

- Podtrzymujemy cenę docelową na poziomie PLN 5.3/akcję.
- Podwyższamy naszą prognozę znorm. zysku netto w 2015p o 6% do PLN 6.6m oraz podtrzymujemy prognozę EBITDA w 2015p na poziomie PLN 21.1m
- Znrm. 2015p P/E 15.4x oraz 2015p EV/EBITDA 8.9x

Widoczna poprawa rentowności w 1H2015

Spółka kontynuuje rozwój sieci – od początku roku do lipca otworzyła 6 lokali i podpisała umowy na otwarcie 13 kolejnych. Poza rozwojem organicznym zarząd szuka możliwości wzrostu przez akwizycje, o czym świadczy podpisany list intencyjny z właścicielami Da Grasso. Jednakże z uwagi na prowadzony w spółce proces weryfikacji dotychczasowych lokali obniżamy prognozowaną ilość placówek na koniec 2015 r. o 4% do 120, a prognozę przychodów na 2015p o 3% do PLN 184.1m. Z drugiej strony zakładamy, że skrupulatna eliminacja najgorszych lokali przełoży się na wzrost rentowności spółki i podtrzymujemy naszą prognozę EBITDA w 2015p na poziomie PLN 21.1m, a w 2016p podwyższamy o 2% do PLN 29.6m. Na naszych prognozach Sfinks jest wyceniany przy mnożniku EV/EBITDA odpowiednio 8.9x w 2015p oraz 6.2x w 2016p. Podtrzymujemy naszą 12-miesięczną cenę docelową dla akcji Sfinksa na poziomie PLN 5.3/akcję.

Po wynikach za 2Q2015 obniżamy prognozę sprzedaży, podtrzymujemy szacunki EBITDA. Do lipca 2015 r. spółka otworzyła 6 lokali i zamknęła 4 istniejące. Z uwagi na wolniejszy niż zakładany przez nas wzrost liczby lokali obniżamy naszą prognozę łącznej liczby restauracji na koniec 2015p do 120 vs. 125 w poprzedniej prognozie. W związku z założeniem mniejszej ilości lokali w sieci obniżamy prognozy przychodów w latach 2015-2017p o 3% do odpowiednio PLN 184.1m, PLN 217.8m oraz PLN 254.5m. Jednocześnie podtrzymujemy naszą prognozę EBITDA w 2015p na poziomie PLN 21.1m. W latach 2016-2017p podwyższamy nasze szacunki EBITDA o 2% i 3% do PLN 29.6m oraz PLN 36.7m.

Poprawa rentowności w 1H2015. Przychody Sfinksa w 2Q2015 wyniosły PLN 42.5m (wzrost 3% r/r, zgodnie z naszą prognozą), EBITDA PLN 4.5m (marża 10.6% vs. 6.9% w 2Q2014, 9% poniżej naszej prognozy), a zysk netto PLN 1.7m (vs. PLN 0.0m w 2Q2014, 9% powyżej naszej prognozy). Mimo znacznej poprawy w ujęciu r/r, wyniki 2Q2015 Sfinksa były lekko poniżej naszych oczekiwań – spółka nie utrzymała rentowności sprzedaży na poziomie 1Q2015, na co oprócz sezonowości wynikającej z występowania Świąt Wielkanocnych w kwietniu, wpływ miała niższa sprzedaż wysoko marżowego piwa w ogródkach piwnych.

Podpisanie listu intencyjnego w sprawie przejęcia sieci Da Grasso. W czerwcu 2015 r. Sfinks podpisał list intencyjny w sprawie przejęcia sieci Da Grasso. Ostateczne parametry transakcji mają zostać ustalone do 30 września 2015 r., a zawarcie ostatecznej umowy przejęcia miałyby nastąpić do 31 marca 2016 r. Wartość transakcji szacowana jest na PLN 55.0m. Sieć pizzerii Da Grasso to trzecia, największa sieć gastronomiczna w Polsce. W 2013 r. osiągnęła PLN 21.3m przychodów i PLN 1.1m EBITDA. Obecnie, z uwagi na brak szczegółów dotyczących warunków transakcji, nie uwzględniamy przejęcia Da Grasso w naszych prognozach.

Podtrzymujemy cenę docelową na poziomie PLN 5.3/akcję. Na naszych prognozach Sfinks notowany jest przy mnożnikach znorm. P/E 15.4x w 2015p i 8.6x w 2016p oraz mnożnikach EV/EBITDA odpowiednio 8.9x i 6.3x. Wyceniamy akcje Sfinksa dwoma metodami: 1) DCF na PLN 4.2/akcję oraz 2) metodą porównawczą na PLN 5.5/akcję. Na bazie powyższych wycen 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	184.1	217.8	254.5
Znrm. EBITDA	12.1	15.8	21.1	29.6	36.7
Znrm. zysk netto	-3.7	4.3	6.6	11.8	16.5
Znrm. P/E	n.m.	23.6x	15.4x	8.6x	6.1x
Znrm. EV/EBITDA	15.6x	12.1x	8.9x	6.2x	4.7x

Źródło: Dane Spółki, szacunki Vestor DM

Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	5.3
Cena bieżąca (PLN)	3.8
Potencjał wzrostu/spadku	39%
Min (52T)	1.1
Max (52T)	4.7
Liczba akcji (m)	26.8
Kapitalizacja (PLNm)	101.4
Dług netto (4Q2014, PLNm)	85.9
EV (PLNm)	187.3
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.31

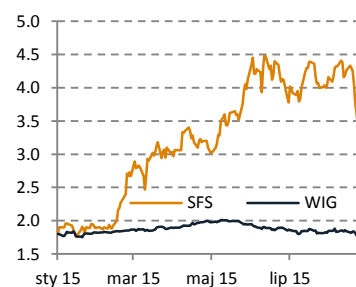
Akcjonariat

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

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 na koniec 2Q2015), 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
Analityk Akcji

