,91 mld PLN, EBITDA do 528 mln PLN, a zysk netto do 303 mln PLN.

W perspektywie przyszłego roku przyjmujemy, że dynamika sprzedaży porównywalnej będzie mieścić się w przedziale 11-12% i że spółka otworzy 160-170 sklepów (ok 431 tys. mkw.; założenie poniżej wskazań zarządu: celem jest przyspieszenie ekspansji vs '18, czyli >180 placówek). Prognozujemy, że dzięki temu Dino wypracuje 7,50 mld PLN przychodów. Wzrost skali biznesu powinien umożliwić dalszą poprawę marży brutto i przyjmujemy, że wyniesie ona 24,1% (+0,4 p.p. r/r; wolniej niż w '18). Szacujemy, że przyszlatoroczna EBITDA zwiększy się do 680 mln PLN, a zysk netto do 407 mln PLN. Oczekujemy, że nakłady inwestycyjne będą bliskie 680-690 mln PLN, z kolei wskaźnik DN/EBITDA może spaść do 0,8x. Wśród głównych ryzyk dostrzegamy przede wszystkim wysoką bazę sprzedażową oraz wymagającą sytuację na rynku pracy, która z jednej strony objawia się jako presja na wzrost wynagrodzeń, a z drugiej może powodować trudności ze znalezieniem odpowiedniej „obsady” dla nowych sklepów.

W kolejnych latach zakładamy stopniowe wyhamowanie dynamik tempa otwarć (do '21 powinno ono jednak być dwucyfrowe; grupa działa przede wszystkim w regionie Polski Południowo-Zachodniej i ma dużo miejsca do rozwoju w pozostałych województwach). W modelu przyjmujemy, że pierwsza dywidenda dla akcjonariuszy pojawi się dopiero w '22. Nie spodziewamy się także, aby Dino w najbliższej przyszłości zdecydowała się na rozwój w formie akwizycji.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18P	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	910,3	1 108,1	1 220,2	1 277,4	1 285,6	1 423,5	1 558,5	1 640,8	1 611,9	1 838,2	1 987,7	2 065,1	3 369,5	4 515,9	5 908,4	7 503,0	9 086,0
Wynik brutto ze sprzedaży	208,6	249,7	282,6	299,7	297,5	333,3	376,7	390,5	379,6	438,6	489,8	501,3	770,5	1 040,6	1 398,0	1 809,4	2 190,2
EBITDA	65,5	88,5	108,9	126,2	104,4	124,6	141,5	157,8	127,5	161,9	184,9	205,6	280,8	389,1	528,3	679,8	803,0
EBIT	46,3	68,1	86,4	102,4	79,3	97,7	113,0	128,0	95,8	129,1	150,2	168,9	215,6	303,2	418,0	543,9	651,1
Wynik brutto	38,0	58,7	77,0	92,3	69,3	87,2	101,5	116,9	85,2	118,3	139,7	158,7	186,5	266,0	374,9	501,9	617,3
Wynik netto	30,5	46,7	63,5	72,9	55,9	70,5	82,3	94,7	69,0	95,8	113,2	128,5	151,2	213,6	303,4	406,6	500,0
marża brutto ze sprzedaży	22,9%	22,5%	23,2%	23,5%	23,1%	23,4%	24,2%	23,8%	23,6%	23,9%	24,6%	24,3%	22,9%	23,0%	23,7%	24,1%	24,1%
marża EBITDA	7,2%	8,0%	8,9%	9,9%	8,1%	8,8%	9,1%	9,6%	7,9%	8,8%	9,3%	10,0%	8,3%	8,6%	8,9%	9,1%	8,8%
marża EBIT	5,1%	6,1%	7,1%	8,0%	6,2%	6,9%	7,3%	7,8%	5,9%	7,0%	7,6%	8,2%	6,4%	6,7%	7,1%	7,2%	7,2%
marża netto	3,3%	4,2%	5,2%	5,7%	4,4%	5,0%	5,3%	5,8%	4,3%	5,2%	5,7%	6,2%	4,5%	4,7%	5,1%	5,4%	5,5%
Liczba sklepów [szt.]	639	677	718	775	800	849	895	957	980	1 025	1 067	1 124	628	775	957	1 124	1 271
Powierzchnia EoP [tys. mkw.]	242,6	257,1	273,0	295,2	305,4	324,9	343,3	367,1	375,9	393,2	409,4	431,3	238,4	295,2	367,1	431,3	487,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Porównanie prognoz DM BDM na tle konsensusu w latach 2018-20 [mln PLN]

	2018			2019			2020		
	BDM	Konsensus	odchylenie	BDM	Konsensus	odchylenie	BDM	Konsensus	odchylenie
Przychody	5 908,4	5 881,0	0,5%	7 503,0	7 513,0	-0,1%	9 086,0	9 253,0	-1,8%
Wynik brutto ze sprzedaży	1 398,0	1 396,7	0,1%	1 809,4	1 788,1	1,2%	2 190,2	2 217,7	-1,2%
EBITDA	528,3	533,3	-0,9%	679,8	687,7	-1,2%	803,0	855,7	-6,2%
EBIT	418,0	419,4	-0,3%	543,9	545,2	-0,2%	651,1	683,9	-4,8%
Wynik brutto	374,9	376,0	-0,3%	501,9	494,4	1,5%	617,3	632,6	-2,4%
Wynik netto	303,4	304,2	-0,2%	406,6	402,0	1,1%	500,0	511,9	-2,3%
marża brutto ze sprzedaży	23,7%	23,8%		24,1%	23,8%		24,1%	24,0%	
marża EBITDA	8,9%	9,1%		9,1%	9,2%		8,8%	9,2%	
marża EBIT	7,1%	7,1%		7,2%	7,3%		7,2%	7,4%	
marża netto	5,1%	5,2%		5,4%	5,4%		5,5%	5,5%	

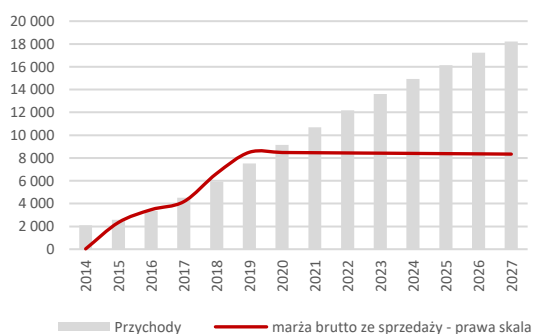
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Prognoza ogólna na lata 2018-2027 [mln PLN]

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	2 589,6	3 369,5	4 515,9	5 908,4	7 503,0	9 086,0	10 603,7	12 035,9	13 373,3	14 607,9	15 732,3	16 740,0	17 626,0
Wynik brutto ze sprzedaży	584,9	770,5	1 040,6	1 398,0	1 809,4	2 190,2	2 555,0	2 898,9	3 219,7	3 515,4	3 784,4	4 025,2	4 236,5
EBITDA	210,2	280,8	389,1	528,3	679,8	803,0	930,0	1 048,1	1 154,5	1 250,2	1 334,0	1 406,3	1 466,6
EBIT	160,1	215,6	303,2	418,0	543,9	651,1	751,5	844,3	929,2	1 006,1	1 075,0	1 135,7	1 188,5
Wynik brutto	135,2	186,5	266,0	374,9	501,9	617,3	727,0	829,1	919,7	1 003,5	1 075,9	1 137,7	1 191,0
Wynik netto	122,2	151,2	213,6	303,4	406,6	500,0	588,9	671,5	745,0	812,8	871,5	921,5	964,7
marża brutto ze sprzedaży	22,6%	22,9%	23,0%	23,7%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,0%	24,0%
marża EBITDA	8,1%	8,3%	8,6%	8,9%	9,1%	8,8%	8,8%	8,7%	8,6%	8,6%	8,5%	8,4%	8,3%
marża EBIT	6,2%	6,4%	6,7%	7,1%	7,2%	7,2%	7,1%	7,0%	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%	6,7%
marża netto	4,7%	4,5%	4,7%	5,1%	5,4%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%
zmiana r/r													
Przychody		30%	34%	31%	27%	21%	17%	14%	11%	9%	8%	6%	5%
EBITDA		34%	39%	36%	29%	18%	16%	13%	10%	8%	7%	5%	4%
EBIT		35%	41%	38%	30%	20%	15%	12%	10%	8%	7%	6%	5%
Wynik netto		24%	41%	42%	34%	23%	18%	14%	11%	9%	7%	6%	5%
Liczba sklepów [szt.]	511	628	775	957	1 124	1 271	1 397	1 505	1 598	1 679	1 748	1 807	1 858
zmiana r/r [szt.]	101	117	147	182	167	147	126	108	93	80	69	59	51
zmiana r/r [%]	25%	23%	23%	23%	17%	13%	10%	8%	6%	5%	4%	3%	3%
Powierzchnia EoP [tys. mkw.]	191,6	238,4	295,2	367,1	431,3	487,5	535,8	577,4	613,1	643,8	670,3	693,0	712,6

