

- Obniżamy naszą cenę docelową do PLN 5.0/akcję.
- Podwyższamy naszą prognozę przychodów w latach 2016-2017p o 2%, podtrzymujemy prognozę EBITDA.
- Znrm. 2016p P/E 19.7x oraz 2016p EV/EBITDA 8.4x

## Sukcesywna realizacja strategii

Po wynikach 11M2015, w którym spółka zrealizowała 94% naszej prognozy znorm. EBITDA na 2015p oraz 104% znorm. zysku netto, podwyższamy prognozę przychodów w latach 2016-2017p o 2% przy jednoczesnym utrzymaniu założeń dotyczących wyników operacyjnych. Nasze prognozy EBITDA są o 13% i 19% niższe od oficjalnych prognoz zarządu spółki przedstawionych w zaktualizowanej strategii. Na naszych prognozach spółka notowana jest przy 2016-2017p znorm. P/E 19.7x i 11.8x oraz EV/EBITDA 8.4x i 6.3x. Pomimo marginalnych zmian w naszych prognozach obniżamy cenę docelową do PLN 5.0/akcję z PLN 5.3/akcję ze względu na: 1) 6%-owe rozwodnienie liczby akcji w efekcie realizacji programu motywacyjnego, 2) spadek wartości mnożników spółek porównywalnych.

**Realizacja programu motywacyjnego i emisja 2.55m warrantów.** W związku ze spełnieniem warunku 40% stopy zwrotu z akcji spółki w okresie od 20 grudnia 2014 do 20 grudnia 2015, Sfinks przydzielił 1.70m z 2.55m wyemitowanych warrantów upoważniający do objęcia akcji przy cenie emisyjnej PLN 1/akcję. Liczba nowych akcji do których uprawniają przydzielone warranty stanowi 5.6% obecnej liczby akcji. Warunkiem przydzielenia pozostałych 0.85m warrantów jest osiągnięcie przez akcjonariuszy w okresie od 20 grudnia 2015 do 20 grudnia 2016 min. 40% stopy zwrotu z akcji Sfinksa lub osiągnięcie średniej ceny akcji na poziomie PLN 5.15/akcję (30% powyżej obecnej ceny rynkowej).

**Niekorzystne zmiany kursu EUR/PLN zrównoważą wyższe przychody.** Ze względu na lepsze wyniki sprzedażowe 4Q2015 (na poziomie jednostkowym spółka wygenerowała sprzedaż 7% wyższą od naszych szacunków) podwyższamy prognozę przychodów o 2% w latach 2016-2017p do odpowiednio PLN 214m i PLN 250m. Jednocześnie, głównie ze względu na wzrost kursu EUR/PLN, obniżamy prognozę EBITDA o 1% do PLN 23.9m w 2016p oraz podtrzymujemy szacunki na 2017p w wysokości PLN 31.2m. Nasze prognozy pozostają 13% i 19% poniżej oficjalnych prognoz spółki, które zakładają EBITDA na poziomie PLN 27.2m w 2016p i PLN 37.8m w 2017p.

**Dynamiczne otoczenie makroekonomiczno-polityczne.** Proponowany przez rząd program 500+ oraz ewentualne wsparcie rządowe dla osób spłacających kredyt denominowany we frankach mogą pozytywnie wpłynąć na krajowy popyt konsumpcyjny, co według nas stanowić będzie wsparcie dla przychodów generowanych przez Sfinksa. Z drugiej strony dostrzegamy ryzyka legislacyjne takie jak projekt minimalnej stawki godzinowej, który może zwiększyć obciążenia płacowe spółki, oraz brak ostatecznego projektu ustawy o podatku handlowym, co powoduje, że kwestia zakazu handlu w niedzielę pozostaje otwarta.

**Ustalamy nową cenę docelową na poziomie PLN 5.0/akcję.** Na naszych prognozach Sfinks notowany jest przy mnożnikach znorm. P/E 19.7x w 2016p i 11.8x w 2017p przy EV/EBITDA 8.4x i 6.3x, z dwucyfrowym dyskontem do spółek porównywalnych. Na bazie wyceny metodą DCF (70% wagi) i metodą porównawczą (30%) wyznaczamy 12 miesięczną cenę docelową Sfinksa na poziomie PLN 5.0/akcję.

