

- Prognozujemy zysk netto w latach 2015-2016p na poziomie PLN 4.2m oraz PLN 10.7m (23% i 35% poniżej prognozy zarządu).
- Prognozowany rozwój sieci lokali: 17 w 2015p, 20 w 2016p oraz 16 w 2017p.
- Znormalizowane 2015p P/E 15.5x oraz 2015p EV/EBITDA 8.6x

## Jak Sfinks z popiołów

Sfinks to spółka zarządzająca największą polską siecią restauracji w segmencie casual dining. Spółka po problemach płynnościowych oraz zmianach właścicielskich od 2009 r. realizuje plan restrukturyzacyjny. Jego efekty widoczne są w wynikach za 2014 r. w którym grupa pierwszy raz od 2008 r. pokazała dodatni wynik netto. Dyskontując plany rozwoju flagowej sieci grupy – restauracji Sphinx – prognozujemy przychody grupy w latach 2015-2016p na poziomie PLN 189m oraz PLN 225m (odpowiednio 4.6% oraz 8.8% poniżej prognozy zarządu) oraz znorm. zysk netto w wysokości PLN 6.2m i PLN 11.2m, co implikuje mnożniki P/E 15.5x na 2015p oraz 8.6x na 2016p (41% i 60% dyskonta do zagranicznych spółek porównywalnych). Wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową dla Sfinksa na poziomie PLN 5.3/akcję.

**Efekty restrukturyzacji widoczne w wynikach za 2014 r.** W latach 2008-2009 spółka przechodziła duże problemy płynnościowe. Od 2009 r. trwa restrukturyzacja polegająca na renegocjacji niekorzystnych umów z franczyzobiorcami oraz selekcją lokali. Jej efekty widoczne są w wynikach za 2014 r., kiedy grupa pierwszy raz od 2008 r. pokazała dodatni wynik netto.

**Restauracje Sphinx katalizatorem wzrostu organicznego.** Strategia Sfinksa zakłada dynamiczny rozwój flagowej sieci restauracji spółki. W naszych prognozach zakładamy otwarcie 17 lokali w 2015p oraz 20 lokali w 2016p, z czego odpowiednio 16 i 18 lokali to restauracje Sphinx. Prognozujemy w latach 2015-2016p EBITDA na poziomie PLN 21.1m (marża 11.1%) oraz PLN 29.0m (marża 12.9%). Zakładamy, że w 2015p rentowność EBITDA restauracji Sphinx wyniesie 21% oraz wzrośnie do 21.5% w 2016p. Prognozujemy znorm. zysk netto spółki w latach 2015-2016p w wysokości PLN 6.2m oraz PLN 11.2m.

**Restrukturyzacja zadłużenia.** Całkowite zadłużenie Sfinksa na koniec 2014 r. wyniosło PLN 96.8m, przy kapitałach własnych o ujemnej wartości PLN 15.4m. Sytuacja płynnościową spółki można jednakże określić jako stabilną dzięki porozumieniu z bankami w ramach którego spółka otrzymała preferencyjne warunki oprocentowania kredytów oraz harmonogramu spłaty kapitału. Przy założeniu terminowych spłat prognozujemy wskaźnik dług netto/EBITDA w latach 2015-2016p. na poziomie odpowiednio 4.1x i 2.8x.

**Dwucyfrowe dyskonto do spółek porównywalnych na 2015-2016p P/E.** Wyznaczamy cenę docelową dla akcji Sfinksa na PLN 5.2/akcję wg metody DCF oraz PLN 5.8/akcję wg metody porównawczej. Na naszych prognozach Spółka jest notowana przy 2015-2016p P/E na poziomie 15.5x oraz 8.6x, co implikuje 41% i 60% dyskonta do spółek porównywalnych. Ustalamy 12-miesięczną cenę docelową Sfinksa na poziomie PLN 5.3/akcję.

### Sfinks: Prognozy i wskaźniki

PLNm	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody	171.1	176.6	170.9	189.4	225.3	258.8
Znorm. EBITDA	6.8	12.1	15.8	21.1	29.0	35.8
Znorm. zysk netto	-14.9	-3.7	4.3	6.2	11.2	15.6
Znorm. P/E	n.m.	n.m.	22.4x	15.5x	8.6x	6.2x
Znorm. EV/EBITDA	26.7	15.2x	11.8x	8.6x	6.1x	4.6x

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

### Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN/akcję)	5.3
Cena bieżąca (PLN/akcję)	3.6
Min (52T)	1.1
Max (52T)	3.8
Liczba akcji (mln)	26.75
Kapitalizacja (PLNm)	96.3
Dług netto (1Q2015, PLNm)	91.6
EV (1Q2015, PLNm)	188.1
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.345

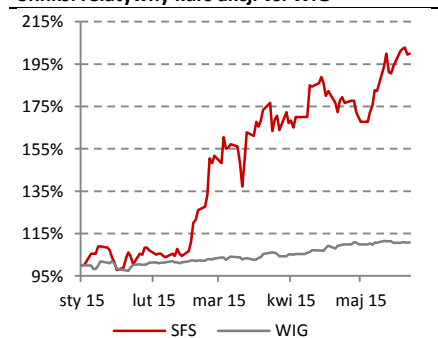
### Akcjonariat

	%
Sylwester Cacek	19.2%
Robert Dziubłowski	6.3%
ING OFE	6.4%
AnMar Development	5.9%
Familiar S.A.	6.6%
Pozostali	55.8%

### Opis spółki

Sfinks to spółka zarządzająca największą polską siecią restauracji w segmencie casual dining, którą rocznie odwiedza ponad 6m klientów. Sfinks jest właścicielem trzech marek restauracyjnych: Sphinx (94 restauracje), Chłopskie Jadło (9 restauracji) oraz WOOK (5 restauracji). Ich udział w rynku HoReCa w Polsce, szacowanym na ok. PLN 28.4mld, wynosi ok. 0.7%.

### Sfinks: relatywny kurs akcji vs. WIG



Źródło: Bloomberg, analizy DI Investors

### Piotr Raciborski

Analityk akcji

Doradca Inwestycyjny, nr licencji 514

(+48) 22 378 9195

Piotr.Raciborski@investors.pl

# Sfinks

*Dane w PLNm o ile nie podano inaczej*

<b>Rachunek zysków i strat (PLNm)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015p</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>176.6</b>	<b>170.9</b>	<b>189.4</b>	<b>225.3</b>	<b>258.8</b>
Koszty sprzedaż	-151.3	-142.0	-155.9	-184.8	-212.3
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>25.2</b>	<b>28.8</b>	<b>33.5</b>	<b>40.5</b>	<b>46.5</b>
Koszty ogólnego zarządu	-19.8	-21.0	-22.5	-23.0	-23.4
<b>EBITDA</b>	<b>12.1</b>	<b>27.6</b>	<b>21.1</b>	<b>29.0</b>	<b>35.8</b>
Znorm. EBITDA	<b>12.1</b>	<b>15.8</b>	<b>21.1</b>	<b>29.0</b>	<b>35.8</b>
Amortyzacja	9.2	8.7	10.1	11.5	12.7
<b>EBIT</b>	<b>2.9</b>	<b>18.9</b>	<b>11.0</b>	<b>17.5</b>	<b>23.0</b>
Koszty finansowe netto	-4.0	-2.9	-3.2	-3.4	-3.3
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>-1.0</b>	<b>16.0</b>	<b>7.8</b>	<b>14.1</b>	<b>19.7</b>
Podatek dochodowy	0.0	18.5	-3.5	-3.2	-3.7
Udziały mniejszości	-2.7	0.1	-0.1	-0.2	-0.3
<b>Zysk netto</b>	<b>-3.7</b>	<b>34.6</b>	<b>4.2</b>	<b>10.7</b>	<b>15.6</b>
Znorm. zysk netto	-3.7	4.3	6.2	11.2	15.6
<b>Bilans (PLNm)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015p</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	35.9	31.7	42.0	51.6	60.8
Wartości niematerialne i prawne	3.2	16.0	15.7	15.5	15.3
Wartość firmy	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Inne aktywa trwałe	4.2	29.7	18.8	15.5	11.8
Środki pieniężne i ekwiwalenty	9.1	6.4	9.3	13.6	12.6
Należności handlowe	3.2	3.9	4.7	5.6	6.4
Zapasy	2.3	2.4	2.6	3.1	3.6
Inne aktywa obrotowe	11.7	7.3	7.3	7.3	7.3
<b>Aktywa razem</b>	<b>70.7</b>	<b>98.3</b>	<b>101.5</b>	<b>113.3</b>	<b>118.7</b>
Dług krótkoterminowy	5.0	8.3	0.5	0.5	0.5
Zobowiązania handlowe	17.1	9.2	9.8	11.6	13.4
Inne zobowiązania krótkoterminowe	8.2	7.4	7.4	7.4	7.4
Dług długoterminowy	92.8	88.5	94.6	93.4	80.9
Inne zobowiązania długoterminowe	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>Kapitały własne</b>	<b>-52.5</b>	<b>-15.4</b>	<b>-11.0</b>	<b>0.1</b>	<b>16.3</b>
Udziały mniejszości	1.3	0.1	0.2	0.4	0.7
<b>Pasywa</b>	<b>70.7</b>	<b>98.3</b>	<b>101.5</b>	<b>113.3</b>	<b>118.7</b>
Kapitał obrotowy	-11.5	-3.0	-2.5	-3.0	-3.4
<b>Dług netto</b>	<b>88.7</b>	<b>90.5</b>	<b>85.7</b>	<b>80.3</b>	<b>68.8</b>
<b>Przepływy pieniężne (PLNm)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015p</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>
<b>Zysk brutto</b>	<b>-1.0</b>	<b>16.0</b>	<b>7.8</b>	<b>14.1</b>	<b>19.7</b>
Podatek dochodowy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Amortyzacja	9.2	8.7	10.1	11.5	12.7
Zmiany w kapitale obrotowym	-3.9	-7.8	-0.4	0.5	0.4
Inne zmiany niepieniężne	3.9	7.8	0.1	0.2	0.3
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>7.4</b>	<b>12.1</b>	<b>20.2</b>	<b>29.1</b>	<b>36.0</b>
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-9.1	-10.1	-20.2	-20.8	-21.7
Inne przepływy inwestycyjne	1.6	-1.8	8.1	0.6	0.6
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-7.5</b>	<b>-11.9</b>	<b>-12.2</b>	<b>-20.2</b>	<b>-21.1</b>
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	2.3	-2.7	-1.8	-1.2	-12.5
Odsetki zapłacone	-0.1	-0.2	-3.3	-3.5	-3.4
Dywidendy	-2.7	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>2.5</b>	<b>-2.9</b>	<b>-5.1</b>	<b>-4.7</b>	<b>-15.9</b>
<b>Zmiana gotówki</b>	<b>2.4</b>	<b>-2.7</b>	<b>3.0</b>	<b>4.2</b>	<b>-1.0</b>
<b>Wskaźniki</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015p</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>
Znorm. P/E (x)	n.m.	22.4	15.5	8.6	6.2
Znorm. EV/EBITDA (x)	15.2	11.8	8.6	6.1	4.6
EV/Sprzedaż (x)	1.0	1.1	1.0	0.8	0.6
P/S (x)	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
P/BV (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	6.2
Stopa dywidendy (%)*	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Dynamiki wzrostu</b>					
Wzrost przychodów (%)	3%	-3%	11%	19%	15%
Wzrost znorm. EBITDA (%)	78%	31%	33%	37%	23%
Wzrost znorm. zysku netto (%)	n.a.	n.a.	45%	80%	40%
<b>Marże</b>					
Marża brutto ze sprzedaży (%)	14.3%	16.9%	17.7%	18.0%	18.0%
Znorm. marża EBITDA (%)	6.8%	9.2%	11.1%	12.9%	13.8%
Znorm. marża EBIT (%)	1.6%	11.1%	5.8%	7.8%	8.9%
Znorm. marża zysku netto (%)	-2.1%	2.5%	3.3%	5.0%	6.0%
<b>Dźwignia i stopy zwrotu</b>					
Dług netto/Znorm. EBITDA (x)	7.35x	5.73x	4.07x	2.77x	1.92x
Dług netto/aktywa (%)	126%	92%	84%	71%	58%
Dług netto/kapitały własne (%)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	421%
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	21.8x	92.0x	3.3x	5.0x	6.7x
Cykl rotacji gotówki (dni)	-28.8	-9.4	-7.9	-7.9	-7.9
Znorm. ROE (%)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	96%
Znorm. ROA (%)	-5.3%	35.2%	4.1%	9.4%	13.2%

*Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors*

<b>Podstawowe dane</b>	
Cena akcji (PLN)	3.6
Min (52W, PLN)	1.1
Max (52W, PLN)	3.8
Kapitalizacja (PLN m)	96.3
EV (1Q2015, PLN m)	188.1

<b>Podstawowe dane</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015p</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>
Liczba akcji (m)	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8
EPS (PLN)	-0.1	1.3	0.2	0.4	0.6
BVPS (PLN)	-2.0	-0.6	-0.4	0.0	0.6
DPS (PLN)*	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