Doradca Inwestycyjny, nr licencji 514
(+48) 22 378 9195

Piotr.Raciborski@vestor.pl

Sfinks

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Rachunek zysków i strat (PLNm)					
Przychody ze sprzedaży	176.6	170.9	184.1	217.8	254.5
Koszty sprzedaży	-151.3	-142.0	-150.1	-176.6	-207.0
Zysk brutto ze sprzedaży	25.2	28.8	34.0	41.2	47.6
Koszty ogólnego zarządu	-19.8	-21.0	-22.5	-23.0	-23.4
EBITDA	12.1	27.6	21.1	29.6	36.7
Znorm. EBITDA	12.1	15.8	21.1	29.6	36.7
Amortyzacja	9.2	8.7	9.6	11.3	12.6
EBIT	2.9	18.9	11.4	18.3	24.1
Znorm. EBIT	2.9	7.1	11.4	18.3	24.1
Koszty finansowe netto	-4.0	-2.9	-3.2	-3.4	-3.3
Zysk przed opodatkowaniem	-1.0	16.0	8.2	14.9	20.8
Podatek dochodowy	0.0	18.5	-3.6	-3.4	-4.0
Udziały mniejszości	-2.7	0.1	-0.1	-0.2	-0.3
Zysk netto	-3.7	34.6	4.6	11.3	16.5
Znorm. zysk netto	-3.7	4.3	6.6	11.8	16.5
Bilans (PLNm)					
Rzeczowe aktywa trwałe	35.9	31.7	36.9	49.9	59.2
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	18.1	14.8	10.8
Środki pieniężne i ekwiwalenty	9.1	6.4	9.2	10.7	10.7
Należności handlowe	3.2	3.9	4.5	5.4	6.3
Zapasy	2.3	2.4	3.1	3.6	4.3
Inne aktywa obrotowe	11.7	7.3	12.9	12.9	12.9
Aktywa razem	70.7	98.3	101.5	113.8	120.4
Dług krótkoterminowy	5.0	8.3	0.5	0.5	0.5
Zobowiązania handlowe	17.1	9.2	9.8	11.5	13.4
Inne zobowiązania krótkoterminowe	8.2	7.4	7.1	7.1	7.1
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
Kapitały własne	-52.5	-15.4	-10.6	1.1	18.3
Udziały mniejszości	1.3	0.1	0.2	0.4	0.8
Pasywa	70.7	98.3	101.5	113.8	120.4
Kapitał obrotowy	-11.5	-3.0	-2.1	-2.5	-2.9
Dług netto	88.7	90.5	85.9	83.2	70.6
Przepływy pieniężne (PLNm)					
Zysk brutto	-1.0	16.0	8.2	14.9	20.8
Podatek dochodowy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Amortyzacja	9.2	8.7	9.6	11.3	12.6
Zmiany w kapitale obrotowym	-3.9	-7.8	-0.9	0.3	0.4
Inne zmiany niepieniężne	3.9	7.8	-5.2	0.2	0.3
Przepływy z działalności operacyjnej	7.4	12.1	14.5	29.6	37.0
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-9.1	-10.1	-14.7	-24.1	-21.6
Inne przepływy inwestycyjne	1.6	-1.8	8.1	0.6	0.6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-7.5	-11.9	-6.6	-23.5	-21.0
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
Przepływy z działalności finansowej	2.5	-2.9	-5.1	-4.7	-15.9
Zmiana gotówki	2.4	-2.7	2.8	1.5	0.0
Wskaźniki					
Znorm. P/E (x)	n.m.	23.6	15.4	8.6	6.1
Znorm. EV/EBITDA (x)	15.6	12.1	8.9	6.2	4.7
EV/Sprzedaż (x)	1.1	1.1	1.0	0.8	0.7
P/S (x)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4
P/BV (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	5.8
Stopa dywidendy (%)*	0%	0%	0%	0%	0%
Dynamiki wzrostu					
Wzrost przychodów (%)	3%	-3%	8%	18%	17%
Wzrost znorm. EBITDA (%)	78%	31%	33%	40%	24%
Wzrost znorm. zysku netto (%)	n.a.	n.a.	53%	80%	40%
Marże					
Marża brutto ze sprzedaży (%)	14.3%	16.9%	18.5%	18.9%	18.7%
Znorm. marża EBITDA (%)	6.8%	9.2%	11.4%	13.6%	14.4%
Znorm. marża EBIT (%)	1.6%	11.1%	6.2%	8.4%	9.5%
Znorm. marża zysku netto (%)	-2.1%	2.5%	3.6%	5.4%	6.5%
Dźwignia i stopy zwrotu					
Dług netto/Znorm. EBITDA (x)	7.35x	5.73x	4.07x	2.81x	1.93x
Dług netto/aktywa (%)	126%	92%	85%	73%	59%
Dług netto/kapitały własne (%)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	386%
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	21.8x	92.0x	3.5x	5.3x	7.1x
Cykl rotacji gotówki (dni)	-28.8	-9.4	-7.2	-7.2	-7.2
Znorm. ROE (%)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	90%
Znorm. ROA (%)	-5.3%	35.2%	4.5%	9.9%	13.7%

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Podstawowe dane	
Cena akcji (PLN)	3.8
Min (52W, PLN)	1.1
Max (52W, PLN)	4.7
Kapitalizacja (PLNm)	101.4
EV (4Q2015p, PLNm)	187.3

Podstawowe dane		2013	2014	2015p	2016p	2017p
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	0.7
DPS (PLN)*		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

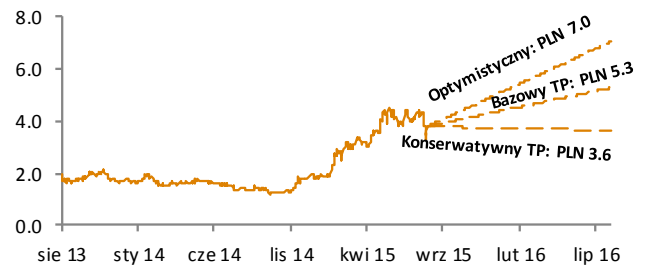
Restauracje		2013	2014	2015p	2016p	2017p
Suma		109	108	120	143	159
Sphinx		93	92	103	124	137
Chłopskie Jadło		10	10	11	12	14
WOOK		6	6	6	7	8