### Sfinks: Prognozy i wskaźniki (PLNm)

	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody	176.6	170.9	182.5	214.3	250.5
Znrm. EBITDA	12.1	15.8	19.2	23.9	31.2
Znrm. zysk netto	-3.7	4.3	5.8	7.0	11.6
Znrm. P/E	n.m.	26.9x	22.5x	19.7x	11.8x
Znrm. EV/EBITDA	18.0x	14.0x	11.1x	8.4x	6.3x

Źródło: Dane Spółki, szacunki Vestor DM

Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	5.0
Cena bieżąca (PLN)	4.3
Potencjał wzrostu/spadku	17%
Min (52T)	1.1
Max (52T)	4.7
Liczba akcji (m)	30.25
Kapitalizacja (PLNm)	130.4
Dług netto (11M15, PLNm)	78.9
EV (PLNm)	209.3
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	144

Akcjonariat*	%
Sylwester Cacek	17.0%
Familiar	7.4%
NN OFE	5.8%
Robert Dziubłowski	5.6%
AnMar Development	5.2%
Pozostali	59.1%

\*według stanu na 18.02.2016 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 (102 restauracje na koniec 4Q15), 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

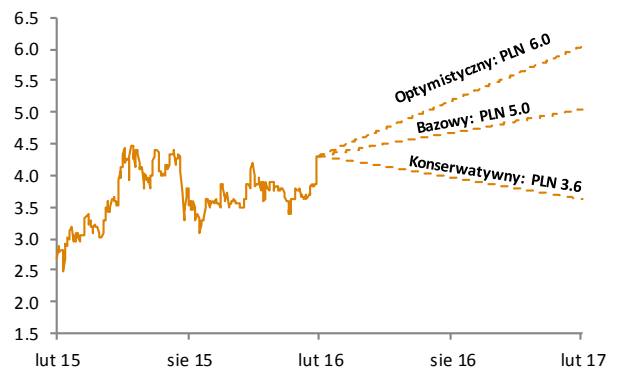
Piotr.Raciborski@vestor.pl

# Sfinks

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

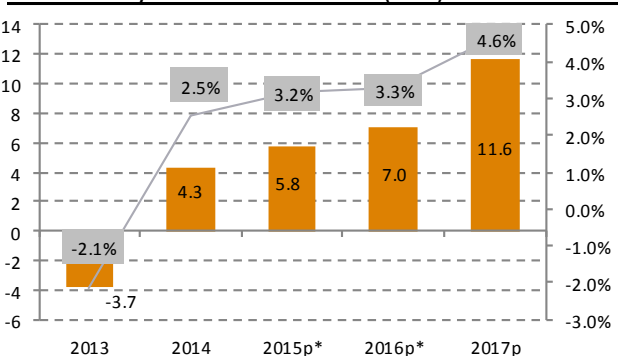
Rachunek zysków i strat (PLNm)	2013	2014	2015p*	2016p*	2017p	Wskaźniki wyceny	2013	2014	2015p*	2016p*	2017p
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>176.6</b>	<b>170.9</b>	<b>182.5</b>	<b>214.3</b>	<b>250.5</b>	Znorm. P/E (x)	n.m.	26.9	22.5	19.7	11.8
Koszty sprzedaży	-151.3	-142.0	-154.9	-178.8	-208.9	Znorm. EV/EBITDA (x)	18.0	14.0	11.1	8.4	6.3
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>25.2</b>	<b>28.8</b>	<b>27.6</b>	<b>35.5</b>	<b>41.6</b>	EV/Sprzedaż (x)	1.2	1.3	1.2	0.9	0.8
Koszty ogólnego zarządu	-19.8	-21.0	-21.9	-22.4	-22.8	P/Sprzedaż (x)	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5
EBITDA	12.1	27.6	19.2	23.9	31.2	P/BV (x)	n.m.	n.m.	31.2	7.5	4.4
<b>Znorm. EBITDA</b>	<b>12.1</b>	<b>15.8</b>	<b>19.2</b>	<b>23.9</b>	<b>31.2</b>	Stopa dywidendy (%)**	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Amortyzacja	9.2	8.7	9.0	10.8	12.4						
EBIT	2.9	18.9	10.2	13.1	18.8	<b>Restauracje</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015p*</b>	<b>2016p*</b>	<b>2017p</b>
<b>Znorm. EBIT</b>	<b>2.9</b>	<b>7.1</b>	<b>10.2</b>	<b>13.1</b>	<b>18.8</b>	Sphinx	93	92	102	116	132
Koszty finansowe netto	-4.0	-2.9	1.4	4.5	-4.2	Chłopskie Jadło	10	10	10	11	12
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>-1.0</b>	<b>16.0</b>	<b>11.6</b>	<b>17.7</b>	<b>14.7</b>	WOOK	6	6	5	6	7
Podatek dochodowy	0.0	18.5	-4.2	-6.1	-2.8	Suma	109	108	117	133	151
Udziały mniejszości	-2.7	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	<b>Przychody gastronomiczne</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015p*</b>	<b>2016p*</b>	<b>2017p</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>-3.7</b>	<b>34.6</b>	<b>7.3</b>	<b>11.4</b>	<b>11.6</b>	Sphinx	147.4	156.6	163.0	192.3	225.5
<b>Znorm. zysk netto</b>	<b>-3.7</b>	<b>4.3</b>	<b>5.8</b>	<b>7.0</b>	<b>11.6</b>	Chłopskie Jadło	11.4	11.7	12.6	14.5	16.8
						WOOK	8.9	7.1	6.6	7.3	8.6
						Suma	159	168	176	207	242
<b>Bilans (PLNm)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015p*</b>	<b>2016p*</b>	<b>2017p</b>	<b>Analiza scenariuszy</b>	<b>EBITDA</b>		<b>Zysk netto</b>		<b>TP</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	35.9	31.7	40.7	50.6	61.0		<b>2016p</b>	<b>2017p</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>	