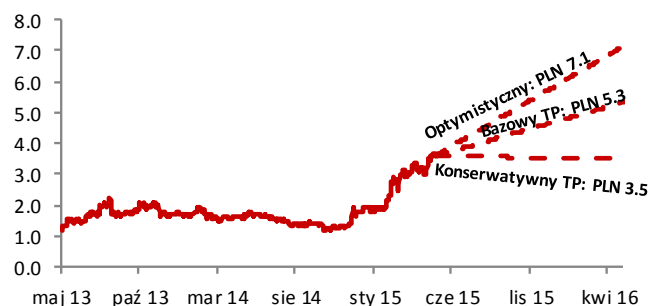
<b>Restauracje</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015p</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>
<b>Suma</b>	<b>109</b>	<b>108</b>	<b>125</b>	<b>145</b>	<b>161</b>
Sphinx	93	92	108	126	139
Chłopskie Jadło	10	10	11	12	14
WOOK	6	6	6	7	8

<b>Przychody gastronomiczne</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015p</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>
<b>Suma</b>	<b>175.3</b>	<b>193.8</b>	<b>193.8</b>	<b>232.7</b>	<b>271.1</b>
Sphinx	147.2	156.6	174.3	210.8	245.4
CJ&WOOOK	19.8	18.7	19.6	21.9	25.7
Franczyza**		14.4	15.2	20.2	26.6

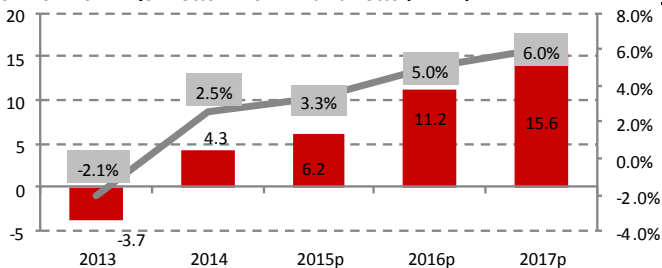
<b>Analiza scenariuszy</b>	<b>Optymistyczny</b>	<b>Bazowy</b>	<b>Konserwatywny</b>
<b>Scenariusz</b>			
2015 EBITDA	22.7	21.1	19.6
2015 Zysk netto	4.7	4.2	3.7
2016 EBITDA	35.3	29.0	23.6
2016 Zysk netto	13.6	10.7	8.0
Cena docelowa	7.1	5.3	3.5

*Źródło: Szacunki DI Investors*

## Sfinks: Analiza scenariuszy


*Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors*

## Sfinks: Znorm. zysk netto i znorm. marża netto (PLNm)


*Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors*

## Główne ryzyka dla naszych prognoz

Głównymi ryzykami dla naszej rekomendacji są: (1) wysokie zadłużenie spółki, (2) załamanie koniunktury gospodarczej, (3) wejście zagranicznej konkurencji na polski rynek casual dining, (4) wolniejszy niż zakładany rozwój sieci restauracji

*\* Dywidenda i stopa dyw. z zysku netto za dany rok*
*\*\* Łączny, niekonsolidowany przychód restauracji franczyzowych*

## Spis treści

---

Podsumowanie inwestycyjne .....	4
Wycena.....	6
Model biznesowy .....	9
Strategia .....	15
Ryzyka .....	17
Dług .....	18
Wyniki finansowe za 1Q15 .....	19
Prognozy finansowe .....	20
Rynek usług gastronomicznych .....	23

## Podsumowanie inwestycyjne

**Spółka zarządzająca największą polską siecią restauracji w segmencie casual dining.** Sfinks jest właścicielem trzech marek restauracyjnych: Sphinx, Chłopskie Jadło oraz WOOK, które rocznie odwiedza ponad 6m klientów. Ich udział w rynku HoReCa w Polsce, szacowanym na ok. PLN 28.4mld, wynosi ok. 0.7%. Wszystkie sieci plasują się w segmencie casual dining, który łącząc w sobie proste dania o niewygórowanej cenie oraz obsługę kelnerską, jest kompromisem między fast foodami, a ekskluzywnymi restauracjami.

**Efekty restrukturyzacji widoczne w wynikach za 2014 r.** W latach 2008-2009 spółka przechodziła duże problemy płynnościowe. Spółka, planując szybki rozwój, zainwestowała w przeszłości znaczne kwoty w otwarcia restauracji w złych lokalizacjach, które podczas kryzysu ekonomicznego stały się nierentowne. Rentowność inwestycji była również ograniczana przez źle skonstruowane umowy z franczyzobiorcami. Dodatkowo spółka poniosła wysokie straty finansowe związane z inwestycjami w opcje walutowe. Od 2009 r. trwa restrukturyzacja spółki polegająca na renegotjacji niekorzystnych umów z franczyzobiorcami, spłatą zadłużenia oraz selekcją lokali. Jej rezultaty są widoczne w 2014 r., w którym grupa pierwszy raz od 2008 r. pokazała dodatni wynik netto.

**Restauracje Sphinx katalizatorem wzrostu organicznego.** Strategia Sfinksa zakłada dynamiczny rozwój flagowej sieci restauracji spółki. Na moment publikacji strategii na lata 2015-2020 spółka zidentyfikowała 20 lokalizacji umożliwiających rozwój sieci restauracji w 2015 r. oraz ok. 10 w 2016 r., przy średnim ROI na poziomie 35%. Na spotkaniu powynikowym w lutym spółka poinformowała, że z zaplanowanych na 2015 r. nowych lokali w 7 przypadkach podpisana jest już umowa, a kolejne 11 jest w trakcie finalizacji. Nowe restauracje mają charakteryzować się ROI na poziomie nie niższym niż 30% oraz marżą EBITDA restauracji nie niższą niż 20%. W celu zwiększenia rentowności pozostałych sieci spółka zamierza ustandaryzować lokale Chłopskie Jadło oraz rozwinąć koncepcję „all you can eat” w restauracjach WOOK. W naszych prognozach zakładamy otwarcie 17 lokali w 2015p, 20 lokali w 2016p oraz 16 lokali w 2017p, z czego odpowiednio 16, 18 oraz 13 lokali to restauracje Sphinx.

**Restrukturyzacja zadłużenia.** Wysokie zadłużenie, przy ujemnych kapitałach własnych na które wpływ ma wysoka strata z lat ubiegłych, wskazuje na złą sytuację finansową spółki. Całkowite zadłużenie Sfinksa na koniec 2014 r. wyniosło PLN 96.8m, na co w większości składają się kredyty bankowe wobec banków ING (o wartości PLN 59.6m) oraz PKO (o wartości PLN 35.2m), przy kapitałach własnych o ujemnej wartości PLN 15.5m. Sytuacja płynnościową spółki można jednakże określić jako stabilną dzięki porozumieniu z bankami w ramach którego spółka otrzymała preferencyjne warunki oprocentowania kredytów oraz harmonogramu spłaty kapitału. Ostateczny termin rozliczenia należności głównych i odsetek został ustalony w obydwu przypadkach na 31 grudnia 2019 r. Ponadto, w przypadku gdy Sfinks wywiąże się terminowo ze spłaty rat kapitałowych, banki zobowiązały się do umorzenia 25% naliczonych odsetek. Przy założeniu terminowych spłat zadłużenia prognozujemy wskaźnik dług netto/znorm. EBITDA w latach 2015-2017p. na poziomie odpowiednio 4.1x, 2.8x oraz 1.9x.

**Prognozujemy CAGR przychodów w latach 2014-2017p na poziomie 14.8%.** Prognozujemy przychody w latach 2015-2017p na poziomie PLN 189.4 (4.6% poniżej prognozy zarządu), PLN 225.3 (8.8% poniżej prognozy zarządu) oraz PLN 258.8 (7.5% poniżej prognozy zarządu). Zakładamy, że sieć Sphinx w latach 2015-2017p wygeneruje przychody gastronomiczne na poziomie PLN 174.3m, PLN 210.8m oraz PLN 245.4m. Prognozujemy skonsolidowane przychody gastronomiczne sieci Chłopskie Jadło oraz WOOK w latach 2015-2017p na poziomie

PLN 19.6m, PLN 21.9m oraz PLN 25.7m. Zakładamy, że dynamika przychodów w okresie prognozy wynikać będzie nie tylko ze wzrostu liczby restauracji, lecz również ze wzrostu średnich przychodów generowanych przez jeden lokal – spółka zapowiada, że nowo otwierane lokale charakteryzować się będą wyższą powierzchnią niż dotychczasowe jak również regularnie zwiększa efektywność wykorzystania przestrzeni, co naszym zdaniem przełoży się na wyższą sprzedaż.

**Prognozujemy CAGR znorm. zysku netto w latach 2014-2017p na poziomie 53.9%.**

Prognozujemy w latach 2015-2017p EBITDA na poziomie PLN 21.1m (marża 11.1%), PLN 29.0m (marża 12.9%) oraz PLN 35.8m (marża 13.8%). W naszych prognozach zakładamy, że w latach 2015p rentowność EBITDA restauracji Sphinx wyniesie 21% a w latach 2016-2017p wzrośnie do 21.5%. W przypadku restauracji Chłopskie Jadło oczekujemy rentowności EBITDA w latach 2015-2017p na poziomie odpowiednio 10%, 14% i 14%, a w sieci WOOK na poziomie odpowiednio 5.0% w 2015p oraz 10% w kolejnych latach prognozy. Przy kosztach finansowych netto w latach 2015-2017p na poziomie PLN 3.2m, PLN 3.4m oraz PLN 3.3m prognozujemy zysk netto w latach 2015-2017p na poziomie PLN 4.2m (23.4% poniżej prognozy zarządu), PLN 10.7m (35.4% poniżej prognozy zarządu) oraz PLN 15.6m (27.6% poniżej prognozy zarządu). Korygując zysk netto o rozpoznanie aktywa podatkowego w 2014 r. oraz jego amortyzację w kolejnych latach prognozujemy znorm. zysk netto spółki w latach 2015-2017p w wysokości PLN 6.2m, PLN 11.2m oraz PLN 15.6m.

**Tabela 1. Sfinks: Analiza scenariuszy**

	2015p		2016p		Cena docelowa (DCF)	Założenia
	EBITDA	Zysk netto	EBITDA	Zysk netto		
Scenariusz optymistyczny	22.7	4.7	35.3	13.6	7.1	(1) Spółka pozyskuje finansowanie zewnętrzne na poziomie PLN 12m w 2015p oraz PLN 15m w 2016p, (2) Spółka otwiera 24 restauracji operatorskich w 2015p, 28 w 2016p oraz 14 w 2017p, (3) Sieć franczyzowa powiększa się w okresie 2015-2017p o 4 restauracji rocznie.
Scenariusz bazowy	21.1	4.2	29.0	10.7	5.3	(1) Spółka pozyskuje finansowanie zewnętrzne na poziomie PLN 3m w 2015p oraz PLN 8m w 2016p, (2) Spółka otwiera 16 restauracji operatorskich w 2015p, 16 w 2016p oraz 14 w 2017p, (3) Sieć franczyzowa rozwija się w latach 2015-2017p odpowiednio o 1, 4 oraz 2 restauracje.
Scenariusz konserwatywny	19.6	3.7	23.6	8.0	3.5	(1) Brak dodatkowego finansowania zewnętrznego w latach 2015-2016p, (2) Spółka otwiera 8 restauracji operatorskich rocznie w latach 2015-2017p, (3) Brak rozwoju sieci franczyzowej.

Źródło: Szacunki DI Investors

## Wycena

Wyceniamy Sfinksa używając 6-cio letniego modelu DCF oraz metody porównawczej. Szacując metodą porównawczą otrzymujemy cenę docelową w wysokości PLN 5.8/akcję, natomiast z metody DCF otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 5.2/akcję. Cenę docelową, określoną jako średnia ważona z wycen przeprowadzonych metodami DCF oraz porównawczą, wyznaczamy na poziomie PLN 5.3/akcję.

**Tabela 2. Sfinks: Podsumowanie wyceny**

	Waga (%)	Wycena (PLN)
Metoda DCF	75%	5.2
Metoda porównawcza	25%	5.8
<b>Cena docelowa</b>		<b>5.3</b>
Cena rynkowa		3.6
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>		<b>48%</b>

Źródło: Szacunki DI Investors

### Wycena metodą DCF

Założenia naszego modelu DCF są następujące:

- Do kalkulacji wartości rezydualnej zakładamy stopę wzrostu na poziomie 0.2%, która jest iloczynem stopy ROIC i stopy reinwestycji w okresie rezydualnym.
- Stosujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.5% (4.5% w okresie rezydualnym) oraz premię za ryzyko rynkowe w wysokości 5.0%.
- Zdelewarowana beta na poziomie 1.2x

**Tabela 3. Sfinks: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)**

	2015p-2020p	TV*
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.5%
Beta	1.88x	1.05x
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>12.9%</b>	<b>9.7%</b>
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.5%
Marża na zadłużeniu	6.0%	3.0%
Kosztu długu	9.5%	7.5%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>7.7%</b>	<b>6.1%</b>
% D	50.5%	11.2%
% E	49.5%	88.8%
<b>WACC</b>	<b>10.3%</b>	<b>9.3%</b>

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

Tabela 4. Sfinks: Wycena DCF

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	TV
Przychody	189.4	225.3	258.8	280.2	296.5	304.7	
EBITDA	21.1	29.0	35.8	40.0	43.0	44.6	
EBIT	11.0	17.5	23.0	26.5	28.9	30.4	
Podatek od EBIT	0.0	0.0	0.0	-5.0	-5.5	-5.8	
NOPAT	11.0	17.5	23.0	21.5	23.4	24.6	24.6
Amortyzacja	10.1	11.5	12.7	13.4	14.2	14.2	14.2
Zmiany w kapitale obrotowym WC	-0.4	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1
Wydatki inwestycyjne	-20.2	-20.8	-21.7	-15.4	-15.8	-14.2	-14.4
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>0.4</b>	<b>8.6</b>	<b>14.5</b>	<b>19.8</b>	<b>22.0</b>	<b>24.7</b>	<b>24.4</b>
Czynnik dyskontowy	91%	82%	75%	68%	61%	56%	
Wartość bieżąca FCF	0.3	7.1	10.8	13.4	13.5	13.7	
Wartość bieżąca FCF 2015-2020	59						
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	0.2%						
Zdyskontowana wartość rezydualna	149						
Wartość przedsiębiorstwa	208						
Kapitały mniejszości	0						
Dług netto	90						
<b>Wartość kapitału własnego</b>	<b>118</b>						
Bieżąca cena akcji	3.6						
Potencjał wzrostu	44%						
<b>Wycena 12M (PLN)</b>	<b>5.2</b>						

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

### Analiza wrażliwości wyceny DCF

Dokonałiśmy analizy wrażliwości wyceny metodą DCF na zmianę 4 parametrów: stopy wzrostu w okresie rezydualnym, stopy wolnej od ryzyka, współczynnika beta oraz premii za ryzyko rynkowe.

