

- Podtrzymujemy naszą cenę docelową na poziomie PLN 5.3/akcję.
- Obniżamy naszą prognozę znorm. zysku netto w 2015p o 18% do PLN 5.4m oraz EBITDA o 9% do PLN 19.2m
- Znorm. 2015p P/E 19.3x oraz 2015p EV/EBITDA 9.6x

## Zabezpieczony rozwój

Dzięki przeprowadzonej w listopadzie emisji akcji na kwotę PLN 12.9m i restrukturyzacji finansowania dłużnego Sfinks zapewnił sobie odpowiednie środki do rozwoju organicznego. W efekcie spółka wyeliminowała największe ryzyko do naszych poprzednich prognoz, związane z pozyskaniem finansowania na rozwój sieci restauracji. Zgodnie z nową strategią zarządu uwzględniającą nowy model finansowania zakładamy wolniejsze tempo rozwoju sieci w latach 2016-2017p, kiedy oczekujemy odpowiednio 16 i 18 otwarć lokali wobec wcześniejszych 23 i 16. Ze względu na zmianę założenia dotyczącego liczby lokali obniżamy naszą prognozę EBITDA na lata 2016-2017 o odpowiednio 18% i 15% do PLN 24.2m i PLN 31.2m. Nasze nowe prognozy EBITDA są o 11% i 17% niższe od oficjalnych prognoz zarządu spółki przedstawionych w zaktualizowanej strategii. Na naszych prognozach spółka notowana jest przy 2016-2017p P/E 14.8x i 9.0x oraz EV/EBITDA 7.3x i 5.5x, z dwucyfrowym dyskontem do Amrestu. W związku z wyeliminowaniem głównego ryzyka dla rozwoju spółki, pomimo obniżenia prognoz na lata 2016-2017p, podtrzymujemy naszą cenę docelową dla akcji Sfinksa na poziomie PLN 5.3/akcję.

**Restrukturyzacja zadłużenia zabezpiecza możliwości rozwoju spółki.** W dniu 27 listopada 2015 r. Sfinks uzyskał w BOŚ 7-letni kredyt inwestycyjny o wartości PLN 81.7m na spłatę zadłużenia w bankach PKO oraz ING, które dodatkowo zgodziły się na umorzenie PLN 12.9m odsetek. Dodatkowo dzięki emisji akcji Sfinks pozyskał PLN 12.9m, co pozwoli spółce zamknąć rok z dodatnimi kapitałami własnymi. Dzięki restrukturyzacji finansowania spółka zapewniła sobie środki na organiczny rozwój sieci restauracji w najbliższych latach.

**Wyniki 3Q2015 poniżej oczekiwań.** Wyniki Sfinksa w 3Q2015 były poniżej naszych oczekiwań przy EBITDA PLN 4.5m, 8.9% poniżej naszych prognoz. Na wynikach 3Q2015 ciążyły 1) niższa rentowność sprzedaży w ujęciu r/r oraz 2) wzrost kosztów ogólnego zarządu o charakterze jednorazowym.

**Obniżamy prognozy zysków w 2016-2017p dostosowując prognozę tempa rozwoju sieci do nowej strategii spółki.** Uwzględniając nowy model finansowania oraz obniżenie tempa rozwoju spółki zgodnie z nową strategii obniżamy zakładaną ilość lokali do 133 w 2016p i 151 w 2017p. W związku z powyższym obniżamy naszą prognoza EBITDA na lata 2016-2017 o odpowiednio o 18% i 15% do PLN 24.2m i PLN 31.2m. Jednocześnie zwiększamy docelową wielkość sieci w 2020 r. do 193 restauracji vs. 179 restauracji w poprzednich prognozach. Nasze prognozy pozostają 11% i 17% poniżej oficjalnych prognoz spółki, które zakładają EBITDA na poziomie PLN 27.2m w 2016p i PLN 37.8m w 2017p.

**Podtrzymujemy naszą cenę docelową na poziomie 5.3/akcję.** Na naszych prognozach Sfinks notowany jest przy mnożnikach znorm. P/E 14.8x w 2016p i 9.0x w 2017p przy EV/EBITDA 7.3x i 5.5x, z dwucyfrowym dyskontem do spółek porównywalnych. Na bazie wyceny metodą DCF i metodą porównawczą wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową Sfinksa na poziomie PLN 5.3/akcję.

### Sfinks: Prognozy i wskaźniki.

|                   | 2013  | 2014  | 2015p | 2016p | 2017p |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody         | 176.6 | 170.9 | 179.8 | 210.3 | 245.4 |
| Znorm. EBITDA     | 12.1  | 15.8  | 19.2  | 24.2  | 31.2  |
| Znorm. zysk netto | -3.7  | 4.3   | 5.4   | 7.0   | 11.6  |
| Znorm. P/E        | n.m.  | 24.3x | 19.3x | 14.8x | 9.0x  |
| Znorm. EV/EBITDA  | 15.9x | 12.3x | 9.6x  | 7.3x  | 5.5x  |

Źródło: Dane Spółki, szacunki Vestor DM

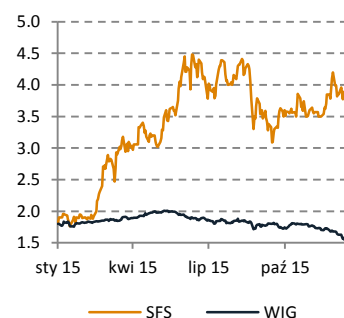
| Podstawowe informacje        |       |
|------------------------------|-------|
| Cena docelowa (PLN)          | 5.3   |
| Cena bieżąca (PLN)           | 3.9   |
| Potencjał wzrostu/spadku     | 36%   |
| Min (52T)                    | 1.1   |
| Max (52T)                    | 4.7   |
| Liczba akcji (m)             | 30.25 |
| Kapitalizacja (PLNm)         | 104.1 |
| Dług netto (4Q2015p, PLNm)   | 78.4  |
| EV (PLNm)                    | 182.5 |
| Śr. dzienny obrót (3M, PLNm) | 0.14  |

| Akcjonariat*       | %     |
|--------------------|-------|
| Sylwester Cacek    | 19.2% |
| Familiar           | 8.3%  |
| ING OFE            | 6.6%  |
| Robert Dziubłowski | 6.3%  |
| AnMar Development  | 5.9%  |
| Pozostali          | 53.8% |

\*według stanu na 30.09.2015 r.

**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 (97 restauracji na koniec 3Q2015), Chłopskie Jadło (10 restauracji) oraz WOOK (5 restauracji). Ich udział w rynku HoReCa w Polsce, szacowanym na ok. PLN 28.4mld, wynosi ok. 0.7%.

### Sfinks vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, analizy Vestor DM

Piotr Raciborski

Analitik Akcji

Doradca Inwestycyjny, nr licencji 514

(+48) 22 378 9195

Piotr.Raciborski@vestor.pl

# Sfinks

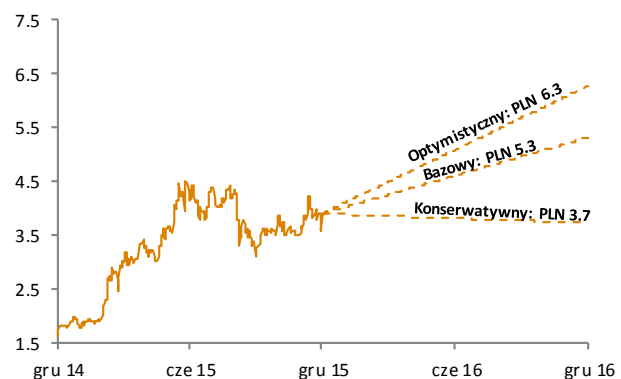
Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