Wartości niematerialne i prawne	3.2	16.0	17.5	17.0	16.6	Optymistyczny	24.4	33.3	11.7	12.9	6.0
Wartość firmy	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	Bazowy	23.9	31.2	11.4	11.6	5.0
Inne aktywa trwałe	4.2	29.7	26.4	20.3	17.6	Konserwatywny	22.8	27.4	10.8	9.5	3.6
Środki pieniężne i ekwiwalenty	9.1	6.4	60.0	16.4	16.0						
Należności handlowe	3.2	3.9	5.2	6.2	7.2	<b>Sfinks: Analiza scenariuszy</b>					
Zapasy	2.3	2.4	2.5	2.9	3.4						
Inne aktywa obrotowe	11.7	7.3	11.6	11.6	11.6						
<b>Aktywa razem</b>	<b>70.7</b>	<b>98.3</b>	<b>165.0</b>	<b>126.0</b>	<b>134.4</b>						
Dług krótkoterminowy	5.0	8.3	1.7	1.7	1.7						
Zobowiązania handlowe	17.1	9.2	13.8	15.9	18.6						
Inne zobowiązania krótkoterminowe	8.2	7.4	4.6	4.6	4.6						
Dług długoterminowy	92.8	88.5	140.4	85.8	79.3						
Inne zobowiązania długoterminowe	0.1	0.3	0.5	0.5	0.5						
<b>Kapitały własne</b>	<b>-52.5</b>	<b>-15.4</b>	<b>4.1</b>	<b>17.6</b>	<b>29.7</b>						
Udziały mniejszości	1.3	0.1	-0.1	0.2	0.4						
<b>Pasywa</b>	<b>70.7</b>	<b>98.3</b>	<b>165.0</b>	<b>126.0</b>	<b>134.4</b>						
Kapitał obrotowy	-11.5	-3.0	-6.0	-6.9	-8.0						
Dług netto	88.7	90.5	82.0	71.1	65.0						
<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>11.6</b>	<b>17.7</b>	<b>14.7</b>						
Podatek dochodowy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
Amortyzacja	9.2	8.7	9.0	10.8	12.4						
Zmiany w kapitale obrotowym	-3.9	-7.8	-6.8	0.8	1.2						
Inne zmiany	3.2	-4.8	-1.6	4.1	4.2						
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>7.4</b>	<b>12.1</b>	<b>12.2</b>	<b>33.4</b>	<b>32.4</b>						
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-9.1	-10.1	-14.5	-20.3	-22.3						
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>-14.8</b>	<b>-19.9</b>	<b>-22.0</b>						
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
Zmiany netto zadłużenia	2.3	-2.7	44.8	-54.6	-6.4						
Odsetki zapłacone	-0.1	-0.2	-1.5	-4.2	-4.3						
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>56.2</b>	<b>-57.1</b>	<b>-10.7</b>						
<b>Zmiana gotówki</b>	<b>2.4</b>	<b>-2.7</b>	<b>53.6</b>	<b>-43.6</b>	<b>-0.3</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%	7%	17%	17%						
Wzrost znorm. EBITDA (%)	78%	31%	22%	24%	30%						
Wzrost znorm. zysku netto (%)	n.a.	n.a.	35%	21%	66%						
<b>Marże</b>											
Marża brutto ze sprzedaży (%)	14.3%	16.9%	15.1%	16.6%	16.6%						
Znorm. marża EBITDA (%)	6.8%	9.2%	10.5%	11.2%	12.4%						
Znorm. marża EBIT (%)	1.6%	11.1%	5.6%	6.1%	7.5%						
Znorm. marża zysku netto (%)	-2.1%	2.5%	3.2%	3.3%	4.6%						
<b>Dźwignia i stopy zwrotu</b>											
Dług netto/Znorm. EBITDA (x)	7.35x	5.73x	4.27x	2.97x	2.08x						
Dług netto/aktywa (%)	126%	92%	50%	56%	48%						
Dług netto/kapitały własne (%)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	218%						
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	21.8x	92.0x	6.8x	3.1x	4.4x						
Cykl rotacji gotówki (dni)	-28.8	-9.4	-16.1	-16.1	-16.1						
Znorm. ROE (%)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	39%						
Znorm. ROA (%)	-5.3%	35.2%	4.4%	9.0%	8.7%						

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM



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 (w 57 lokalach czynsz rozliczany jest w EUR) wpływający negatywnie na rentowność spółki, (6) presja płacowa związana m.in. z projektem minimalnej stawki godzinowej