Tabela 5. Sfinks: Analiza wrażliwości wyceny DCF

		Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)						
		-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
Stopa wolna od ryzyka	2.0%	5.5	5.6	5.6	5.7	5.8	5.9	6.0
	2.5%	5.3	5.4	5.5	5.5	5.6	5.7	5.8
	3.0%	5.1	5.2	5.3	5.4	5.4	5.5	5.6
	3.5%	5.0	5.0	5.1	5.2	5.2	5.3	5.4
	4.0%	4.8	4.9	4.9	5.0	5.1	5.1	5.2
	4.5%	4.6	4.7	4.8	4.8	4.9	5.0	5.0
	5.0%	4.5	4.5	4.6	4.7	4.7	4.8	4.9
	5.0%	4.5	4.5	4.6	4.7	4.7	4.8	4.9
		Zdelewarowana beta						
		0.9x	1.0x	1.1x	1.2x	1.3x	1.4x	1.5x
Premia za ryzyko	3.5%	8.2	7.8	7.3	6.9	6.5	6.1	5.8
	4.0%	7.7	7.2	6.7	6.3	5.9	5.5	5.1
	4.5%	7.1	6.6	6.1	5.7	5.3	4.9	4.6
	5.0%	6.6	6.1	5.6	5.2	4.8	4.4	4.0
	5.5%	6.2	5.6	5.2	4.7	4.3	3.9	3.6
	6.0%	5.8	5.2	4.7	4.3	3.9	3.5	3.1
	6.5%	5.4	4.8	4.3	3.9	3.5	3.1	2.7
	6.5%	5.4	4.8	4.3	3.9	3.5	3.1	2.7

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

**Tabela 6. Sfinks: Wycena porównawcza.**

Spółka	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)*			EV/EBITDA (x)			Stopa dywidendy	Marża EBITDA	CAGR EPS	Dług netto/EBITDA
			2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2016p	2015p	2015p	2014-2017p	2015p
Sfinks	3.6	95.0	22.1	15.3	8.5	11.7	8.6	6.1	0.0%	16.2%	54%	3.3
<b>Polskie spółki porównywalne:</b>												
Amrest Holdings	144.3	3 076	41.0	29.6	23.3	8.6	10.2	8.7	0.0%	12.2%	48%	2.3
Premia/Dyskonto			-46%	-48%	-64%	37%	-16%	-30%		32%	11%	41%
<b>Zagraniczne spółki porównywalne:</b>												
Mediana			22.6	25.9	21.1	11.0	11.4	9.7	0.0	0.2	0.1	1.2
Premia/Dyskonto			-2%	-41%	-60%	7%	-24%	-37%	-100%	6%	309%	178%
Mcdonald'S Corp	100.1	349 109	19.4	20.9	19.1	10.8	12.6	12.1	3.5%	35.0%	2%	1.7
Yum! Brands Inc	94.9	148 224	22.7	26.7	23.0	15.1	14.5	13.0	1.8%	21.3%	11%	0.9
Darden Restaurants Inc	64.4	29 798	33.7	25.9	22.5	15.0	11.7	10.4	3.5%	11.7%	7%	1.4
Wendy'S Co	11.6	15 422	48.8	34.0	31.2	10.8	15.6	17.0	2.0%	22.2%	-2%	5.2
Brinker International Inc	55.8	12 535	18.8	18.0	15.5	10.8	9.2	8.6	2.0%	15.3%	8%	1.8
Buffalo Wild Wings Inc	157.5	10 989	36.0	27.0	22.3	14.3	10.1	8.3	0.0%	15.7%	20%	-0.5
Bloomin' Brands Inc	22.6	10 347	22.5	17.8	15.4	10.9	8.5	7.6	1.0%	10.5%	15%	2.4
Mitchells & Butlers Plc	452.0	10 766	16.3	12.5	11.1	9.3	8.4	7.8	0.1%	21.2%	9%	4.3
Autogrill Spa	8.4	8 733	63.1	38.6	28.2	7.2	7.3	6.6	0.6%	8.7%	62%	1.7
Papa John'S Intl Inc	67.6	9 926	31.8	32.8	28.3	15.5	n.a.	n.a.	0.9%	10.6%	13%	n.a.
Cheesecake Factory Inc	52.3	9 376	25.7	23.3	20.2	10.8	10.5	9.5	1.4%	11.8%	7%	0.3
Restaurant Group Plc	699.5	8 091	19.9	20.8	18.5	11.1	11.0	9.9	2.4%	18.6%	12%	0.2
Domino'S Pizza Group Plc	809.0	7 755	27.0	26.8	23.7	18.8	19.2	17.0	2.5%	21.9%	13%	-0.2
Fiesta Restaurant Group	49.3	4 824	43.3	30.6	26.3	19.4	13.9	11.8	n.a.	14.3%	n.a.	n.a.
Do & Co Ag	72.0	2 845	14.0	19.3	18.8	5.6	10.0	8.7	1.3%	10.2%	21%	0.7
Patisserie Holdings Plc	312.5	1 795	18.4	27.9	23.5	13.4	17.3	14.5	1.1%	18.3%	21%	-0.3
Berjaya Food Bhd	2.8	1 073	17.5	31.8	21.1	26.4	22.5	12.2	1.8%	14.1%	37%	2.4
Ibersol Sgps Sa	8.8	721	17.5	18.2	15.5	6.5	7.5	6.2	0.8%	13.2%	35%	0.6
Tasty Plc	136.0	416	29.1	24.3	17.7	13.1	12.4	9.5	n.a.	15.6%	n.a.	n.a.
Kichiri & Co Ltd	699.0	225	18.2	n.a.	n.a.	7.0	n.a.	n.a.	1.1%	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Implikowana wycena</b>			<b>3.6</b>	<b>6.4</b>	<b>9.3</b>	<b>2.4</b>	<b>5.3</b>	<b>6.9</b>				
Waga			13%	38%	0%	13%	38%	0%				
Implikowana cena akcji (PLN)	5.2											
<b>Cena docelowa 12m (PLN)</b>	<b>5.8</b>											
Potencjał wzrostu (%)	62%											

*Źródło: Bloomberg, szacunki DI Investors*



## Model biznesowy

### Opis spółki

Sfinks to spółka zarządzająca największą polską siecią restauracji w segmencie casual dining, którą rocznie odwiedza ponad 6m klientów. Sfinks jest właścicielem trzech marek restauracyjnych: Sphinx, Chłopskie Jadło oraz WOOK. Ich udział w rynku HoReCa w Polsce, szacowanym na ok. PLN 28.4mld, wynosi ok. 0.7%. Wszystkie sieci plasują się w segmencie casual dining, który łącząc w sobie proste dania o niewygórowanej cenie oraz obsługę kelnerską jest kompromisem między fast foodami, a ekskluzywnymi restauracjami.

*Spółka zarządzająca największą polską siecią restauracji w segmencie casual dining.*

### Rysunek 1. Sfinks: Struktura Grupy\*



Źródło: Dane Spółki, DI Investors; \*stan na 15 maja 2015 r.

### Historia spółki

Historia Grupy Sfinks sięga roku 1995, kiedy otwarta została pierwsza restauracja Sphinx. W 1999 r. zawiązana została spółka Sfinks Polska, która w 2006 r. zadebiutowała na GPW. W latach 2008- 2009 spółka przechodziła duże problemy płynnościowe. Sfinks, planując szybki rozwój, zainwestowała w przeszłości znaczne kwoty w otwarcia restauracji w złych lokalizacjach, które podczas kryzysu ekonomicznego stały się nierentowne. Rentowność inwestycji była ograniczana przez źle skonstruowane umowy z franczyzobiorcami, w których Sfinks ponosił początkowe nakłady inwestycyjne na otwarcie nowego lokalu, a franczyzobiorca zobowiązany był jedynie do wnoszenia do spółki opłat uzależnionych od osiąganego wyniku (oznacza to, że w przypadku straty, spółka rekompensowała ustaloną jej część franczyzobiorcy). Dodatkowo spółka poniosła wysokie straty finansowe związane z inwestycjami w opcje walutowe (PLN 8.8m w 2008 r. oraz PLN 5.9m w 2009 r.). W styczniu 2009 r. Sfinks złożył wniosek o upadłość, a dwa miesiące później kontrolę nad grupą przejął Sylwester Cacek. Od 2009 r. trwa restrukturyzacja spółki polegająca na renegotjacji niekorzystnych umów z franczyzobiorcami, spłatą zadłużenia oraz selekcją lokali, w czym spółka ma duże doświadczenie biorąc pod uwagę, że prowadziła lokale łącznie w 170 lokalizacjach, w tym 150 pod marką Sphinx. Jej rezultat jest widoczny w 2014 r., w którym grupa pierwszy raz od 2008 r. pokazała dodatni wynik netto.

*Nietrafione inwestycje oraz źle skonstruowane umowy zbliżyły spółkę do bankructwa.*

*Efekt restrukturyzacji – dodatni wynik netto w 2014 r.*

### Koncepcja restauracji

**Sphinx.** Największa w Polsce sieć restauracji w segmencie casual dining, serwująca dania kuchni orientalnej i międzynarodowej. Pierwszy lokal został otwarty w 1995 r. Restauracje zlokalizowane są w dużej mierze w centrach handlowych oraz w pobliżu głównych ulic największych polskich miast (Warszawa – 15 restauracji, Kraków – 9, Poznań – 9, Gdańsk – 7, Wrocław – 5). Specjalnością sieci jest danie o nazwie Shoarma, należące do kuchni arabskiej, jednakże Sphinx regularnie zwiększa swój udział w rynku steków, odpowiadając za ok. 30%

sprzedaży steków w Polsce. Sphinx serwuje ponadto pizze, makarony, potrawy mięsne, ryby, dania wegetariańskie, a także sałatki, przekąski i desery. Lokale charakteryzują się standaryzowanym wystrojem wnętrza, ubiorem pracowników.

**Chłopskie Jadło.** Sieć restauracji serwująca dania domowej polskiej kuchni, która została kupiona przez spółkę w 2006 r. Obecnie w sieci działa 9 restauracji, z czego 3 w Warszawie i 3 w Krakowie. Menu obejmuje potrawy takie jak: pierogi, dania mięsne, tradycyjne zupy i przystawki. Wystrój restauracji stylizowany jest na chłopskie izby. Chłopskie Jadło oferuje również usługi cateringowe oraz organizację imprez firmowych i plenerowych.

Rysunek 2. Wnętrze restauracji Sphinx



Źródło: Spółka

Rysunek 3. Wnętrze restauracji Chłopskie Jadło



Źródło: Spółka

**WOOK.** Sieć specjalizująca się w daniach kuchni azjatyckiej. Pierwszy lokal WOOK powstał w lutym 2005 r., a w 2008 r. sieć restauracji dołączyła do grupy Sfinks. Obecnie w sieci WOOK funkcjonuje 5 lokali (w tym 1 lokal typu „all you can eat” WOOK Express). Wnętrza utrzymane są w czerwono-czarnej kolorystyce, nawiązującej do kultury azjatyckiej – znakiem rozpoznawczym restauracji WOOK są znajdujące się na sali wyspy, gdzie kucharze przygotowują dania. Oprócz kuchni chińskiej oferta WOOK zawiera również dania kuchni tajskiej, a także dania europejskie – steki, dania mięsne, ryby, sałatki.

### System zarządzania restauracjami

Na dzień 15 maja 2015 r. grupa zarządzała ogółem 108 restauracjami, z czego sieć Sphinx liczy 94 restauracje, Chłopskie Jadło 9 restauracji, a WOOK 5 restauracji. Spółka zarządza restauracjami zarówno w systemie operatorskim (98 restauracji) jak i franczyzowym (10 restauracji).