| Rachunek zysków i strat (PLNm)                | 2013         | 2014         | 2015p        | 2016p        | 2017p        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>                 | <b>176.6</b> | <b>170.9</b> | <b>179.8</b> | <b>210.3</b> | <b>245.4</b> |
| Koszty sprzedaży                              | -151.3       | -142.0       | -151.4       | -174.1       | -203.2       |
| <b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>               | <b>25.2</b>  | <b>28.8</b>  | <b>28.4</b>  | <b>36.2</b>  | <b>42.2</b>  |
| Koszty ogólnego zarządu                       | -19.8        | -21.0        | -22.5        | -23.0        | -23.4        |
| EBITDA  | 12.1         | 27.6         | 19.2         | 24.2         | 31.2         |
| <b>Znorm. EBITDA</b>                          | <b>12.1</b>  | <b>15.8</b>  | <b>19.2</b>  | <b>24.2</b>  | <b>31.2</b>  |
| Amortyzacja                                   | 9.2          | 8.7          | 9.4          | 11.0         | 12.4         |
| EBIT  | 2.9          | 18.9         | 9.8          | 13.2         | 18.8         |
| <b>Znorm. EBIT</b>                            | <b>2.9</b>   | <b>7.1</b>   | <b>9.8</b>   | <b>13.2</b>  | <b>18.8</b>  |
| Koszty finansowe netto                        | -4.0         | -2.9         | 1.3          | 4.5          | -4.2         |
| <b>Zysk przed opodatkowaniem</b>              | <b>-1.0</b>  | <b>16.0</b>  | <b>11.0</b>  | <b>17.7</b>  | <b>14.6</b>  |
| Podatek dochodowy                             | 0.0          | 18.5         | -4.1         | -7.1         | -2.8         |
| Udziały mniejszości                           | -2.7         | 0.1          | -0.1         | -0.2         | -0.2         |
| <b>Zysk netto</b>                             | <b>-3.7</b>  | <b>34.6</b>  | <b>6.8</b>   | <b>10.4</b>  | <b>11.6</b>  |
| <b>Znorm. zysk netto</b>                      | <b>-3.7</b>  | <b>4.3</b>   | <b>5.4</b>   | <b>7.0</b>   | <b>11.6</b>  |
| <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         | 39.5         | 49.0         | 60.2         |
| Wartości niematerialne i prawne               | 3.2          | 16.0         | 17.7         | 17.5         | 17.3         |
| Wartość firmy                                 | 1.0          | 1.0          | 1.0          | 1.0          | 1.0          |
| Inne aktywa trwałe                            | 4.2          | 29.7         | 25.8         | 20.4         | 17.6         |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty                | 9.1          | 6.4          | 61.1         | 13.9         | 8.5          |
| Należności handlowe                           | 3.2          | 3.9          | 6.6          | 6.3          | 7.3          |
| Zapasy  | 2.3          | 2.4          | 2.3          | 2.8          | 3.2          |
| Inne aktywa obrotowe                          | 11.7         | 7.3          | 10.5         | 10.5         | 10.5         |
| <b>Aktywa razem</b>                           | <b>70.7</b>  | <b>98.3</b>  | <b>164.6</b> | <b>121.4</b> | <b>125.7</b> |
| Dług krótkoterminowy                          | 5.0          | 8.3          | 0.5          | 0.5          | 0.5          |
| Zobowiązania handlowe                         | 17.1         | 9.2          | 13.0         | 13.6         | 15.9         |
| Inne zobowiązania krótkoterminowe             | 8.2          | 7.4          | 6.0          | 6.0          | 6.0          |
| Dług długoterminowy                           | 92.8         | 88.5         | 140.4        | 85.8         | 75.7         |
| Inne zobowiązania długoterminowe              | 0.1          | 0.3          | 0.2          | 0.2          | 0.2          |
| <b>Kapitały własne</b>                        | <b>-52.5</b> | <b>-15.4</b> | <b>4.5</b>   | <b>15.3</b>  | <b>27.4</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>164.6</b> | <b>121.4</b> | <b>125.7</b> |
| Kapitał obrotowy                              | -11.5        | -3.0         | -4.1         | -4.6         | -5.4         |
| Dług netto                                    | 88.7         | 90.5         | 79.8         | 72.3         | 67.7         |
| <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>11.0</b>  | <b>17.7</b>  | <b>14.6</b>  |
| Podatek dochodowy                             | 0.0          | 0.0          | 0.0          | -1.7         | 0.0          |
| Amortyzacja                                   | 9.2          | 8.7          | 9.4          | 11.0         | 12.4         |
| Zmiany w kapitale obrotowym                   | -3.9         | -7.8         | -4.7         | 0.5          | 0.8          |
| Inne zmiany niepieniężne                      | 3.9          | 7.8          | -0.8         | 0.2          | 0.2          |
| <b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>   | <b>7.4</b>   | <b>12.1</b>  | <b>17.7</b>  | <b>31.7</b>  | <b>31.9</b>  |
| Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa           | -9.1         | -10.1        | -14.3        | -20.2        | -23.4        |
| Inne przepływy inwestycyjne                   | 1.6          | -1.8         | -0.3         | 0.3          | 0.3          |
| <b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b> | <b>-7.5</b>  | <b>-11.9</b> | <b>-14.6</b> | <b>-20.0</b> | <b>-23.1</b> |
| Zmiany netto w kapitale własnym               | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| Zmiany netto zadłużenia                       | 2.3          | -2.7         | 40.2         | -54.6        | -10.0        |
| Odsetki zapłacone                             | -0.1         | -0.2         | -1.1         | -4.2         | -4.1         |
| 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>51.5</b>  | <b>-58.8</b> | <b>-14.2</b> |
| <b>Zmiana gotówki</b>                         | <b>2.4</b>   | <b>-2.7</b>  | <b>54.7</b>  | <b>-47.1</b> | <b>-5.4</b>  |
| <b>Wskaźniki</b>                              | <b>2013</b>  | <b>2014</b>  | <b>2015p</b> | <b>2016p</b> | <b>2017p</b> |
| <b>Dynamiki wzrostu</b>                       |              |              |              |              |              |
| Wzrost przychodów (%)                         | 3%           | -3%          | 5%           | 17%          | 17%          |
| Wzrost znorm. EBITDA (%)                      | 78%          | 31%          | 22%          | 26%          | 29%          |
| Wzrost znorm. zysku netto (%)                 | n.a.         | n.a.         | 26%          | 30%          | 65%          |
| <b>Marże</b>                                  |              |              |              |              |              |
| Marża brutto ze sprzedaży (%)                 | 14.3%        | 16.9%        | 15.8%        | 17.2%        | 17.2%        |
| Znorm. marża EBITDA (%)                       | 6.8%         | 9.2%         | 10.7%        | 11.5%        | 12.7%        |
| Znorm. marża EBIT (%)                         | 1.6%         | 11.1%        | 5.4%         | 6.3%         | 7.7%         |
| Znorm. marża zysku netto (%)                  | -2.1%        | 2.5%         | 3.0%         | 3.3%         | 4.7%         |
| <b>Dźwignia i stopy zwrotu</b>                |              |              |              |              |              |
| Dług netto/Znorm. EBITDA (x)                  | 7.35x        | 5.73x        | 4.16x        | 2.99x        | 2.17x        |
| Dług netto/aktywa (%)                         | 126%         | 92%          | 48%          | 60%          | 54%          |
| Dług netto/kapitały własne (%)                | n.m.         | n.m.         | n.m.         | n.m.         | 247%         |
| Wskaźnik pokrycia odsetek (x)                 | 21.8x        | 92.0x        | 8.7x         | 3.1x         | 4.5x         |
| Cykl rotacji gotówki (dni)                    | -28.8        | -9.4         | -12.5        | -11.9        | -11.9        |
| Znorm. ROE (%)                                | n.m.         | n.m.         | n.m.         | n.m.         | 42%          |
| Znorm. ROA (%)                                | -5.3%        | 35.2%        | 4.1%         | 8.6%         | 9.2%         |

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

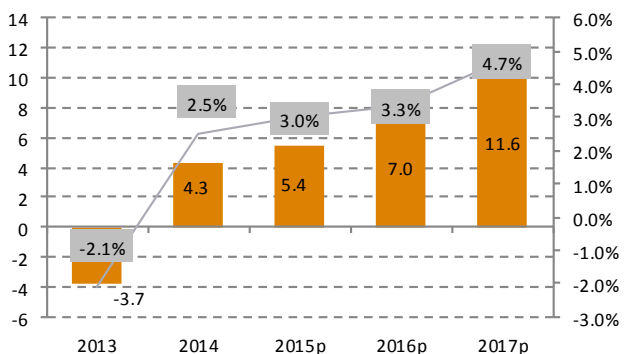
| Wskaźniki wyceny                | 2013          | 2014         | 2015p             | 2016p        | 2017p        |
|---------------------------------|---------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|
| Znorm. P/E (x)                  | n.m.          | 24.3         | 19.3              | 14.8         | 9.0          |
| Znorm. EV/EBITDA (x)            | 15.9          | 12.3         | 9.6               | 7.3          | 5.5          |
| EV/Sprzedaż (x)                 | 1.1           | 1.1          | 1.0               | 0.8          | 0.7          |
| P/Sprzedaż (x)                  | 0.6           | 0.6          | 0.6               | 0.5          | 0.4          |
| P/BV (x)                        | n.m.          | n.m.         | 24.2              | 7.0          | 3.9          |
| Stopa dywidendy (%)*            | 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>117</b>        | <b>133</b>   | <b>151</b>   |
| Sphinx                          | 93            | 92           | 102               | 116          | 132          |
| Chłopskie Jadło                 | 10            | 10           | 10                | 11           | 12           |
| WOOK                            | 6             | 6            | 5                 | 6            | 7            |
| <b>Przychody gastronomiczne</b> | <b>2013</b>   | <b>2014</b>  | <b>2015p</b>      | <b>2016p</b> | <b>2017p</b> |
| <b>Suma</b>                     | <b>167.0</b>  | <b>175.3</b> | <b>182.7</b>      | <b>213.3</b> | <b>251.6</b> |
| Sphinx                          | 147.2         | 156.6        | 164.4             | 193.6        | 228.7        |
| CJ&WOOK                         | 19.8          | 18.7         | 18.4              | 19.7         | 23.0         |
| <b>Analiza scenariuszy</b>      | <b>EBITDA</b> |              | <b>Zysk netto</b> |              | <b>TP</b>    |
|                                 | <b>2016p</b>  | <b>2017p</b> | <b>2016p</b>      | <b>2017p</b> |              |
| Optymistyczny                   | 25.2          | 34.2         | 11.0              | 13.6         | 6.3          |
| Bazowy                          | 24.2          | 31.2         | 7.0               | 11.6         | 5.3          |
| Konserwatywny                   | 22.7          | 26.3         | 9.6               | 8.7          | 3.7          |

Sfinks: Analiza scenariuszy



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

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



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

## 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, (5) wzrost kursów USD/PLN (waluta zakupu steków) i EUR/PLN (waluta rozliczenia części czynszów) wpływający negatywnie na rentowność spółki.