\*Szacunki za odpowiedni rok kalendarzowy, nietożsamy z okresem raportowania

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

## Ostatnie wydarzenia

### Zakończenie restrukturyzacji finansowej poprzez spłatę PLN 46.5m zadłużenia w ING

W dniu 25 lutego 2016 r. Sfinks złożył dyspozycję spłaty PLN 46.5m kredytu zaciągniętego w banku ING. Terminowa spłata zadłużenia wobec banku była ostatnim z warunków, które spółka musiała spełnić w celu umorzenia przez bank naliczonych do chwili obecnej odsetek w wysokości ponad PLN 8.3m. W efekcie wykonania ostatniego warunku umowy z listopada 2015 r. Sfinks z sukcesem zakończył proces restrukturyzacji finansowej.

### Program motywacyjny dla kadry zarządczej - emisja 2.55m warrantów

Wypełniając zapisy programu motywacyjnego dla kadry zarządczej uchwalonego w 2013 r. w dniu 15 lutego 2016 r. Sfinks wyemitował 2.55m warrantów subskrypcyjnych serii A. Ponadto w związku ze spełnieniem się warunku osiągnięcia przez akcjonariuszy w okresie od 20 grudnia 2014 do 20 grudnia 2015 całkowitej stopy zwrotu na poziomie min. 40% (zwrot wyniósł 165%) lub osiągnięcia średniej ceny akcji na poziomie PLN 3.68/akcję (która wyniosła PLN 3.78) spółka przydzieliła 1.7m warrantów osobom uprawnionym. Warranty te mogą być skonwertowane na akcje przy cenie emisyjnej PLN 1/akcję do 30 listopada 2018r. W przypadku konwersji na akcje warrantów będą stanowiły 5.3% liczby akcji spółki (5.6% rozwodnienia).

Warunkiem przydzielenia pozostałych 0.85m warrantów jest osiągnięcie przez akcjonariuszy w okresie od 20 grudnia 2015 do 20 grudnia 2016 stopy zwrotu całkowitego z akcji Sfinksa na poziomie min. 40% lub osiągnięcie średniej ceny akcji, ważonej wolumenem, w analogicznym okresie na poziomie PLN 5.15/akcję (ok. 30% powyżej obecnej ceny rynkowej)

**Tabela 1. Sfinks: Założenia programu motywacyjnego.**

Okres	1	2	3
Początek okresu	2013-12-20	2014-12-20	2015-12-20
Koniec okresu	2014-12-20	2015-12-20	2016-12-20
Maksymalna transza puli	850,000	850,000	850,000
Kryterium 1: Całkowita stopa zwrotu	50%	40%	40%
Kryterium 2: Średnia cena ważona wolumenem	2.63	3.68	5.15

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Emisja 2.55m warrantów uprawniających do objęcia akcji serii M oznacza maksymalne rozwodnienie kapitału na poziomie 8.4%.

### Akwizycje lub dywidenda

Po drugiej nieudanej próbie przejęcia Da Grasso w 2015 r., Sfinks nie zrezygnował z poszukiwań innych celów akwizycyjnych. W wywiadzie z 20 stycznia prezes Sfinks stwierdził, że nie wyklucza przejęcia w 2016 r. Jeżeli do takiego by doszło niewykluczona jest kolejna emisja akcji. W przeciwnym razie, nadwyżki pieniężne wypłacone zostaną w formie dywidendy w latach 2017-2018 r. Zauważamy, że zgodnie z umową z Bankiem Ochrony Środowiska spółka nie może wypłacać dywidendy, zaliczek na poczet dywidendy i innych płatności na rzecz akcjonariuszy przed 31 grudnia 2018 r, więc ew. wypłata zysku musiałaby zostać poprzedzona uzyskaniem zgody banku.

Według naszych szacunków spółka, przy utrzymaniu wskaźnika dług netto/EBITDA na poziomie poniżej 3.0x (w zgodzie z założeniami strategicznymi) oraz wskaźnika płynności gotówkowej na poziomie średniej z lat 2012-2014 w wys. ok. 26%, mogłaby w latach 2017-2018 wypłacić do 30% zysku z roku ubiegłego, co implikowałoby stopę dywidendy na poziomie ok. 2.7%.

### Ekspansja zagraniczna

Prezes Sfinksa nie wyklucza, że Sfinks równoległe z rozwojem sieci krajowej, rozwijać będzie zagraniczną sieć lokali poprzez koncepcję masterfranczyzy. W 2016 r., według prezesa, mogą rozpocząć się pierwsze testy zagranicznej sieci lokali. Obecnie działa jeden zagraniczny lokal marki Sphinx, w Rumunii. Zgodnie z wypowiedzią Prezesa, w marcu 2016 r. Sfinks będzie prowadził rozmowy dotyczące intensyfikacji współpracy z rumuńskim partnerem. Do końca 2020 r., zgodnie ze strategią, Sfinks chce wdrożyć koncepcję masterfranczyzy do min. trzech krajów.

