



Dom Maklerski BDM S.A.

DINO

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ

(POPZEDNIO: SPRZEDAJ)

WYCENA 245 PLN

13 STYCZNIA 2021, 18:15 CEST

Podwyższamy cenę docelową dla Dino do 245 PLN/akcję ze 142 PLN/akcję i przy bieżących poziomach cenowych zmieniamy zalecenie na Redukuj. Po publikacji lepszych niż zakładaliśmy odczytów w 2-3Q'20, zdecydowaliśmy się na podniesienie prognoz w kolejnych latach. Uważamy, jednak że bieżący konsensus jest zbyt optymistyczny, biorąc pod uwagę wymagającą bazę z ubiegłego roku (1/3Q'20, wpływ COVID-19 na decyzje zakupowe) oraz wprowadzane w '21 zmiany legislacyjne (podatek od obrotu, opłata cukrowa).

Solidne wyniki 4Q'20. Spodziewamy się, że miniony kwartał nie przyniósł dużych zmian w tendencjach obserwowanych w poprzednich kwartałach. Prognozujemy, że grupa osiągnęła ok. 2,7 mld PLN przychodów, ok. 289 mln PLN EBITDA i 183 mln PLN (odpowiednio +29%/+32%/+42% r/r). Uważamy jednak, że nie będzie to zaskoczenie dla konsensusu rynkowego.

Wysoka baza na początku '21. Ubiegłoroczne wyniki były dodatkowo wsparte przez COVID-19 (klienci dokonywali zakupów na zapas), co było widoczne szczególnie w 1Q'20. We wspomnianym okresie grupa odnotowała odczyt Ifl = 20%, wzrost sprzedaży = 42% r/r i wzrost EBITDA = 44% r/r. Uważamy, że taki punkt odniesienia może przynieść zdecydowanie niższe dynamiki niż jest do tego przyzwyczajony rynek (wg naszych założeń efekt bazy będzie widoczny w 1/3Q'21), co może być powodem do schłodzenia sentymentu do walorów Dino.

Zmiany legislacyjne w branży. W bieżącym roku w życie weszły dwa przepisy, które z pewnością zdecydowanie przełożą się na ceny i w naszej opinii mogą wpływać na zmiany w kształtowaniu się koszyków zakupowych i części popytu. Mamy na myśli podatek od sprzedaży detalicznej, który w przypadku Dino może w '21 wynieść ok. 162 mln PLN (1,3% przychodów) oraz opłatę cukrową, która dotyczy wszystkich napojów słodzonych (udział produktów tego typu w koszyku zakupowym szacujemy na podstawie danych GUS na 8-10%). Tym samym może mieć to wpływ na kształtowanie dynamik sprzedażowych.

Wymagająca wycena mnożnikowa. Spółka jest notowana ze znaczną premią względem grupy porównawczej i to nawet w odniesieniu do podmiotów, które wg prognoz dla '21 również wykażą ponad 20-procentowy przyrost EBITDA. Uważamy, że tak duża premia jest nieuzasadniona, pomimo wysokiego tempa wzrostu sieci i wyników.

Wycena końcowa [PLN]	245
Potencjał do wzrostu / spadku	-8%
Koszt kapitału	8,0%
Cena rynkowa [PLN]	266
Kapitalizacja [mln PLN]	26 118
Ilość akcji [mln. szt.]	98
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	294
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	199
Stopa zwrotu za 3 mc	15,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	35,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	47,6%
Akcjonariat (% głosów):	
Tomasz Biernacki	51,2%
Pozostali	48,8%

Adrian Górniak

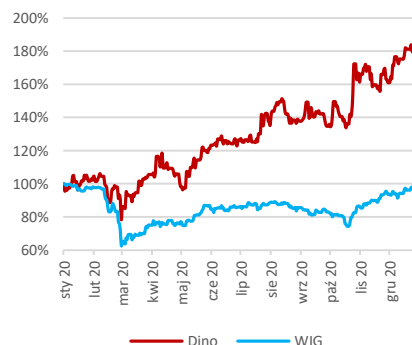
adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody [mln PLN]	4 515,9	5 838,5	7 646,5	10 096,2	12 550,0	14 939,4
EBITDA [mln PLN]	389,1	541,1	725,4	1 011,7	1 230,6	1 440,6
EBIT [mln PLN]	303,2	429,0	561,9	814,9	988,1	1 174,6
Wynik netto [mln PLN]	213,6	307,6	410,9	623,5	767,9	924,9
P/BV	28,9	21,6	16,1	11,6	8,7	6,6
P/E	122,3	84,9	63,6	41,9	34,0	28,2
EV/EBITDA	68,4	49,3	37,0	26,5	21,7	18,3
EV/EBIT	87,7	62,2	47,8	32,9	27,0	22,5
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0



SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	7
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	9
WYNIKI 3Q'20 I KLUCZOWE KWESTIE PO TELEKONFERENCJI Z ZARZĄDEM	12

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników (mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	4 516	5 839	7 647	10 096	12 550	14 939
COGS	-3 475	-4 426	-5 785	-7 538	-9 226	-10 984
WYNIK BRUTTO ZE SPRZEDAŻY	1 041	1 412	1 861	2 558	3 324	3 955
PPO	4	5	8	8	13	15
Koszty sprzedaży	-679	-934	-1 228	-1 644	-2 037	-2 418
Koszty zarządu	-60	-53	-74	-98	-125	-153
PKO	-2	-3	-4	-9	-25	-30
Podatek od obrotu	0	0	0	0	-162	-195
EBITDA	389	541	725	1 012	1 231	1 441
EBIT	303	429	562	815	988	1 175
Przychody finansowe	1	0	1	4	3	3
Koszty finansowe	-38	-45	-60	-52	-43	-36
WYNIK BRUTTO	266	384	502	767	948	1 142
Podatek	-52	-76	-92	-143	-180	-217
WYNIK NETTO	214	308	411	624	768	925