Przychody gastronomiczne		2013	2014	2015p	2016p	2017p
Suma		175.3	188.7	225.5	266.9	
Sphinx		147.2	156.6	169.1	203.6	241.2
CJ&WOOK		19.8	18.7	19.6	21.9	25.7
Franczyza**			14.4	15.2	20.2	26.6

Analiza scenariuszy			
Scenariusz	Optymistyczny	Bazowy	Konserwatywny
2015 EBITDA	22.5	21.1	20.3
2015 Zysk netto	4.9	4.6	4.3
2016 EBITDA	35.9	29.6	25.1
2016 Zysk netto	14.1	11.3	9.3
Cena docelowa	7.0	5.3	3.6

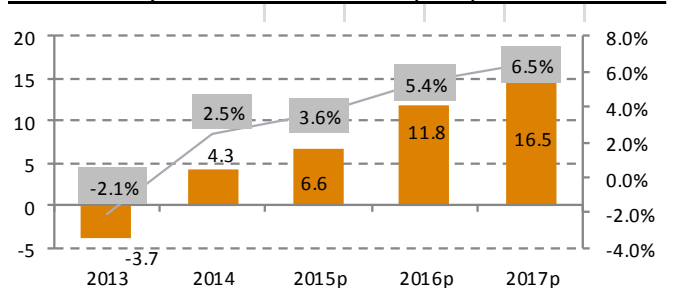
Źródło: Szacunki Vestor DM

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

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

** Łączny, niekonsolidowany przychód restauracji franczyzowych

Ostatnie wydarzenia.

Podpisanie listu intencyjnego w sprawie przejęcia sieci Da Grasso.

W dniu 19 czerwca 2015 r. Sfinks podpisał z Panią Karoliną Rozwandowicz oraz Panią Magdaleną Piróg list intencyjny dotyczący przejęcia 100% udziałów sieci pizzerii Da Grasso. Zgodnie z późniejszymi ustaleniami (aneks do umowy został podpisany 17 lipca 2015 r.) parametry transakcji mają zostać ustalone do 30 września 2015 r., a zawarcie ostatecznej umowy przejęcia udziałów miałyby nastąpić do 31 marca 2016 r. Obecnie szacowana cena zakupu wyniosłaby PLN 55m, z czego kwota od PLN 8.25m do PLN 28.25m ma zostać przelana na rachunek escrow zbywcy. Istnieje możliwość rozliczenia części ceny poprzez zamianę na akcje Sfinksa według odrębnie uzgodnionego parytetu.

Przypominamy, że transakcja zakupu sieci Da Grasso przez Sfinksa miała zostać przeprowadzona już w 2010 r. W październiku 2009 r. Sfinks Polska podpisał umowę warunkową kupna 100% spółki Da Grasso, zgodnie z zapisami której, Sfinks w pierwszym etapie miał zapłacić za Da Grasso PLN 20m, a kolejne płatności, wynoszące maksymalnie PLN 20m, miały być rozliczane w zależności od wyników osiągniętych przez sieć w latach 2010-2014. Jednakże rada nadzorcza Sfinksa w lipcu 2010 r. nie zgodziła się na zakup sieci Da Grasso, ponieważ uznano, że transakcja nie gwarantowała osiągnięcia wcześniej zakładanych korzyści wynikających z połączenia firm. Według Sfinksa, rezygnacja z zakupu Da Grasso w 2010 r. wynikała z tego, że sieć wymagała znacznej restrukturyzacji.

Da Grasso to ogólnopolska sieć pizzerii istniejąca na rynku od końca lat 90-tych. Obecnie sieć liczy 170 lokali co oznacza, że jest trzecią największą siecią gastronomiczną w Polsce (po McDonalds – ok. 350 lokali, oraz KFC – ok. 190 lokali). W 2013 r. według danych z Monitora B, spółka wygenerowała przychody na poziomie PLN 21.3m oraz EBITDA PLN 1.1m.

Uważamy, że przejęcie sieci Da Grasso dobrze wpisująoby się w strategię spółki – Da Grasso jest rozpoznawalną marką, trzecią największą siecią gastronomiczną w Polsce. Ale na tym etapie jest to informacja neutralna dla naszej wyceny i nie uwzględniamy jej w prognozach. Ostateczna ocena wpływu transakcji na naszą wycenę będzie możliwa dopiero po ujawnieniu przez spółkę szczegółów dotyczących transakcji oraz planów Sfinksa związanych z tą siecią. Biorąc pod uwagę, że nie znamy wyników Da Grasso za rok 2014, trudno wypowiedzieć się na temat wyceny spółki przejmowanej. Jednakże cena zakupu w wys. PLN 55m implikowałaby wskaźnik EV/Sprzedaż na poziomie 2.6x w porównaniu do wskaźnika Sfinksa na poziomie 1.1x.

Rozwój sieci restauracji.

Zwracamy uwagę na wolniejszy niż zakładany przez nas organiczny wzrost liczby lokali: od początku roku do lipca spółka otworzyła 6 lokali i zamknęła 4 funkcjonujące, w związku z czym łączna liczba restauracji wynosi obecnie 110. W 2Q2015 Sfinks zamknął jedną restaurację (Sphinx w Sosnowcu) i otworzył trzy nowe lokale, z czego 2 pod marką Sphinx (Kraków i Jastarnia) oraz jeden pod marką Chłopskie Jadło (Poznań). Dodatkowo, w lipcu działalność rozpoczęła jedna restauracja Sphinx w Lublinie, w Centrum Handlowym Tarasy Zamkowe. Wszystkie nowo otwarte lokale zarządzane są w systemie operatorskim. W raporcie inicjacyjnym zakładaliśmy zwiększenie łącznej liczby lokali w 2015 r. o 17 do 125 na koniec roku. W raporcie finansowym za 2Q2015 spółka wskazuje 13 kolejnych lokali na które podpisana została umowa najmu:

- Malborku (ul. Piastowska),
- Wrocławiu (Dworzec Główny PKP),
- Sopocie (róg ul. Monte Cassino i ul. Dworcowej),

- Warszawie (4 lokale: róg ul. Puławskiej i Pelikanów, ul. Kostki Potockiego, CH Plac Vogla, CH Factory),
- Bydgoszczy (CH Zielone Arkady),
- Poznaniu (CH Posnania),
- Szczecinku (CH Hosso),
- Białogardzie (CH Hosso),
- Gryficach (CH Hosso),
- Łodzi (ul. Piotrkowska 115).