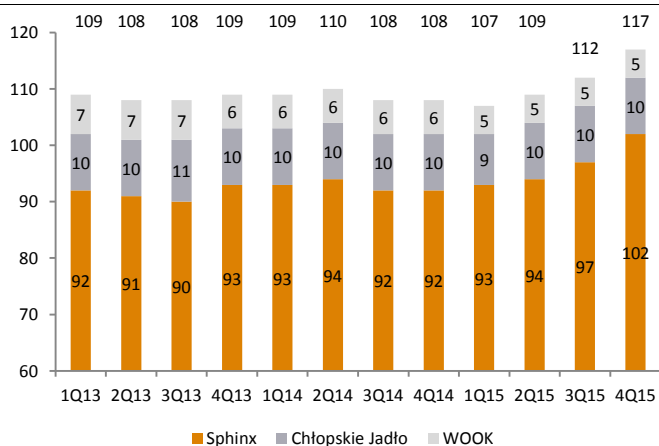
Nie spodziewamy się rozpoczęcia przez spółkę ekspansji zagranicznej w 2016 r. i nie uwzględniamy jej w naszych prognozach. Uważamy, że spółka w obecnej fazie rozwoju powinna skupić się na zwiększeniu skali działalności w Polsce.

### Rozwój sieci restauracji.

W 2015 r. Sfinks otworzył 15 lokali i zamknął 6 istniejących, w efekcie czego na koniec 4Q2015 w grupie funkcjonowało 117 restauracji (102 lokale sieci Sphinx, 10 lokali Chłopskie Jadło i 5 restauracji WOOK). Dodatkowo od początku roku spółka otworzyła 2 restauracje sieci Sphinx. Na dzień 18 lutego spółka posiada umowy najmu na otwarcie kolejnych 7 lokali oraz zakłada, że do połowy roku posiadać będzie umowy na pozostałe 9 lokali, które zamierza otworzyć w 2016 r.

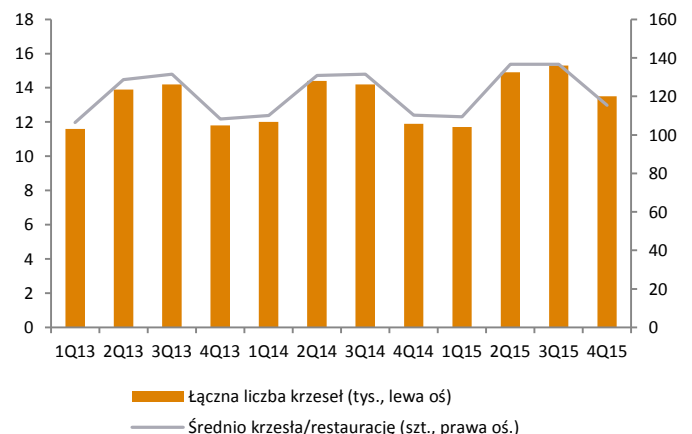
Rozwój sieci restauracji jest realizowany zgodnie z założeniami strategicznymi Sfinksa. Na chwilę obecną nie widzimy ryzyka do naszych prognoz zakładających otwarcie 16 lokali w 2016p oraz 18 w 2017p.

**Wykres 1. Liczba restauracji w okresie 1Q13-4Q15.**



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

**Wykres 2. Średnia liczba krzeseł na restaurację w okresie 1Q13-4Q15.**



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

### Warunki makro sprzyjają wzrostowi sprzedaży...

Po publikacji przez Sfinksa wyników sprzedażowych w 2015 r. nie widzimy zagrożeń dla naszych szacunków przychodów w 2016p. Uważamy, że dzięki wzrostowi gospodarczemu kontynuowany powinien być trend wzrostu zamożności polskiego konsumenta, co dodatkowo w 2016 r. może być wsparte programami rządowymi jak „500+”. Ewentualna pomoc dla „frankowiczów” także zapewne byłaby dobrym impulsem dla konsumpcji gastronomicznej w Polsce, zwłaszcza, ze względu na profil klientów tej sieci, dla Sfinksa.

Czynnikiem, który może wywrzeć negatywny wpływ na wysokość sprzedaży generowanej przez Sfinksa jest kwestia zakazu handlu w niedzielę, która w ostatnich dniach została ponownie podniesiona przez NSZZ Solidarność. Związkowcy krytycznie odnoszą się do rządowego projektu ustawy o podatku od sprzedaży detalicznej, jednocześnie podtrzymując swoje postulaty dotyczące zakazu handlu w niedzielę. Ostateczny projekt ustawy nie jest znany, jednakże zakładamy, że w związku z rosnącymi obciążeniami budżetu państwa Ministerstwo finansów nie zdecyduje się na ograniczenie wpływów podatkowych poprzez ograniczenie liczby dni handlowych.