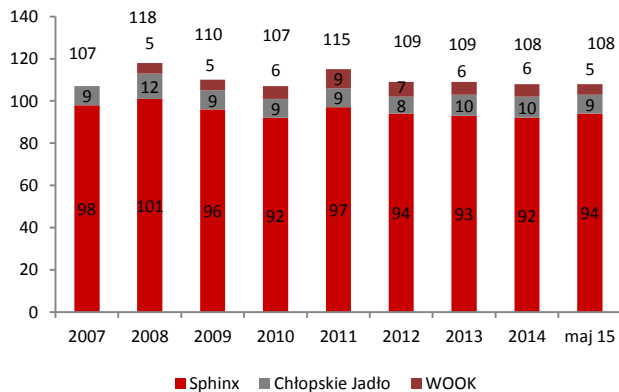
Tabela 7. Sfinks: Systemy zarządzania restauracjami.

	Nakład inwestycyjny	Koszty operacyjne	Zysk operacyjny
System operatorski	Ponoszony przez Sfinksa	Ponoszone przez Sfinksa	Przynależny Sfinksiowi. Operator otrzymuje określony % przychodów oraz EBITDA. Łącznie koszty te sięgają ok. 22% sprzedaży.
System franczyzowy	Ponoszony przez franczyzobiorcę	Ponoszone przez franczyzobiorcę	Przynależny franczyzobiorcy. Sfinks otrzymuje 7% wartości obrotu.

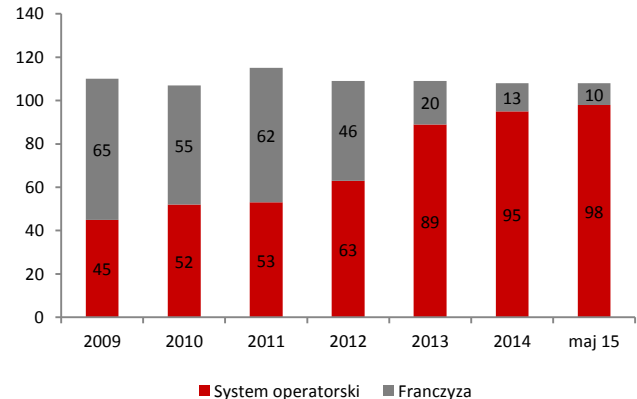
Źródło: spółka, DI Investors

Historycznie restauracje w systemie franczyzowym stanowiły znaczną większość zarządzanych restauracji, jednakże w procesie restrukturyzacji ich liczba jest regularnie zmniejszana na rzecz systemu operatorskiego. W systemie operatorskim Sfinks jest właścicielem restauracji, ponosi

początkowy nakład inwestycyjny oraz koszty operacyjne w zamian za prawo do zysku. Operator jest wynagradzany określoną częścią obrotu, a także w ramach systemu motywacyjnego określoną częścią wypracowanej przez restaurację EBITDA. Łącznie koszty te sięgają ok. 22% sprzedaży. W systemie franczyzowym franczyzobiorca ponosi pełen początkowy nakład inwestycyjny oraz koszty operacyjne. Jest również zobowiązany do odprowadzania opłaty na poziomie 7% przychodów za wykorzystanie marki restauracji.

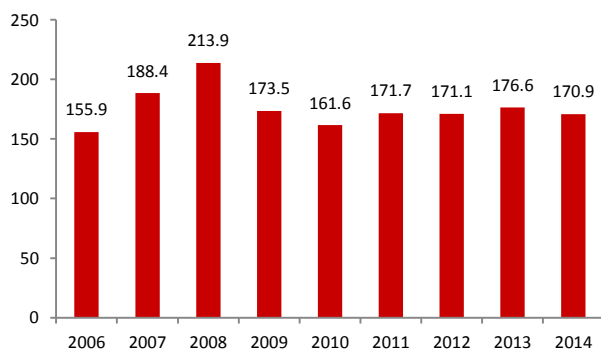
**Wykres 1. Liczba restauracji w okresie 2007-maj 2014 r.**


Źródło: Dane spółki, DI Investors

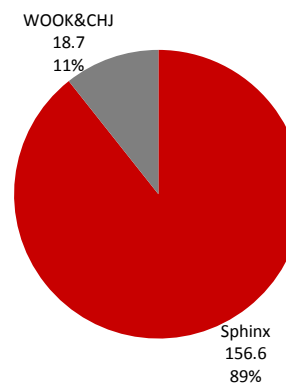
**Wykres 2. Restauracje w podziale na system zarządzania w okresie 2009-maj 2014 r.**


Źródło: Dane spółki, DI Investors

**Przychody.** Spółka generuje trzy rodzaje przychodów: przychody gastronomiczne, przychody z umów marketingowych oraz przychody ze sprzedaży materiałów i towarów. Zdecydowaną większość obrotów (94% w 2014 r.) stanowią przychody ze sprzedaży usług gastronomicznych, które wyniosły w 2014 r. PLN 175.3m, z czego PLN 156.6m wygenerowana została przez Sphinx, a PLN 18.7m przez WOOK oraz Chłopskie Jadło. PLN 14.4m to sprzedaż restauracji franczyzowych, które w 2014 r. wyłączone zostały z konsolidacji. Przychody z umów marketingowych, wynikające z kontraktów reklamowych jakie Sfinks zawiera ze swoimi dostawcami (do najważniejszych z nich należą EuroCash S.A. i Pepsi-Cola General Bottlers Poland Sp. z o. o.), oraz pozostałe wyniosły w 2014 r. PLN 6.8m. Przychody ze sprzedaży towarów, stanowiące głównie bez marżową odsprzedaż surowców do franczyzobiorców, wyniosły w 2014 r. PLN 3.1m.

**Wykres 3. Przychody w latach 2006-2014.**


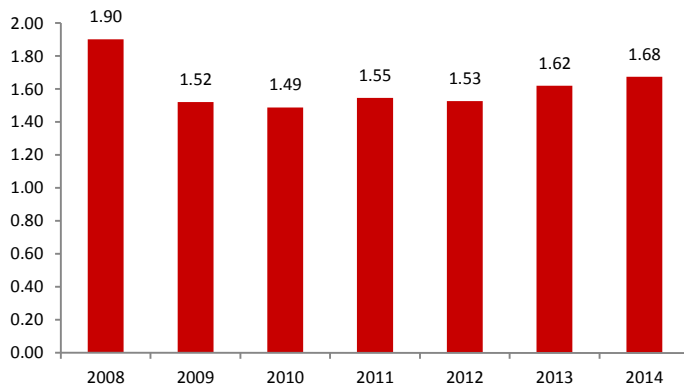
Źródło: Dane spółki, DI Investors

**Wykres 4. Przychody ze sprzedaży usług gastronomicznych w 2014 r.**


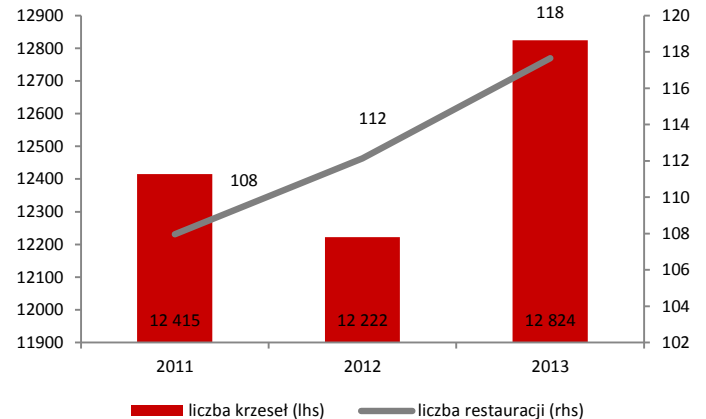
Źródło: Dane spółki, DI Investors

Wskaźnik średnich przychodów na restaurację generowanych przez spółkę, po spadkach popytu na usługi gastronomiczne spowodowanych kryzysem ekonomicznym w 2008 r., regularnie się poprawia. Na zwiększenie dochodowości restauracji wpływ mają zarówno wzrost średniego rachunku (np. w sieci Sphinx wzrósł on do PLN 70.0 z PLN 53.4 w 2011 r., wzrost 31%), jak zwiększenie efektywności wykorzystania powierzchni w restauracjach dzięki czemu mogą obsługiwać one większą ilość klientów – wskaźnik ilości miejsc siedzących na restaurację wzrósł do 118 w 2013 r. vs. 110 w 2011 r.

**Wykres 5. Średnie przychody na restaurację w latach 2011-2014.**



**Wykres 6. Średnia liczba krzeseł na restaurację w latach 2011-2013.**



Źródło: Dane spółki, DI Investors

Źródło: Dane spółki, DI Investors

**Rentowność.** Flagowa sieć spółki, Sphinx, jest najwyżej rentowną siecią grupy. W okresie 1-3Q2014 r. rentowność EBITDA restauracji Sphinx wyniosła 19.7%, a w całym 2014 r. spółka określa średnie marże EBITDA na poziomie powyżej 20%. Restauracje Chłopskie Jadło osiągają marże EBITDA na poziomie kilkunastu procent, a WOOK przekracza jedynie próg rentowności.

Największą grupę kosztów restauracji stanowią koszty materiałów spożywczych, które w restauracjach operatorskich Sphinx w okresie 1-3Q14 osiągnęły poziom 30.1%. Koszty osobowe w systemie operatorskim związane są ściśle z przychodami oraz wynikiem generowanym przez restaurację. Drugą pod względem wielkości grupą kosztów są koszty osobowe (22.0% sprzedaży). Koszty osobowe w systemie operatorskim związane są ściśle z przychodami oraz wynikiem generowanym przez restaurację. Wynagrodzenie operatora wynosi domyślnie 22% sprzedaży, a dalszy wzrost wynagrodzenia uzależniony jest od osiągniętego przez restaurację wyniku EBITDA. Kolejną pod względem wielkości grupą są koszty najmu (17.9% sprzedaży). W przypadku ok. połowy lokali czynsze liczone są jako ekwiwalent euro. Spółka zaznacza w strategii, że koszty najmu zależą od skuteczności w przedłużaniu wygasających umów najmu, które w przeszłości zawierane były na warunkach, które obecnie byłyby dla spółki nieakceptowalne. Pozostałe koszty operacyjne utrzymują się na poziomie ok. 10.3% sprzedaży i zależą od jej wielkości, jak również od rodzaju wyposażenia lokalu i jego energochłonności.

**Tabela 8. Rentowność restauracji operatorskich Sphinx w okresie 1-3Q14.**

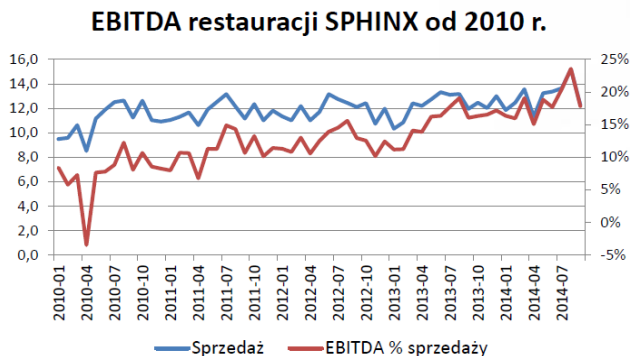
Rodzaj kosztów	% sprzedaży
Koszty materiałów spożywczych	30.1%
Koszty osobowe	22.0%
Koszty najmu	17.9%
Koszty pozostałe operacyjne (media, usługi obce)	10.3%

Źródło: Dane spółki, DI Investors

W 2014 r. Sfinks osiągnął znorm. EBITDA na poziomie PLN 15.8m vs PLN 12.1m w 2013 r. (marża EBITDA 9.2% vs. 6.8%). Raportowana EBITDA, uwzględniająca wynik operacyjny

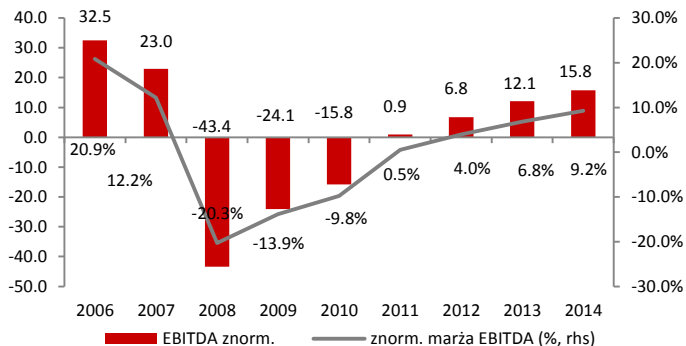
z rozpoznania znaku towarowego Chłopskie Jadło na poziomie PLN 11.8m, wyniosła w 2014 r. PLN 27.6m.