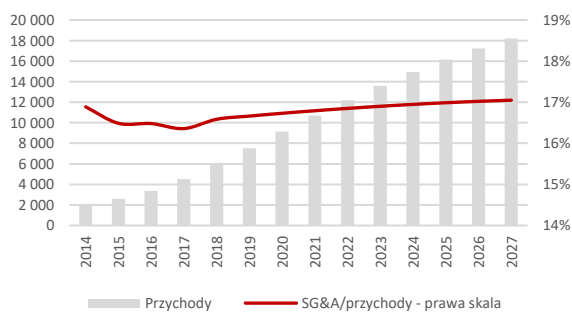
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i marża brutto ze sprzedaży



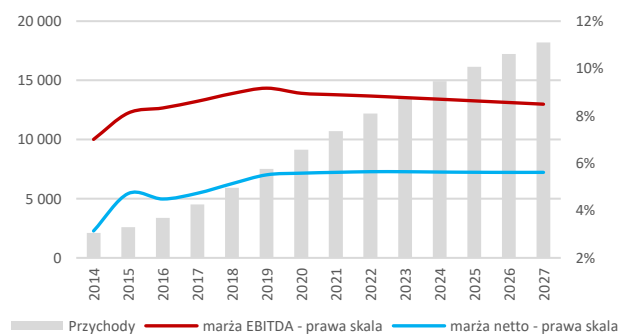
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SG&A vs przychody [mld PLN]



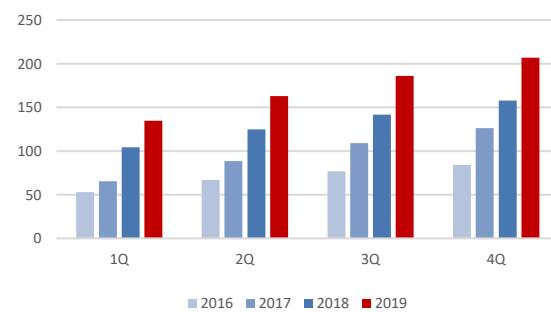
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w ujęciu rocznym



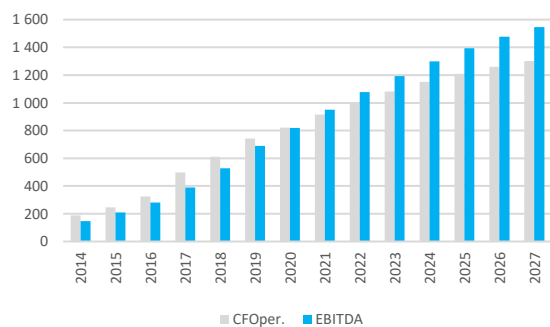
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Porównanie EBITDA w ujęciu kwartalnym



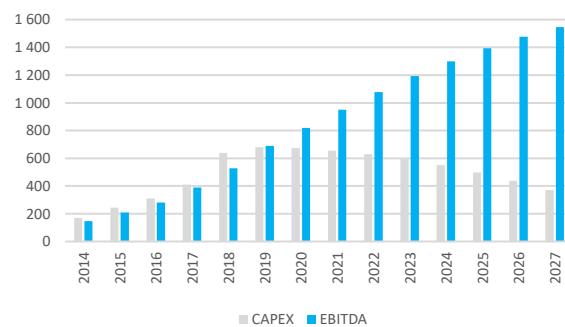
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CF Operacyjny na tle EBITDA [mln PLN]



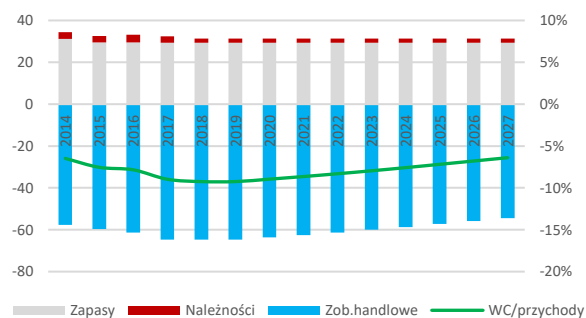
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CAPEX na tle EBITDA [mln PLN]



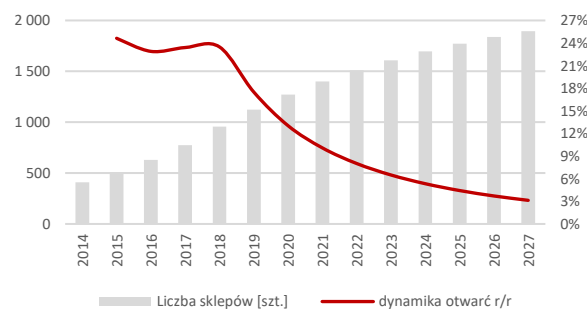
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kapitał obrotowy (rotacja w dniach)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój sieci w kolejnych latach [szt]

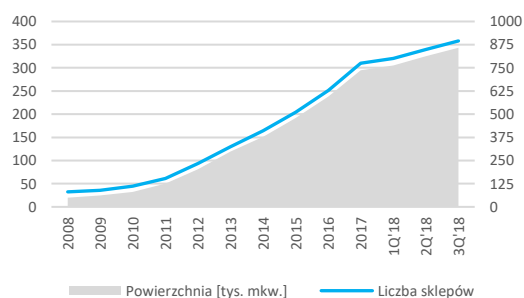


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

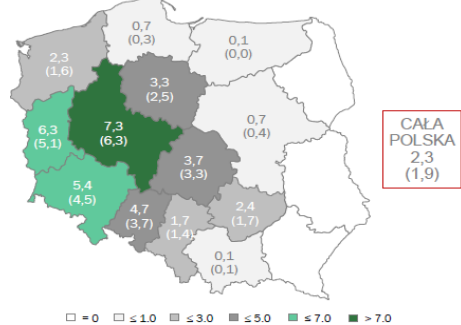
OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI

Dino Polska jest siecią, która funkcjonuje w segmencie proximity i zajmuje się przede wszystkim handlem detalicznym artykułami spożywczymi. Model biznesowy grupy opiera się na otwieraniu sklepów, których sala sprzedaży wynosi ok. 400 mkw., a same placówki docelowo są lokalizowane w okolicy miejsc zamieszkania lub miejsc o dużym natężeniu ruchu (zwracamy uwagę, że generalnym wykonawcą zdecydowanej większości sklepów jest spółka Krot Invest, której właścicielem jest główny udziałowiec Dino, Tomasz Biernacki). Na koniec 3Q'18 sieć liczyła 895 placówek o łącznej powierzchni ok. 343 tys. mkw. Każdy sklep oferuje klientom ok. 5 tys. pozycji asortymentowych (SKU), w tym produkty świeże oraz mięsne (w dużej mierze produkowane w posiadanych przez grupę zakładach mięsnych Agro-Rydzyna; wyroby mięsne odpowiadają za ok. 16% łącznej sprzedaży).

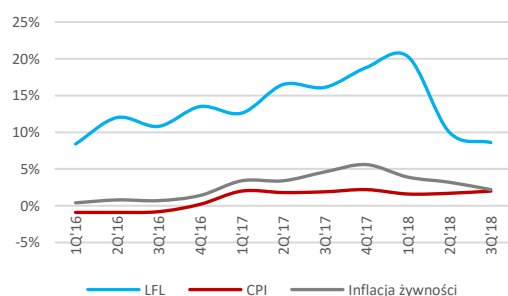
Rozwój sieci – sklepy i powierzchnia



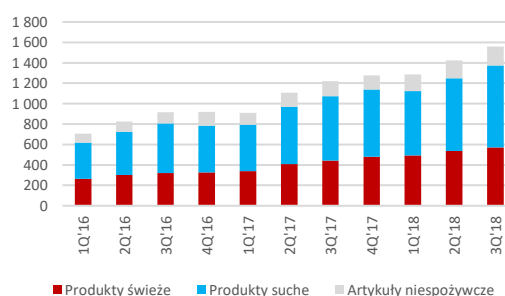
Nasylenie województw sklepami Dino [sklep/100tys. osób]