Bilans (mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa trwałe	1 808	2 458	3 216	4 036	4 896	5 716
Rzeczowe aktywa trwałe	1 698	2 347	3 099	3 908	4 745	5 543
Wartości niematerialne	93	95	99	109	132	154
Poz. aktywa trwałe	18	16	18	19	19	19
Aktywa obrotowe	643	829	1 135	1 465	1 658	1 997
Zapasy	368	445	624	824	1 024	1 219
Należności handlowe	38	22	78	103	128	153
Środki pieniężne i ekwiwalenty	203	285	395	487	455	574
Poz. aktywa obrotowe	34	76	38	51	51	51
Aktywa razem	2 451	3 288	4 351	5 501	6 554	7 713

Kapitał własny	904	1 212	1 622	2 246	3 014	3 939
Zobowiązania długoterminowe	576	693	860	898	749	645
Zob. oprocentowane	570	685	849	875	727	623
Poz. zob. długoterminowe	6	8	12	22	22	22
Zobowiązania krótkoterminowe	971	1 383	1 868	2 358	2 792	3 129
Zob. oprocentowane	118	149	295	338	305	203
Zobowiązania handlowe	811	1 142	1 475	1 922	2 389	2 828
Poz. zob. krótkoterminowe	42	91	99	98	98	98
Pasywa razem	2 451	3 288	4 351	5 501	6 554	7 713

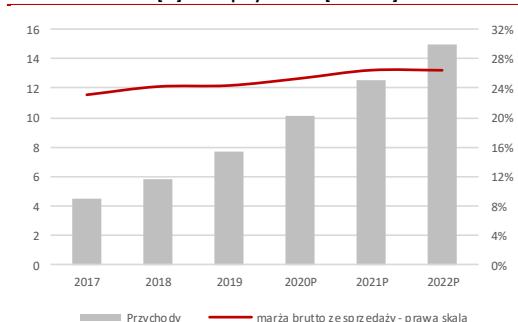
Cash Flow (mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przepływy z dział. operacyjnej	497	634	799	1 153	1 292	1 443
Kapitał obrotowy	141	269	98	222	242	220
Przepływy z dział. inwestycyjnej	-402	-634	-828	-1 070	-1 102	-1 086
CAPEX	-411	-636	-830	-1 072	-1 102	-1 086
Przepływy z dział. finansowej	41	82	138	10	-222	-238
Dywidenda	0	0	0	0	0	0
Zmiana środków pieniężnych	136	83	109	92	-32	119
Środki pieniężne EoP	203	285	395	487	455	574

Dynamiki (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	34%	29%	31%	32%	24%	19%
EBITDA	39%	39%	34%	39%	22%	17%
EBIT	41%	41%	31%	45%	21%	19%
Zysk netto	41%	44%	34%	52%	23%	20%

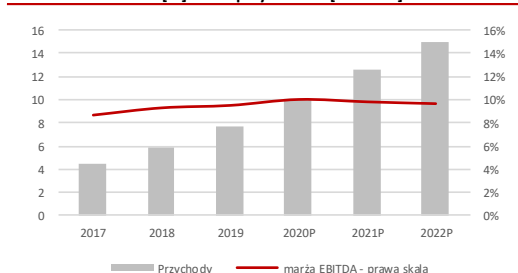
Wybrane dane i wskaźniki	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Liczba akcji (mln)	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0
P/E (x)*	122,3x	84,9x	63,6x	41,9x	34,0x	28,2x
EV/EBITDA (x)*	68,4x	49,3x	37,0x	26,5x	21,7x	18,3x
P/BV (x)*	28,9x	21,6x	16,1x	11,6x	8,7x	6,6x
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROE (%)	23,6%	25,4%	25,3%	27,8%	25,5%	23,5%
ROA (%)	8,7%	9,4%	9,4%	11,3%	11,7%	12,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 266,4 PLN

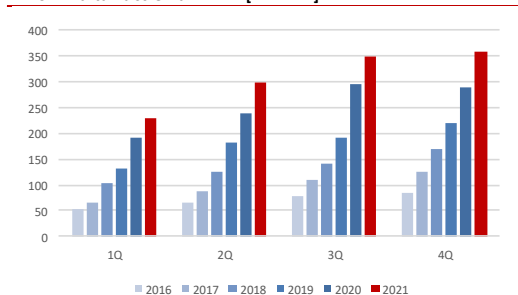
Dino - marża brutto [%] na tle przychodów [mld PLN]



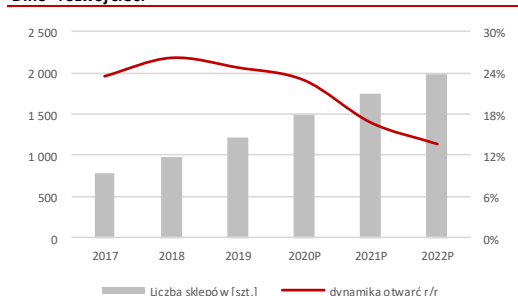
Dino - marża EBITDA [%] na tle przychodów [mld PLN]



Dino - kwartalna ścieżka EBITDA [mln PLN]



Dino - rozwój sieci



Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

- 1) Podatek od obrotu
- 2) Opłata cukrowa
- 3) COVID-19
- 4) Otoczenie makroekonomiczne
- 5) Sytuacja na rynku pracy
- 6) Konkurencja rynkowa
- 7) Rozwój sieci
- 8) Presja producencka

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Dino dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 100% wagi (zmniejszyliśmy udział analizy porównawczej do 0%, bowiem dynamiki wyników większości podmiotów są jednocyfrowe). Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 245 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 114 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 24,1 mld PLN, czyli **245 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mld PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	24,1	245	-8%
B	Wycena porównawcza	11,2	114	-57%
C = (100%*A + 0%*B) Wycena końcowa		24,1	245	-8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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 3%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,0x.

Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że przychody ze sprzedaży w latach 2020-21 wzrosną odpowiednio do 10,1-12,6mld PLN (+32%/24% r/r), natomiast na poziomie EBITDA estymujemy 1,01-1,23 mld 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	2020P	2021P	2022P
Przychody [mln PLN]	4 515,9	5 838,5	7 646,5	10 096,2	12 550,0	14 939,4
Przychód/sklep [mln PLN]	6,4	6,7	7,0	7,4	7,7	8,0
zmiana r/r	8,8%	3,5%	4,5%	6,8%	4,1%	3,5%
Liczba sklepów EoP [szt.]	775	977	1 218	1 496	1 746	1 984
zmiana r/r	147	202	241	278	250	238
Powierzchnia EoP [tys. mkw.]	295,2	375,7	472,2	582,6	680,0	772,5
zmiana r/r	57	80	96	110	97	92

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spodziewamy się, że grupa zacznie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami dopiero po 2023 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 2020-29 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2030 roku na poziomie 2,5% (doceniamy dynamiczny rozwój sieci).
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2030 roku.
- W wycenie uwzględniamy prognozowany dług netto na koniec 2020 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 98,0 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 13.01.2021 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Dino na poziomie 24,1 mld PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 245 PLN.