### .. przy niekorzystnych zmianach wynikających z otoczenia dla strony kosztowej.

W zakresie rentowności widzimy trzy czynniki, które w przyszłości mogą wywierać presję na marże osiągnane przez restauracje spółki. Należą do nich:

- 1) **Wzrost cen żywności oraz kursu USD/PLN.** W październiku 2015 r. pierwszy raz od maja 2014 r. odnotowany został wzrost cen żywności i napojów alkoholowych. Prognoza NBP zakłada wzrost ceny żywności o 2.1% w 2016 r. oraz 1.7% w 2017 r. Na wzrost kosztów zakupu żywności może wpływać również negatywne dla spółki zmiany kursu USD (średni kurs YTD USD/PLN wzrósł o 4% r/r). Spółka w USD rozlicza m.in. zakupy steków argentyńskich. Koszty materiałów spożywczych stanowią ok. 29% całkowitych kosztów operacyjnych.

**Wykres 3. Zmiana cen żywności w ujęciu r/r (%)**



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

**Wykres 4. Kurs USD/PLN.**



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

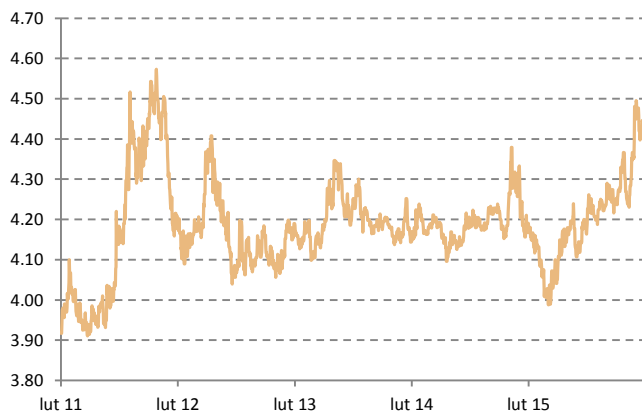
- 2) **Minimalna stawka godzinowa na poziomie PLN 12/h brutto.** Resort pracy przedstawił projekt minimalnej stawki na poziomie PLN 12/h brutto. Stawka obowiązywałaby w stosunku do pracy wykonywanej na podstawie umowy zlecenia oraz umowy o świadczenie usług, do których stosuje się przepisy o zleceniu, zawartych z osobą fizyczną lub osobą fizyczną prowadzącą działalność gospodarczą. Projekt zakłada grzywny za naruszenie obowiązków wynagradzania według ustawowej stawki na poziomie od PLN 1k do PLN 30k. Projekt będzie dotyczył wszystkich pracowników – jeżeli wejdzie w życie przestanie obowiązywać przepis umożliwiający wypłatę 80% płacy minimalnej w pierwszym roku pracy osobom rozpoczynającym karierę zawodową. Nowe regulacje mają wejść w życie od 1 lipca 2016 r. Koszty osobowe stanowią ok. 22% całkowitych kosztów operacyjnych.
- 3) **Wzrost kursu EUR/PLN wpłynie na wzrost kosztów najmu.** Średni kurs EUR/PLN YTD to 4.40, wzrost 4% r/r. Wzrost kursu euro jest negatywnym czynnikiem dla rentowności Sfinksa, ponieważ czynsz za ok. połowę lokali (wszystkie zlokalizowane w galeriach handlowych) regulowane jest w EUR. Na dzień 30 listopada czynsze

denominowane w EUR występowały w 57 lokalach. W naszych prognozach przyjmujemy średni kurs EUR/PLN na poziomie 4.3 (konsensus prognoz Bloomberg'a na 2016 r.).

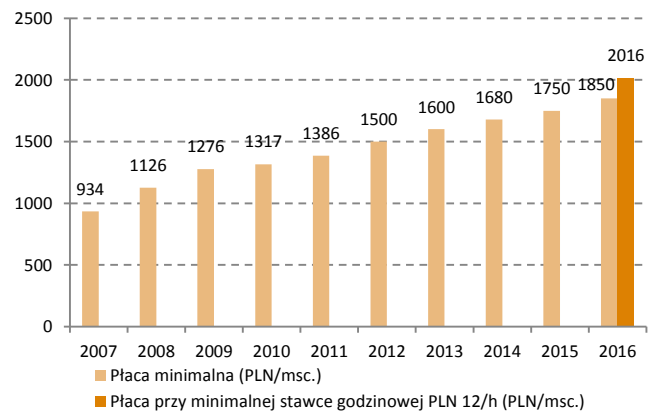
**Tabela 2. Sfinks: Analiza wrażliwości marży EBITDA w 2016p na kursy walutowe.**