Sprzedaż Ifl na tle inflacji



Struktura asortymentowa sprzedaży



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura asortymentowa sprzedaży

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	//	2014	2015	2016	2017
RAZEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Produkty świeże	37,3%	36,5%	35,0%	35,5%	37,3%	36,7%	36,3%	37,7%	38,3%	37,8%	36,6%		38%	37%	36%	37%
mięso	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		17%	16%	16%	16%
Produkty suche, napoje, papierosy	50,3%	51,1%	52,8%	49,7%	50,0%	50,7%	51,7%	51,3%	49,1%	49,8%	51,6%		50%	51%	51%	51%
Art.. Niespożywcze	12,4%	12,4%	12,2%	14,8%	12,7%	12,6%	12,0%	11,0%	12,6%	12,4%	11,8%		12,0%	12,0%	13,0%	12,0%
Przychody [mln PLN]	707,4	826,1	916,6	919,4	910,3	1 108,1	1 220,2	1 277,4	1 285,6	1 423,5	1 558,5		2 108	2 590	3 370	4 516
Produkty świeże	264	302	321	327	340	407	443	482	492	538	570		801	958	1 213	1 671
mięso	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		358	414	539	723
Produkty suche, napoje, papierosy	356	422	484	457	455	562	631	655	631	709	804		1 054	1 321	1 718	2 303
Art.. Niespożywcze	88	102	112	136	116	140	146	140	162	177	184		253	311	438	542
zmiana r/r					28,7%	34,1%	33,1%	38,9%	41,2%	28,5%	27,7%			22,8%	30,1%	34,0%
Produkty świeże					28,7%	34,9%	38,1%	47,4%	45,0%	32,3%	28,8%			19,6%	26,6%	37,7%
mięso					-	-	-	-	-	-	-			15,6%	30,1%	34,0%
Produkty suche, napoje, papierosy					27,9%	33,1%	30,3%	43,6%	38,7%	26,2%	27,5%			25,3%	30,1%	34,0%
Art.. Niespożywcze					31,8%	36,3%	30,9%	3,1%	40,1%	26,4%	25,6%			22,8%	41,0%	23,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Głównym udziałowcem jest założyciel i przewodniczący rady nadzorczej Tomasz Biernacki, który kontroluje 51,1% udziałów grupy. Pozostali akcjonariusze posiadają poniżej 5% akcji Dino.

Główni akcjonariusze spółki

	Liczba akcji	% akcji	Liczba głosów	% głosów
Tomasz Biernacki	50,1	51,1%	50,1	51,1%
Pozostali	47,9	48,9%	47,9	48,9%
RAZEM	98,0	100,0%	98,0	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Strategia grupy zakłada koncentrację na 3 obszarach:

Kontynuacja szybkiego organicznego wzrostu sieci	Dino planuje przekroczyć liczbę 1,2 tys. sklepów do końca 2020 roku. Grupa zamierza zwiększać zagęszczenie sklepów na obecnych obszarach działalności (gł. Polska Południowo-Zachodnia) oraz stopniową ekspansję na północne i wschodnie regiony kraju. Szacunkowy CAPEX przypadający na 1 sklep wynosi ok. 2,4 mln PLN (obejmuje koszty budowy i koszt gruntu).
Kontynuacja wzrostu sprzedaży LFL	Spółka zamierza otwierać placówki w lokalizacjach dających pole do zwiększenia liczby klientów oraz przeciętnego paragonu, który przypada na kupującego.
Poprawa rentowności	Jednym z celów Dino jest kontynuacja wzrostu marż, co ma być osiągnięte m.in. dzięki rosnącej skali działalności, „korzystnej charakterystyce modelu biznesowego” i „inicjatywom strategicznym”.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

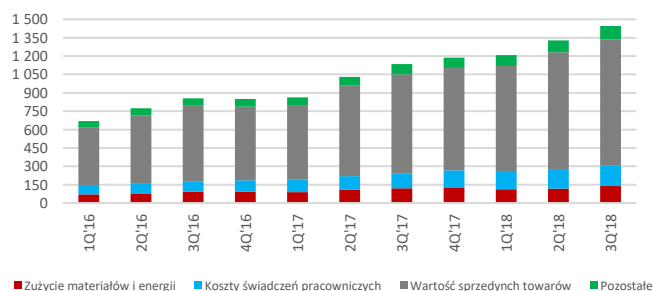
W strukturze kosztów rodzajowych można wyróżnić 3 zasadnicze grupy, tj. wartość sprzedanych towarów (ok. 72% kosztów), świadczenia pracownicze (ok. 11-12%) oraz zużycie materiałów i energii (ok. 9%).

Struktura kosztów rodzajowych

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	//	2014	2015	2016	2017	1-3Q'18
RAZEM	669,6	773,3	854,1	849,8	861,4	1 031,1	1 134,0	1 187,4	1 207,3	1 327,0	1 444,8		2 000,1	2 431,6	3 146,8	4 214,0	3 979,1
Amortyzacja	14,5	14,9	17,2	18,5	19,2	20,4	22,5	23,8	25,1	26,9	28,4		41,9	50,2	65,2	85,9	80,5
Zużycie mat. i energii	71,5	77,6	90,5	92,0	90,1	108,9	121,6	123,6	112,8	118,6	138,3		232,7	263,8	331,6	444,1	369,8
Usługi obce	28,4	34,6	34,9	35,3	36,0	39,9	46,3	47,4	52,0	57,7	67,9		94,1	107,9	133,3	169,6	177,5
Podatki i opłaty	4,5	4,4	4,1	4,2	5,7	6,2	6,1	5,9	7,5	7,8	7,4		9,8	13,2	17,1	23,9	22,7
Koszty św.pracowniczych	74,0	80,2	88,6	93,3	100,5	111,3	122,9	142,3	142,1	158,0	170,6		207,5	255,1	336,1	477,0	470,7
Pozostałe koszty rodzaj	3,7	4,2	5,1	2,3	3,2	3,7	5,8	4,6	3,4	4,5	5,6		15,7	11,3	15,3	17,3	13,5
Wart. sprzedanych towarów	474,9	557,4	614,9	602,6	609,5	742,0	806,9	838,5	864,2	955,9	1 025,7		1 399,8	1 730,1	2 249,9	2 996,9	2 845,8
Zm. stanu produktów	-1,9	-0,1	-1,2	1,5	-2,7	-1,3	2,0	1,3	0,1	-2,4	0,9		-1,4	0,1	-1,8	-0,7	-1,3
udział																	
Amortyzacja	2,2%	1,9%	2,0%	2,2%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,1%	2,0%	2,0%		2,1%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%
Zużycie mat. i energii	10,7%	10,0%	10,6%	10,8%	10,5%	10,6%	10,7%	10,4%	9,3%	8,9%	9,6%		11,6%	10,8%	10,5%	10,5%	9,3%
Usługi obce	4,2%	4,5%	4,1%	4,2%	4,2%	3,9%	4,1%	4,0%	4,3%	4,3%	4,7%		4,7%	4,4%	4,2%	4,0%	4,5%
Podatki i opłaty	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,5%		0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%
Koszty św.pracowniczych	11,1%	10,4%	10,4%	11,0%	11,7%	10,8%	10,8%	12,0%	11,8%	11,9%	11,8%		10,4%	10,5%	10,7%	11,3%	11,8%
Pozostałe koszty rodzaj	0,6%	0,5%	0,6%	0,3%	0,4%	0,4%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,4%		0,8%	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%
Wart. sprzedanych towarów	70,9%	72,1%	72,0%	70,9%	70,7%	72,0%	71,2%	70,6%	71,6%	72,0%	71,0%		70,0%	71,1%	71,5%	71,1%	71,5%
Zm. stanu produktów	-0,3%	0,0%	-0,1%	0,2%	-0,3%	-0,1%	0,2%	0,1%	0,0%	-0,2%	0,1%		-0,1%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Struktura kosztów rodzajowych [mln PLN]



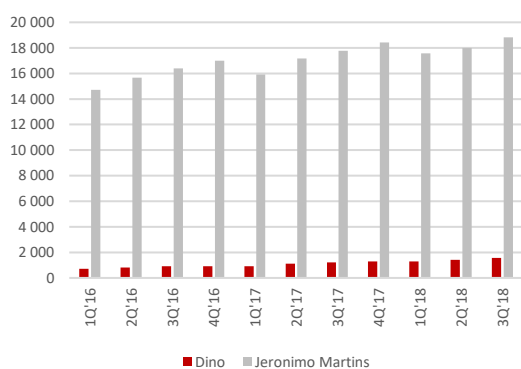
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DINO NA TLE JERONIMO MARTINS

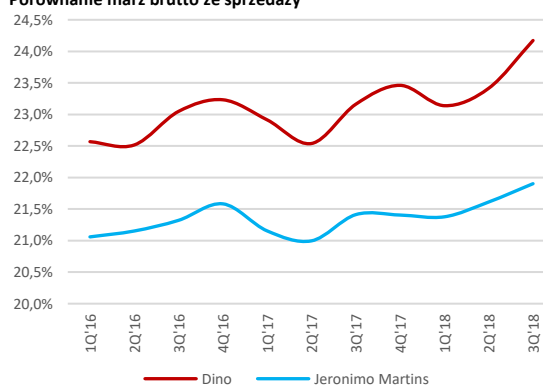
Uważamy, że podmiotem, do którego należy porównywać Dino jest przede wszystkim grupa Jeronimo Martins, prowadząca sieci m.in. Biedronka, Pingo Doce i Recheio. Porównując obie spółki widać, że Jeronimo Martins generuje niższe marże brutto, EBITDA oraz netto, co można po części przypisać wpływowi części hurtowej (w Portugalii) oraz niższej rentowności Biedronki w Polsce (obszar dyskontów; Dino działa jako format proximity). Średnia marża EBITDA JM wynosi ok. 6,0% (sieć Biedronka ma rentowność na poziomie 7,3%), natomiast w przypadku Dino jest to poziom ok. 8,3-8,5%. Jeronimo Martins opiera swój model biznesowy na agencjach, format franczyzowy sklepów jest dopiero rozwijany i stanowi poniżej 5% całej sieci. Zdecydowanie większa powierzchnia sklepów Biedronki (ok. 1,7x sklep Dino) powoduje, że wyższa jest również sprzedaż/sklep (ponad 2,5x); jednak w przeliczeniu na mkw. dysproporcja jest istotnie mniejsza (ok. 1,4x na korzyść Biedronki). Zwracamy przy okazji uwagę na znacznie szybsze tempo otwarcia nowych placówek przez Dino.