Model DCF

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	12 550,0	14 939,4	17 332,0	19 662,1	21 866,3	23 934,9	25 859,4	27 632,2	29 247,1	30 698,8
EBIT [mln PLN]	988,1	1 174,6	1 361,2	1 542,9	1 714,5	1 875,2	2 024,4	2 161,3	2 285,5	2 396,5
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	187,7	223,2	258,6	293,1	325,8	356,3	384,6	410,7	434,2	455,3
NOPLAT [mln PLN]	800,4	951,4	1 102,6	1 249,7	1 388,7	1 519,0	1 639,8	1 750,7	1 851,3	1 941,2
Amortyzacja [mln PLN]	242,5	266,0	310,7	350,7	383,2	411,0	433,7	451,1	463,2	469,8
CAPEX [mln PLN]	-1 102,0	-1 086,2	-1 045,0	-947,1	-891,6	-827,0	-753,7	-672,7	-584,5	-536,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	241,7	219,8	215,1	204,2	187,5	170,2	152,6	134,8	116,8	98,9
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]	182,6	351,0	583,4	857,6	1 067,9	1 273,2	1 472,3	1 663,9	1 846,8	1 973,8
DFCF [mln PLN]	170,5	304,8	470,5	641,7	740,7	818,4	876,6	917,3	942,7	932,9
Suma DFCF [mln PLN]	6 816,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	38 020,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	17 970,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	24 786,4									
Dług netto 2020P [mln PLN]	726,4									
Dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	24 060,1									
Ilość akcji [tys.]	98,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	245									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,5%

Przychody zmiana r/r	24,3%	19,0%	16,0%	13,4%	11,2%	9,5%	8,0%	6,9%	5,8%	5,0%
EBIT zmiana r/r	21,3%	18,9%	15,9%	13,3%	11,1%	9,4%	8,0%	6,8%	5,7%	4,9%
FCF zmiana r/r	1759,5%	92,3%	66,2%	47,0%	24,5%	19,2%	15,6%	13,0%	11,0%	6,9%
Marża EBITDA	9,8%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,5%	9,5%	9,4%	9,3%
Marża EBIT	7,9%	7,9%	7,9%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Marża NOPLAT	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,5%
CAPEX / Przychody	8,8%	7,3%	6,0%	4,8%	4,1%	3,5%	2,9%	2,4%	2,0%	1,7%
CAPEX / Amortyzacja	454,5%	408,4%	336,4%	270,0%	232,6%	201,2%	173,8%	149,1%	126,2%	114,1%
Zmiana KO / Przychody	-1,9%	-1,5%	-1,2%	-1,0%	-0,9%	-0,7%	-0,6%	-0,5%	-0,4%	-0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-9,9%	-9,2%	-9,0%	-8,8%	-8,5%	-8,2%	-7,9%	-7,6%	-7,2%	-6,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
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	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Udział kapitału własnego	84,3%	89,3%	92,8%	95,5%	96,9%	98,1%	99,1%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Udział kapitału obcego	15,7%	10,7%	7,2%	4,5%	3,1%	1,9%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	7,3%	7,5%	7,7%	7,8%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%

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%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	4,50%
beta	0,7	257	275	297	323	211	399	456	536	656
	0,8	232	247	265	285	311	343	384	439	515
	0,9	212	224	238	255	275	299	330	370	422
	1,0	194	204	216	229	245	265	288	318	356
	1,1	178	187	197	208	221	236	255	278	306
	1,2	165	172	180	190	200	213	228	246	267
	1,3	153	159	166	174	183	193	205	220	237

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%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	4,50%
premia za ryzyko	3,00%	285	308	336	370	415	474	557	682	890
	4,00%	232	247	265	285	311	343	384	439	515
	5,00%	194	204	216	229	245	265	288	318	356
	6,00%	165	172	180	190	200	213	228	246	267
	7,00%	142	147	153	160	168	176	186	198	212
	8,00%	124	128	132	137	143	149	156	164	173
	9,00%	109	112	116	119	123	128	133	139	145

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%	578	512	459	415	378	346	319	296	275
	4,00%	443	390	346	311	282	257	235	217	200
	5,00%	356	311	275	245	221	200	183	168	154
	6,00%	296	257	226	200	180	162	147	134	123
	7,00%	251	217	189	168	150	134	122	111	101
	8,00%	217	186	162	143	127	114	103	93	85
	9,00%	189	162	141	123	109	98	88	79	72

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2021-22 dla wybranych spółek z branży FMCG. W wycenie uwzględniliśmy Jeronimo Martins i Eurocash (działające na rynku polskim) oraz podmioty zagraniczne, które podzieliśmy wg regionów działalności. Zwracamy uwagę, że spółka wykazuje istotnie wyższą dynamikę 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 50%. Ostateczna wycena Dino metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **114 PLN** (tj. wartość spółki = 11,0 mld PLN), jednak prezentujemy ją jedynie poglądowo z ww. względów (udział w wycenie końcowej = 0%).