		Kurs EUR/PLN						
		4.0	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6
Kurs USD/PLN	3.8	11.8%	11.6%	11.5%	11.3%	11.1%	10.9%	10.7%
	3.9	11.8%	11.6%	11.4%	11.2%	11.1%	10.9%	10.7%
	4.0	11.7%	11.6%	11.4%	11.2%	11.0%	10.8%	10.7%
	4.1	11.7%	11.5%	11.4%	<b>11.2%</b>	11.0%	10.8%	10.6%
	4.2	11.7%	11.5%	11.3%	11.1%	11.0%	10.8%	10.6%
	4.3	11.6%	11.5%	11.3%	11.1%	10.9%	10.7%	10.6%
	4.4	11.6%	11.4%	11.2%	11.1%	10.9%	10.7%	10.5%

Źródło: szacunki Vestor DM

**Wykres 5. Kurs EUR/PLN.**


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

**Wykres 6. Minimalne wynagrodzenie w latach 2007-2016.**


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

Z wymienionych czynników za najistotniejszy uważamy wzrost kursu EUR/PLN, który wpłynie na wysokość czynszów płaconych przez Sfinksa, co przełoży się na rentowność EBITDA restauracji szczególnie w 1Q2016 (średni kurs EUR/PLN YTD to 4.40, wzrost 4% r/r). Wzrost kursu USD/PLN marginalne znaczenie dla wyników ze względu na niski udział produktów denominowanych w USD w kosztach spółki. Wpływ inflacji cen żywności jest przez spółkę ograniczony dzięki długoterminowym umowom z dostawcami. W zakresie wzrostu kosztów pracy zakładamy, że negatywny efekt zostanie zniwelowany dzięki elastycznym formom zatrudnienia stosowanym przez operatorów oraz ze względu na niski udział osób zarabiających poniżej stawki minimalnej w ogóle personelu sieci.



## Wyniki za październik-listopad 2015 r.

- Przychody w październiku-listopadzie 2015 r. wyniosły PLN 30.5m.
- EBITDA osiągnęła poziom PLN 3.0m, w 11M2015 PLN 18.1m (94% naszej całorocznej prognozy).
- EBIT wyniósł PLN 1.4m (96% naszej całorocznej prognozy).
- Zysk netto osiągnął poziom PLN 3.7m, a znorm. zysk netto PLN 0.6m. W 11M2015 znorm. zysk netto wyniósł PLN 5.6m (97% naszej całorocznej prognozy). Na wysoki wynik netto wpływ miało umorzenie odsetek naliczonych przez bank PKO na poziomie PLN 4.3m.

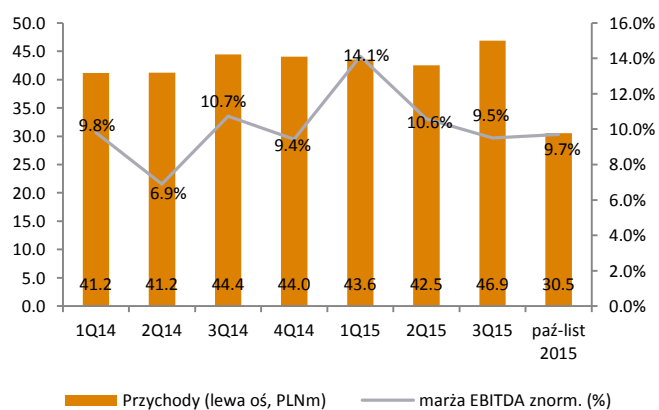
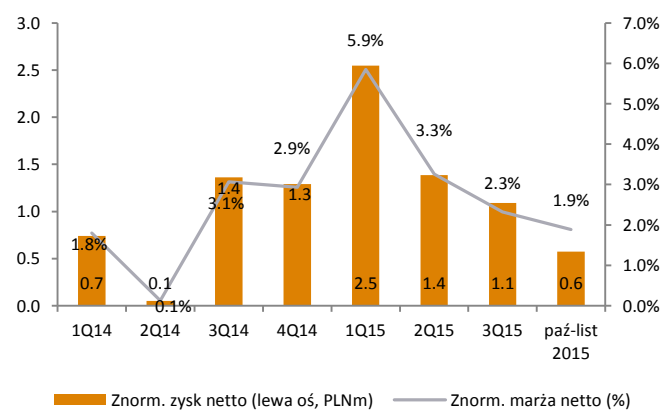
**Tabela 3. Sfinks: Wyniki październik-listopad 2015 r.**