\* Dywidenda i stopa dyw. z zysku netto za dany rok

## Restrukturyzacja finansowa

---

### **Konsolidacja kredytów i podwyższenie kapitałów poprzez emisję akcji serii N.**

W dniu 27 listopada 2015 r. Sfinks zawarł z Bankiem Ochrony Środowiska umowę na udzielenie 7-letniego kredytu inwestycyjnego o wartości PLN 81.7m na spłatę zadłużenia w bankach PKO oraz ING, o łącznej wartości PLN 90.9m na koniec 3Q2015. Sfinks podpisał już aneksy do umów z obecnymi wierzycielami, zgodnie z którymi należność wobec banku ING (PLN 57.2m na koniec 3Q2015) ma zostać spłacona do dnia 25 lutego 2016 r., a należność wobec PKO (PLN 33.7m na koniec 3Q2015) do 15 grudnia 2015 r. Dyspozycja spłaty należności wobec PKO została przez spółkę złożona w dniu 27 listopada 2015 r.

Dodatkowo Sfinks porozumiał się z obecnymi wierzycielami w kwestii umorzenia wszystkich naliczonych odsetek w wys. PLN 12.9m na koniec 3Q2015.

Kredyt inwestycyjny w BOŚ będzie spłacany w równych ratach kapitałowo odsetkowych, począwszy od 31 stycznia 2017 r., z zastrzeżeniem, że w ciągu pierwszych sześciu miesięcy raty nie będą wyższe niż PLN 1m miesięcznie. W okresie karencji spłacane będą jedynie naliczane odsetki. Oprocentowanie kredytu zostało ustalone na bazie stawki WIBOR 3M powiększonej o 2.8pp. Bank udzielił spółce również limitu na transakcje IRS w wysokości PLN 10.5m, który może być wykorzystany wyłącznie w celu zabezpieczenia ryzyka stopy procentowej. Do zabezpieczeń kredytu należą m.in.:

- Weksel in blanco z deklaracją wekslową Sfinks,
- Zastaw rejestrowy i finansowy na 100% udziałów Sfinks w Shanghai Express,
- Zastaw rejestrowy na znakach towarowych (Sphinx, Sfinks, WOOK, Chłopskie Jadło),
- Zastaw rejestrowy na środkach trwałych Sfinks (również w przypadku zmiany ich składu),
- Warunkowa emisji obligacji serii A3 o łącznej wartości nominalnej PLN 20m zamiennych na akcje serii L, z ceną zamiany PLN 1/akcję.

Dodatkowe założenia umowy kredytowej uniemożliwiają wypłatę dywidendy przez Sfinksa przed końcem 2018 r. oraz sprzedaży akcji przez głównego akcjonariusza w wysokości powodującej spadek jego udziału poniżej 15% kapitału zakładowego w okresie 3 lat od zawarcia umowy.

Przypominamy, że jednym z warunków zawarcia umowy kredytowej z BOŚ była poprawa wskaźników bilansowych poprzez emisję akcji serii N. Spółka wyemitowała w listopadzie 3.5m akcji o łącznej wartości PLN 12.95m (cena emisyjna PLN 3.7/akcję). Udziały objęto 13 inwestorów instytucjonalnych. Akcje były zaoferowane inwestorom w drodze subskrypcji prywatnej. Obecna liczba akcji spółki to 30.25m (nowa emisja spowodowała rozwodnienie akcjonariatu na poziomie 12%).

Restrukturyzację finansową spółki oceniamy pozytywnie. Spółka poprzez konsolidację kredytów oraz rozłożenie spłaty rat kapitałowych na 7 lat zapewnia sobie środki pieniężne na organiczny rozwój sieci restauracji. Emisja akcji poprawiła wskaźniki bilansowe spółki – w 4Q2015 spółka osiągnęła dodatnie kapitały własne.

## Aktualizacja strategii na lata 2015-2020

W dniu 17 listopada Sfinks opublikował aktualizację strategii na lata 2015-2020. Poniżej przedstawiamy najistotniejsze założenia strategii:

- Nowe prognozy zarządu zakładają wygenerowanie przychodów w latach 2015-2017p na poziomie PLN 175.9m, PLN 219.2m oraz PLN 265.9m (odpowiednio 11.4%, 11.3% oraz 5.0% mniej niż w poprzedniej prognozie).
- Prognozowana EBITDA w latach 2015-2017p w wysokości PLN 20.1m, PLN 27.2m oraz PLN 37.8m.
- Prognozowany zysk netto w latach 2015-2017p na poziomie PLN 8.1m, PLN 15.0m oraz PLN 15.5m (odpowiednio +47.3%, -9.1% oraz -28.2% w stosunku do poprzedniej prognozy). Podwyższenie prognozy zysku netto w roku 2015 wynika m.in. z oczekiwanego umorzenia naliczonych odsetek w przypadku powodzenia konsolidacji kredytów w BOŚ.
- Obecne prognozy nie uwzględniają rozwoju restauracji w systemie franczyzy i masterfranczyzy, akwizycji innych sieci, rozwoju restauracji WOOK, rozwoju sprzedaży e-commerce, jak również możliwego rozwiązania odpisu na znak towarowy Chłopskie Jadło.
- W odniesieniu do poprzednich prognoz spółki uwzględnione zostały zmiany w źródłach finansowania rozwoju sieci – spółka zakłada spłatę kredytów w PKO i ING i zaciągnięcie kredytu w BOŚ oraz emisję akcji serii N, w efekcie której kapitały własne Sfinksa na koniec 2015 r. mają wynieść PLN 6.0m.
- Spółka podtrzymuje założenie dotyczące koncentracji na rozwoju sieci Sphinx przy założeniu utrzymania ROI restauracji na poziomie nie niższym niż 30%.
- W przypadku sieci Chłopskie Jadło spółka zamierza podwoić wielkość sieci do 2020.
- Spółka szacuje, że w scenariuszu, w którym wskaźnik dług/EBITDA utrzymywany jest na poziomie 3.5x spółka w latach 2015-2017p dysponowałaby środkami na rozwój w wysokości odpowiednio PLN 22, PLN 64 oraz PLN 100m.
- Sfinks nie wyklucza przejęć i wskazuje 3 potencjalne cele akwizycyjne: 1) stworzenie drugiej obok sieci Sphinx marki strategicznej, sieci dużego zasięgu lub podmiotu o potencjale rozwoju w obszarze kuchni włoskiej, 2) zakup lub dokapitalizowanie spółek zagranicznych w celu budowy sieci masterfranczyzy, 3) przejęcie spółki w celu restrukturyzacji oraz odsprzedania jej z odpowiednią stopą zwrotu.

Nowe prognozy spółki są bliższe szacunkom Vestor DM. Obniżenie przez spółkę założeń dotyczących wyników w latach 2015-2016p związane jest ze zmianą planowanych źródeł finansowania rozwoju – spółka zakłada obecnie w strategii finalizację emisji akcji oraz konsolidacji kredytów w BOŚ, podczas gdy według poprzednich założeń źródłem finansowania miała być m.in. emisja obligacji. Efektem zmiany jest opóźnienie części planowanych otwarć lokali, co przekłada się bezpośrednio na niższe oczekiwane przychody Sfinksa. Zwracamy jednakże uwagę na bezpośrednie korzyści z planowanej przez spółkę restrukturyzacji finansowej: konsolidacja kredytu w BOŚ pozwoli na umorzenie PLN 12.9m odsetek naliczonych w bankach ING i PKO, a poprawa wskaźników bilansowych poprzez emisję akcji (osiągnięcie dodatnich kapitałów własnych w 2015 r.), umożliwi w dłuższym terminie intensyfikację wykorzystania kapitału zewnętrznego.