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	mld PLN	PLN/akcję	Potencjał
Polska	50%	11 694	119	-55%
EM	20%	9 579	98	-63%
Europa Zach.	20%	8 282	84	-68%
Azja	10%	17 386	177	-33%
Wycena końcowa	100%	11 158	114	-57%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza – Polska

	Kraj działalności	P/E		EV/EBITDA	
		2021	2022	2021	2022
Jeronimo Martins	Polska	21,2	19,0	7,1	6,8
Eurocash	Polska	20,9	14,7	5,1	4,8
Mediana Polska		21,1	16,8	6,1	5,8
Dino		34,0	28,2	21,7	18,3
Premia/dyskonto		61,5%	67,7%	255,3%	216,2%
Wycena wg wskaźnika [PLN]		165	159	71	82
Waga roku		50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników [PLN]		162		77	
Waga wskaźnika		50%		50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		119			
Wycena końcowa spółki [mld PLN]		11 694			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza – Europa Zachodnia

	Kraj działalności	P/E		EV/EBITDA	
		2021	2022	2021	2022
Koninklijke Ahold Delhaize	USA, Benelux	13,7	13,3	6,6	6,3
Carrefour	Francja	13,4	12,3	4,6	4,1
WM Morisson Supermarket	Wielka Brytania	13,2	12,7	6,1	6,1
Sainsbury	Wielka Brytania	11,9	11,3	4,8	4,6
Casino Guichard Perrachon	Francja	12,1	12,1	2,8	2,1
Mediana Europa Zach.		13,2	12,3	4,8	4,6
Dino		34,0	28,2	21,7	18,3
Premia/dyskonto		158,0%	129,8%	351,9%	302,0%
Wycena wg wskaźnika [PLN]		103	116	54	64
Waga roku		50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników [PLN]		110		59	
Waga wskaźnika		50%		50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		84			
Wycena końcowa spółki [mld PLN]		8 282			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza – EM

	Kraj działalności	P/E		EV/EBITDA	
		2021	2022	2021	2022
Lenta	Rosja	9,3	9,2	4,5	4,3
Magnit	Rosja	14,9	13,7	5,6	4,9
Massmart	RPA	-	28,0	4,6	3,6
Migros Ticaret	Turcja	41,5	16,3	4,7	4,2
Pick'n'Pay	RPA	15,5	13,9	6,2	5,9
Shoprite	RPA	16,8	15,4	6,8	6,4
Spar Group	RPA	13,3	12,3	6,8	6,4
X5 Retail Group	Rosja	16,2	13,6	5,5	5,1
Bim Birlesik	Turcja	18,8	15,7	9,3	7,8
Walmart De Mexico	Meksyk	24,8	22,4	13,3	12,3
Cia Brasileira de Distribuicao	Brazylia	2,7	2,3	1,7	1,7
Mediana EM		15,8	13,9	5,6	5,1
Dino		34,0	28,2	21,7	18,3
Premia/dyskonto		115,0%	102,9%	290,6%	261,7%
Wycena wg wskaźnika [PLN]		124	131	64	72
Waga roku		50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników [PLN]		128		68	
Waga wskaźnika		50%		50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		98			
Wycena końcowa spółki [mld PLN]		9 579			

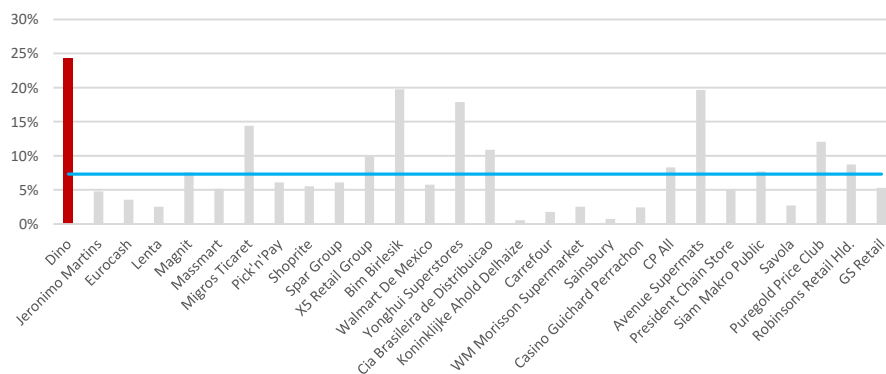
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza – Azja

	Kraj działalności	P/E		EV/EBITDA	
		2021	2022	2021	2022
CP All	Tajlandia	25,1	21,3	14,5	12,7
Avenue Supermats	Indie	95,3	73,0	62,2	47,5
President Chain Store	Tajwan	25,4	23,5	9,5	9,1
Siam Makro Public	Tajlandia	26,7	24,3	15,5	14,4
Savola	Bliski Wschód	20,2	17,5	13,0	12,0
Puregold Price Club	Filipiny	13,9	12,0	5,8	4,6
Robinsons Retail Hld.	Filipiny	22,7	18,8	7,0	6,0
GS Retail	Korea	13,0	10,9	5,5	5,3
Yonghui Superstores	Chiny	24,5	19,8	15,5	12,8
Mediana Pozostałe		24,5	19,8	13,0	12,0
Dino		34,0	28,2	21,7	18,3
Premia/dyskonto		38,9%	42,5%	67,5%	52,4%
Wycena wg wskaźnika [PLN]		192	187	157	174
Waga roku		50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników [PLN]		189		165	
Waga wskaźnika		50%		50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		177			
Wycena końcowa spółki [mld PLN]		17 386			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie dynamiki przychodów w '21



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Grupa poinformowała, że w 4Q'20 otworzyła 125 sklepów, co łącznie dało ok. 1,5 tys. placówek (+23% r/r) oraz 583 tys. mkw. powierzchni handlowej. Spodziewamy się utrzymania tendencji sprzedażowych z poprzednich kwartałów i prognozujemy wzrost przychodów r/r o 29% i odczytu sprzedaży porównywalnej na poziomie ok. 10%. Prognozujemy, że EBITDA zwiększyła się do 289 mln PLN, a zysk netto do 183 mln PLN. W ujęciu całorocznym dałoby to ok. 10,1 mld PLN obrotów, EBITDA w wys. 1,0 mld PLN i wynik netto w kwocie 624 mln PLN.

W '21 Dino wejdzie z wymagającą bazą sprzedażową i EBITDA z 1Q'20 (podobna sytuacja czeka nas w 3Q'21), kiedy to część obrotów była „napompowana” przez zakupy klientów na zapas w obawie przed restrykcjami związanymi z COVID-19. Zwracamy także uwagę na wejście w życie podatku detalicznego, który zapewne w dużej mierze będzie przerzucony na klientów, a także na wprowadzenie opłaty cukrowej, która już odbiła się znacząco na cenach napojów słodzonych. Uważamy, że może to mieć przełożenie na popyt na część koszyka zakupowego i tym samym ograniczać po części dynamiki sprzedażowe. Prognozujemy, że w bieżącym roku grupa wypracuje ok. 12,6 mld PLN przychodów, ok. 1,23 mld PLN EBITDA i 768 mln PLN. W modelu przyjmujemy, że grupa zachowa w '21 wysokie dwucyfrowe tempo otwarć sklepów, co będzie się wiązało z CAPEX-em na poziomie ok. 1,1 mld PLN.