Porównanie Dino na tle Jeronimo Martins

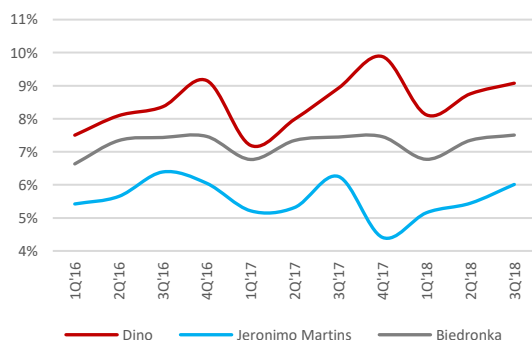
Przychody Dino na tle Jeronimo Martins [mln PLN]



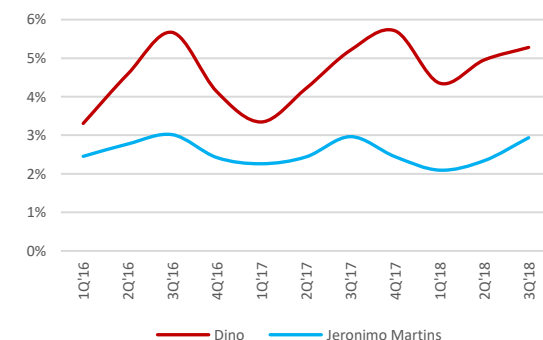
Porównanie marż brutto ze sprzedaży



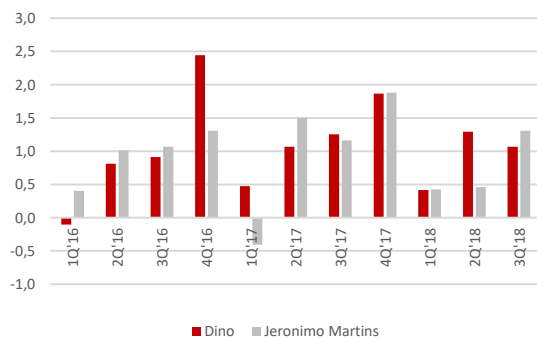
Porównanie marż EBITDA Dino, Jeronimo Martins i Biedronki



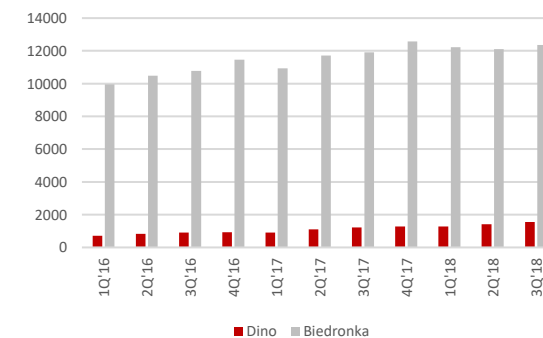
Porównanie marż netto Dino i Jeronimo Martins



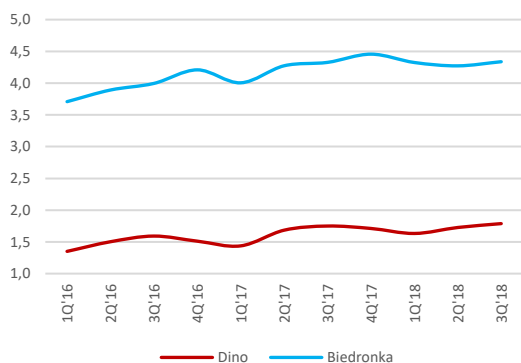
CFO na tle EBITDA – uł. kwartalne



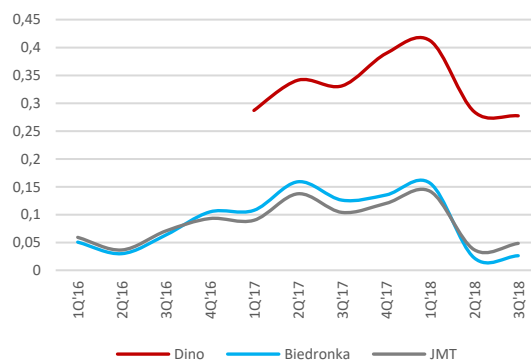
Przychody Dino na tle Biedronki [mln PLN]



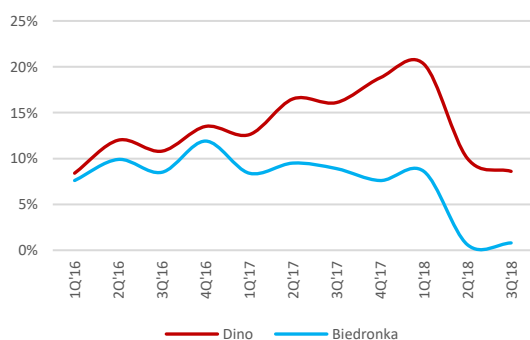
Sprzedaż/sklep [mln PLN]



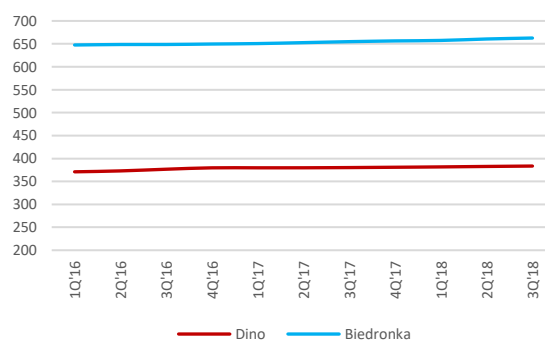
Dynamika przychodów Dino, Jeronimo Martins i Biedronki



Sprzedaż lfi Dino i Biedronki



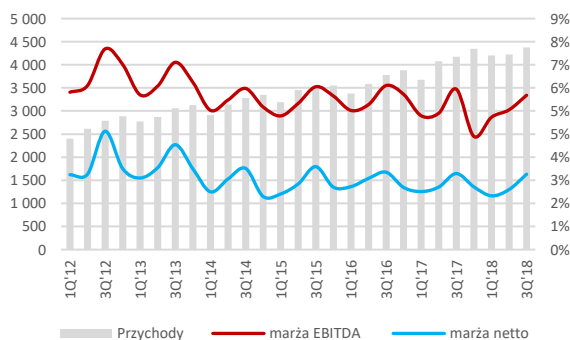
Średnia wielkość sklepu [mkw.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Ogólne spojrzenie na Jeronimo Martins

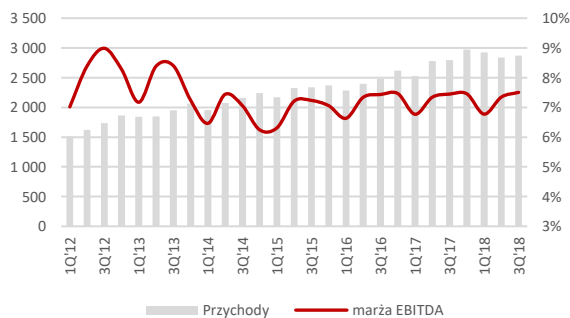
Marże EBITDA i netto Jeronimo Martins



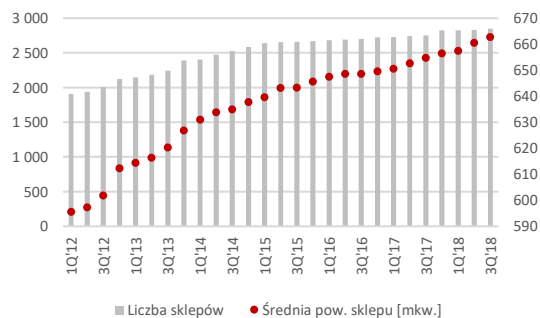
CFO na tle EBITDA (ujęcie kwartalne) [mln EUR]



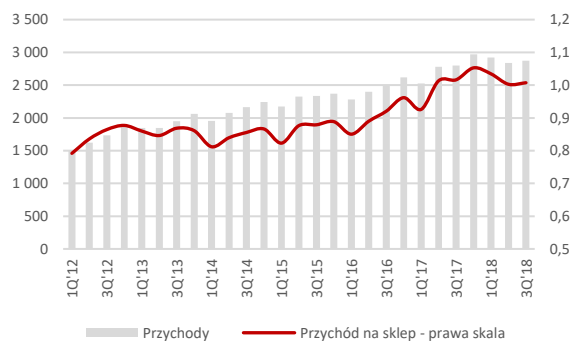
Rentowność EBITDA sieci Biedronka [mln EUR]