Zwracamy uwagę, że uruchomienie kolejnych restauracji uzależnione jest w dużym stopniu od pozyskania przez spółkę środków finansowych. Sfinks w raporcie za 2Q2015 poinformował, że nie otrzymał zgody jednego z banków finansujących spółkę na emisję obligacji. Spółka wystąpiła ponownie o zgodę banku na emisję. W przypadku odmowy banku dotyczącej emisji obligacji, spółka będzie poszukiwać innych sposobów finansowania. W strategii rozwoju na lata 2015-2020 Sfinks 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.

Działania marketingowe spółki.

Od początku 2Q2015 spółka przeprowadziła szereg działań marketingowych i promocyjnych:

- Sphinx:
 - Modyfikacja oferty Lunch Menu oraz Kids Menu
 - Wprowadzenie oferty kaw sezonowych - „Letnie smaki kaw”.
 - Wprowadzenie do sprzedaży nowych steków w ramach wkładek sezonowych.
 - Wprowadzenie akcji „Zalicz steka w Sphinxie”, skierowanej do członków Sphinx Student Club.
 - Wprowadzenie oferty piw sezonowych na lato.
 - Modyfikacja oferty śniadań.
- Chłopskie Jadło:
 - Wprowadzenie kawy Julius Meinl do karty deserowo-kawowej.
 - Wprowadzenie nowej karty głównej menu.
 - Wprowadzenie karty win i alkoholi, modyfikacja oferty wina.
 - Wprowadzenie kaw sezonowych na lato.
- WOOK:
 - Wprowadzenie kawy Julius Meinl do karty deserowo-kawowej.
 - Testy konceptu „All you can eat”
 - Wprowadzenie kaw sezonowych na lato.

Sfinks przeprowadził również regionalne działania promocyjne, takie jak m.in.: „Dziecięce weekendy” w Olsztynie, akcja „Wampiriada” we Wrocławiu. Zwracamy również uwagę, że w 2Q2015 w wyniku działań optymalizacyjnych spółki koszty marketingu na poziomie jednostkowym spadły do poziomu PLN 0.2m vs. PLN 0.9m w 2Q2014.

Wyniki finansowe 2Q2015

- Przychody w 2Q2015 wyniosły PLN 42.5m (wzrost 3% r/r, zgodnie z naszą prognozą).
- Przychody gastronomiczne sieci Sphinx na poziomie PLN 38.8m (wzrost 2% r/r, zgodnie z naszą prognozą).
- EBIT w wysokości PLN 2.3m (marża 5.5% vs. 1.7% w 2Q2014, 17% poniżej naszych oczekiwań) oraz EBITDA na poziomie PLN 4.5m (marża 10.6% vs. 6.9% w 2Q2014, 9% poniżej naszej prognozy).
- Zysk netto równy PLN 1.7m (vs. PLN 0.0m w 2Q2014, 9% powyżej naszej prognozy) oraz znorm. zysk netto w wysokości PLN 1.4m (10% poniżej naszej prognozy)
- Na wyniki 2Q2015 wpływ miało naliczenie dla dostawcy kary w wys. PLN 1.4m oraz efektywna stopa podatkowa na poziomie bliskim 0%.

Tabela 1. Sfinks: Wyniki finansowe 2Q2015.

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	2Q15p	vs. progn.	% r/r	1H2014	1H2015	1H2015/2015p
Przychody	41.2	41.2	44.4	44.0	43.6	42.5	42.5	0%	3%	82.4	86.1	47%
Sphinx	37.8	37.8	41.1	39.7	38.7	38.8	38.8	0%	2%	75.7	77.5	46%
WOOK&CHJ	4.5	4.3	4.7	5.1	4.4	4.7	4.4	6%	9%	8.8	9.2	47%
EBIT	1.7	0.7	2.6	13.9	4.1	2.3	2.8	-17%	241%	2.4	6.4	56%
EBIT znorm.*	1.7	0.7	2.6	2.1	4.1	2.3	2.8	-17%	241%	2.4	6.4	56%
EBITDA	4.0	2.8	4.8	16.0	6.1	4.5	4.9	-9%	58%	6.9	10.6	51%
EBITDA znorm.*	4.0	2.8	4.8	4.2	6.1	4.5	4.9	-9%	58%	6.9	10.6	51%
Zysk netto	0.9	0.0	1.7	32.0	1.0	1.7	1.5	9%	n.a.	0.9	2.6	58%
Znorm. zysk netto**	0.7	0.1	1.4	1.3	2.5	1.4	1.5	-10%	n.a.	0.8	3.9	60%
Znorm. marża												
EBITDA	9.8%	6.9%	10.7%	9.4%	14.1%	10.6%	11.6%	-	-	8.4%	12.4%	-
Znorm. marża EBIT	4.2%	1.7%	5.8%	4.8%	9.4%	5.5%	6.6%	-	-	2.9%	7.4%	-
Znorm. marża zysku netto	1.8%	0.1%	3.1%	2.9%	5.9%	3.3%	3.6%	-	-	1.0%	4.6%	-

*EBITDA i EBIT znormalizowane w 4Q2014 o rozpoznanie znaku towarowego Chłopskie Jadło.