W kolejnych latach zakładamy stopniowe wyhamowanie dynamik tempa otwarć (do '22-'23 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 '23. Nie spodziewamy się także, aby Dino w najbliższej przyszłości zdecydowała się na rozwój w formie akwizycji.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20P	1Q'21P	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	1 560,5	1 939,7	2 023,3	2 123,1	2 220,4	2 465,4	2 676,3	2 734,0	2 715,7	3 138,6	3 327,9	3 367,9	5 838,5	7 646,5	10 096,2	12 550,0	14 939,4
Wynik brutto ze sprzedaży	383,4	467,5	490,9	519,7	544,8	617,3	699,3	696,5	697,2	821,9	908,0	897,0	1 412,5	1 861,4	2 557,9	3 324,1	3 955,5
Podatek od obrotu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	34,6	40,5	43,1	43,7	0,0	0,0	0,0	161,8	195,3
EBITDA	132,0	181,2	192,5	219,7	190,1	238,7	293,9	289,0	227,6	297,1	347,3	358,6	541,1	725,4	1 011,7	1 230,6	1 440,6
EBIT	94,6	142,2	150,4	174,7	143,6	191,2	243,4	236,6	170,8	237,7	285,5	294,1	429,0	561,9	814,9	988,1	1 174,6
Wynik brutto	82,4	127,1	135,6	157,4	128,3	181,4	231,1	226,1	161,5	227,1	275,0	284,4	384,0	502,5	766,9	948,0	1 141,8
Wynik netto	67,0	105,5	109,4	129,0	103,9	148,0	188,5	183,1	130,8	183,9	222,7	230,4	307,6	410,9	623,5	767,9	924,9
marża brutto ze sprzedaży	24,6%	24,1%	24,3%	24,5%	24,5%	25,0%	26,1%	25,5%	25,7%	26,2%	27,3%	26,6%	24,2%	24,3%	25,3%	26,5%	26,5%
marża EBITDA	8,5%	9,3%	9,5%	10,3%	8,6%	9,7%	11,0%	10,6%	8,4%	9,5%	10,4%	10,6%	9,3%	9,5%	10,0%	9,8%	9,6%
marża EBIT	6,1%	7,3%	7,4%	8,2%	6,5%	7,8%	9,1%	8,7%	6,3%	7,6%	8,6%	8,7%	7,3%	7,3%	8,1%	7,9%	7,9%
marża netto	4,3%	5,4%	5,4%	6,1%	4,7%	6,0%	7,0%	6,7%	4,8%	5,9%	6,7%	6,8%	5,3%	5,4%	6,2%	6,1%	6,2%
Liczba sklepów [szt.]	1 009	1 056	1 113	1 218	1 257	1 302	1 371	1 496	1 531	1 572	1 634	1 746	977	1 218	1 496	1 746	1 984
Powierzchnia EoP [tys. mkw.]	389,0	407,7	430,5	472,2	487,1	505,1	532,7	582,6	596,3	612,0	636,2	680,0	375,7	472,2	582,6	680,0	772,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2020-30 [mln PLN]

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	5 838,5	7 646,5	10 096,2	12 550,0	14 939,4	17 332,0	19 662,1	21 866,3	23 934,9	25 859,4	27 632,2	29 247,1	30 698,8
Wynik brutto ze sprzedaży	1 412,5	1 861,4	2 557,9	3 324,1	3 955,5	4 587,2	5 201,9	5 782,9	6 327,6	6 833,8	7 299,5	7 723,2	8 103,5
Podatek od obrotu	0,0	0,0	0,0	161,8	195,3	228,8	261,4	292,3	321,2	348,2	373,0	395,6	415,9
EBITDA	541,1	725,4	1 011,7	1 230,6	1 440,6	1 671,9	1 893,6	2 097,7	2 286,2	2 458,1	2 612,4	2 748,7	2 866,4
EBIT	429,0	561,9	814,9	988,1	1 174,6	1 361,2	1 542,9	1 714,5	1 875,2	2 024,4	2 161,3	2 285,5	2 396,5
Wynik brutto	384,0	502,5	766,9	948,0	1 141,8	1 337,2	1 526,1	1 702,5	1 867,4	2 021,4	2 161,4	2 287,0	2 398,7
Wynik netto	307,6	410,9	623,5	767,9	924,9	1 083,1	1 236,1	1 379,0	1 512,6	1 637,4	1 750,7	1 852,5	1 943,0
marża brutto ze sprzedaży	24,2%	24,3%	25,3%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%
marża EBITDA	9,3%	9,5%	10,0%	9,8%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,5%	9,5%	9,4%	9,3%
marża EBIT	7,3%	7,3%	8,1%	7,9%	7,9%	7,9%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
marża netto	5,3%	5,4%	6,2%	6,1%	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Liczba sklepów [szt.]	977	1 218	1 496	1 746	1 984	2 209	2 412	2 595	2 759	2 907	3 041	3 161	3 269
zmiana r/r [szt.]	202	241	278	250	238	226	203	183	164	148	133	120	108
zmiana r/r [%]	26%	25%	23%	17%	14%	11%	9%	8%	6%	5%	5%	4%	3%
Powierzchnia EoP [tys. mkw.]	375,7	472,2	582,6	680,0	772,5	860,3	939,4	1010,6	1074,6	1132,3	1184,2	1230,9	1272,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji [mln PLN]