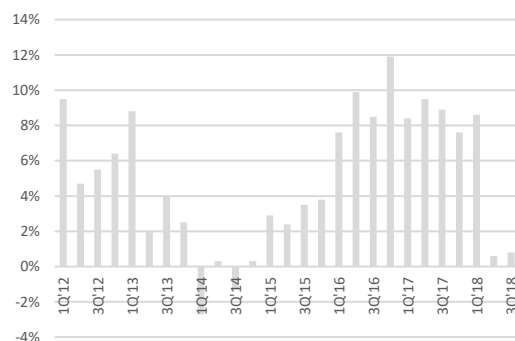
Rozwój sieci Biedronka



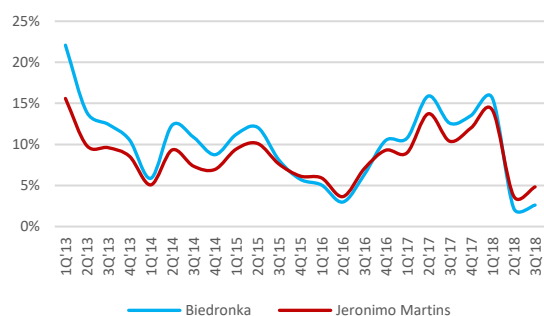
Przychód na sklep sieci [mln EUR]



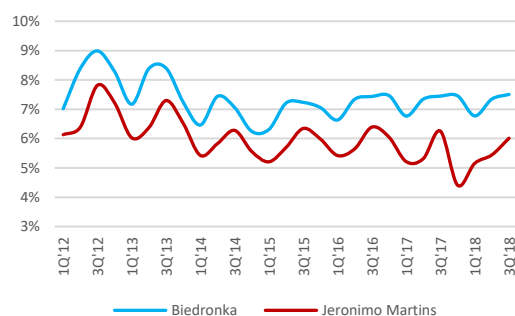
Sprzedaż Ifi Biedronki



Dynamika przychodów Biedronki na tle Jeronimo Martins



Porównanie marż EBITDA Biedronki i Jeronimo Martins

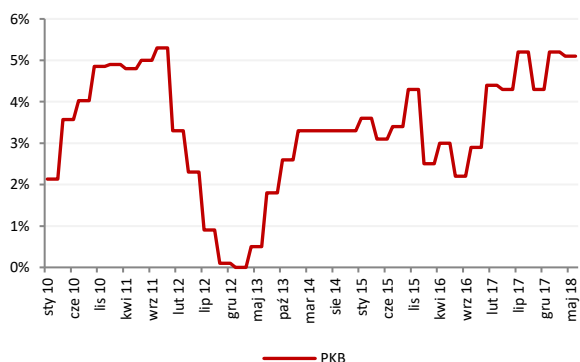


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

OTOCZENIE RYNKOWE

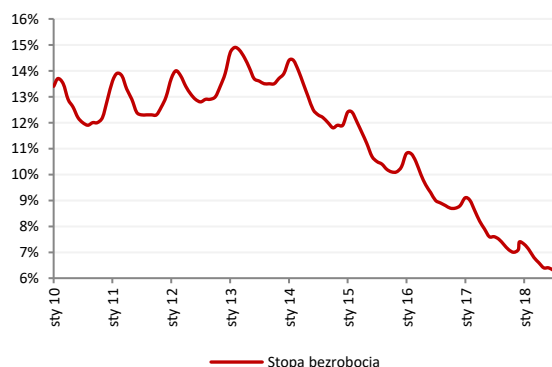
Od początku 2013 roku zauważalna jest poprawa optymizmu konsumentów, co jest widoczne po zmianie wskaźnika koniunktury konsumenckiej. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała we wrześniu wzrost o 5,6% (w sierpniu wyniosła 9,0% r/r). Na zachowanie tendencji wskazują również poprzednie odczyty. Sprzedaż w kategorii żywność i zanutowała w ostatnim miesiącu wzrost o 1,2% r/r. Głównym czynnikiem stymulującym wzrost gospodarczy jest konsumpcja, którą napędza rządowy program 500+. W ostatnim miesiącu inflacja CPI ukształtowała się w okolicy 1,9% (w obszarze żywności i napojów bezalkoholowych +2,3%, a w przypadku napojów alkoholowych i tytoniu +1,6%). Na budżety gospodarstw domowych z pewnością wpływa dobra sytuacja na rynku pracy. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach cały czas się obniża – we wrześniu wyniosła 5,7%. Według danych GUS, zwiększa się przeciętny poziom zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Nieprzerwanie rośnie również średnie wynagrodzenie, które we wrześniu wyniosło ok. 4,8 tys. PLN (+6,7% r/r i -0,6% m/m). Mając na uwadze wymienione czynniki można oczekiwać zwiększenia konsumpcji gospodarstw domowych. Kategoria „Żywność” odpowiada (wg odczytów GUS) za ok. 20% realizowanych wydatków, ustępując jedynie środkom przeznaczanym na użytkowanie mieszkania.

PKB



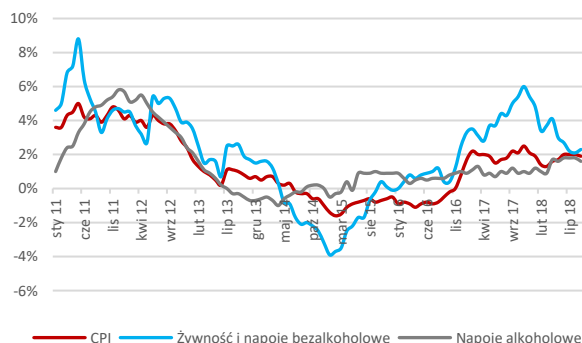
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa bezrobocia



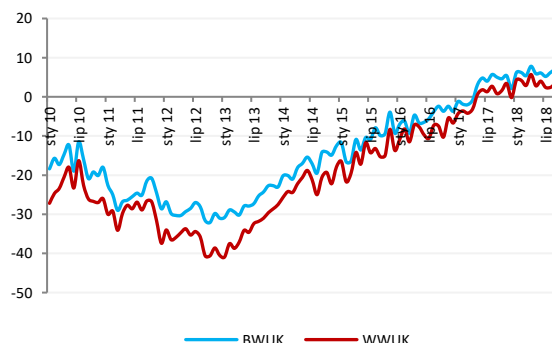
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

CPI, CPI dla artykułów żywnościowych, CPI dla wyrobów tytoniowych



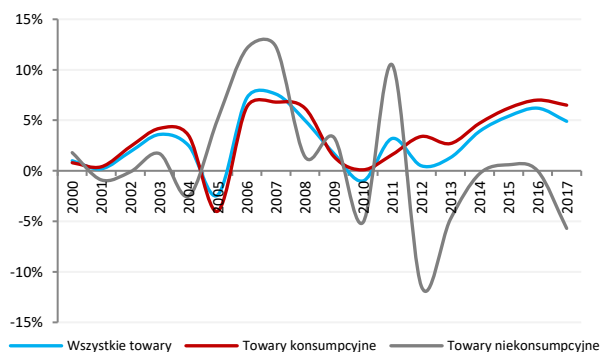
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Wskaźniki koniunktury konsumenckiej



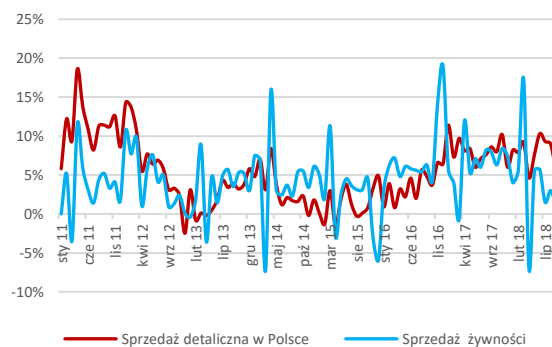
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Sprzedaż towarów w latach 2000-17



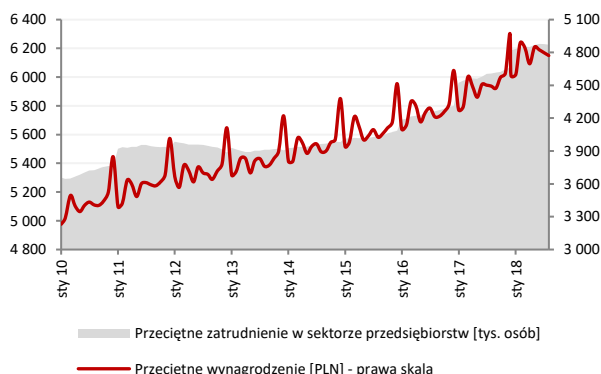
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Sprzedaż detaliczna i sprzedaż w kategorii żywność (zmiana r/r)