**Tabela 1. Sfinks: Prognozy na lata 2015-2020.**

| <b>Nowe prognozy spółki</b>        | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody                          | 175.9       | 219.2       | 265.9       | 308.9       | 340.5       | 367.6       |
| EBITDA                             | 20.1        | 27.2        | 37.8        | 44.6        | 49.6        | 54.2        |
| Zysk netto                         | 8.1         | 15.0        | 15.5        | 18.9        | 21.6        | 24.9        |
| Kapitały własne                    | 6.0         | 23.1        | 39.5        | 58.4        | 80.1        | 105.0       |
| Dług/EBITDA                        | 4.5         | 3.0         | 1.8         | 1.3         | 0.9         | 0.5         |
| <b>Poprzednie prognozy spółki*</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> |
| Przychody                          | 198.5       | 247.1       | 279.9       | 300.5       | 316.2       | 332         |
| Zysk netto                         | 5.5         | 16.5        | 21.6        | 23.4        | 30.9        | 30.02       |
| Kapitały własne                    | -8.6        | 8.3         | 29.9        | 53.4        | 84.2        | 114.5       |
| Dług/EBITDA                        | 5.1         | 3.1         | 2.0         | 1.2         | 0.5         | 0.5         |
| <b>Zmiana prognoz spółki</b>       | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> |
| Przychody                          | -11.4%      | -11.3%      | -5.0%       | 2.8%        | 7.7%        | 10.7%       |
| Zysk netto                         | 47.3%       | -9.1%       | -28.2%      | -19.2%      | -30.1%      | -17.1%      |
| Kapitały własne                    | -169.8%     | 178.3%      | 32.1%       | 9.4%        | -4.9%       | -8.3%       |
| Dług/EBITDA                        | -11.8%      | -3.2%       | -10.0%      | 8.3%        | 80.0%       | 0.0%        |
| <b>Prognozy Vestor DM*</b>         | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> |
| Przychody                          | 179.8       | 210.3       | 245.4       | 281.5       | 318.0       | 350.2       |
| EBITDA                             | 19.2        | 24.2        | 31.2        | 38.2        | 45.3        | 49.6        |
| Zysk netto                         | 6.8         | 10.4        | 11.6        | 16.5        | 21.5        | 24.7        |
| Kapitały własne                    | 4.5         | 15.3        | 27.4        | 44.6        | 66.9        | 92.6        |
| Dług/EBITDA                        | 4.2         | 3.0         | 2.2         | 1.5         | 1.0         | 0.5         |

Źródło: Dane spółki, Vestor DM; \*Poprzednie szacunki spółki oraz prognozy Vestor DM uwzględniają konsolidację WOOK.

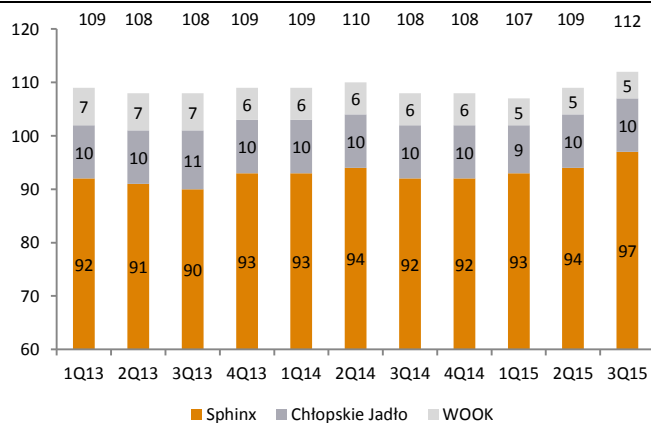
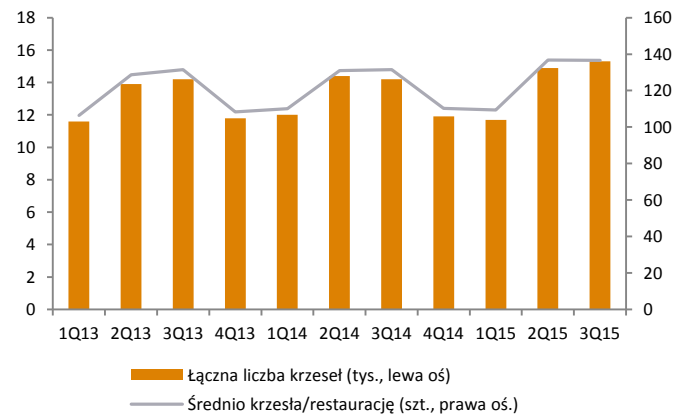
### Negocjacje z Da Grasso przerwane.

W dniu 8 września 2015 r. panie Karolina Rozwandowicz oraz Magdalena Piróg, akcjonariuszki sieci Da Grasso, złożyły do Sfinksa oświadczenie, w którym poinformowały spółkę, że nie widzą obecnie możliwości uzgodnienia warunków transakcji sprzedaży udziałów na przedstawionych przez Sfinks warunkach, wobec czego uważają kontynuowanie negocjacji, w tym udostępnianie dalszych danych dotyczących Da Grasso, za nieuzasadnione. Poprzez oświadczenie Sfinks został również wezwany do zwrotu uzyskanych w toku negocjacji danych i dokumentów oraz usunięcia ich zachowanych kopii. Ostatecznie spółka poinformowała o przerwaniu negocjacji w dniu 23 września 2015 r.

List intencyjny w sprawie przejęcia pizzerii został przez Sfinksa podpisany w dniu 19 czerwca 2015 r. Ostateczne parametry transakcji miały zostać ustalone do 14 lipca 2015 r., a zawarcie ostatecznej umowy przejęcia do 31 marca 2016 r. Cena zakupu została wstępnie ustalona na poziomie PLN 55m.

### Rozwój sieci restauracji.

W okresie 1-3Q2015 Sfinks otworzył 9 lokali i zamknął 5 istniejących, w efekcie czego na koniec 3Q2015 w grupie funkcjonowało 112 restauracji (97 lokali sieci Sphinx, 10 lokali Chłopskie Jadło i 5 restauracji WOOK). Dodatkowo w 4Q2015 spółka otworzyła 6 restauracji sieci Sphinx oraz zamknęła jedną wcześniej funkcjonującą w efekcie czego obecnie łączna sieć lokali w grupie wynosi 117. Przypominamy, że w raporcie za 2Q2015 spółka wskazała 13 lokalizacji, na które podpisana została umowa najmu. Uwzględniając 10 otwarcie zrealizowanych przez spółkę w okresie 2-3Q2015 spółka posiada obecnie minimum 3 kolejne umowy najmu, które zostaną sfinalizowane prawdopodobnie na początku 2016 r.

**Wykres 1. Liczba restauracji w okresie 1Q13-3Q15.**

**Wykres 2. Średnia liczba krzeseł na restaurację w okresie 1Q13-3Q15.**


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

W 3Q2015 spółka przeprowadziła szereg działań marketingowych i promocyjnych:

- Sphinx:
  - Udział Prezesa Sfinksa, Sylwestra Cacka, w programie „Kryptonim SzeF”, nadawanym na antenie TVP1,
  - Organizacja konkursu nawiązującego do programu „Kryptonim SzeF” pt. „Wojtek stawia”,
  - Modyfikacja oferty Menu Śniadaniowego,
  - Modyfikacja oferty promocyjnej „Before”,
  - Rozszerzenie oferty promocyjnej „Happy Hours” o zestaw z winem,
  - Wprowadzenie oferty kaw sezonowych „Caffe Italiano”,
  - Wprowadzenie sezonowej oferty piw obejmującą nowe smaki piwa oraz drinki na bazie piwa,
  - Organizowano weekendowe eventy dla dzieci w wybranych restauracjach,
  - Prowadzono Wieczory Piwne w wybranych restauracjach,
- Chłopskie Jadło:
  - Wprowadzenie nowej karty głównej menu,
  - Wprowadzenie karty win i alkoholi, modyfikacja oferty wina,
  - Wprowadzenie kaw sezonowych.
- WOOK:
  - Testy konceptu „All you can eat”,
  - Wprowadzenie kaw sezonowych.

Jednostkowe koszty marketingu wyniosły PLN 0.6m vs. PLN 0.2m w 2Q2015 i PLN 0.8m w 3Q2014.

## Wyniki finansowe 3Q2015

- Przychody w 3Q2015 wyniosły PLN 46.9m (wzrost 5.5% r/r, zgodnie z naszą prognozą).
- Zysk brutto ze sprzedaży w 3Q2015 wyniósł PLN 6.6m (marża 14.1% vs. 18.5% w 3Q2014), a koszty ogólnego zarządu i sprzedaży PLN 5.9m (wzrost 18.4% r/r).
- EBITDA wyniosła PLN 4.5m (marża 9.5% vs. 10.7%, 6.6% poniżej naszej prognozy), a EBIT PLN 2.0m (marża 4.3% vs. 5.8% w 3Q2014, 22.4% poniżej naszej prognozy).
- Zysk netto równy PLN 0.7m (spadek 56.1% r/r, 47.8% poniżej naszej prognozy), a znorm. zysk netto w wysokości PLN 1.1m (spadek 20.1% r/r, 23.9% poniżej naszej prognozy)
- Na wyniki 3Q2015 wpływ miało naliczenie dla dostawcy kary w wys. PLN 2.6m.