	2020			2021			2022		
	Obecnie	Poprzednio	zmiana	Obecnie	Poprzednio	zmiana	Obecnie	Poprzednio	zmiana
Przychody	10 096,2	9 923,3	1,7%	12 550,0	12 083,5	3,9%	14 939,4	14 268,9	4,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	2 557,9	2 438,7	4,9%	3 324,1	3 108,1	6,9%	3 955,5	3 668,8	7,8%
EBITDA	1 011,7	915,8	10,5%	1 230,6	1 084,8	13,4%	1 440,6	1 274,8	13,0%
EBIT	814,9	720,8	13,1%	988,1	866,1	14,1%	1 174,6	1 018,0	15,4%
Wynik brutto	766,9	659,7	16,2%	948,0	807,8	17,4%	1 141,8	966,4	18,2%
Wynik netto	623,5	534,3	16,7%	767,9	654,4	17,3%	924,9	782,8	18,2%
marża brutto ze sprzedaży	25,3%	24,6%		26,5%	25,7%		26,5%	25,7%	
marża EBITDA	10,0%	9,2%		9,8%	9,0%		9,6%	8,9%	
marża EBIT	8,1%	7,3%		7,9%	7,2%		7,9%	7,1%	
marża netto	6,2%	5,4%		6,1%	5,4%		6,2%	5,5%	

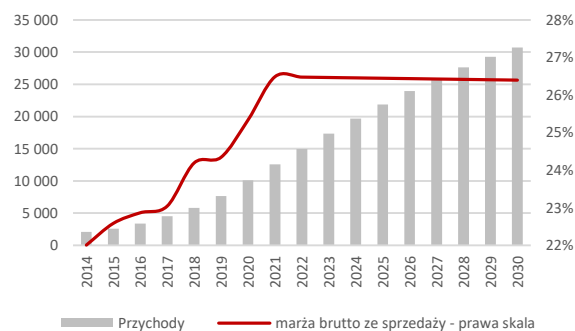
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie prognoz DM BDM na tle konsensusu w latach 2020-22 [mln PLN]

	2020P			2021P			2022P		
	BDM	Konsensus	Odch.	BDM	Konsensus	Odch.	BDM	Konsensus	Odch.
Przychody	10 096,2	10 115,1	-0,2%	12 550,0	12 968,1	-3,2%	14 939,4	16 208,9	-7,8%
Wynik brutto ze sprzedaży	2 557,9	2 574,1	-0,6%	3 324,1	3 354,7	-0,9%	3 955,5	4 235,2	-6,6%
EBITDA	1 011,7	1 021,7	-1,0%	1 230,6	1 310,6	-6,1%	1 440,6	1 650,2	-12,7%
EBIT	814,9	821,8	-0,8%	988,1	1 053,7	-6,2%	1 174,6	1 334,6	-12,0%
Wynik brutto	766,9	769,0	-0,3%	948,0	987,5	-4,0%	1 141,8	1 270,9	-10,2%
Wynik netto	623,5	621,2	0,4%	767,9	804,4	-4,5%	924,9	1 037,3	-10,8%
marża brutto ze sprzedaży	25,3%	25,4%		26,5%	25,9%		26,5%	26,1%	
marża EBITDA	10,0%	10,1%		9,8%	10,1%		9,6%	10,2%	
marża EBIT	8,1%	8,1%		7,9%	8,1%		7,9%	8,2%	
marża netto	6,2%	6,1%		6,1%	6,2%		6,2%	6,4%	

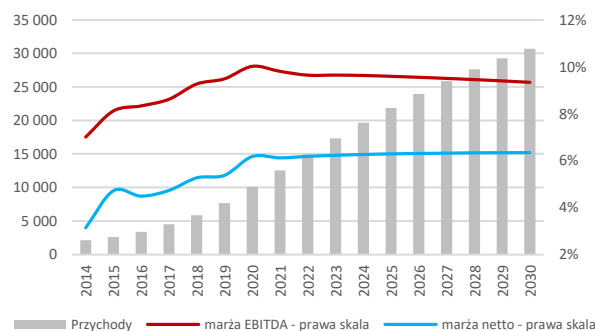
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Przychody i marża brutto ze sprzedaży



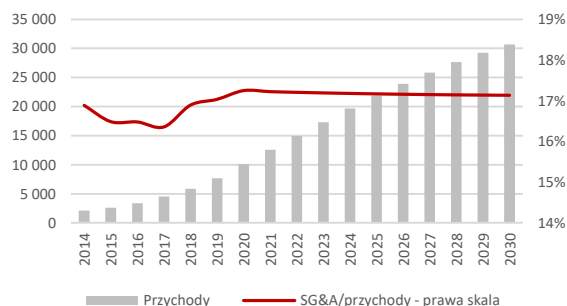
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marże EBITDA i netto w ujęciu rocznym



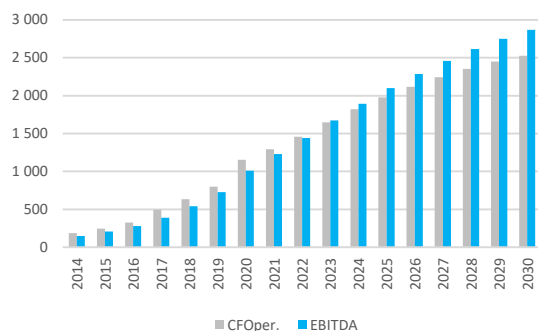
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SG&A vs przychody [mln PLN]



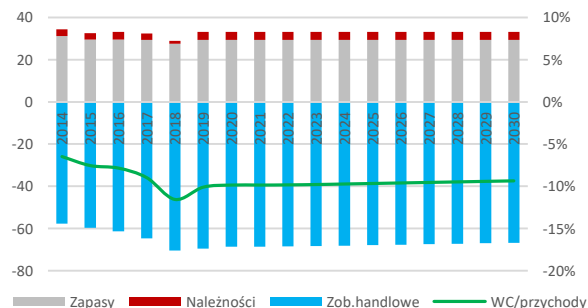
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CF Operacyjny na tle EBITDA [mln PLN]



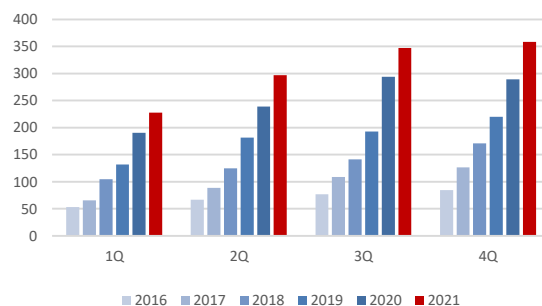
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kapitał obrotowy (rotacja w dniach)