**Wykres 7. Znorm. EBITDA i znorm. marża EBITDA restauracji Shpinx w okresie styczeń 2010-lipiec 2014.**



Źródło: Dane spółki, DI Investors

**Wykres 8. Znorm. EBITDA i znorm. marża EBITDA w latach 2006-2014.**

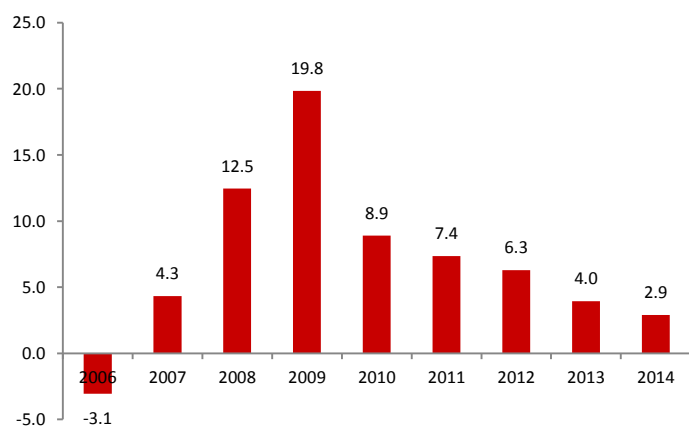


Źródło: Dane spółki, DI Investors

W latach 2008 r. oraz 2009 r. spółka odnotowała rekordowo wysokie koszty finansowe netto na poziomie odpowiednio PLN 12.5 oraz PLN 19.8m, związane ze stratami na inwestycji w opcje walutowe, które wyniosły PLN 8.8m w 2008 r. oraz PLN 5.9m w 2009 r. Od rozpoczęcia restrukturyzacji w 2009 r. koszty finansowe netto odnotowują regularny spadek. W 2014 r. wyniosły PLN 2.9m vs. PLN 4.0m w 2013 r.

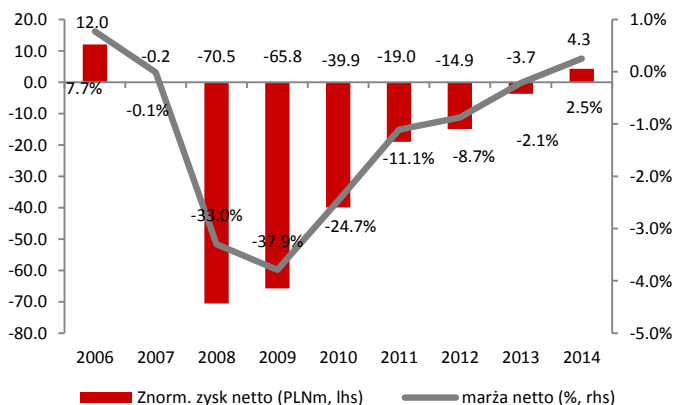
Na poziomie znorm. zysku netto w 2014 r. Sfinks, pierwszy raz od najłabszego pod względem wyników w historii spółki 2008 r., wygenerował dodatni wynik na poziomie PLN 4.3m vs. strata PLN 3.7m w 2013 r. (marża 2.5% vs -2.1%). Raportowany zysk netto, uwzględniający utworzenie aktywa podatkowego o wartości PLN 18.5m, wyniósł w 2014 r. PLN 34.6m.

**Wykres 9. Koszty finansowe netto w latach 2006-2014.**



Źródło: Dane spółki, DI Investors

**Wykres 10. Znorm. zysk netto i marża netto w okresie 2011-2014.**



Dane spółki, DI Investors

**Tabela 9. Sfinks: Analiza SWOT**

<b>Silne Strony</b>	<b>Słabe Strony</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Silna i rozpoznawalna marka Sphinx</li> <li>• Największa sieć restauracji w segmencie casual dining</li> <li>• Efekty skali</li> <li>• Wysoka lojalność klientów</li> <li>• Wysokie zadowolenie klientów - wzrost ocen klientów odwiedzających restauracje</li> <li>• Duża baza regularnych klientów</li> <li>• Wprowadzenie oferty sezonowej do menu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Niejednorodna infrastruktura restauracji i związany z tym niejednorodny wizerunek restauracji</li> <li>• Wysokie zadłużenie spółki przy ujemnych kapitałach własnych</li> <li>• Niskie marże w sieciach Chłopskie Jadło i WOOK</li> <li>• Brak zintegrowanego systemu IT, który umożliwiłby rozwój sieci franczyzowej</li> </ul>
<b>Szanse</b>	<b>Zagrożenia</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prace nad nowym system IT zostały rozpoczęte</li> <li>• Rosnąca siła nabywcza klientów</li> <li>• Rosnące zapotrzebowanie na usługi gastronomiczne dobrej jakości</li> <li>• Zmiana nawyków klientów i wzrost częstotliwości wizyt w restauracjach</li> <li>• Regularny wzrost popytu na usługi gastronomiczne</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ryzyko wejścia konkurencji z zagranicy</li> <li>• Ryzyko wzrostu zainteresowania tanimi ofertami fast food lub gotowaniem w domu</li> <li>• Ryzyko załamania koniunktury gospodarczej</li> <li>• Wolniejszy niż zakładany rozwój sieci restauracji</li> </ul>

Źródło: Dane spółki, DI Investors

## Strategia

Główne elementy strategii Sfinksa obejmują:

- Koncentracja na rozwoju restauracji Sphinx przy ROI na poziomie nie niższym niż 30% oraz marży EBITDA restauracji nie niższej niż 20%. Oczekiwany okres zwrotu z nowo otwieranych lokali to 3 lata.
- Utrzymanie wskaźnika dług brutto/EBITDA na poziomie nie wyższym niż 3.0x.
- Wypracowanie rozwiązań pozwalających na rozwój sieci restauracji Chłopskie Jadło i WOOK poprzez współpracę z inwestorami finansowymi, w tym z możliwością późniejszej sprzedaży lub IPO.
- Poszukiwanie możliwości przejęć pozwalających na wykorzystanie potencjału organizacyjnego Spółki oraz transferu posiadanych kompetencji w celu wzbogacania portfela aktywów i osiągnięcia korzyści wynikających z efektów skali.
- Zbudowanie własnej bazy danych klientów na poziomie minimum 2m rekordów umożliwiających dywersyfikację usług.

**Wzrost organiczny  
i akwizycje**

**Restauracje Sphinx.** Głównym czynnikiem wzrostu dla spółki w najbliższych latach będzie rozwój sieci Sphinx. Na moment publikacji strategii na lata 2015-2020 spółka zidentyfikowała 20 lokalizacji umożliwiających rozwój sieci restauracji w 2015 r. oraz ok. 10 w 2016 r., przy średnim ROI na poziomie 35%. Podana stopa ROI uwzględnia częściowe finansowanie zewnętrzne bez wzrostu zadłużenia spółki. Możliwe konstrukcje umożliwiające takie rozwiązanie to:

- 1) poniesienie przez wynajmującego lokal kosztów przystosowania powierzchni do wymogów Sphinx,
- 2) kontrybucja finansowa („fit-out”), która następnie jest inwestorowi rekompensowana w wyższym czynszu.

W każdym z przypadków spółka zakłada realizację marży EBITDA restauracji na poziomie nie niższym niż 20%. Nowe lokale według informacji przekazywanych przez spółkę charakteryzować się będą większą powierzchnią, która wynosić będzie ok. 500-600 m<sup>2</sup>, a całkowite nakłady inwestycyjne potrzebne do otwarcia lokalu zawierać się będą w przedziale PLN 2850-3000/m<sup>2</sup>. W naszych prognozach zakładamy, że nakłady inwestycyjne na nowy lokal wynoszą średnio PLN 1.1m. Na spotkaniu po wynikowym w lutym spółka poinformowała, że z zaplanowanych na 2015 r. nowych lokali w 7 przypadkach podpisana jest już umowa, a kolejne 11 jest w trakcie finalizacji. Spółka zakłada finansowanie otwarć nowych lokali w pierwszej kolejności poprzez uwolnienie kapitału obrotowego oraz negocjację warunków wynajmu, w drugiej poprzez emisję obligacji, w trzeciej poprzez emisję akcji lub obligacji zamiennych.

W każdym z przypadków spółka zamierza utrzymać wskaźnik dług brutto/EBITDA na poziomie nie wyższym niż 3.0x.

**Restauracje Chłopskie Jadło.** Spółka rozwija koncept restauracji Chłopskie Jadło. Obecnie prowadzone są prace nad standaryzacją sieci oraz zbliżeniem jej modelu biznesowego do modelu Sphinx w celu zwiększenia rentowności EBITDA. W 4Q14 spółka rozpoznała wartość znaku Chłopskie Jadło, co wpłynęło na wynik EBIT zwiększając go o PLN 11.8m.

**Restauracje WOOK.** Obecnie najstarsza pod względem rentowności sieć w grupie. Spółka planuje zmienić strategię restauracji wprowadzając system „all you can eat”. System ten polega na pobieraniu stałej opłaty od klientów umożliwiając nieograniczoną ilość wybranych potraw. W październiku i listopadzie 2014 r. w jednej restauracji WOOK przeprowadzono testy oferty „all you can eat”. W każdym tygodniu przez dwa dni oferowano ok. 100 dań z 6 krajów świata, ze znaczącym udziałem oferty kuchni azjatyckiej. Oferta wygenerowała

w tym czasie wzrost sprzedaży o ok. 100% w stosunku do średniej w tych samych dniach w poprzednim kwartale. Obecnie spółka prowadzi dalsze testy pod kątem procesów produkcyjnych, kontrolnych oraz finalnie rentowności konceptu.

**Akwizycja sieci.** Spółka nie wyklucza akwizycji innych sieci. Wskazuje przy tym dwa cele takiego działania: 1) stworzenie drugiej sieci strategicznej w przypadku silnej marki i potencjału rozwoju za granicą, 2) stworzenie barier wejścia dla zagranicznej konkurencji.



## Ryzyka

---

**Wysokie zadłużenie.** Spółka wykorzystuje wysoką dźwignię finansową - dług netto spółki na koniec 2014 r. wyniósł PLN 90.5m, co implikuje wskaźnik dług netto/znorm. EBITDA na poziomie 5.7x (mediana dla spółek zagranicznych 1.2x). Jednocześnie w wyniku obciążenia bilansu w postaci wysokiej straty z lat ubiegłych spółka kolejny rok zaraportowała ujemne kapitały własne. Należy jednakże podkreślić, że właściwie całe zadłużenie spółki skumulowane jest w dwóch bankach – ING oraz Pekao – z którymi Sfinks podpisał umowę restrukturyzacyjną, która zmniejsza ryzyko finansowe związane z wysokim długiem. Na mocy tej umowy spółka otrzymała karencję odsetek do kwietnia 2017 r. (z możliwością umorzenia 25% ich wartości), a ostateczne rozliczenie należności odbędzie się dopiero na koniec 2019 r.

**Rozwój uwarunkowany pozyskaniem finansowania zewnętrznego.** Zakładamy, że w celu zrealizowania planów rozwoju organicznego spółka będzie musiała zdobyć dodatkowe finansowanie zewnętrzne, co może wpłynąć na zwiększenie dźwigni finansowej Sfinksa. Spółka podkreśla, że lata 2015-2017p są najkorzystniejsze w celu dynamicznego zwiększenia liczby restauracji, co więcej nie wykluczona jest akwizycja konkurencyjnej sieci – uznajemy więc, że zwiększenie przez spółkę zadłużenia jest wysoce prawdopodobne.

**Wejście zagranicznej konkurencji.** Sfinks zarządza obecnie dwiema największymi sieciami restauracji w segmencie casual dining – Sphinx (94 restauracje) oraz Chłopskie jadlo (9 restauracji). Jednakże, jak podkreśla sama spółka segment restauracji casual dining w Polsce jest na tyle chłonny, że z wysokim prawdopodobieństwem w najbliższych latach wejdzie do niego zagraniczna konkurencja. Poprzez dynamiczny rozwój obecnie zarządzanych sieci oraz ewentualne akwizycje Sfinks ma zamiar stworzyć infrastrukturę oraz rozpoznawalność marek własnych, które stanowiąc będą bariery wejścia dla graczy zza granicy.

**Wolniejszy niż zakładany przez spółkę rozwój sieci restauracji.** Strategia Sfinksa zakłada dynamiczny rozwój flagowej sieci restauracji spółki – istnieje jednakże ryzyko otwarcia mniejsze niż zakładana liczby lokali. Na moment publikacji strategii na lata 2015-2020 spółka zidentyfikowała 20 lokalizacji umożliwiających rozwój sieci restauracji w 2015 r. oraz ok. 10 w 2016 r. Na spotkaniu po wynikowym w lutym spółka poinformowała, że z zaplanowanych na 2015 r. nowych restauracji w 7 przypadkach podpisana jest już umowa, a kolejne 11 jest w trakcie finalizacji.

**Ryzyko załamania koniunktury.** Branża gastronomiczna jest wysoce podatna na zmiany makroekonomiczne wpływające na dochód rozporządzalny ich klientów. W przypadku kryzysu ekonomicznego prawdopodobny jest drastyczny spadek popytu na usługi gastronomiczne, co może w znaczący sposób zagrozić płynności finansowej spółki, szczególnie w latach 2015-2017p. kiedy spółka ma w planach intensywny rozwój.