**Tabela 2. Sfinks: Wyniki finansowe 3Q2015.**

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

|                            | 3Q14        | 4Q14        | 1Q15        | 2Q15        | 3Q15        | % r/r         | 3Q15p       | vs. progn.    | 1-3Q15       | % r/r         |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|-------------|---------------|--------------|---------------|
| <b>Przychody</b>           | <b>44.4</b> | <b>44.0</b> | <b>43.6</b> | <b>42.5</b> | <b>46.9</b> | <b>5.5%</b>   | <b>47.0</b> | <b>-0.3%</b>  | <b>132.9</b> | <b>4.8%</b>   |
| Sphinx                     | 41.1        | 39.7        | 38.7        | 38.8        | 42.9        | 4.4%          | 43.7        | -1.7%         | 120.4        | 3.1%          |
| WOOK&CHJ                   | 4.7         | 5.1         | 4.4         | 4.7         | 4.9         | 5.2%          | 4.7         | 4.5%          | 14.1         | 4.2%          |
| EBIT                       | 2.6         | 13.9        | 4.1         | 2.3         | 2.0         | -22.4%        | 2.6         | -23.2%        | 8.4          | 67.7%         |
| EBIT znorm.*               | <b>2.6</b>  | <b>2.1</b>  | <b>4.1</b>  | <b>2.3</b>  | <b>2.0</b>  | <b>-22.4%</b> | <b>2.6</b>  | <b>-23.2%</b> | <b>8.4</b>   | <b>67.7%</b>  |
| EBITDA                     | 4.8         | 16.0        | 6.1         | 4.5         | 4.5         | -6.6%         | 4.9         | -8.9%         | 15.1         | 29.6%         |
| <b>EBITDA znorm.*</b>      | <b>4.8</b>  | <b>4.2</b>  | <b>6.1</b>  | <b>4.5</b>  | <b>4.5</b>  | <b>-6.6%</b>  | <b>4.9</b>  | <b>-8.9%</b>  | <b>15.1</b>  | <b>29.6%</b>  |
| Zysk netto                 | 1.7         | 32.0        | 1.0         | 1.7         | 0.7         | -56.1%        | 1.4         | -47.8%        | 3.4          | 30.0%         |
| <b>Znorm. zysk netto**</b> | <b>1.4</b>  | <b>1.3</b>  | <b>2.5</b>  | <b>1.4</b>  | <b>1.1</b>  | <b>-20.1%</b> | <b>1.4</b>  | <b>-23.9%</b> | <b>5.0</b>   | <b>133.0%</b> |
| Marża EBITDA               | 10.7%       | 9.4%        | 14.1%       | 10.6%       | 9.5%        | -1.2pp.       | 10.4%       | -0.9pp.       | 11.4%        | 2.2pp.        |
| Marża EBIT                 | 5.8%        | 4.8%        | 9.4%        | 5.5%        | 4.3%        | -1.5pp.       | 5.6%        | -1.3pp.       | 6.3%         | 2.4pp.        |
| Marża zysku netto          | 3.1%        | 2.9%        | 5.9%        | 3.3%        | 2.3%        | -0.7pp.       | 3.0%        | -0.7pp.       | 3.8%         | 2.1pp.        |

\*EBITDA znormalizowana o rozpoznanie znaku towarowego Chłopskie Jadło w 4Q2014.

\*\* Zysk netto znormalizowany o rozpoznanie aktywa podatkowego w 4Q2014 oraz jego amortyzację w kolejnych okresach.

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

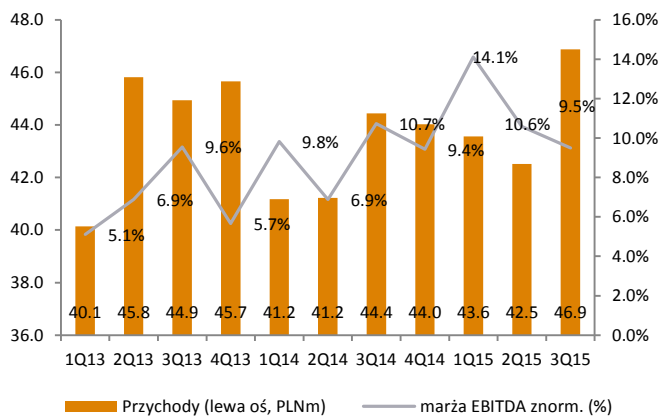
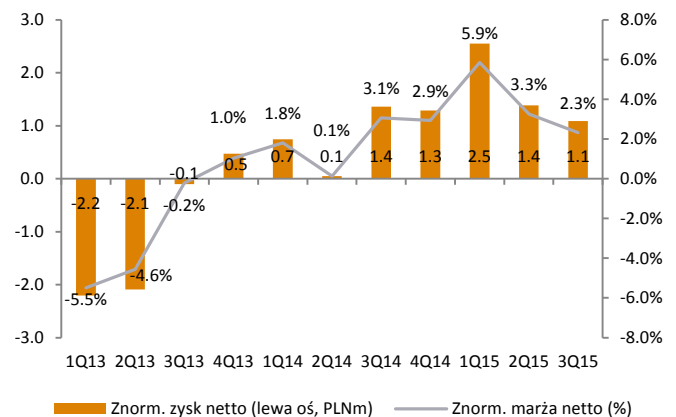
### Przychody i rozwój sieci restauracji.

Przychody w 3Q2015 wyniosły PLN 46.9m (wzrost 5.5% r/r, zgodnie z naszą prognozą). Przychody gastronomiczne sieci Sphinx na poziomie PLN 42.9m (wzrost 4.4% r/r, 1.7% poniżej naszej prognozy), a sieci WOOK i Chłopskie Jadło PLN 4.9m (wzrost 5.2% r/r, 4.5% powyżej naszej prognozy).

W 3Q2015 r. spółka otworzyła 4 nowe restauracje sieci Sphinx (wszystkie zarządzane w systemie operatorskim) oraz zamknęła 1 istniejącą (zarządzaną w systemie franczyzowym). W 4Q2015 spółka otworzyła dodatkowo 4 restauracje i zamknęła 1 lokal. Na koniec 3Q2015 grupa zarządzała 112 restauracjami.

### Rentowność.

Zysk brutto ze sprzedaży w 3Q2015 wyniósł PLN 6.6m (marża 14.1% vs. 18.5% w 3Q2014), a koszty ogólnego zarządu i sprzedaży PLN 5.9m (wzrost 18.4% r/r). EBITDA wyniosła PLN 4.5m (marża 9.5% vs. 10.7%, 6.6% poniżej naszej prognozy), a EBIT PLN 2.0m (marża 4.3% vs. 5.8% w 3Q2014, 22.4% poniżej naszej prognozy). Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły w 3Q2015 PLN 1.4m vs. PLN -0.6m w 3Q2014. Koszty finansowe netto wyniosły PLN 0.6m (spadek 33% r/r). Zysk netto równy PLN 0.7m (spadek 56.1% r/r, 47.8% poniżej naszej prognozy), a znorm. zysk netto w wysokości PLN 1.1m (spadek 20.1% r/r, 23.9% poniżej naszej prognozy). Na wyniki 3Q2015 wpływ miało naliczenie dla dostawcy kary w wys. PLN 2.6m.

**Wykres 3. Przychody oraz marża EBITDA w okresie 1Q2013-3Q2015.**

**Wykres 4. Zysk netto oraz marża netto w okresie 1Q2013-3Q2015.**


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

### Przepływy operacyjne i zadłużenie.

Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły PLN 8.5m vs. PLN 4.5m w 3Q2014. Dług netto na koniec 3Q2015 wyniósł PLN 89.2m vs. PLN 91.4m na koniec 2Q2015 i PLN 90.5m na koniec 4Q2014. Wskaźnik dług netto/12mEBITDA spadł do poziomu 4.6x vs. 4.7x na koniec 2Q2015 i 5.7x na koniec 4Q2014.

### Podsumowanie.

Wyniki 3Q2015 Sfinksa są poniżej naszych oczekiwań. To kolejny kwartał, w którym spółka raportuje gorszą w ujęciu r/r marżę brutto ze sprzedaży, co jak wskazuje spółka, wynika m.in. z niedopełnienia warunków umowy przez dostawcę ogródków piwnych. Na wynikach 3Q2015 ciążył również znaczny wzrost kosztów ogólnego zarządu w ujęciu r/r (SG&A w wys. PLN 5.9m, wzrost 18.4% r/r), który związany był z kosztami poszukiwania finansowania projektów rozwojowych oraz projektów związanych z badaniem możliwości akwizycji.