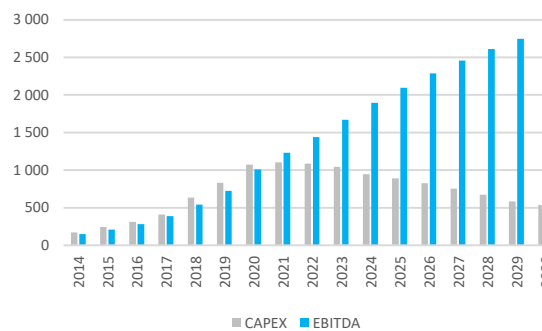
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Porównanie EBITDA w ujęciu kwartalnym



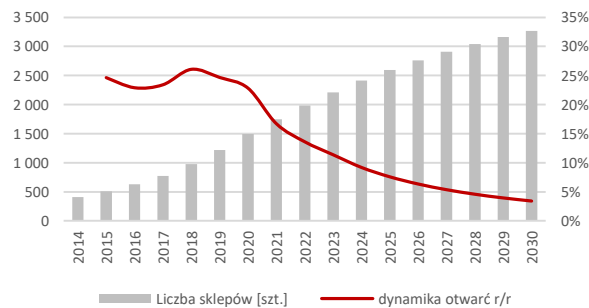
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CAPEX na tle EBITDA [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rozwój sieci w kolejnych latach [szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYNIKI 3Q'20 I KLUCZOWE KWESTIE PO TELEKONFERENCJI Z ZARZĄDEM

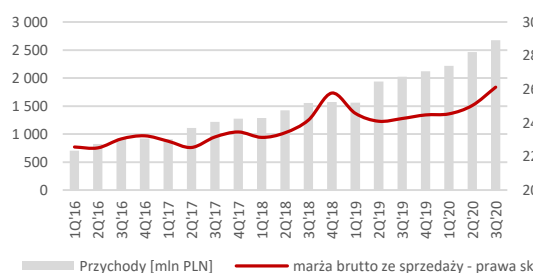
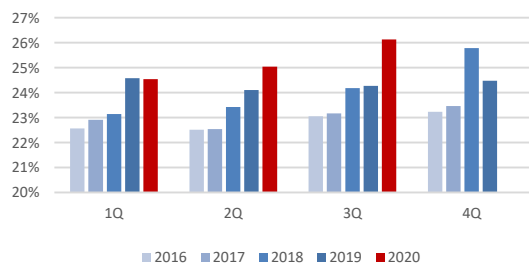
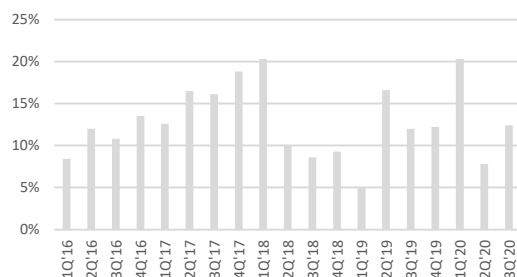
W 3Q'20 spółka wypracowała ok. 2,7 mld PLN przychodów, co oznacza wzrost o 32% r/r. Marża brutto zwiększyła się do 26,1% (+1,8 p.p. r/r). EBITDA grupy wzrosła o 52,7% r/r do 293,9 mln PLN, z kolei wynik netto zwiększył się do 188,5 mln PLN (+72,2% r/r). Na koniec 3Q'20 wskaźnik dług netto/EBITDA ukształtował się na poziomie 1,1x. Cash flow z działalności operacyjnej w minionym kwartale był bliski 311 mln PLN (vs 62 mln PLN przed rokiem). Na koniec kwartału sieć sklepów Dino liczyła 1371 placówek (+253 szt. r/r, +23% r/r). Sprzedaż porównywalna lfi w 3Q'20 ukształtowała się w wys. 12,4% (vs 12,0% przed rokiem).

Dino - wyniki 3Q'20 [mln PLN]

	3Q'19	3Q'20	zmiana r/r	3Q'20P BDM	zmiana r/r	3Q'20 kons.	zmiana r/r
Przychody	2 023,3	2 676,3	32,3%	2 655,5	0,8%	2 632,7	1,7%
Wynik brutto na sprzedaży	490,9	699,3	42,5%	652,2	7,2%	-	-
EBITDA	192,5	293,9	52,7%	253,1	16,1%	253,3	16,0%
EBIT	150,4	243,4	61,9%	203,0	19,9%	202,5	20,2%
Zysk brutto	135,6	231,1	70,4%	192,0	20,4%	-	-
Zysk netto	109,4	188,5	72,2%	155,5	21,2%	154,7	21,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	24,3%	26,1%		24,6%		-	
Marża EBITDA	9,5%	11,0%		9,5%		9,6%	
Marża EBIT	7,4%	9,1%		7,6%		7,7%	
Marża zysku netto	5,4%	7,0%		5,9%		5,9%	

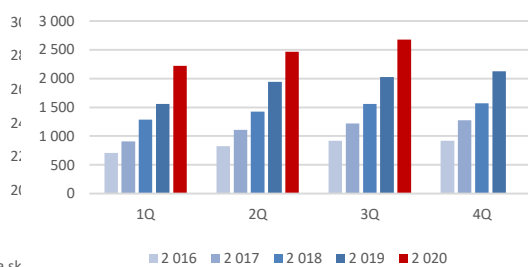
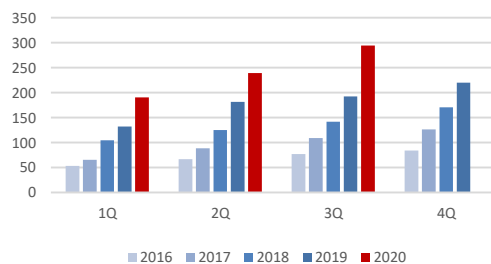
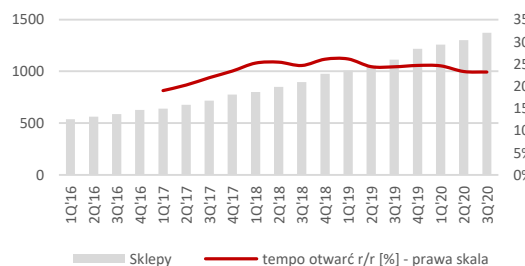
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dino – marża brutto na tle przychodów [%]