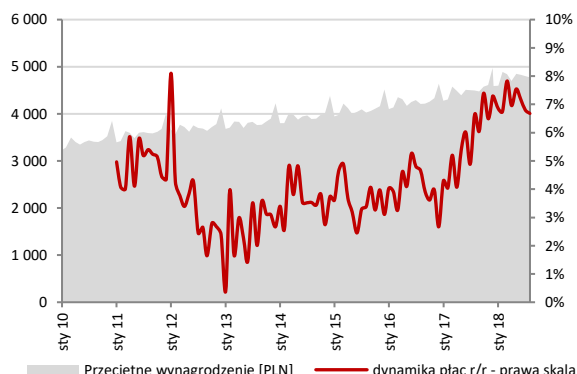
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



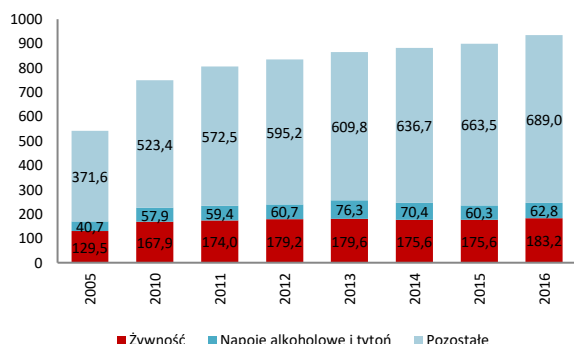
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika płac [%]



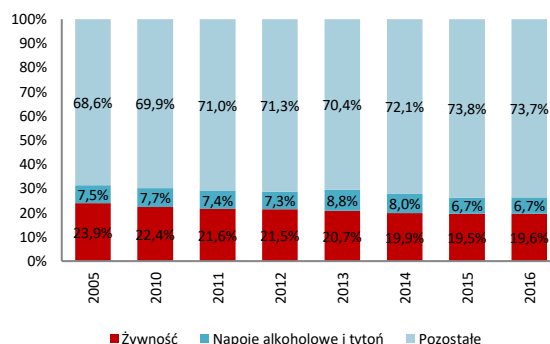
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Konsumpcja gospodarstw domowych [mld PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

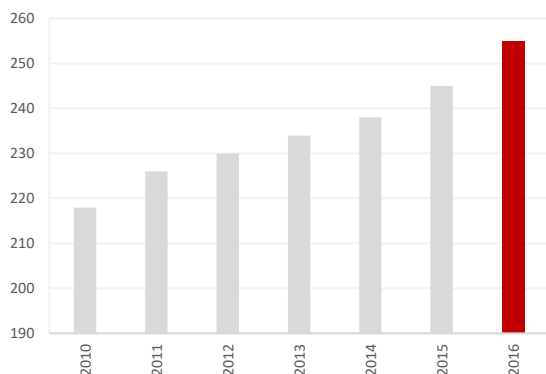
Udział poszczególnych grup w konsumpcji gosp. dom. [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

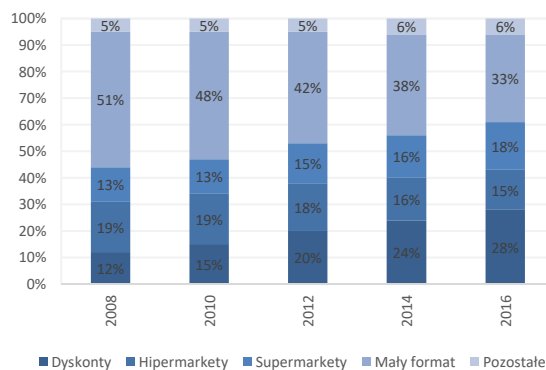
Z raportów GfK Polonia i Nielsen wynika, że krajowy rynek FMCG znajduje się w dobrej kondycji. Jego wartość szacuje się na ok. 250 mld PLN według danych za '16, a w kolejnych latach oczekiwane są wzrosty rzędu 2-3% rocznie. Blisko 87% wartości rynku stanowią sklepy detaliczne, natomiast pozostałe 13% sprzedaży pochodzi z obszaru HoReCa. Z badań Nielsen wynika, że najszybciej rośnie kanał małych supermarketów (100-300 mkw.) oraz dyskonty. Coraz wolniejsze spadki przychodów obserwuje się w grupie małych sklepów (<100 mkw.). GfK Polonia wskazuje, że sklepy wielkoformatowe kontrolują ok. 61% głównych kanałów detalicznych, natomiast sklepy małego formatu ok. 39% (szacuje się, że ok. 29 tys. placówek tego typu zrzeszonych jest w sieciach franczyzowych, co jest formą „obrony” przed rosnącym znaczeniem i agresywną polityką cenową sieci dyskontowych). W obszarze dystrybucji hurtowej głównym graczem jest Eurocash, którego udziały w rynku wynoszą 26-27%. Niekwestionowanym liderem rynku FMCG od kilku lat pozostaje niezmiennie Biedronka, należąca do grupy Jeronimo Martins. Jej zeszłoroczne obroty były bliskie 43 mld PLN, co stanowi ponad dwukrotność przychodów grupy Eurocash.

Wartość rynku FMCG [mld PLN]



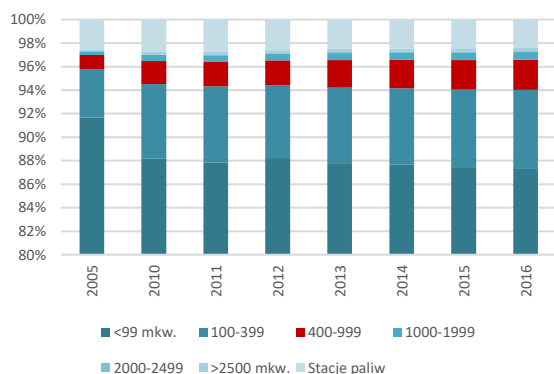
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PMR, Nielsen

Struktura rynku FMCG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GfK Polonia, wiadomoscihandlowe.pl

Struktura rynku wg kryterium powierzchni



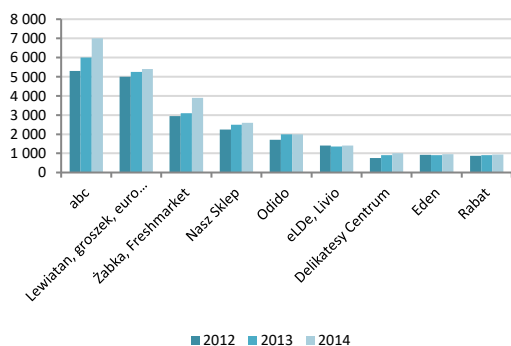
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Liczba sklepów w podziale na powierzchnię



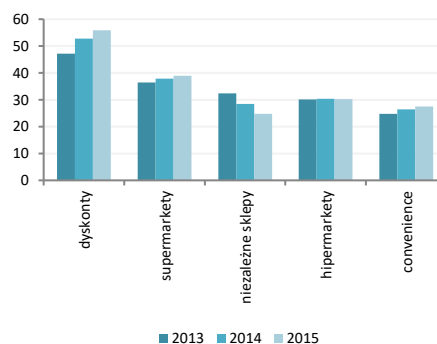
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Najwięksi franczyzobiorcy na krajowym rynku FMCG (wg liczby sklepów)



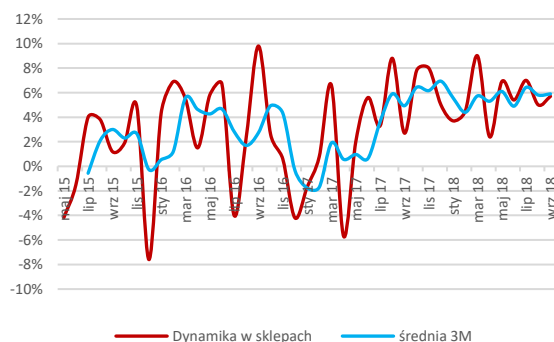
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GfK Polonia, spółka

Główne segmenty handlu spożywczego – obroty [mld PLN]



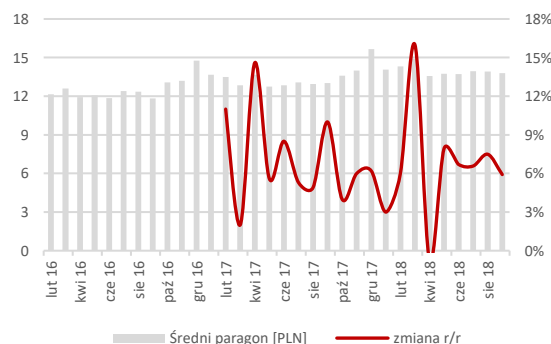
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Rzeczpospolita, Euromonitor Int.