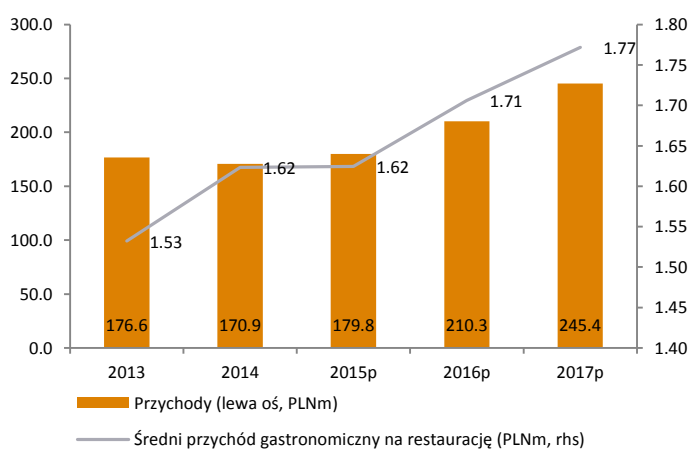


## Prognozy finansowe 2015-2017p

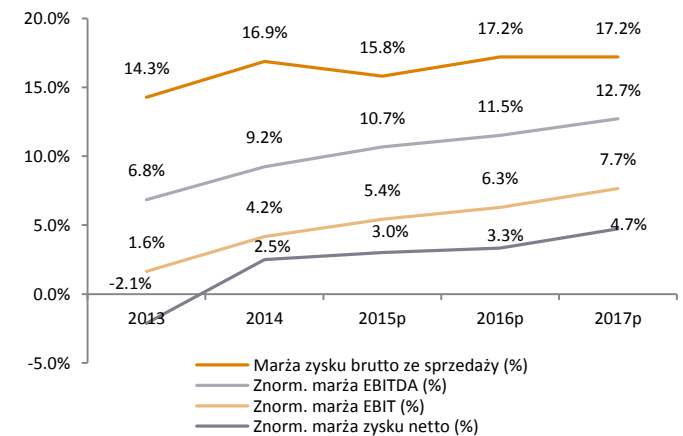
Na podstawie wyników 3Q2015 oraz uwzględniając nowy model finansowania wzrostu sieci wprowadzamy następujące zmiany w naszych prognozach:

- Obniżamy prognozę wzrostu liczby sieci lokali do 117 restauracji na koniec 2015p, 133 restauracji na koniec 2016p oraz 151 restauracji na koniec 2017p. (vs odpowiednio 120, 143 oraz 159 lokali poprzednio). Oczekujemy, że do 2020 r. wielkość sieci osiągnie poziom 193 restauracji vs. 179 restauracji w poprzednich prognozach.
- Obniżamy prognozę przychodów o 2% do PLN 179.8m w 2015p, o 3% w 2016p do PLN 210.3m oraz o 4% do PLN 245.4m w 2017p.

**Wykres 5. Przychody oraz średni przychód gastronomiczny restauracji w latach 2013-2017p.**



**Wykres 6. Rentowność w latach 2013-2017p.**



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

- Obniżamy naszą prognozę rentowności brutto sprzedaży w latach 2015-2017p zwracając uwagę na erozję marż w okresie 2-3Q2015 w ujęciu r/r. W latach 2015-2017p oczekujemy rentowności brutto sprzedaży na poziomie 15.8%, 17.2% i 17.2% vs. 17.9%, 18.9% i 18.7% w poprzednich prognozach.
- W latach 2015-2017p obniżamy prognozę EBITDA o 9%, 18% i 15% do odpowiednio PLN 19.2m, PLN 24.2m i PLN 31.2m. Na naszych prognozach marża EBITDA wyniesie w latach 2015-2017p 10.7%, 11.5% i 12.7% vs. 11.4%, 13.6% oraz 14.4% poprzednio.
- Obniżamy prognozę EBIT w latach 2015-2017p o 15%, 28% i 22% do PLN 9.8m, 13.2m i 18.8m. Na naszych prognozach marża operacyjna wyniesie w latach 2015-2017p odpowiednio 5.4%, 6.3%, i 7.7% vs. 6.2%, 8.4% oraz 9.5% w poprzednich szacunkach.
- W latach 2015-2017p oczekujemy przychodów finansowych netto na poziomie odpowiednio PLN 1.3m, PLN 4.5m oraz PLN -4.2m vs. PLN -3.2m, PLN -3.3m i PLN -2.6m w poprzednich prognozach. Dodatni wynik na działalności finansowej w latach 2015-2016p wynikać będzie z umorzenia odsetek naliczonych przez banki PKO i ING na poziomie PLN 4.2m w 2015p i PLN 8.7m w 2016p.
- Przy zakładanej przez nas efektywnej stopie podatkowej w latach 2015-2017p na poziomie 37%, 40% oraz 19% oczekujemy zysku netto w wysokości PLN 6.8m, PLN 10.4m oraz PLN 11.6m (zmiana o 49%, -8% i -30%). Znormalizowany o jednorazowe umorzenie naliczonych odsetek oraz odchylenia podatku od stawki w

wysokości 19% zysk netto w latach 2015-2017p wyniesie według naszych prognoz odpowiednio PLN 5.4m, PLN 7.0m oraz PLN 11.6m (zmiana o -18%, -40% i -30%).

**Tabela 3. Sfinks: Prognozy finansowe na lata 2015-2017p**
*Dane w PLNm o ile nie podano inaczej*

|                          | 2015p        |              | Zmiana      | Zmiana     | 2016p        |              | Zmiana      | Zmiana     | 2017p        |              | Zmiana      | Zmiana     |
|--------------------------|--------------|--------------|-------------|------------|--------------|--------------|-------------|------------|--------------|--------------|-------------|------------|
|                          | stare        | nowe         |             | r/r        | stare        | nowe         |             | r/r        | stare        | nowe         |             | r/r        |
| <b>Przychody</b>         | <b>184.1</b> | <b>179.8</b> | <b>-2%</b>  | <b>5%</b>  | <b>217.8</b> | <b>210.3</b> | <b>-3%</b>  | <b>17%</b> | <b>254.5</b> | <b>245.4</b> | <b>-4%</b>  | <b>17%</b> |
| Sphinx                   | 169.1        | 164.4        | -3%         | 5%         | 203.6        | 193.6        | -5%         | 18%        | 241.2        | 228.7        | -5%         | 18%        |
| WOOK&CHJ                 | 19.6         | 18.4         | -6%         | -2%        | 21.9         | 19.7         | -10%        | 7%         | 25.7         | 23.0         | -11%        | 17%        |
| EBITDA                   | 21.1         | 19.2         | -9%         | -30%       | 29.6         | 24.2         | -18%        | 26%        | 36.7         | 31.2         | -15%        | 29%        |
| <b>Znorm. EBITDA</b>     | <b>21.1</b>  | <b>19.2</b>  | <b>-9%</b>  | <b>22%</b> | <b>29.6</b>  | <b>24.2</b>  | <b>-18%</b> | <b>26%</b> | <b>36.7</b>  | <b>31.2</b>  | <b>-15%</b> | <b>29%</b> |
| EBIT                     | 11.4         | 9.8          | -15%        | -48%       | 18.3         | 13.2         | -28%        | 35%        | 24.1         | 18.8         | -22%        | 42%        |
| <b>Znorm. EBIT</b>       | <b>11.4</b>  | <b>9.8</b>   | <b>-15%</b> | <b>37%</b> | <b>18.3</b>  | <b>13.2</b>  | <b>-28%</b> | <b>35%</b> | <b>24.1</b>  | <b>18.8</b>  | <b>-22%</b> | <b>42%</b> |
| Zysk netto               | 4.6          | 6.8          | 49%         | -80%       | 11.3         | 9.3          | -18%        | 36%        | 16.5         | 11.6         | -30%        | 25%        |
| <b>Znorm. zysk netto</b> | <b>6.6</b>   | <b>5.4</b>   | <b>-18%</b> | <b>26%</b> | <b>11.8</b>  | <b>7.1</b>   | <b>-40%</b> | <b>30%</b> | <b>16.5</b>  | <b>11.6</b>  | <b>-30%</b> | <b>64%</b> |
| Liczba lokali (szt.):    | 120          | 117          | -3%         | 8%         | 143          | 133          | -7%         | 14%        | 159          | 151          | -5%         | 14%        |
| Sphinx                   | 103          | 102          | -1%         | 11%        | 124          | 116          | -6%         | 14%        | 137          | 132          | -4%         | 14%        |
| Wook                     | 11           | 10           | -9%         | 0%         | 12           | 11           | -8%         | 10%        | 14           | 12           | -14%        | 9%         |
| Chłopskie Jadło          | 6            | 5            | -17%        | -17%       | 7            | 6            | -14%        | 20%        | 8            | 7            | -13%        | 17%        |

*Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM*

## Wycena

Wyceniamy Sfinksa używając 6-cio letniego modelu DCF oraz metody porównawczej. Szacując metodą porównawczą otrzymujemy wartość godziwą akcji w wysokości 5.7/akcję, natomiast z metody DCF otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 4.2/akcję. Obecną wartość godziwą akcji, określoną jako średnia ważona z wycen przeprowadzonych metodami DCF oraz porównawczą, wyznaczamy na poziomie PLN 4.7/akcję. Powiększając oszacowaną wartość o koszt kapitału własnego na poziomie 14.0%, wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 5.3/akcję, 36% powyżej obecnej ceny rynkowej. Nasza cena docelowa implikuje mnożniki P/E na poziomie 22.8x na 2016p i 13.8x na 2017p przy mnożnikach EV/EBITDA na poziomie odpowiednio 9.6x i 7.3x.

