

## Przed Dino potężne wyzwania. Wzrost skali oznacza kanibalizację

data aktualizacji: 2019.08.21



**Doceniamy bardzo dobry model biznesowy sieci Dino, jednak uważamy że obecny poziom wyceny uwzględnia ambitne założenia wzrostu ignorując potencjalne ryzyka - wskazuje w Piotr Bogusz, analityk Dom Maklerski mBanku, w opublikowanej kilka dni temu rekomendacji. Ekspert wskazuje, że wyzwaniem dla firmy będzie rosnąca presja na marżę brutto, presja kosztowa, czy możliwą kanibalizację sklepów.**

„Naszym zdaniem cel zarządu zakładający poprawę marży EBITDA o 0,1 - 0,2 p.p. r/r w 2019 roku będzie ambitny ze względu na: rosnącą presję na marżę brutto na sprzedaży (istotny wzrost cen mięsa wieprzowego r/r, efekt bazy) oraz presję kosztową (wynagrodzenia, koszty energii)” - pisze w analizie Piotr Bogusz. Ekspert wskazuje, że presja na rentowność może być tylko częściowo kompensowana przez wzrost lfl oraz poprawę warunków zakupowych.

Analityk DM Mbanku nie widzi także dalszego pola do zaskoczeń w obszarze tempa ekspansji. „Zakładana przez nas roczna liczba otwarć w 2019 roku jest zbliżona do rekordu w sieci Biedronka oraz przewyższa ten rekord w 2020 roku. Coraz wyższa liczba nowych placówek otwierana w otoczeniu niskiej stopy bezrobocia może powodować dodatkową presję na koszty wynagrodzeń. Biorąc pod uwagę wskaźnik kapitalizacja / sklep, placówka Dino jest wyceniona drożej niż placówka Jeronimo Martins, pomimo generowania OCF niższego o około 33 proc. (średnio w latach 2019-23), co jest naszym zdaniem nieuzasadnione. Uważamy że powyższe ryzyka nie uzasadniają wyceny na poziomie 20,2x/15,8x EV/EBITDA na lata 2019/20 - komentuje Piotr Bogusz.

„W maju-czerwcu 2019 dynamika inflacji cen żywności przyspieszyła do 5-6 proc., co było efektem szokowym wynikającym z istotnego wzrostu cen warzyw i cen wieprzowiny r/r. Nierównomierny wzrost cen jest - zdaniem analityka - znacznie mniej korzystny dla spółek handlowych, ponieważ wzmacnia efekt substytucyjny.” Ekspert zwraca uwagę na istotny wzrost cen mięsa wieprzowego r/r od kwietnia 2019 (+25 proc. w 2Q'19), co będzie miało wpływ na rentowność zakładów Agro Rydzyna.

„Presja kosztów wynagrodzeń nasili się w 2020 roku województwo wielkopolskie, będące najważniejszym regionem pod względem otwarć oraz ilości sklepów, odnotowało stopę bezrobocia na poziomie 2,8 proc. w czerwcu 2019. W 2020 planowane jest przyspieszenie dynamiki wzrostu płacy minimalnej względem poprzednich lat, co będzie wywierało oddolną presję na dynamikę płac. Oba powyższe czynniki powinny wpływać na wzrost kosztów wynagrodzeń w średnim terminie” - tłumaczy analityk Mbanku.

W ocenie eksperta „sklep Dino wyceniany relatywnie drożej niż sklep JMT Wskaźnik kapitalizacja / sklep jest wyższy w sieci Dino niż w JMT w latach 2019 / 2020 (wartości zbliżają się do siebie dopiero w 2021 roku).

„Naszym zdaniem taka wycena nie jest uzasadniona, biorąc pod uwagę znacznie niższy wskaźnik OCF / placówkę, który zgodnie z naszymi wyliczeniami powinien wynieść dla DNP / JMT średnio 0,70 / 1,05 mln zł w latach 2019-23. Zwracamy również uwagę na znacznie bardziej kapitałochłonny model rozwoju sieci DNP, co sprawia że wskaźnik FCF/sklep jest znacznie mniej atrakcyjny niż w przypadku Jeronimo Martins” - wylicza analityk.

„Szacujemy, że w latach 2019/20 sieć Dino powiększy się o odpowiednio 244 / 293 placówki vs. 268 sklepów Biedronka otwartych w rekordowym 2013 roku. Biorąc pod uwagę rozmieszczenie centrów dystrybucyjnych, oczekujemy zagęszczenia sieci Dino w zachodniej Polsce, co może napędzać presję płacową i może prowadzić do stopniowej kanibalizacji sprzedaży” - podsumowuje Piotr Bogusz.

**Analitycy DM Mbanku**, w raporcie z 13 sierpnia, obniżyli cenę docelową jednej akcji Dino Polska do 111,2 zł z 112,7 zł, podtrzymując jednocześnie rekomendację na poziomie "sprzedaj". Analitycy wskazali, że kurs Dino istotnie wzrósł w 2019 dyskontując naszym zdaniem przyspieszenie dynamiki lfl od II kw. 2019 r. oraz przyspieszenie inflacji cen żywności.

Źródło: <https://www.wiadomoscihandlowe.pl/artykuly/przed-dino-potezne-wyzwania-wzrost-skali-oznacza-k,56331>