Dynamika sprzedaży w małych sklepach (zmiana r/r)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PIH, CMR

Średni paragon w małych sklepach [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PIH, CMR

PLANOWANE ZMIANY LEGISLACYJNE

PODATEK OD SKLEPÓW WIELKOPOWIERZCHNIOWYCH

Jednym z postulatów programu wyborczego PiS było wprowadzenie podatku od sklepów wielkopowierzchniowych, który docelowo miał chronić polski handel. Pierwotna konstrukcja daniny miała objąć placówki, których powierzchnia przekraczałaby 250 mkw., a stawka płaconego podatku miała wynosić 2,0%. Taka konstrukcja spotkała się ze zdecydowanym sprzeciwem środowiska handlowego (głównym argumentem przeciw projektowi było nieadekwatne kryterium powierzchniowe – w analizach branżowych sklepy wielkopowierzchniowe mają co najmniej 400 mkw.). W ramach prac nad ustawą, Ministerstwo Finansów zdecydowało się na zmianę koncepcji. Kolejny projekt z początku lutego zakładał zróżnicowanie progów podatkowych w zależności od dnia handlu oraz od wysokości realizowanej sprzedaży w danym miesiącu.

Zróżnicowanie stawek podatku wg projektu z lutego

		Obrót miesięczny		
		<1,5 mln PLN	1,5<x<300	>300 mln PLN
Dzień tygodnia	pon.-pt.	0,0%	0,7%	1,3%
	sob.-ndz.	0,0%	1,3%	1,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MF

Ministerstwo Finansów zaproponowało także, aby podatkiem zostały objęte sieci franczyzowe (zgodnie z projektem daninę miałyby obliczać, pobierać i wpłacać właściciele marki) oraz segment e-commerce (w przypadku zakupu od podmiotu działającego zagranicą, przewoźnik byłby zobowiązany do uzyskania od wysyłającego oświadczenia o uiszczeniu podatku).

Ostatecznie w wyniku prowadzonych przez kilka miesięcy konsultacji ze środowiskami handlowymi MF przedstawiło projekt z następującymi założeniami:

1. Stawka podatku w przedziale 17-170 mln PLN przychodów miesięcznie ma wynosić 0,8%, natomiast obroty powyżej 170 mln PLN będą objęte stawką 1,4%.
2. Kwota wolna od podatku ma wynosić 204 mln PLN rocznie (w ujęciu miesięcznym 17 mln PLN).
3. Zrezygnowano ze specjalnej stawki weekendowej.
4. Sprzedaż realizowana w internecie nie będzie objęta daniną.
5. Termin wejścia w życie ustalono na 1 września 2016 roku.

Projekt ustawy został przegłosowany przez sejm 6 lipca 2016 roku. Według obliczeń MF podatek ma wygenerować w bieżącym roku wpływy do budżetu państwa na poziomie 630 mln PLN brutto, natomiast w '17 ma to być 1,9 mld PLN brutto.

Zróżnicowanie stawek podatku wg ustawy przyjętej 6 lipca 2016

Stawka podatku	Obrót miesięczny [mln PLN]		
	0-17	17-170	>170
	0,0%	0,8%	1,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., MF

W połowie września '16 Komisja Europejska wszczęła postępowanie w sprawie podatku od obrotu, wzywając jednocześnie do zawieszenia jego stosowania. Zdaniem KE konstrukcja daniny może faworyzować mniejsze sklepy, co może być uznane za pomoc publiczną. Po otrzymaniu decyzji MF zdecydowało się o zawieszeniu poboru podatku i zapowiedziało prace nad nowym projektem. W dn. 15 listopada '16 sejm przegłosował ustawę o zawieszeniu obowiązywania podatku do 1 stycznia 2018 roku. Obecnie danina jest wstrzymana co najmniej do 1 stycznia '19. Ostatnio pojawiły się głosy o tym, że MF przygotowuje ustawę zawieszającą podatek do '20.

ZAKAZ HANDLU W NIEDZIELE

Jesienią 2016 roku do sejmu trafił obywatelski projekt ustawy o ograniczeniu handlu w niedziele. Związkowcy „Solidarności” wnioskowali, by zakaz obowiązywał we wszystkie niedziele z nielicznymi wyjątkami w ciągu roku (wyłączone miałyby być okresy przedświąteczne oraz w czasie wyprzedaży sezonowych; przedsiębiorcom, którzy złamaliby zakaz, groziłaby kara dwuletniego więzienia). Z zakazu wyjęte miałyby zostać również stacje benzynowe, apteki, piekarnie, sklepy z dewocjonaliami, kina i restauracje. Zakazem nie byłyby też objęte placówki handlowe, których powierzchnia nie przekracza 25 mkw., usytuowane w obiektach do obsługi pasażerów, kwaciarnie o powierzchni nieprzekraczającej 50 mkw., gdzie sprzedaż kwiatów stanowi minimum 30% miesięcznego obrotu placówki oraz platformy i portale internetowe sprzedające towary, które nie powstały w wyniku działalności produkcyjnej. Przedstawiciele sejmowej komisji zajmujące się projektem komunikowali, że projekt będzie szeroko konsultowany ze środowiskiem handlowym. Proponowane zmiany w przepisach spotkały się jednak z bardzo mocnym sprzeciwem stowarzyszeń handlowych. W przeprowadzonym przez PIH sondażu, ok. 42% przebadanych sklepikarzy stwierdziło, że prezentowane pomysły przełożą się na spadek sprzedaży. Dodatkowo z raportu przygotowanego przez PWC dla PRCH należy liczyć się ze spadkiem obrotów o 9,6 mld PLN i zmniejszeniem zatrudnienia o ok. 36 tys. miejsc pracy. Organizacje handlowe wskazywały także, że część pomysłów związanych są wbrew niektórym zapisom w konstytucji – m.in. łamią zasadę równości (art. 32) czy zasadę społecznej gospodarki rynkowej i wolności działalności gospodarczej (art. 20 i 22). Podobne obawy ma część polityków obecnego rządu, który z jednej strony popiera projekt „Solidarności”, a z drugiej chciałoby, aby zmiany były mniejsze i następowały stopniowo. **Finalnie wybrano koncepcję, w której handel będzie dozwolony w pierwszą i ostatnią niedzielę miesiąca oraz w dwie niedziele poprzedzające Święta Bożego Narodzenia. Zakaz obowiązuje od 1 marca 2018 roku, natomiast w 2019 i 2020 roku ma objąć „brakujące” niedziele.**