**Tabela 4. Sfinks: Podsumowanie wyceny.**

| Metoda                              | Wycena     | Waga |
|-------------------------------------|------------|------|
| Metoda porównawcza                  | 5.7        | 30%  |
| Metoda DCF                          | 4.2        | 70%  |
| Wartość godziwa na akcję (PLN)      | 4.7        |      |
| Koszt kapitału własnego (%)         | 14.0%      |      |
| <b>12M cena docelowa</b>            | <b>5.3</b> |      |
| Obecna cena                         | 3.9        |      |
| <b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b> | <b>36%</b> |      |

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

### Wycena metodą DCF

Założenia naszego modelu DCF są następujące:

- Do kalkulacji wartości rezydualnej zakładamy stopę wzrostu rezydualnego na poziomie 1.2%.
- Stosujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.5% w okresie prognozy oraz 4.0% w okresie rezydualnym
- Zdelewarowana beta na poziomie 1.2x.

**Tabela 5. Sfinks: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)**

|                                | 2015p-2020p  | TV           |
|--------------------------------|--------------|--------------|
| Stopa wolna od ryzyka          | 3.5%         | 4.0%         |
| Beta zalewarowana              | 2.1          | 1.3          |
| Premia za ryzyko               | 5.0%         | 5.0%         |
| <b>Koszt kapitału własnego</b> | <b>14.0%</b> | <b>10.5%</b> |
| Stopa wolna od ryzyka          | 3.5%         | 4.0%         |
| Marża na zadłużeniu            | 6.0%         | 6.0%         |
| Koszt długu                    | 9.5%         | 10.0%        |
| Stopa opodatkowania            | 19.0%        | 19.0%        |
| <b>Koszt długu po podatku</b>  | <b>7.7%</b>  | <b>8.1%</b>  |
| % D                            | 48.2%        | 8.7%         |
| % E                            | 51.8%        | 91.3%        |
| <b>WACC</b>                    | <b>10.9%</b> | <b>10.3%</b> |

Źródło: szacunki Vestor DM

**Tabela 6. Sfinks: Wycena DCF**

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

|   | 2015p        | 2016p      | 2017p      | 2018p       | 2019p       | 2020p       | >2020p      |
|---|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody                               | 179.8        | 210.3      | 245.4      | 281.5       | 318.0       | 350.2       |             |
| - Zmiana r/r                            | 105%         | 17%        | 17%        | 15%         | 13%         | 10%         |             |
| Znorm. EBITDA                           | 19.2         | 24.2       | 31.2       | 38.2        | 45.3        | 49.6        |             |
| - marża EBITDA                          | 10.7%        | 11.5%      | 12.7%      | 13.6%       | 14.2%       | 14.2%       |             |
| Znorm. EBIT                             | 9.8          | 13.2       | 18.8       | 24.5        | 30.4        | 33.8        |             |
| Podatek od EBIT                         | -1.9         | -2.5       | -3.6       | -4.7        | -5.8        | -6.4        |             |
| NOPAT                                   | 7.9          | 10.7       | 15.2       | 19.8        | 24.6        | 27.4        | 27.4        |
| - marża NOPAT                           | 4.4%         | 5.1%       | 6.2%       | 7.0%        | 7.7%        | 7.8%        |             |
| Amortyzacja                             | 9.4          | 11.0       | 12.4       | 13.7        | 14.9        | 15.7        | 15.7        |
| Zmiany w kapitale obrotowym             | -4.7         | 0.5        | 0.8        | 0.8         | 0.8         | 0.8         |             |
| Capex                                   | -14.3        | -20.2      | -23.4      | -22.2       | -23.1       | -26.1       | -17.1       |
| <b>Wolne przepływy finansowe</b>        | <b>-1.6</b>  | <b>1.9</b> | <b>5.0</b> | <b>12.1</b> | <b>17.2</b> | <b>17.9</b> | <b>26.1</b> |
| Czynnik dyskontowy (%)                  | 100%         | 90%        | 81%        | 73%         | 66%         | 59%         |             |
| Wartość bieżąca FCF                     | -1.6         | 1.7        | 4.0        | 8.8         | 11.3        | 10.6        |             |
| Wartość bieżąca FCF 2015-2020           | 34.9         |            |            |             |             |             |             |
| Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%) | 1.2%         |            |            |             |             |             |             |
| Zdyskontowana wartość rezydualna        | 170.5        |            |            |             |             |             |             |
| Wartość przedsiębiorstwa                | 205.5        |            |            |             |             |             |             |
| Kapitały mniejszości                    | 0.1          |            |            |             |             |             |             |
| Dług netto                              | 90.5         |            |            |             |             |             |             |
| Emisja akcji serii N                    | 12.5         |            |            |             |             |             |             |
| <b>Wartość kapitału własnego</b>        | <b>127.4</b> |            |            |             |             |             |             |
| Liczba akcji (m)                        | 30.3         |            |            |             |             |             |             |
| <b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>   | <b>4.2</b>   |            |            |             |             |             |             |

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Analiza wrażliwości wyceny DCF**

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

**Tabela 7. Sfinks: Analiza wrażliwości wyceny DCF**

|   |      | Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%) |      |      |            |      |      |      |
|---|------|---|------|------|------------|------|------|------|
|   |      | -0.3%                                   | 0.2% | 0.7% | 1.2%       | 1.7% | 2.2% | 2.7% |
| Stopa wolna od ryzyka w okresie rezydualnym (%) | 2.5% | 4.2                                     | 4.5  | 4.9  | 5.3        | 5.8  | 6.3  | 7.0  |
|   | 3.0% | 3.9                                     | 4.2  | 4.5  | 4.9        | 5.3  | 5.8  | 6.3  |
|   | 3.5% | 3.6                                     | 3.9  | 4.2  | 4.5        | 4.9  | 5.3  | 5.8  |
|   | 4.0% | 3.4                                     | 3.7  | 3.9  | <b>4.2</b> | 4.5  | 4.9  | 5.3  |
|   | 4.5% | 3.2                                     | 3.4  | 3.7  | 3.9        | 4.2  | 4.5  | 4.9  |
|   | 5.0% | 3.0                                     | 3.2  | 3.4  | 3.7        | 3.9  | 4.2  | 4.6  |
|   | 5.5% | 2.8                                     | 3.0  | 3.2  | 3.4        | 3.7  | 3.9  | 4.2  |
|   |      | Zdelewarowana beta                      |      |      |            |      |      |      |
|   |      | 0.9x                                    | 1.0x | 1.1x | 1.2x       | 1.3x | 1.4x | 1.5x |
| Premia za ryzyko                                | 2.0% | 11.1                                    | 10.5 | 10.0 | 9.5        | 9.0  | 8.6  | 8.2  |
|   | 3.0% | 8.8                                     | 8.2  | 7.6  | 7.1        | 6.6  | 6.2  | 5.8  |
|   | 4.0% | 7.1                                     | 6.5  | 5.9  | 5.4        | 5.0  | 4.6  | 4.2  |
|   | 5.0% | 5.8                                     | 5.2  | 4.7  | <b>4.2</b> | 3.8  | 3.4  | 3.1  |
|   | 6.0% | 4.8                                     | 4.2  | 3.7  | 3.3        | 2.9  | 2.5  | 2.2  |
|   | 7.0% | 4.0                                     | 3.4  | 3.0  | 2.5        | 2.2  | 1.9  | 1.6  |
|   | 8.0% | 3.3                                     | 2.8  | 2.3  | 2.0        | 1.6  | 1.3  | 1.1  |

Źródło: szacunki Vestor DM

**Wycena metodą porównawczą**

W wycenie uwzględnionych zostało 20 spółek zagranicznych oraz 1 spółka krajowa (Amrest). Wykorzystane zostały konsensusy prognoz wyników dla spółek porównywalnych oraz szacunki Vestor DM dla Sfinksa. Na naszych prognozach Sfinks notowany jest przy mnożnikach znorm. P/E 19.3x w 2015p i 14.8x w 2016p oraz mnożnikach EV/EBITDA odpowiednio 9.6x i 7.3x, co implikuje dwucyfrowe dyskonto do spółek porównywalnych. W wycenie przykładamy równe wagi dla mnożników P/E oraz EV/EBITDA na lata 2015-2017. Jednocześnie w wycenie przykładamy równą wagę do polskich i zagranicznych spółek porównywalnych. Wartość godziwa akcji oszacowana metodą porównawczą wynosi PLN 5.7/akcję.