## Dług

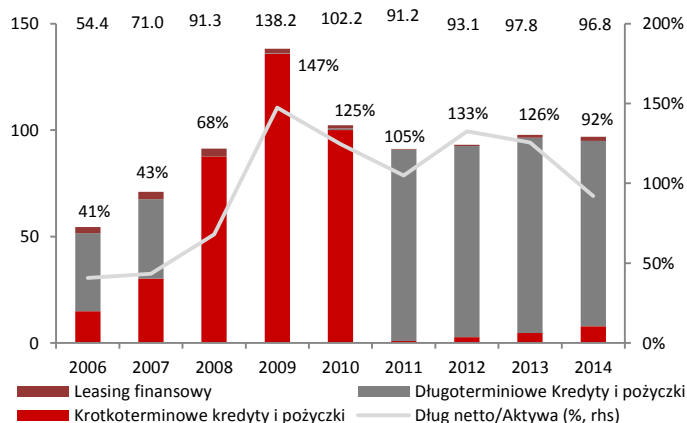
Całkowite zadłużenie Sfinksa na koniec 2014 r. wyniosło PLN 96.8m vs. PLN 97.8m w 2013 r. (spadek 1% r/r) oraz PLN 138.2m (spadek o 29.9%), kiedy dług spółki osiągnął swoją rekordową wartość. Na koniec 2014 r. na zadłużenie spółki składały się kredyty bankowe o wartości PLN 94.8m oraz zobowiązania z tytułu leasingu finansowego w wysokości PLN 2.0m. Głównymi wierzycielami spółki są banki ING BSK oraz PKO PB, wobec których zobowiązania kredytowe wynosiły na koniec 2014 r. odpowiednio PLN 59.6m oraz PLN 35.2m. W ramach porozumienia restrukturyzacyjnego w 2009 r. oraz późniejszych aneksów dotyczących wspomnianej umowy, spółka otrzymała preferencyjne warunki oprocentowania kredytów oraz harmonogram spłaty kapitału. Na koniec 2014 r. spółka wypełniła podjęte w aneksach zobowiązania wobec banków, związane m.in. ze spłatami kapitału, osiągnięcie odpowiedniego tempa rozwoju oraz poziomu EBITDA.

W przypadku banku ING marża odsetkowa ponad WIBOR3M jest wyliczana wg wzoru  $Marża = ((WIBOR3M + 2.5\%) * 75\%) - WIBOR3M$ . Do zabezpieczeń kredytu należą m.in.: zastaw rejestrowy na wyposażeniu restauracji Sphinx i Chłopskie Jadło, znaki towarowe Sfinks, Sphinx, Chłopskie Jadło i WOOK, jak również cesje wierzytelności oraz pełnomocnictwo do rachunków bankowych.

Marża odsetkowa banku PKO, wynosząca początkowo 3pp., wynosi od lipca 2013 r. 1.12pp. ponad WIBOR1M. Do zabezpieczeń kredytu należą m.in.: 100% udziałów w spółce Shanghai Express, zastaw rejestrowy na wyposażeniu restauracji Sphinx i Chłopskie Jadło, znaki towarowe Sfinks, Sphinx, Chłopskie Jadło i WOOK, hipoteka o wartości PLN 2.0m.

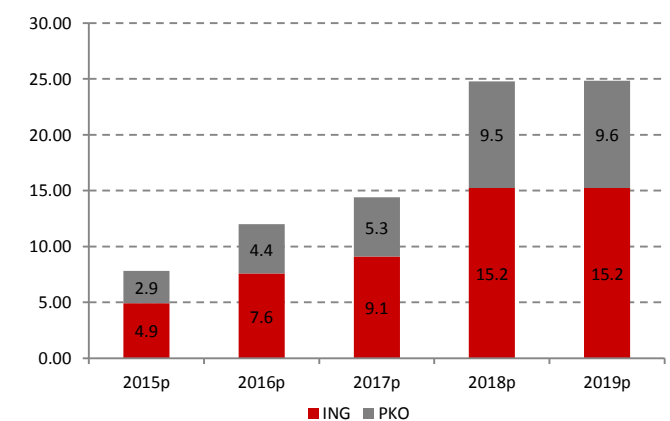
Ponadto, w przypadku gdy Sfinks wywiąże się terminowo ze spłaty rat kapitałowych, banki zobowiązały się do umorzenia 25% naliczonych odsetek. Ostateczny termin rozliczenia należności głównych i odsetek został ustalony w obydwu przypadkach na 31 grudnia 2019 r.

**Wykres 11. Zadłużenie w latach 2006-2014.**



Źródło: Dane spółki, DI Investors

**Wykres 12. Harmonogram spłaty kredytów w latach 2015-2019.**



Źródło: Dane spółki, DI Investors

## Wyniki finansowe za 1Q15

- Przychody w 1Q15 wyniosły PLN 43.6m (wzrost 6% r/r).
- EBITDA w wysokości PLN 6.1m (wzrost 52% r/r).
- Raportowany zysk netto w wysokości PLN 1.0m (wzrost 12% r/r). Na wynik netto wpływ miała amortyzacja aktywa podatkowego, której skutkiem jest efektywna stopa podatkowa na poziomie 69%. Znormalizowany zysk netto (zakładając stawkę ustawową 19%) wyniósł PLN 2.5m (wzrost 193% r/r).

**Znorm. zysk netto 1Q15  
wyniósł PLN 2.5m (wzrost  
193% r/r).**

**Tabela 10. Sfinks: Wyniki finansowe 1Q15**

Dane w PLNm

	1Q2014	2Q2014	3Q2014	4Q2014	1Q2015	% r/r
<b>Przychody</b>	41.2	41.2	44.4	44.0	43.6	6%
Przychody gastr. Sphinx	37.9	37.9	41.1	39.7	38.8	2%
Przychody gastr. CJ&WOOK	4.5	4.4	4.7	5.1	4.4	-2%
EBIT	1.7	0.7	2.6	13.9	4.1	134%
EBITDA	4.0	2.8	4.8	16.0	6.1	52%
<b>Znorm. EBITDA</b>	4.0	2.8	4.8	4.2	6.1	52%
<b>Zysk netto</b>	0.9	0.0	1.7	32.0	1.0	12%
<b>Znorm. zysk netto</b>	0.9	0.0	1.7	1.7	2.5	193%

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

**Przychody.** Przychody Sfinksa w 1Q15 wyniosły PLN 43.6m (wzrost 6% r/r). Przychody gastronomiczne spółki wyniosły PLN 43.2m, z czego PLN 38.8m (wzrost 2% r/r) to przychody sieci Sphinx, a PLN 4.4m (spadek 2% r/r) to łączne przychody sieci WOOK oraz Chłopskie Jadło. Przychody z umów marketingowych spadły o 20% r/r do PLN 1.5m, a przychody ze sprzedaży towarów i materiałów wzrosły o 66% r/r do PLN 1.2m.

**Nowe restauracje.** W 2015 r. (do 15 maja) spółka otworzyła trzy nowe lokale: w Kołobrzegu (Galeria Hosso), Warszawie (Błękitny Wieżowiec), Krakowie (Rynek Główny). Wszystkie nowo otwarte lokale zarządzane będą w systemie operatorskim. W najbliższych miesiącach, według oświadczenia spółki, działalność rozpoczną kolejne cztery lokale Sphinx (w Malborku, Jastarni, Lublinie i Wrocławiu) oraz jeden lokal sieci Chłopskie Jadło (w Poznaniu). Łącznie w 2015 r. Sfinks zidentyfikował ok. 20 potencjalnych nowych lokali.

**Trzy nowe lokale sieci  
Sphinx w 1Q15**

**Rentowność.** Spółka zaraportowała w 1Q15 EBIT na poziomie PLN 4.1m (wzrost 134% r/r) oraz EBITDA na poziomie PLN 6.1m (wzrost 52% r/r). Znaczny spadek wyników operacyjnych w ujęciu kwartalnym wynika ze zdarzenia jednorazowego w 4Q14 polegającego na rozpoznaniu znaku towarowego Chłopskie Jadło o wartości PLN 11.8m. Marża EBITDA grupy wyniosła w 1Q15 14.1% vs. 9.8% w 1Q14.

Przy kosztach finansowych netto na poziomie PLN 0.9m vs. PLN 1.0m w 1Q14 raportowany zysk netto wyniósł PLN 1.0m. Na wynik netto wpływ miała amortyzacja aktywa podatkowego (o wartości PLN 18.5m, utworzonego w 4Q14), której skutkiem jest efektywna stopa podatkowa na poziomie 69%. Znormalizowany zysk netto (zakładając stawkę ustawową 19%) wyniósł PLN 2.5m (wzrost 193% r/r).

### Przepływy operacyjne i dług netto.

Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły w 1Q15 PLN 2.0m vs. ujemne przepływy w wysokości PLN 3.6m w 1Q14. Dług netto na koniec 1Q15 wyniósł PLN 91.6m vs. PLN 90.5m na koniec 4Q14 oraz PLN 90.6m na koniec 1Q14. Jednakże znaczny wzrost EBITDA w 1Q15 wpłynął na obniżenie dźwigni finansowej Sfinksa, mierzonej wskaźnikiem dług netto/znorm. EBITDA do 5.1x vs. 5.7x na koniec 4Q14 oraz 6.4x na koniec 1Q14.

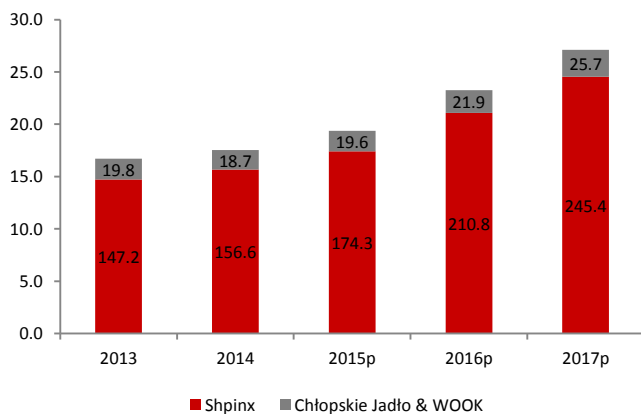
**Spadek dług netto/znorm.  
EBITDA do 5.1x vs. 5.7x na  
koniec 4Q14.**

## Prognozy finansowe

**Rozwój sieci restauracji.** Uważamy, że głównym katalizatorem wzrostu spółki będzie rozwój restauracji Sphinx. W związku z czym w naszych prognozach zakładamy otwarcie 17 lokali w 2015p, 20 lokali w 2016p oraz 16 lokali w 2017p, z czego odpowiednio 16, 16 oraz 13 lokali to restauracje Sphinx. Zakładając umiarkowaną dynamikę rozwoju sieci franczyzowej oczekujemy, że z wcześniej wymienionej liczby otwarć w latach 2015-2017p odpowiednio 2, 6 oraz 5 lokale zarządzane będą w systemie franczyzowym. Sieć Chłopskie jadlo wg nas powiększy się o 1 restaurację rocznie w latach 2015-2016p oraz o 2 w 2017p. Liczba restauracji WOOK pozostanie stabilna w 2015p, a w latach 2016-2017p będzie rosła o 1 lokal rocznie.

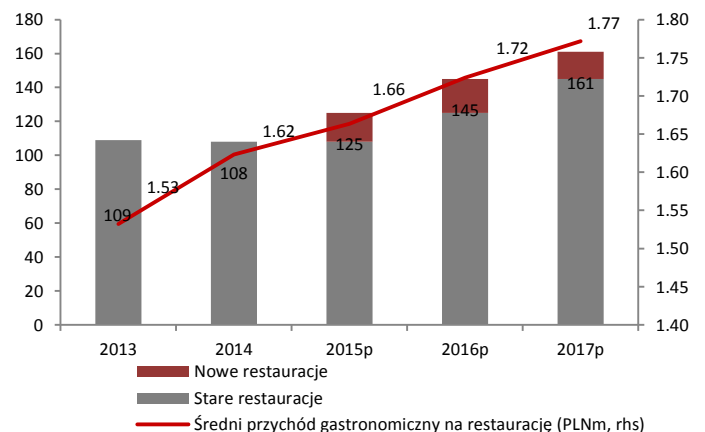
Prognozujemy przychody w latach 2015-2017p na poziomie PLN 189.4 (4.6% poniżej prognozy zarządu), PLN 225.3 (8.8% poniżej prognozy zarządu) oraz PLN 258.8 (7.5% poniżej prognozy zarządu). Zakładamy, że sieć Sphinx w latach 2015-2017p wygeneruje przychody gastronomiczne na poziomie PLN 174.3m, PLN 210.8m oraz PLN 245.4m. Prognozujemy skonsolidowane przychody gastronomiczne sieci Chłopskie Jadlo oraz WOOK w latach 2015-2017p na poziomie PLN 19.6m, PLN 21.9m oraz PLN 25.7m. Zakładamy, że dynamika przychodów w okresie prognozy wynikać będzie nie tylko ze wzrostu liczby restauracji, lecz również ze wzrostu średnich przychodów generowanych przez jeden lokal. Sfinks zapowiada, że nowo otwierane lokale charakteryzować się będą wyższą powierzchnią niż dotychczasowe. Dodatkowo spółka regularnie zwiększa efektywność wykorzystania przestrzeni, co naszym zdaniem przełoży się na wyższą sprzedaż.