** Zysk netto znormalizowany o rozpoznanie aktywa podatkowego w 4Q2014 oraz odchylenia podatku od stawki 19%.

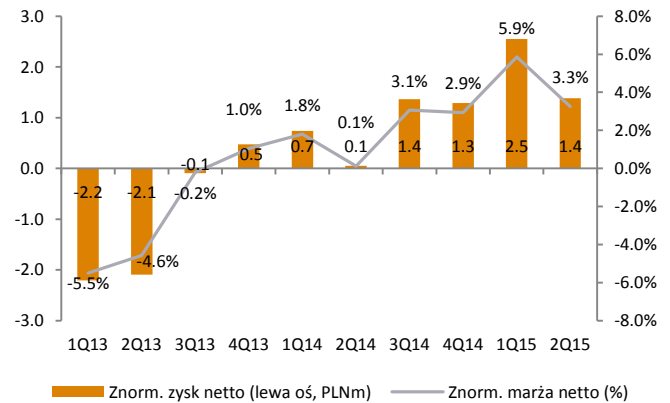
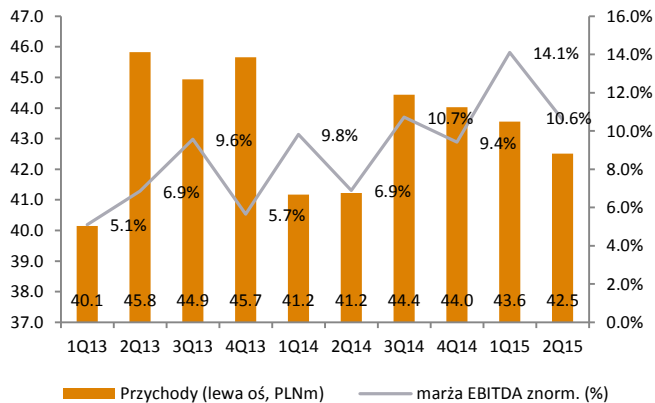
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Przychody. Przychody Sfinksa w 2Q2015 wyniosły PLN 42.5m (wzrost 3% r/r, zgodnie z naszą prognozą). Przychody gastronomiczne sieci Sphinx wyniosły PLN 38.8m (wzrost 2% r/r, zgodnie z naszą prognozą), a sieci Chłopskie Jadło i WOOK łącznie PLN 4.7m (wzrost 9% r/r, 6% powyżej naszej prognozy). W 2Q2015 Sfinks zamknął jedną restaurację (Sphinx w Sosnowcu) i otworzył trzy nowe lokale, z czego 2 pod marką Sphinx (Kraków i Jastarnia) oraz jeden pod marką Chłopskie Jadło (Poznań).

Rentowność. W 2Q2015 Sfinks wygenerował zysk brutto ze sprzedaży w wysokości PLN 6.0m (marża 14.2%, spadek 0.6pp. r/r). Koszty ogólnego zarządu, pomimo poniesienia przez spółkę kosztów związanych z badaniem due-dilligence Da Grasso, spadły o 2.9% r/r do PLN 5.1m. Najistotniejszym powodem spadku kosztów ogólnego zarządu jest spadek kosztów marketingu – na poziomie jednostkowym wyniosły one w 2Q2015 PLN 0.2m vs. PLN 0.9m w 2Q2014 r. W 2Q2015 spółka naliczyła karę dla dostawcy w wys. PLN 1.4m za opóźnienia w realizacji kontraktu na dostawę piwa w zakresie ogródków piwnych, w wyniku czego pozostałe przychody operacyjne wyniosły PLN 1.4m (vs. PLN 0.1m w 2Q2014). Spółka wypracowała w 2Q2015 EBIT w wysokości PLN 2.3m (marża 5.5% vs. 1.7% w 2Q2014, 17% poniżej naszych oczekiwań) oraz EBITDA na poziomie PLN 4.5m (marża 10.6% vs. 6.9% w 2Q2014, 9% poniżej naszej prognozy). Przy kosztach finansowych netto na poziomie PLN 0.9m (wzrost 4% r/r) zysk netto wyniósł w 2Q2015 PLN 1.7m (vs. PLN 0.0m w 2Q2014, 9% powyżej naszej prognozy). Na wynik netto wpływ miała efektywna stopa podatkowa na

poziomie bliskim 0%, co związane jest wykorzystaniem przez spółkę tarczy podatkowej poprzez rozliczenie strat z lat 2009-2013. Zakładając efektywną stawkę na poziomie ustawowych 19% znormalizowany zysk netto Sfinksa wyniósł PLN 1.4m (10% poniżej naszej prognozy).

Wykres 1. Przychody oraz marża EBITDA w okresie 1Q2013-2Q2015. **Wykres 2. Zysk netto oraz marża netto w okresie 1Q2013-2Q2015.**



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Przepływy operacyjne i zadłużenie. W 2Q15 spółka wypracowała PLN 4.1m przepływów operacyjnych (wzrost 105% r/r). Dług netto spółki na koniec 2Q2015 wyniósł PLN 91.4m vs. PLN 91.6m na koniec 1Q2015 i PLN 90.5m na koniec 4Q2014. Dzięki wzrostowi EBITDA dźwignia finansowa mierzona wskaźnikiem dług netto/12mEBITDA spadła do 4.1x z 5.1x na koniec 1Q2015 oraz 5.7x na koniec 4Q2014.