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
Dino – marża brutto kwartalna [%]Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
Dino – sprzedaż lfi [%]

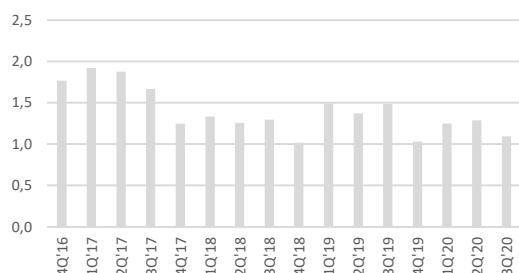
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dino – sprzedaż kwartalna [mln PLN]

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
Dino – EBITDA kwartalna [mln PLN]Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
Dino – rozwój sieci

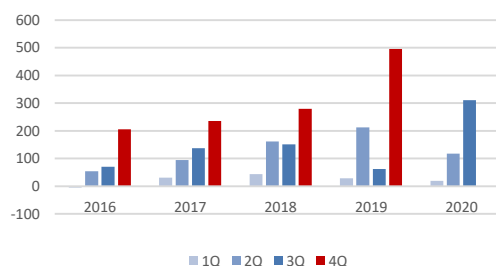
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dino – dług netto/EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dino – CFO [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kluczowe kwestie po telekonferencji z Zarządem:

- Dynamika przychodów a marże** – marża wzrosła o prawie o 2 p.p. r/r; pomógł wzrost skali biznesu, efektywniejsza logistyka i zarządzanie stratami (to wszystko u nich wchodzi w COGS); w przyszłości widzą pole do dalszej poprawy, ale ich głównym celem jest poprawa marży EBITDA (widzą też pole do poprawy efektywności SG&A);
- Marża brutto** – powiększenie skali, efektywna logistyka, zarządzanie stratami; spółka nie odnosi się do marży brutto w zakładach mięsnych (Agro-Rydzyna);
- Marża EBITDA** – spółka nie ma skonkretyzowanego poziomu docelowego; celami grupy jest wysoki wzrost sprzedaży Ifl i poprawa efektywności marży EBITDA;
- Koszty SG&A** – presja na wynagrodzenia jest standardowa od kilku lat, ale wzrost Ifl rekompensuje podwyżki płac;
- Trendy w październiku/listopadzie** – spółka nie widzi żadnych zjawisk wpływających niestandardowo na działalność grupy;
- Kapitał obrotowy w czasie COVID** – spółka ma trochę krótsze terminy płatności i musi się zatowarowywać, gdyby była panika u klientów, ale w dłuższej perspektywie oczekuje poprawy zarządzania working capital;
- CAPEX** – grupa planuje otworzyć 2 centra logistyczne w '21 i zamierza otworzyć więcej sklepów niż w '20; spółka szacuje, że CAPEX'21 wyniesie 1,1-1,2 mld PLN;
- Wpływ COVID-19 na tempo wzrostu** – wydaje się, że w średniej i długiej perspektywie COVID-19 nie będzie to miało wpływu; zabezpieczanie działek idzie zgodnie z wewnętrznymi planami grupy;
- Zmiana zachowań klientów** – w marcu klienci robili zakupy na zapas, obecnie spółka nie widzi powtórzenia tej sytuacji, ale sytuacja jest dynamiczna;
- Nakłady „covid-owe”** – większość kosztów już ponieśli;
- Otwarcia w '21** – spółka chciałaby utrzymać tempo otwarć na poziomie 20% w relacji do '21; konkretniejszej odpowiedzi mogą udzielić na początku przyszłego roku;
- Dywidenda** – grupa skupia się na rozwoju sieci i widzi dużą przestrzeń do wzrostu (celem jest zwiększenie wartości nominalnej otwarć); kwestia dywidendy jest rozpatrywana co roku, ale raczej zyski będą przeznaczane na rozwój;
- Wysokość długu a dywidenda** – spółka nie definiuje celu DN/EBITDA; koncentruje się na rozwoju sieci i logistyki;
- Konkurencja cenowa** – klient jest wrażliwy cenowo, a spółka stara się odpowiednio reagować na zmiany na rynku;
- Benchmarkowanie cen vs konkurencja** - grupa dalej stosuje tę samą politykę benchmarkowania do Jeronimo Martins;
- Podatek od obrotu** - póki co nie ma rządowej decyzji o odwieszeniu podatku od obrotu; spółka będzie starała się dostosować do nowej rzeczywistości, tak żeby marże nie ucierpiały, a wręcz rosły (czyli przełożą daninę na klienta);
- Podatek od obrotu** – grupa rozmawia z audytorami, ale wydaje im się, że będzie to zaksięgowane w kosztach zakupu; koszt będzie przenoszony na konsumentów.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Tkocz

Dyrektor Wydziału

tel. (+48) 501 238 443

e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

strategia, chemia, przemysł, energetyka

Michał Fidelus

Analitik rynku akcji

tel. (+48) 666 073 972

e-mail: michal.fidelus@bdm.pl

banki, finanse

Adrian Górniak

Analitik rynku akcji

tel. (+48) 668 516 977

e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl

deweloperzy, handel, media

Krzysztof Tkocz

Młodszy analitik rynku akcji

tel. (+48) 516 086 705

e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

gry komputerowe

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854

e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855

e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Redukuj	245	Sprzedaj	142	13.01.2021	18:15 CEST	266	58 533
Sprzedaj	142	Redukuj	79	27.05.2020	08:00 CEST	184	47 898
Redukuj	79	---	---	21.11.2018	09:15 CEST	84	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.

Silne i słabe 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 1Q'21*:			, 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	50%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	50%	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 (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM).

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

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 jakiegokolwiek 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 jakkolwiek 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 obciążona 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 uwzględniać, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na pojedynczy instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 13.01.2021 roku (18:15 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 20.01.2021 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 wyciąte 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 rekomendacje 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 13.01.2021 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 jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- 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.
- BDM nie pełni funkcji sponsora emisji dla akcji emitenta.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
- Nie Istnieje 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 jakiegokolwiek 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.