Niedziele wyłączone z handlu 2018 roku

Wiedzieli Wyliczone z handlu 2018 roku					
Miesiąc	Dzień	Liczba w m-cu	Miesiąc	Dzień	Liczba w m-cu
Maj	13.05.2018	2	Wrzesień	09.09.2018	3
	20.05.2018			16.09.2018	
Czerwiec	10.06.2018	2	Październik	23.09.2018	2
	17.06.2018			14.10.2018	
Lipiec	08.07.2018	3	Listopad	21.10.2018	2
	15.07.2018			11.11.2018	
	22.07.2018		Grudzień	18.11.2018	1
	12.08.2018			09.12.2018	
Sierpień	19.08.2018	2		-	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	1 457,1	1 808,0	2 332,5	2 877,2	3 396,5	3 865,9	4 278,5	4 630,1	4 915,8	5 132,0	5 275,7	5 353,6
RzAT	1 337,2	1 697,6	2 218,9	2 740,3	3 237,3	3 686,6	4 081,4	4 418,0	4 691,4	4 898,4	5 035,9	5 110,5
Wartości niematerialne i prawne	93,1	92,8	99,4	122,8	145,0	165,2	182,9	197,9	210,2	219,5	225,6	229,0
Pozostałe aktywa trwałe	26,9	17,6	14,2	14,2	14,2	14,2	14,2	14,2	14,2	14,2	14,2	14,2
Aktywa obrotowe	399,7	643,4	765,7	828,6	897,4	1 082,2	1 145,3	1 273,3	1 394,6	1 561,2	1 688,8	1 713,0
Zapasy	276,5	368,3	481,8	611,8	740,9	864,7	981,5	1 090,6	1 191,2	1 282,9	1 365,1	1 437,4
Należności z tyt. dostaw	33,7	38,0	33,3	42,3	51,2	59,8	67,8	75,4	82,3	88,6	94,3	99,3
Środki pieniężne	66,4	202,6	192,9	116,8	47,6	100,1	38,3	49,7	63,3	131,9	171,7	118,6
Pozostałe aktywa obrotowe	23,1	34,5	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7
Kapitał własny	683,5	904,5	1 207,9	1 614,5	2 114,5	2 703,3	3 080,4	3 489,6	3 855,5	4 117,3	4 298,1	4 341,3
Zobowiązania długoterminowe	459,4	575,9	633,5	563,0	453,0	343,0	233,1	123,1	13,2	13,2	13,2	13,2
Zobowiązania finansowe	452,4	570,3	620,4	549,8	439,8	329,9	219,9	110,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zob. długoterminowe	7,0	5,5	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2
Zobowiązania krótkoterminowe	714,0	971,0	1 256,7	1 528,3	1 726,4	1 901,7	2 110,3	2 290,6	2 441,7	2 562,7	2 653,2	2 712,1
Zobowiązania finansowe	110,2	117,7	134,4	119,6	59,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	574,4	811,3	1 061,5	1 348,0	1 605,9	1 841,0	2 049,5	2 229,9	2 381,0	2 501,9	2 592,5	2 651,3
Pozostałe zob. krótkoterminowe	29,4	41,9	60,8	60,8	60,8	60,8	60,8	60,8	60,8	60,8	60,8	60,8
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	3 369,5	4 515,9	5 908,4	7 503,0	9 086,0	10 603,7	12 035,9	13 373,3	14 607,9	15 732,3	16 740,0	17 626,0
Koszty wytworzenia	2 599,0	3 475,3	4 510,4	5 693,6	6 895,8	8 048,7	9 137,0	10 153,7	11 092,5	11 947,8	12 714,9	13 389,6
Wynik brutto ze sprzedaży	770,5	1 040,6	1 398,0	1 809,4	2 190,2	2 555,0	2 898,9	3 219,7	3 515,4	3 784,4	4 025,2	4 236,5
Koszty sprzedaży	505,9	678,7	922,5	1 185,5	1 442,8	1 691,4	1 927,9	2 150,1	2 356,5	2 545,3	2 715,1	2 864,7
Koszty zarządu	49,4	60,0	57,3	72,4	87,3	101,4	114,7	127,0	138,2	148,5	157,6	165,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	4,9	6,0	10,1	22,5	27,3	31,8	36,1	40,1	43,8	47,2	50,2	52,9
EBITDA	280,8	389,1	528,3	679,8	803,0	930,0	1 048,1	1 154,5	1 250,2	1 334,0	1 406,3	1 466,6
EBIT	215,6	303,2	418,0	543,9	651,1	751,5	844,3	929,2	1 006,1	1 075,0	1 135,7	1 188,5
Saldo finansowe	-29,1	-37,2	-43,0	-42,0	-33,8	-24,5	-15,2	-9,5	-2,6	1,0	2,0	2,6
Wynik brutto	186,5	266,0	374,9	501,9	617,3	727,0	829,1	919,7	1 003,5	1 075,9	1 137,7	1 191,0
Wynik netto	151,2	213,6	303,4	406,6	500,0	588,9	671,5	745,0	812,8	871,5	921,5	964,7
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
CF operacyjny	324,3	497,2	611,1	731,9	805,6	894,6	974,2	1 043,5	1 102,9	1 152,6	1 192,8	1 221,9
CF inwestycyjny	-310,2	-402,1	-637,2	-680,6	-671,2	-647,8	-616,4	-576,9	-529,8	-475,3	-414,2	-356,1
CF finansowy	18,4	41,1	16,3	-127,4	-203,6	-194,3	-419,6	-455,2	-559,5	-608,7	-738,8	-919,0
CF netto	32,5	136,2	-9,7	-76,1	-69,2	52,5	-61,8	11,4	13,6	68,6	39,8	-53,1
Środki pieniężne na początek okresu	33,9	66,4	202,6	192,9	116,8	47,6	100,1	38,3	49,7	63,3	131,9	171,7
Środki pieniężne na koniec okresu	66,4	202,6	192,9	116,8	47,6	100,1	38,3	49,7	63,3	131,9	171,7	118,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	30,1%	34,0%	30,8%	27,0%	21,1%	16,7%	13,5%	11,1%	9,2%	7,7%	6,4%	5,3%
EBITDA zmiana r/r	33,6%	38,6%	35,8%	28,7%	18,1%	15,8%	12,7%	10,2%	8,3%	6,7%	5,4%	4,3%
EBIT zmiana r/r	34,7%	40,7%	37,8%	30,1%	19,7%	15,4%	12,3%	10,1%	8,3%	6,8%	5,7%	4,6%
Wynik netto zmiana r/r	23,8%	41,3%	42,1%	34,0%	23,0%	17,8%	14,0%	10,9%	9,1%	7,2%	5,7%	4,7%
Marża brutto na sprzedaży	22,9%	23,0%	23,7%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,0%	24,0%
Marża EBITDA	8,3%	8,6%	8,9%	9,1%	8,8%	8,8%	8,7%	8,6%	8,6%	8,5%	8,4%	8,3%
Marża EBIT	6,4%	6,7%	7,1%	7,2%	7,2%	7,1%	7,0%	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%	6,7%
Marża brutto	5,5%	5,9%	6,3%	6,7%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%	6,8%
Marża netto	4,5%	4,7%	5,1%	5,4%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%
ROE	22,1%	23,6%	25,1%	25,2%	23,6%	21,8%	21,8%	21,3%	21,1%	21,2%	21,4%	22,2%
ROA	8,1%	8,7%	9,8%	11,0%	11,6%	11,9%	12,4%	12,6%	12,9%	13,0%	13,2%	13,7%
Dług	562,6	688,1	754,8	669,4	499,6	329,9	219,9	110,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	45,1%	43,2%	38,5%	29,3%	19,1%	10,9%	6,7%	3,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	82,3%	76,1%	62,5%	41,5%	23,6%	12,2%	7,1%	3,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki/EBIT	13,7%	12,5%	10,5%	8,0%	5,5%	3,4%	2,0%	1,1%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług/Kapitał własny	82,3%	76,1%	62,5%	41,5%	23,6%	12,2%	7,1%	3,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	496,1	485,4	561,9	552,6	452,1	229,8	181,6	60,2	-63,3	-131,9	-171,7	-118,6
Dług netto/Kapitał własny	72,6%	53,7%	46,5%	34,2%	21,4%	8,5%	5,9%	1,7%	-1,6%	-3,2%	-4,0%	-2,7%
Dług netto/EBITDA	176,7%	124,8%	106,4%	81,3%	56,3%	24,7%	17,3%	5,2%	-5,1%	-9,9%	-12,2%	-8,1%
Dług netto/EBIT	230,1%	160,1%	134,4%	101,6%	69,4%	30,6%	21,5%	6,5%	-6,3%	-12,3%	-15,1%	-10,0%
EV	8 707,0	8 696,3	8 772,7	8 763,5	8 662,9	8 440,6	8 392,4	8 271,1	8 147,5	8 078,9	8 039,1	8 092,2
Dług/EV	6,5%	7,9%	8,6%	7,6%	5,8%	3,9%	2,6%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX/Przychody	9,3%	9,1%	10,8%	9,1%	7,4%	6,1%	5,1%	4,3%	3,6%	3,0%	2,5%	2,0%
CAPEX/Amortyzacja	478,1%	478,2%	578,4%	500,9%	441,8%	363,0%	302,4%	256,1%	217,1%	183,5%	153,1%	128,0%
Amortyzacja/Przychody	1,9%	1,9%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%
Zmiana KO/Przychody	2,0%	3,1%	2,4%	2,0%	1,3%	1,0%	0,7%	0,5%	0,3%	0,1%	0,0%	-0,1%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	8,8%	12,3%	10,1%	9,2%	7,6%	6,8%	5,8%	4,8%	3,5%	2,0%	0,3%	-2,1%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S	2,4	1,8	1,4	1,1	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
P/E	54,3	38,4	27,1	20,2	16,4	13,9	12,2	11,0	10,1	9,4	8,9	8,5
P/BV	12,0	9,1	6,8	5,1	3,9	3,0	2,7	2,4	2,1	2,0	1,9	1,9
P/CE	37,7	19,7	16,5	15,7	15,0	11,9	11,6	10,3	9,4	8,2	7,5	7,6
EV/EBITDA	31,0	22,3	16,6	12,9	10,8	9,1	8,0	7,2	6,5	6,1	5,7	5,5
EV/EBIT	40,4	28,7	21,0	16,1	13,3	11,2	9,9	8,9	8,1	7,5	7,1	6,8
EV/S	2,6	1,9	1,5	1,2	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
BVPS	7,0	9,2	12,3	16,5	21,6	27,6	31,4	35,6	39,3	42,0	43,8	44,3
EPS	1,5	2,2	3,1	4,1	5,1	6,0	6,8	7,6	8,3	8,9	9,4	9,8
CEPS	2,2	4,2	5,1	5,3	5,6	7,0	7,2	8,1	8,9	10,2	11,2	11,1
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	294,4	335,8	447,0	609,6	740,8	921,5
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0	3,4	4,6	6,2	7,6	9,4
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%	4,1%	5,4%	7,4%	9,0%	11,2%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	60,0%	75,0%	85,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 83,8 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Pado

Dyrektor Wydziału

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 20-81-432

e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

Strategia, materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krystian Brymora

Analitik rynku akcji

tel. (032) 20-81-435

e-mail: krystian.brymora@bdm.pl

chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak

Analitik rynku akcji

tel. (032) 20-81-438

e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl

deweloperzy, handel

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854

e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

tel. (022) 62-20-855

e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Redukuj	78,5	---	---	21.11.2018	09:15 CEST	83,8	55 911

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Słabe i silne strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'18*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	20%	1	50%
Akumuluj	1	20%	0	0%
Trzymaj	1	20%	1	50%
Redukuj	2	40%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakiegokolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynosząc negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty. Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 21.11.2018 roku (09:15 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 26.11.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 21.11.2018 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane? Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.