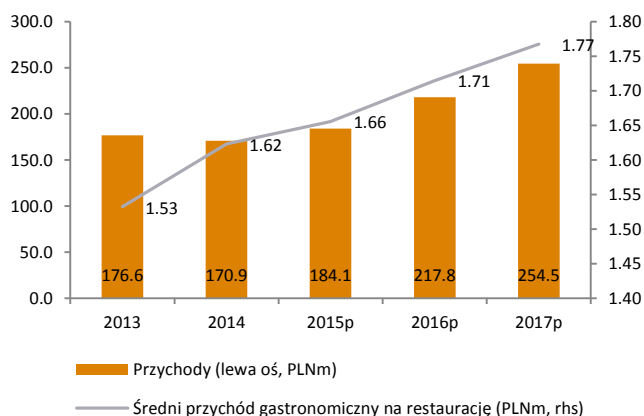
Podsumowanie. Mimo znacznej poprawy w ujęciu r/r, wyniki 2Q2015 Sfinksa były lekko poniżej naszych oczekiwań – spółka nie utrzymała rentowności sprzedaży na poziomie 1Q2015, na co oprócz sezonowości wynikającej z występowania Świąt Wielkanocnych w 2Q2015, wpływ miała niższa sprzedaż wysoko marżowego piwa w ogródkach piwnych. Zwracamy również uwagę na wolniejszy niż zakładany przez nas organiczny wzrost liczby lokali: od początku roku do lipca spółka otworzyła 6 lokali i zamknęła 4 funkcjonujące, w związku z czym łączna liczba restauracji wynosi obecnie 110.

Prognozy finansowe 2015-2017p

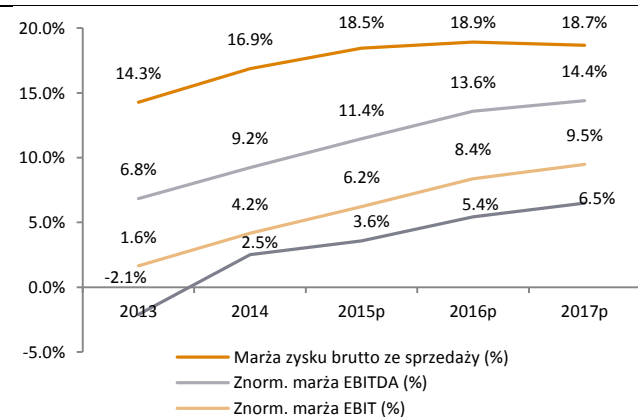
Wyniki 2Q2015, stosowana przez spółkę strategia ścisłej selekcji lokali oraz wolniejsze tempo otwarć nowych restauracji dają podstawę do wprowadzenia następujących zmian w naszych prognozach:

- Obniżamy prognozę przychodów o 3% do PLN 184.1m w 2015p, o 3% w 2016p do PLN 217.8m oraz o 2% do PLN 254.5m w 2017p.
- Obniżamy prognozę wzrostu liczby sieci lokali do 120 restauracji na koniec 2015p, 143 restauracji na koniec 2016p oraz 159 restauracji na koniec 2017p.
- Podtrzymujemy naszą prognozę EBITDA w 2015p na poziomie PLN 21.1m zakładając, że ścisła selekcja restauracji przez Sfinksa przełoży się na wyższą rentowność restauracji. W latach 2015-2017p podwyższamy prognozę EBITDA o 2% i 3% do odpowiednio PLN 29.6m oraz PLN 36.7m. Na naszych prognozach marża EBITDA wyniesie w latach 2015-2017p 11.4%, 13.6% i 14.4% vs. 11.1%, 12.9% oraz 13.8% poprzednio.
- Podwyższamy prognozę EBIT w latach 2015-2017p o 4%, 4% i 5% do PLN 11.4m, 18.3m i 24.1m. Marża operacyjna wyniesie w latach 2015-2017p odpowiednio 6.2%, 8.4%, i 9.5% vs. 5.8%, 7.8% oraz 8.9% w poprzednich szacunkach.

Wykres 3. Przychody oraz średni przychód gastronomiczny restauracji w latach 2013-2017p.



Wykres 4. Rentowność w latach 2013-2017p.



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Tabela 2. Prognozy finansowe Vestor DM na lata 2015-2017p vs. prognozy spółki.

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

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 Vestor DM	2015p		2016p		2017p	
Przychody	184.1	8%	217.8	18%	254.5	17%
EBIT	11.4	-40%	18.3	59%	24.1	32%
EBITDA	21.1	-24%	29.6	40%	36.7	24%
Zysk netto	4.6	-87%	11.3	147%	16.5	46%
Dług/EBITDA	4.5	29%	3.2	-30%	2.2	-30%
vs. prognozy spółki (%)	2015p		2016p		2017p	
Przychody	-7.3%	-	-11.9%	-	-9.1%	-
Zysk netto	-16.9%	-	-31.6%	-	-23.6%	-
Dług/EBITDA	-11.6%	-	2.4%	-	10.9%	-
Założenia scenariusza	2015p		2016p		2017p	
Wzrost liczby lokali (szt.)	12	-	23	-	16	-
w tym franczyzowych	1	-	4	-	2	-
Pozyskanie finansowane zewnętrzne	3	-	8	-	0	-

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

- Przy zakładanej przez nas efektywnej stopie podatkowej w latach 2015-2017p na poziomie 43%, 23% oraz 19% oczekujemy zysku netto w wysokości PLN 4.6m, PLN 11.3m oraz PLN 16.5m (zmiana o 9%, 6% i 6%). Znormalizowany o odchylenia podatku od stawki w wysokości 19% zysk netto w latach 2015-2017p wyniesie według naszych prognoz odpowiednio PLN 6.6m, PLN 11.8m oraz PLN 16.5m.