**Tabela 8. 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 | 2017p | 2015p           | 2015p        | 2014-2017p | 2015p             |
| Sfinks                                  | 3.9        | 104.1                | 19.3     | 14.8  | 9.0   | 9.6           | 7.3   | 5.5   | 0.0%            | 10.7%        | 39%        | 4.2               |
| <b>Polskie spółki porównywalne:</b>     |            |                      |          |       |       |               |       |       |                 |              |            |                   |
| Amrest Holdings                         | 187.5      | 3 978                | 30.4     | 25.1  | 20.8  | 11.6          | 10.0  | 8.7   | 0.0%            | 12.9%        | 49%        | 2.1               |
| Premia/Dyskonto                         |            |                      | -37%     | -41%  | -57%  | -17%          | -27%  | -36%  |                 |              |            |                   |
| <b>Zagraniczne spółki porównywalne:</b> |            |                      |          |       |       |               |       |       |                 |              |            |                   |
| Mediana                                 |            |                      | 24.1     | 22.0  | 18.5  | 11.0          | 9.3   | 8.2   | 1.5%            | 15.0%        | 11.6%      | 1.0               |
| Premia/Dyskonto                         |            |                      | -20%     | -33%  | -52%  | -12%          | -21%  | -33%  |                 |              |            |                   |
| Mcdonald'S Corp                         | 117.3      | 424 903              | 24.1     | 22.0  | 19.9  | 14.2          | 14.3  | 14.1  | 2.9%            | 34.6%        | 0%         | 1.9               |
| Yum! Brands Inc                         | 72.4       | 123 107              | 22.9     | 20.3  | 18.2  | 12.5          | 12.1  | 10.9  | 2.4%            | 20.8%        | 5%         | 1.1               |
| Darden Restaurants Inc                  | 58.9       | 29 787               | 23.6     | 18.3  | 16.2  | 11.0          | 8.7   | 8.0   | 3.7%            | 11.7%        | 12%        | 1.5               |
| Wendy'S Co                              | 10.6       | 11 408               | 32.5     | 29.3  | 26.4  | 12.8          | 13.6  | 13.7  | 2.2%            | 21.1%        | -8%        | 5.5               |
| Brinker International Inc               | 45.2       | 10 616               | 14.6     | 12.7  | 11.5  | 7.6           | 7.3   | 7.0   | 2.5%            | 15.3%        | 6%         | 1.8               |
| Buffalo Wild Wings Inc                  | 158.2      | 11 887               | 30.8     | 24.3  | 20.0  | 10.9          | 8.6   | 7.3   | 0.0%            | 15.0%        | 17%        | -0.1              |
| Bloomin' Brands Inc                     | 16.7       | 7 907                | 13.2     | 11.8  | 10.8  | 7.0           | 6.5   | 5.9   | 1.4%            | 10.6%        | 10%        | 2.6               |
| Mitchells & Butlers Plc                 | 321.2      | 7 857                | 9.2      | 8.5   | 8.0   | 7.4           | 7.1   | 6.9   | 0.0%            | 21.0%        | 5%         | 4.4               |
| Autogrill Spa                           | 8.7        | 9 594                | 39.9     | 28.8  | 22.5  | 7.7           | 6.9   | 6.2   | 0.4%            | 8.6%         | 59%        | 1.7               |
| Papa John'S Intl Inc                    | 57.4       | 8 827                | 28.0     | 24.0  | 21.8  | n.a.          | n.a.  | n.a.  | 1.1%            | 10.5%        | 11%        | n.a.              |
| Cheesecake Factory Inc                  | 46.1       | 8 941                | 19.6     | 17.5  | 15.9  | 9.0           | 8.2   | 7.8   | 1.6%            | 12.1%        | 9%         | 0.1               |
| Restaurant Group Plc                    | 647.0      | 7 686                | 19.3     | 17.3  | 15.5  | 10.3          | 9.4   | 8.4   | 2.7%            | 18.5%        | 11%        | 0.3               |
| Domino'S Pizza Group Plc                | 990.0      | 9 753                | 30.1     | 27.0  | 24.2  | 21.6          | 19.4  | 17.4  | 2.1%            | 22.7%        | 14%        | -0.3              |
| Fiesta Restaurant Group                 | 35.1       | 3 715                | 23.2     | 20.5  | 16.6  | 10.6          | 9.2   | n.a.  | n.a.            | 13.9%        | 18%        | 0.8               |
| Do & Co Ag                              | 95.0       | 3 992                | 25.5     | 29.8  | 21.4  | 13.4          | 10.7  | 9.5   | 1.0%            | 10.1%        | 19%        | 0.9               |
| Patisserie Holdings Plc                 | 383.0      | 2 267                | 33.6     | 28.4  | 24.7  | 21.1          | 17.1  | 14.8  | 0.8%            | 18.6%        | 21%        | -0.3              |
| Berjaya Food Bhd                        | 2.4        | 812                  | 28.1     | 24.8  | 18.9  | 19.3          | 11.8  | 9.7   | 2.0%            | 14.1%        | 27%        | 2.1               |
| Ibersol Sgps Sa                         | 9.1        | 781                  | 17.7     | 15.1  | 13.1  | 7.5           | 6.6   | 5.7   | 0.7%            | 13.9%        | 26%        | 0.8               |
| Tasty Plc                               | 196.0      | 617                  | 35.0     | 25.5  | n.a.  | 17.7          | 13.4  | n.a.  | n.a.            | 15.6%        | n.a.       | 0.5               |
| Kichiri & Co Ltd                        | 717.0      | 245                  | n.a.     | n.a.  | n.a.  | n.a.          | n.a.  | n.a.  | 1.0%            | n.a.         | n.a.       | n.a.              |
| <b>Implikowana wycena</b>               |            |                      | 4.9      | 5.5   | 7.5   | 4.5           | 5.3   | 6.5   |                 |              |            |                   |
| Waga                                    |            |                      | 17%      | 17%   | 17%   | 17%           | 17%   | 17%   |                 |              |            |                   |
| <b>Implikowana cena akcji (PLN)</b>     | <b>5.7</b> |                      |          |       |       |               |       |       |                 |              |            |                   |

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM; \* Zysk netto Sfinksa znormalizowany o odchylenia podatku od stopy 19%.

## Analiza scenariuszowa

Poza scenariuszem bazowym stworzyliśmy dwa alternatywne scenariusze, w których wyceniamy Sfinksa przy założeniu różnej dynamiki wzrostu sieci lokali oraz wielkości średnich przychodów gastronomicznych generowanych przez restauracje. Założenia scenariuszy, prognozowane wyniki oraz wyceny znajdują się w Tabeli 9.

**Tabela 9. Sfinks: Analiza scenariuszy**

*Dane w PLN/m o ile nie podano inaczej*

|                          | 2016p  |            | 2017p  |            | Cena docelowa<br>(PLN/akcję) | Założenia   |
|--------------------------|--------|------------|--------|------------|------------------------------|---|
|                          | EBITDA | Zysk netto | EBITDA | Zysk netto |                              |   |
| Scenariusz optymistyczny | 25.2   | 11.0       | 34.2   | 13.6       | 6.3                          | (1) Spółka powiększa sieć restauracji o 16 w 2016p oraz 20 w 2017p,<br>(2) CAGR średnich przychodów gastronomicznych restauracji w latach 2015-2020 na poziomie 7.2%    |
| Scenariusz bazowy        | 24.2   | 10.4       | 31.2   | 11.6       | 5.3                          | (1) Spółka powiększa sieć restauracji o 16 w 2016p oraz 18 w 2017p,<br>(2) CAGR średnich przychodów gastronomicznych restauracji w latach 2015-2020 na poziomie 6.1%    |
| Scenariusz konserwatywny | 22.7   | 9.6        | 26.3   | 8.7        | 3.7                          | (1) Spółka powiększa sieć restauracji o 9 rocznie w latach 2016-2017p,<br>(2) CAGR średnich przychodów gastronomicznych restauracji w latach 2015-2020 na poziomie 4.4% |

*Źródło:* Dane spółki, szacunki Vestor DM

**ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI**

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor"), 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.).

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

**NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ VESTOR NA ZLECENIE EMITENTA NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER. VESTOR 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 VESTOR, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.**

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor 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.

Vestor 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 Vestor. 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 jakakolwiek 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 Vestor w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor 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 odsyła do strony internetowej Vestor, Vestor 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 Vestor) 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 znajdują 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 Vestor i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor 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 spoza 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 WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.**

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

**VESTOR ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPLYW 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 JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.**

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. Vestor 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 w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

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

**INFORMACJE DOTYCZĄCYCH WYCEN/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 VESTOR.**



W okresie ostatnich 12 miesięcy Vestor nie świadczył na rzecz Emitenta usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w szczególności oferowania instrumentów finansowych.

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

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

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

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

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

Vestor 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.

Instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta mogą stanowić przedmiot inwestycji funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez Vestor na podstawie umowy o zarządzanie zawartej z towarzystwem funduszy inwestycyjnych. Nie jest również wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor 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.

Vestor 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 Vestor lub Vestor mogą, w zakresie dopuszczonym 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”).

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

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor 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.

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

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

Vestor 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.

Vestor 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.

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

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor wydał: 7 rekomendacji kupuj, 10 rekomendacji Akumuluj, 8 rekomendacji Neutralnie, 2 rekomendacji Redukuj oraz 2 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 12 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 Vestor, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 55 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W okresie ostatnich 12 miesięcy przed publikacją niniejszego dokumentu, Vestor opublikował w dniu 25 maja 2015 r. w ramach świadczenia usługi Equity Research Partner inicjacyjny raport analityczny z ceną docelową 5,3PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 3,6PLN oraz aktualizację raportu w dniu 1 września 2015 r. z ceną docelową 5,3PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 3,8PLN. Raport nie wskazywał kierunku inwestycyjnego.

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 Vestor, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny 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 Vestor do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor, 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 Vestor lub jego podmiotów powiązanych.

Vestor jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor. 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 Vestor.

Copyright © 2015 Vestor Dom Maklerski S.A. i / lub 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 Vestor 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 Vestor 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 wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych 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 różnych 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.

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