**Wykres 13. Przychody z działalności gastronomicznej w latach 2013-2017p.**



Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

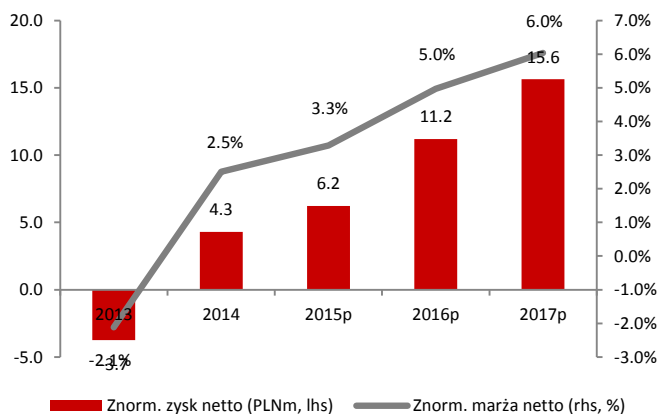
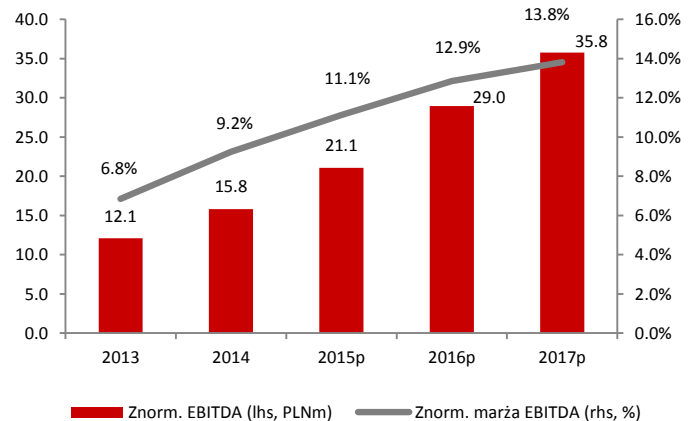
**Wykres 14. Liczba restauracji oraz średni przychód gastronomiczny w latach 2013-2017p.**



Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

**Rentowność.** Prognozujemy w latach 2015-2017p EBITDA na poziomie PLN 21.1m (marża 11.1%), PLN 29.0m (marża 12.9%) oraz PLN 35.8m (marża 13.8%). Rentowność EBITDA restauracji Sphinx wynosi obecnie średnio nieco ponad 20%, restauracji Chłopskie jadlo na poziomie kilkunastu procent, a w restauracjach WOOK przekroczony jest jedynie próg rentowności. W naszych prognozach zakładamy, że w 2015p rentowność EBITDA restauracji Sphinx wyniesie 21%, a w latach 2016-2017p wzrośnie do 21.5%. W przypadku restauracji Chłopskie Jadlo oczekujemy rentowności EBITDA w latach 2015-2017p na poziomie odpowiednio 10%, 14% i 14%, a w sieci WOOK na poziomie odpowiednio 5.0% w 2015p oraz 10% w kolejnych latach prognozy.

Przy kosztach finansowych netto w latach 2015-2017p na poziomie PLN 3.2m, PLN 3.4m oraz PLN 3.3m prognozujemy zysk netto w latach 2015-2017p na poziomie PLN 4.2m (23.4% poniżej prognozy zarządu), PLN 10.7m (35.4% poniżej prognozy zarządu) oraz PLN 15.6m (27.6% poniżej prognozy zarządu). Korygując zysk netto o rozpoznanie aktywa podatkowego w 2014 r. oraz jego amortyzację w kolejnych latach prognozujemy znorm. zysk netto spółki w latach 2015-2017p w wysokości PLN 6.2m, PLN 11.2m oraz PLN 15.6m.

**Wykres 15. Znorm. zysk netto oraz znorm. marża netto w latach 2013-2017p.**

**Wykres 16. Znorm. EBITDA oraz znorm. marża EBITDA w latach 2013-2017p.**


Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

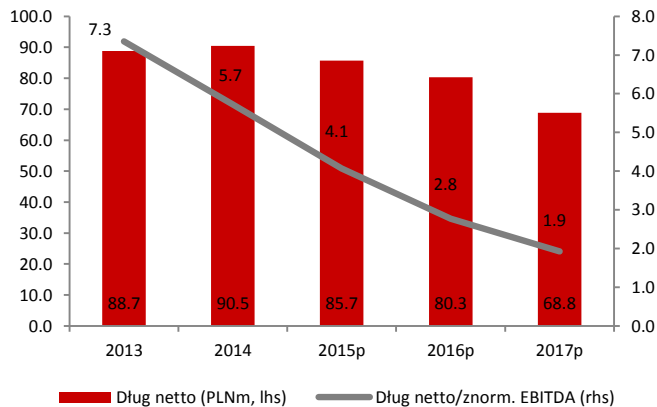
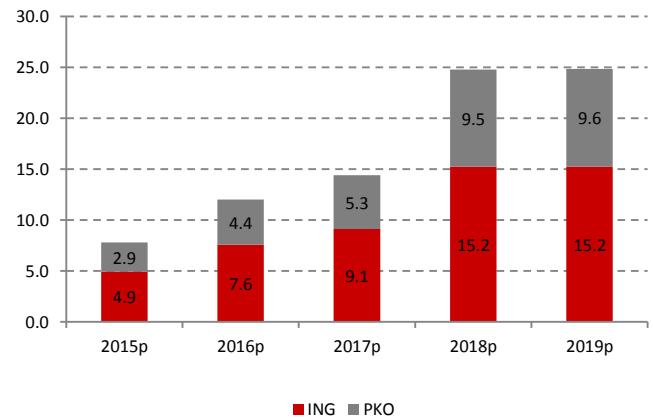
Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

**Tabela 11. Prognozy finansowe na lata 2015-2017p.**

Prognozy spółki	2015p	r/r	2016p	r/r	2017p	r/r
Przychody	198.5	16%	247.1	24%	279.9	13%
Zysk netto	5.5	-84%	16.5	200%	21.6	31%
Dług/EBITDA	5.1	45%	3.1	-39%	2.00	-35%
Prognozy DII	2015p		2016p		2017p	
Przychody	189.4	11%	225.3	19%	258.8	15%
EBIT	11.0	-42%	17.5	59%	23.0	32%
EBITDA	21.1	-24%	29.0	37%	35.8	23%
Zysk netto	4.2	-88%	10.7	153%	15.6	47%
Dług/EBITDA	4.5	29%	3.2	-28%	2.3	-30%
vs. prognozy spółki (%)	2015p		2016p		2017p	
Przychody	-4.6%	-	-8.8%	-	-7.5%	-
Zysk netto	-23.4%	-	-35.4%	-	-27.6%	-
Dług/EBITDA	-11.5%	-	4.6%	-	13.8%	-
Założenia scenariusza	2015p		2016p		2017p	
Liczba otwarć restauracji	17	-	20	-	16	-
w tym franczyzowych	1	-	4	-	2	-
Pozyskanie finansowane zewnętrzne	3.0	-	8.0	-	0.0	-

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

**Zadłużenie.** W latach 2015-2016p prognozujemy pozyskanie przez spółkę finansowania zewnętrznego w celu pokrycia nakładów inwestycyjnych związanych z otwarciem nowych restauracji. Zakładamy, że spółka zaciągnie nowy dług w latach 2015-2016p. o wartości odpowiednio PLN 3m i PLN 8m. Jednocześnie z harmonogramu spłaty kredytów zaciągniętych w ING i Pekao wynika, że w latach 2015-2017p. spółka będzie musiała spłacić raty kapitałowe kredytu o wartości odpowiednio PLN 7.8m, PLN 12.0m oraz PLN 14.4m. Przypominamy również, że do kwietnia 2017 r. według umowy restrukturyzacyjnej Sfinksowi przysługuje karencja odsetek od kredytów – w związku z tym powiększą one w tym okresie zobowiązania wobec banków. Jako wynik wcześniej opisanych zdarzeń oczekujemy długu netto spółki w okresie 2015-2017p na poziomie PLN 85.7, PLN 80.3m oraz PLN 68.8m. Wskaźnik dług netto/znorm. EBITDA w latach 2015-2017p szacujemy na poziomie 4.1x, 2.8x oraz 1.9x.

**Wykres 17. Zadłużenie w latach 2013-2017p**

**Wykres 18. Harmonogram spłaty kredytów (PLNm)**

*Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors*
*Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors*

**Przepływy pieniężne.** Prognozujemy przepływy operacyjne w latach 2015-2017p. na poziomie PLN 20.2m, PLN 29.1m oraz PLN 36.0m. Brak przepływów pieniężnych z tytułu podatku dochodowego wynika z amortyzacji aktywa podatkowego o wartości PLN 18.5m, utworzonego przez spółkę w 4Q14. Spółka ma możliwość amortyzacji aktywa do końca 2017p. Przy założeniu wymaganego nakładu inwestycyjnego na restaurację na poziomie PLN 1.1m na restaurację oraz rozszerzenie sieci operatorskiej w latach 2015-2017p o 16, 16 oraz 14 restauracji prognozujemy całkowite nakłady inwestycyjne na poziomie PLN 20.2m w 2015p, PLN 20.8m w 2016p oraz PLN 21.7m w 2017p.

**Tabela 12. Przepływy pieniężne w latach 2012-2017p.**

Przepływy pieniężne (PLNm)	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p
<b>Zysk brutto</b>	<b>-10.0</b>	<b>-1.0</b>	<b>16.0</b>	<b>7.8</b>	<b>14.1</b>	<b>19.7</b>
Podatek dochodowy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Amortyzacja	10.4	9.2	8.7	10.1	11.5	12.7
Zmiany w kapitale obrotowym	1.0	-3.9	-7.8	-0.4	0.5	0.4
Inne zmiany niepieniężne	-1.0	3.9	7.8	0.1	0.2	0.3
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>12.6</b>	<b>7.4</b>	<b>12.1</b>	<b>20.2</b>	<b>29.1</b>	<b>36.0</b>
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-6.0	-9.1	-10.1	-20.2	-20.8	-21.7
Inne przepływy inwestycyjne	1.7	1.6	-1.8	8.1	0.6	0.6
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-4.3</b>	<b>-7.5</b>	<b>-11.9</b>	<b>-12.2</b>	<b>-20.2</b>	<b>-21.1</b>
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	-0.6	2.3	-2.7	-1.8	-1.2	-12.5
Odsetki zapłacone	-3.5	-0.1	-0.2	-3.3	-3.5	-3.4
Dywidendy	-4.9	-2.7	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-9.2</b>	<b>2.5</b>	<b>-2.9</b>	<b>-5.1</b>	<b>-4.7</b>	<b>-15.9</b>
<b>Zmiana gotówki</b>	<b>-0.8</b>	<b>2.4</b>	<b>-2.7</b>	<b>3.0</b>	<b>4.2</b>	<b>-1.0</b>

*Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors*

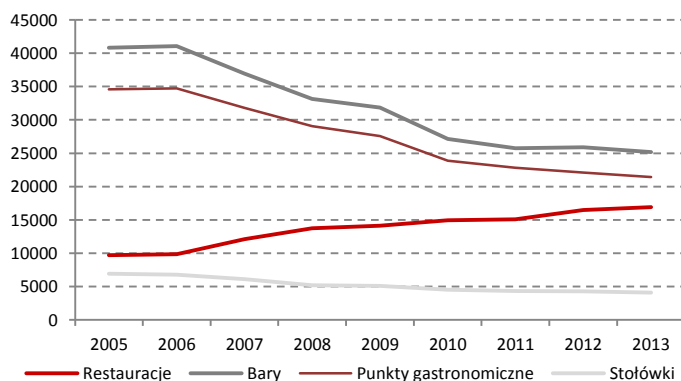
## Rynek usług gastronomicznych

Wartość rynku HoReCa (rynek usług hotelarsko-gastronomicznych) według danych Sfinks wzrosła w 2014 r. o prawie 6% do PLN 28.4mld, podczas gdy liczba punktów w Polsce wzrosła w 2014 r. o 2% do 67 380. Największy wzrost, o 15% do 2 600 placówek, odnotował w 2014 r. segment „Top 10 Sieci Gastronomicznych”, do których zaliczany jest Sphinx.

W roku 2014 wzrósł odsetek osób korzystających z usług gastronomicznych (46% w 2014 r. vs. 44% w 2013 r.) jak również średni rachunek (PLN 92 vs. PLN 89). Średnia częstotliwość korzystania z punktów gastronomicznych wyniosła 3.1/msc. vs. 3.0/msc. w 2013 r. W grupie osób odwiedzających restauracje obserwowalny jest również wzrost częstotliwości odwiedzania (8.2 vs 6.2 w 2013 r.) przy spadku średniej wartości rachunku (PLN 70 vs PLN 74 w 2013 r.)

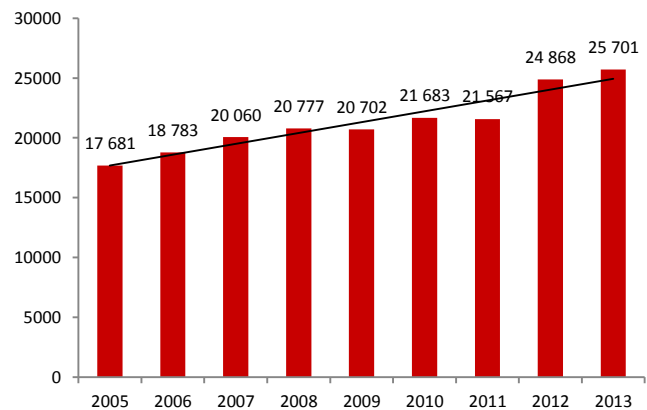
Rynek usług gastronomicznych według danych GUS odnotowuje stabilny trend wzrostowy od 2005 r. (CAGR 2005-2013 na poziomie 4.8%) i na koniec 2013 r. jest wart ponad PLN 25.7mld. Na koniec 2013 r. na rynku funkcjonowało 67 693 podmiotów, z czego 16 936 stanowiły restauracje, 25 195 bary, 4 115 stołówki, a 21 447 pozostałe punkty gastronomiczne. Od 2005 r. obserwowalny jest silny trend zwiększania się liczby restauracji w Polsce (liczba restauracji od 2005 do 2013 r. wzrosła o 74%), przy jednoczesnym spadku ilości innego typu lokali (spadek 38%). Można więc zauważyć, że wraz ze wzrostem ekonomicznym oraz wyższym dochodem rozporządzalnym potencjalnych klientów widoczna jest tendencja do preferowania lokali o wyższym standardzie.