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
Przychody	189.4	184.1	-3%	8%	225.3	217.8	-3%	18%	258.8	254.5	-2%	17%
Sphinx	174.3	169.1	-3%	8%	210.8	203.6	-3%	20%	245.4	241.2	-2%	18%
WOOK&CHJ	19.6	19.6	0%	5%	21.9	21.9	0%	12%	25.7	25.7	0%	17%
EBITDA	21.1	21.1	0%	-24%	29.0	29.6	2%	40%	35.8	36.7	3%	24%
Znorm. EBITDA	21.1	21.1	0%	33%	29.0	29.6	2%	40%	35.8	36.7	3%	24%
EBIT	11.0	11.4	4%	-40%	17.5	18.3	4%	59%	23.0	24.1	5%	32%
Znorm. EBIT	11.0	11.4	4%	60%	17.5	18.3	4%	59%	23.0	24.1	5%	32%
Zysk netto	4.2	4.6	9%	-87%	10.7	11.3	6%	147%	15.6	16.5	6%	46%
Znorm. zysk netto	6.2	6.6	6%	53%	11.2	11.8	6%	80%	15.6	16.5	6%	40%
Liczba lokali (szt.):	125	120	-4%	11%	145	143	-1%	19%	161	159	-1%	11%
Sphinx	108	103	-5%	12%	126	124	-2%	20%	139	137	-1%	10%
Wook	11	11	0%	10%	12	12	0%	9%	14	14	0%	17%
Chłopskie Jadło	6	6	0%	0%	7	7	0%	17%	8	8	0%	14%

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 5.5/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 4.6/akcję. Powiększając oszacowaną wartość o koszt kapitału własnego na poziomie 14.1%, wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 5.3/akcję, 39% powyżej obecnej ceny rynkowej. Nasza cena docelowa implikuje mnożniki P/E na poziomie 21.4x na 2015p i 11.9x na 2016p przy mnożnikach EV/EBITDA na poziomie odpowiednio 10.8x i 7.6x.

Tabela 4. Sfinks: Podsumowanie wyceny.

Metoda	Wycena	Waga
Metoda porównawcza	5.5	30%
Metoda DCF	4.2	70%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	4.6	
Koszt kapitału własnego (%)	14.1%	
12M cena docelowa	5.3	
Obecna cena	3.8	
Potencjał wzrostu/spadku (%)	39%	

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%
Koszt kapitału własnego	14.1%	10.5%
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Marża na zadłużeniu	6.0%	6.0%
Kosztu długu	9.5%	10.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	7.7%	8.1%
% D	48.9%	8.7%
% E	51.1%	91.3%
WACC	10.9%	10.3%

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	184.1	217.8	254.5	275.9	292.3	300.5	
- Zmiana r/r	108%	18%	17%	8%	6%	3%	
Znorm. EBITDA	21.1	29.6	36.7	41.1	44.3	43.9	
- marża EBITDA	11.4%	13.6%	14.4%	14.9%	15.1%	14.6%	
Znorm. EBIT	11.4	18.3	24.1	27.8	30.3	29.9	
Podatek od EBIT	-2.2	-3.5	-4.6	-5.3	-5.8	-5.7	
NOPAT	9.3	14.8	19.5	22.5	24.5	24.3	24.3
- marża NOPAT	5.0%	6.8%	7.7%	8.2%	8.4%	8.1%	
Amortyzacja	9.6	11.3	12.6	13.3	14.0	14.0	14.0
Zmiany w kapitale obrotowym	-0.9	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	
Capex	-14.7	-24.1	-21.6	-15.3	-15.7	-14.0	-15.1
Wolne przepływy finansowe	3.3	2.4	11.0	20.7	23.0	24.4	23.2
Czynnik dyskontowy (%)	97%	87%	78%	71%	64%	57%	
Wartość bieżąca FCF	3.2	2.1	8.6	14.6	14.7	14.0	
Wartość bieżąca FCF 2015-2020	57.2						
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1.2%						
Zdyskontowana wartość rezydualna	146.5						
Wartość przedsiębiorstwa	203.7						
Kapitały mniejszości	0.1						
Dług netto	90.5						
Wartość kapitału własnego	113.1						
Liczba akcji (m)	26.8						
Wartość godziwa na akcję (PLN)	4.2						

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	6.9
	3.0%	3.9	4.2	4.5	4.9	5.3	5.8	6.3
	3.5%	3.7	3.9	4.2	4.5	4.9	5.3	5.8
	4.0%	3.5	3.7	3.9	4.2	4.5	4.9	5.3
	4.5%	3.2	3.5	3.7	3.9	4.2	4.6	4.9
	5.0%	3.1	3.2	3.5	3.7	4.0	4.2	4.6
	5.5%	2.9	3.1	3.3	3.5	3.7	4.0	4.2
		Zdelewarowana beta						
		0.9x	1.0x	1.1x	1.2x	1.3x	1.4x	1.5x
Premia za ryzyko	2.0%	11.2	10.6	10.0	9.5	9.1	8.6	8.2
	3.0%	8.8	8.2	7.7	7.1	6.7	6.2	5.8
	4.0%	7.1	6.5	6.0	5.5	5.0	4.6	4.2
	5.0%	5.8	5.2	4.7	4.2	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	2.9	2.5	2.2	1.8	1.5
	8.0%	3.3	2.8	2.3	1.9	1.6	1.3	1.0

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 15.4x w 2015p i 8.6x w 2016p oraz mnożnikach EV/EBITDA odpowiednio 8.9x i 6.2x, co implikuje dwucyfrowe dyskonto do spółek porównywalnych. W wycenie przykładamy 20% wagi do mnożników P/E i EV/EBITDA na 2014 r. oraz 80% wagi do mnożników P/E i EV/EBITDA na 2015p. Jednocześnie w wycenie przykładamy równą wagę do polskich i zagranicznych spółek porównywalnych. Wartość godziwa akcji oszacowana metodą porównawczą wynosi PLN 5.5/akcję.

Tabela 8. Sfinks: Wycena porównawcza.

Spółka	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)*			EV/EBITDA (x)			Stopa dywidendy		Marża EBITDA		Dług netto/EBITDA	
			2014	2015p	2016p	2014	2015p	2016p	2015p	2015p	2014-2017p	2015p		
Sfinks	3.8	101.4	23.6	15.4	8.6	12.2	8.9	6.3	0.0%	11.4%	57%	4.1		
Polskie spółki porównywalne:														
Amrest Holdings	170.0	3 606	n.a.	28.7	25.0	8.6	10.8	9.3	0.0%	12.8%	54%	2.1		
Premia/Dyskonto				-46%	-66%	42%	-18%	-33%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Zagraniczne spółki porównywalne:														
Mediana			22.6	23.6	20.7	11.0	12.1	10.1	1.2%	15.2%	13.4%	0.9		
Premia/Dyskonto			4%	-35%	-59%	10%	-26%	-38%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Mcdonald'S Corp	96.3	342 083	19.4	20.5	18.7	10.8	12.3	11.7	3.6%	34.4%	1%	1.8		
Yum! Brands Inc	81.8	133 141	22.7	23.3	20.2	15.1	12.8	11.3	2.2%	21.6%	11%	0.9		
Darden Restaurants Inc	69.1	33 271	28.5	27.6	22.1	14.9	12.6	10.1	3.2%	11.7%	11%	1.5		
Wendy'S Co	9.2	10 100	48.8	29.2	26.4	10.8	12.1	12.8	2.5%	22.3%	-3%	5.4		
Brinker International Inc	54.2	12 303	18.9	17.5	15.1	10.8	8.8	8.2	2.1%	15.3%	7%	1.8		
Buffalo Wild Wings Inc	194.1	13 923	36.0	34.7	27.3	14.3	12.9	10.2	0.0%	15.2%	21%	-0.1		
Bloomin' Brands Inc	20.5	9 492	22.5	16.1	13.8	10.9	7.9	7.1	1.2%	10.5%	15%	2.4		
Mitchells & Butlers Plc	362.0	8 672	16.3	10.0	9.1	9.3	7.7	7.3	0.1%	21.2%	7%	4.4		
Autogrill Spa	7.8	8 321	63.1	35.6	25.8	7.2	7.0	6.3	0.7%	8.6%	59%	1.7		
Papa John'S Intl Inc	68.3	10 167	31.8	32.8	28.1	15.5	n.a.	n.a.	0.9%	10.5%	13%	n.a.		
Cheesecake Factory Inc	55.5	10 283	25.7	23.6	20.7	10.8	10.8	9.9	1.3%	12.0%	8%	0.2		
Restaurant Group Plc	666.5	7 767	19.9	19.7	17.6	11.1	10.6	9.5	2.6%	18.6%	11%	0.3		
Domino'S Pizza Group Plc	865.5	8 361	27.0	27.8	24.9	19.5	19.8	17.7	2.4%	22.0%	14%	-0.3		
Fiesta Restaurant Group	52.2	5 286	43.3	32.2	27.7	19.4	14.4	12.5	n.a.	14.6%	18%	0.7		
Do & Co Ag	83.9	3 450	14.0	22.6	23.9	4.0	12.0	10.3	1.1%	10.1%	18%	0.9		
Patisserie Holdings Plc	318.0	1 847	18.4	28.1	23.7	13.4	17.5	14.6	1.0%	18.5%	21%	-0.3		
Berjaya Food Bhd	2.1	711	17.5	25.0	17.8	26.4	17.4	10.2	2.2%	14.1%	33%	2.1		
Ibersol Sgps Sa	9.2	776	17.5	19.0	17.0	6.5	7.6	6.6	0.7%	13.8%	27%	0.8		
Tasty Plc	124.5	385	29.1	22.2	16.2	13.1	11.4	8.8	n.a.	15.6%	n.a.	0.5		
Kichiri & Co Ltd	695.0	228	18.2	n.a.	n.a.	7.0	n.a.	n.a.	1.1%	n.a.	n.a.	n.a.		
Implikowana wycena			3.6	6.4	10.1	2.4	5.8	7.6						
Waga			10%	40%	0%	10%	40%	0%						
Implikowana cena akcji (PLN)		5.5												

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

Analiza scenariuszowa

Poza scenariuszem bazowym, którego założenia zostały przedstawione w Tabeli 2, stworzyliśmy dwa alternatywne scenariusze, w których wyceniamy Sfinksa przy założeniu różnej dynamiki wzrostu sieci lokali oraz wysokości pozyskanego przez spółkę na ten cel finansowania zewnętrznego. Założenia scenariuszy, prognozowane wyniki oraz wyceny znajdują się w Tabeli 9.

Tabela 9. Sfinks: Analiza scenariuszy

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	2015p		2016p		Cena docelowa (PLN/akcję)	Założenia
	EBITDA	Zysk netto	EBITDA	Zysk netto		
Scenariusz optymistyczny	22.5	4.9	35.9	14.1	7.0	(1) Spółka pozyskuje finansowanie zewnętrzne na poziomie PLN 12m w 2015p oraz PLN 15m w 2016p, (2) Spółka powiększa sieć restauracji operatorskich o 18 w 2015p, 32 w 2016p oraz 17 w 2017p, (3) Sieć franczyzowa powiększa się o 3 w 2015p, a w okresie 2016-2017p o 4 restauracje rocznie.
Scenariusz bazowy	21.1	4.6	29.6	11.3	5.3	(1) Spółka pozyskuje finansowanie zewnętrzne na poziomie PLN 3m w 2015p oraz PLN 8m w 2016p, (2) Spółka powiększa sieć restauracji operatorskich o 11 w 2015p, 19 w 2016p oraz 14 w 2017p, (3) Sieć franczyzowa rozwija się w latach 2015-2017p odpowiednio o 1, 4 oraz 2 restauracje.
Scenariusz konserwatywny	20.3	4.3	25.1	9.3	3.6	(1) Brak dodatkowego finansowania zewnętrznego w latach 2015-2016p, (2) Spółka powiększa sieć restauracji operatorskich o 7 rocznie w latach 2015-2017p, (3) Brak rozwoju sieci franczyzowej.

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 PRZYGETOWANIE 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 OPINIE 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.

Zadna 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 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 odesła 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 jakichkolwiek 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 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 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 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 wahaniami 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.

INFORMACJI 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.

Vestor 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 następujących 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 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.

Analizy Vestor działał 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: 1 rekomendację kupuj, 3 rekomendacje Akumuluj, 6 rekomendacji Neutralnie, 1 rekomendację Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 9 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 60 % (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 inicjatywny raport analityczny z ceną docelową 5,3PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 3,6PLN. 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 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 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 wyznaczeniu 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 byt 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.

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