**Wykres 19. Ilość lokali w podziale na typy w latach 2005-2013.**



Źródło: Raport 2014: Rynek Gastronomiczny w Polsce

**Wykres 20. Przychody ogółem z działalności gastronomicznej w Polsce w latach 2005-2013.**



Źródło: Raport 2014: Rynek Gastronomiczny w Polsce

Sphinx (94 lokale) oraz Chłopskie Jadło (9 lokali) to dwie największe polskie sieci restauracji – inne sieci zrzeszają od 5 do 9 lokali. Według danych Sfinks, przez ostatnie dwa lata restauracje sieciowe nie zwiększały liczby swoich punktów, za to najszybciej rosnącymi segmentami rynku są kawiarnie oraz fast foody. Jednakże dla fast foodów barierą rozwoju w najbliższym czasie będzie postępująca zmiana preferencji konsumentów.

Według badania przeprowadzonego przez Millward Brown dla Sfinksa, liczba klientów restauracji ma rosnąć szybciej niż fast foodów, co związane jest ze zmianą nawyków żywieniowych oraz rosnącej popularności zdrowego trybu życia.

**Tabela 13. Sfinks: Konkurencja.**

Nazwa	Segment	Liczba lokali
Zapiecek	Restauracje	8
The Mexican	Restauracje	8
Leśne Runo	Restauracje	8
7th Street	Restauracje	9
Bierhalle	Restauracje	6
Cleopatra	Restauracje	5
Da Grasso	Pizzerie	Ok. 200
TelePizza	Pizzerie	Ok. 110
Biesiadowo	Pizzerie	Ok. 100
North Fish	Lunch bar	Ok. 40
Salad Story	Lunch bar	26
Nasz naleśnik	Lunch bar	19
McDonald's	Fast food	345
KFC	Fast food	Ok. 170
Subway	Fast food	Ok. 80

*Źródło: spółka, DI Investors*

Porównując restauracje oraz fast foody należy zwrócić uwagę na różne grupy docelowe klientów w obydwu segmentach. Z badania Millward Brown wynika, że najbardziej dochodową grupą klientów dla restauracji są mieszkańcy dużych miast o wykształceniu powyżej średniego. W przypadku fast foodów najwyższe średnie rachunki płacone są przez mieszkańców średnich miast o wykształceniu poniżej średniego.

**Tabela 14. Rachunki w restauracjach i fast foodach a wykształcenie i wielkość miasta.**

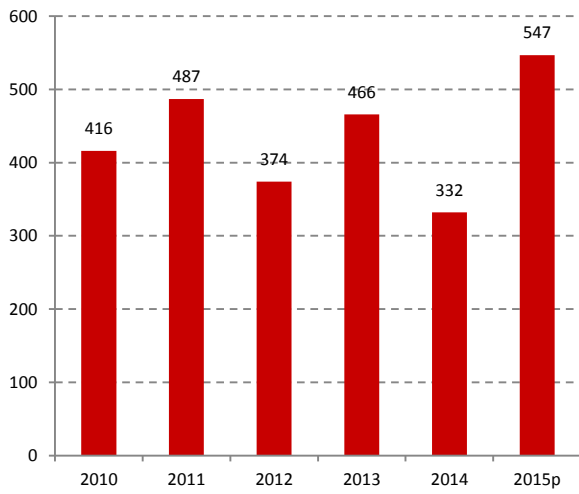
Wykształcenie	Średni rachunek podczas 1 wizyty/osobę	
	Restauracje	Fast food
Poniżej średniego	41.05	26.93
Średnie	45.19	22.76
Powyżej średniego	52.07	19.86
Miasto	Średni rachunek podczas 1 wizyty/osobę	
	Restauracje	Fast food
100-199 tys. mieszkańców	43.98	26.00
200-499 tys. mieszkańców	44.86	23.74
500-999 tys. mieszkańców	51.15	18.53
powyżej 1m mieszkańców	54.57	20.83

*Źródło: Millward Brown dla Sfinks*

Pozytywny wpływ na możliwości rozwoju sieci restauracji Sfinksa wpływ ma dynamiczny wzrost podaży powierzchni handlowo-usługowej do wynajęcia, głównie poprzez otwarcia nowych centrów handlowych. Wg danych JLL całkowita podaż nowoczesnych powierzchni handlowych w Polsce wynosi obecnie 12.4m m<sup>2</sup>, z czego 8.82m m<sup>2</sup> przypada na centra handlowe (vs. 3.8m m<sup>2</sup> w 2004 r., wzrost 132%). W 2014 r. do użytku oddano 332k m<sup>2</sup> nowej powierzchni w centrach handlowych (vs 466k m<sup>2</sup> w 2013 r., spadek 29% r/r), która w dużej mierze zlokalizowana jest w miastach poniżej 100 tys. mieszkańców (45%) oraz pomiędzy 100 a 200k mieszkańców (26%). W 2015 r. wg danych JLL na rynek trafi prawie 547 m<sup>2</sup> powierzchni. Do największych obiektów, których oddanie do użytku zaplanowane jest na 2015 r. należą Zielone Arkady w Bydgoszczy (50k m<sup>2</sup>) oraz Sukcesja w Łodzi (45k m<sup>2</sup>). Dodatkowo w 1Q15 ukończono budowę Tarasów Zamkowych w Lublinie (powierzchnia 38k m<sup>2</sup>).

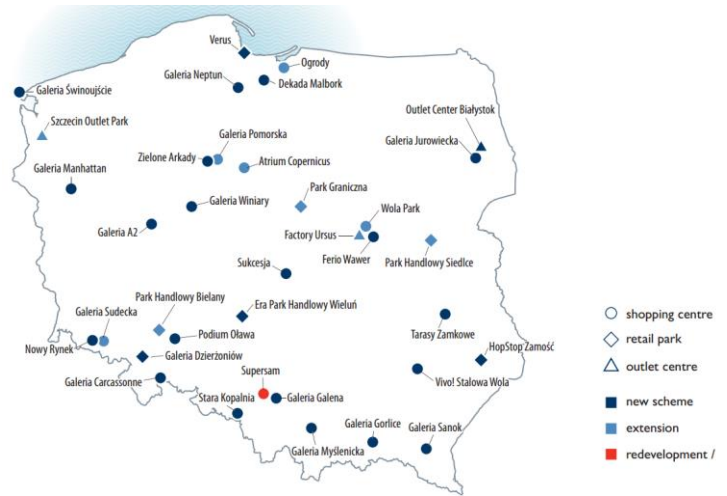


**Wykres 21. Nowa podaż powierzchni do wynajęcia w centrach handlowych (tys. m2)**



Źródło: Jones Lang LaSalle

**Rysunek 4. Planowane otwarcia centrów handlowych w 2015 r.**



Źródło: CUSHMAN & WAKEFIELD VALUATION & ADVISORY, FEBRUARY 2015

**ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI**

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Inwestycyjny Investors S.A. ("DI Investors"), z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r., poz. 94 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1382 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).

DI Investors podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez DI Investors.

DI Investors jest częścią Investors Holding S.A. Więcej informacji o DI Investors i jego podmiotach powiązanych można uzyskać pod następującym adresem internetowym: <http://di.investors.pl/o-nas/grupa-investors>.

**NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ DI INVESTORS NA ZLECENIE EMITENTA NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER. DI INVESTORS ZA PRZYGOTOWANIE NINIEJSZEGO RAPORTU OTRZYMAŁ WYNAGRODZENIE OD EMITENTA ORAZ BĘDZIE OTRZYMYWAŁ WYNAGRODZENIE W PRZYSZŁOŚCI.**

**INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE W ZAKRESIE FAKTÓW STANOWIĄCYCH CZĘŚĆ OPISOWĄ DZIAŁALNOŚCI EMITENTA ZOSTAŁY PRZEZ SPÓŁKĘ AUTORYZOWANE PRZED PUBLIKACJĄ. W POZOSTAŁYM ZAKRESIE INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIĘ DI INVESTORS, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCEŃ I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.**

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez DI Investors z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów DI Investors upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

DI Investors nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci DI Investors. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez DI Investors w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże DI Investors oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odesła do strony internetowej DI Investors, DI Investors oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej DI Investors) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców raportu, w związku z, czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Niniejszy dokument ma jedynie informacyjny charakter i (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakiegokolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdując się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla DI Investors i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których DI Investors i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu zozowa terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie są regulowane przez KNF, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

**NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATELOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSKAZANYCH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.**

**DI INVESTORS INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.**

**DI INVESTORS ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M.IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE LUB POLITYCZNE.**

**DECYZJA O ZAKUPIE JAKIKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW O PUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.**

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. DI Investors niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności i realizację, podobnie inwestorzy mogą napotykać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożenia, na które takie inwestycje są narażone.

**NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM W ZAKRESIE, JAKI ZOSTAŁ WSKAZANY POWYŻEJ.**

**INFORMACJI DOTYCZĄCYCH WYCEŃ/PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI DI INVESTORS.**

W okresie ostatnich 12 miesięcy DI Investors nie świadczył na rzecz Emitenta usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w szczególności oferowania instrumentów finansowych. Nie jest wykluczone, że w okresie kolejnych 12 miesięcy DI Investors będzie składać ofertę na rzecz Emitenta spółki Sfinks Polska S.A. ofertę świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI Investors nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta/Emitentów.

DI Investors nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

DI Investors nie pełni roli animatora rynku na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

DI Investors nie pełni roli animatora emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

DI Investors nie posiada akcji Emitenta tj. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

DI Investors nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

DI Investors nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, DI Investors składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

DI Investors otrzymywał w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymywał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta m.in. w zakresie wskazanym powyżej z tytułu świadczenia usługi Equity Research Partner oraz w zakresie opisanym powyżej.

Podmioty powiązane z DI Investors lub DI Investors mogą, w zakresie dopuszczalnym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta/Emitentów, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta/Emitentów („instrumenty finansowe”).

DI Investors może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zającąc do korzystania z takich usług spółki/spółek, do których odnosi się niniejszy raport.

Członkowie organów oraz pracownicy DI Investors mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje.

Analizy DI Investors działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

DI Investors, członkowie jego organów ani pracownicy nie przyjmują jakikolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub na innej zasadzie) za jakiegokolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści.

DI Investors nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

DI Investors zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do aktualizacji tych informacji lub zaprzestania jej całkowicie bez uprzedzenia.

Z wyjątkiem zastrzeżeń wyrażonych powyżej niniejszy raport pozostaje w mocy przez okres 12 miesięcy, lecz nie dłużej niż do dnia wydania następnego raportu.

DI Investors podkreśla, że dokument ten ma być aktualizowany co najmniej raz w roku.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie DI Investors wydał: 2 rekomendacje kupuj, 1 rekomendację Akumuluj, 6 rekomendacji Neutralnie, 0 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego DI Investors wydał 11 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego, na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to DI Investors, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 70 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich z nich.

NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIONYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM.

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż DI Investors, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinni skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez DI Investors do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i DI Investors, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treści.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i loga użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami DI Investors lub jego podmiotów powiązanych. DI Investors jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi DI Investors. Żaden z materiałów, ani jej treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody DI Investors.

Copyright © 2015 DI Investors S.A. i / lub jej podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny DI Investors opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu DI Investors korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożnik docelowy
- 4) analiza scenariuszowa
- 5) zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części
- 8) zdyskontowanych zysków rezydualnych

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Wycena na podstawie mnożnika docelowego oparta jest na założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych mnożników cenowych. Do zalet tej metody można zaliczyć możliwość zastosowania jej do każdej spółki. Z drugiej jednak strony metoda ta jest bardzo subiektywna.

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny (20% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (60% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (20% prawdopodobieństwa). Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założenia znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoko subiektywne, a analiza wysoko wrażliwa na użyte dane.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże ilości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do uzyskania. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może niedoszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody można uznać niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowana wartość rezydualna. Do jej mocnych stron zaliczyć można oparcie wyceny na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utraconych korzyści przez właścicieli kapitału. Wadami wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV - cena/wartość księgową

BV - wartość księgową

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EV/EBITDA - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ zysk operacyjny + amortyzacja

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE - zwrot na kapitale własnym

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

COE - koszt kapitału własnego

L-F-L - wzrost na wartościach porównywalnych

Definicje rekomendacji:

Kupuj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 1,5-krotność kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Akumuluj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Neutralnie - rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie 0% w stosunku do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Redukuj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie od minus kosztu kapitału własnego do 0% w odniesieniu do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Sprzedaj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu poniżej minus kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

**KĄDZY, KTO KORZYSTA Z NINIEJSZEGO DOKUMENTU ZGADZA SIĘ NINIEJSZYM NA POWYŻSZE ZASTRZEŻENIA PRAWNE**