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	paź-lis 2015	11M15	2015p***	11M15/2015p
<b>Przychody</b>	<b>44.0</b>	<b>43.6</b>	<b>42.5</b>	<b>46.9</b>	<b>30.5</b>	<b>163.5</b>	<b>182.7</b>	90%
Sphinx	39.7	38.7	38.8	42.9	27.9	148.3	163.0	91%
Chłopskie Jadło	3.2	2.8	3.1	3.4	2.2	11.4	12.6	91%
WOOK	2.0	1.7	1.6	1.6	1.2	6.0	7.3	83%
EBIT	13.9	4.1	2.3	2.0	1.4	9.8	10.2	96%
EBIT znorm.*	<b>2.1</b>	<b>4.1</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>1.4</b>	<b>9.8</b>	<b>10.2</b>	96%
EBITDA	16.0	6.1	4.5	4.5	3.0	18.1	19.2	94%
<b>EBITDA znorm.*</b>	<b>4.2</b>	<b>6.1</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>	<b>3.0</b>	<b>18.1</b>	<b>19.2</b>	94%
Zysk netto	32.0	1.0	1.7	0.7	3.7	7.1	7.3	97%
<b>Znorm. zysk netto**</b>	<b>1.3</b>	<b>2.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>	<b>0.6</b>	<b>5.6</b>	<b>5.8</b>	97%
Marża EBITDA	9.4%	14.1%	10.6%	9.5%	9.7%	11.0%	10.5%	
Marża EBIT	4.8%	9.4%	5.5%	4.3%	4.5%	6.0%	5.6%	
Marża zysku netto	2.9%	5.9%	3.3%	2.3%	1.9%	3.4%	3.2%	

\*EBITDA znormalizowana o: 1) rozpoznanie znaku towarowego Chłopskie Jadło w 4Q2014; \*\* Zysk netto znormalizowany o: 1) rozpoznanie aktywa podatkowego w 4Q2014 oraz jego amortyzację w kolejnych okresach, 2) Umorzenie PLN 4.3m odsetek w 4Q2015; \*\*\* Przychody gastronomiczne sieci są szacunkami spółki za FY2015.

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Przychody i rozwój sieci restauracji.** Przychody w paź-lis 2015 r. wyniosły PLN 30.5m. W 4Q2015 (nieaudytowane szacunki spółki) sprzedaż jednostkowa Sfinksa wyniosła PLN 45.6m (wzrost 6% r/r). W 4Q2015 spółka otworzyła 6 nowych restauracji sieci Sphinx (4 zarządzane w systemie operatorskim i 2 franczyzowe) i zamknęła 1 istniejący (Sphinx zarządzany w systemie franczyzowym). Na koniec 4Q2015 grupa zarządzała 117 restauracjami.

**Wykres 7. Przychody oraz marża EBITDA w okresie 1Q14-11M2015.**

**Wykres 8. Zysk netto oraz marża netto w okresie 1Q14-11M2015.**


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Rentowność.** Zysk brutto ze sprzedaży w paź-lis 2015 r. wyniósł PLN 4.5m (marża 14.6%), EBIT PLN 1.4m (marża 4.5%), a EBITDA PLN 3.0m (marża 9.7%). Pozostałe przychody

operacyjne netto wyniosły PLN 0.7m – największy wpływ na tę pozycję miało rozwiązanie rezerwy na sprawy sporne o wartości PLN 2.5m. Przychody finansowe netto wyniosły PLN 3.8m. Wpływ na dodatni wynik na poziomie działalności finansowej miało umorzenie odsetek naliczony przez bank PKO BP w wysokości PLN 4.3m. Zysk netto wyniósł PLN 3.7m, a znorm. zysk netto PLN 0.6m.

**Przepływy operacyjne i zadłużenie.** Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły PLN -0.2m. Dług brutto wyniósł PLN 141m, a dług netto PLN 78.9m. Wysoki stan zadłużenia oraz poziom środków pieniężnych wynikają z uwzględnienia gotówki o ograniczonej dostępności w wysokości PLN 50.6m, z czego PNL 47.6m to kwota na rachunku ESCROW przeznaczona na spłatę zadłużenia w ING. Wskaźnik dług netto/11M15EBITDA wyniósł 4.4x.

**Podsumowanie.** Wyniki Sfinksa za 11 miesięcy 2015 r. oceniamy pozytywnie. Spółka zrealizowała w tym okresie 94% naszej poprzedniej prognozy znorm. EBITDA na 2015p oraz 104% znorm. zysku netto. Dodatkowo zwracamy uwagę, że grudzień jest najlepszym sezonowo miesiącem 4Q.

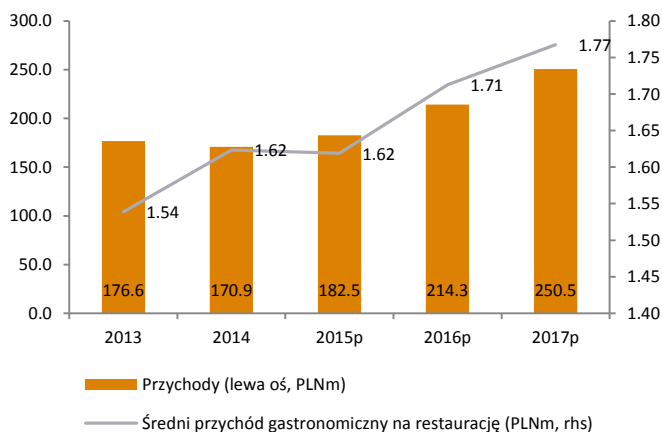


## Prognozy finansowe 2015-2017p

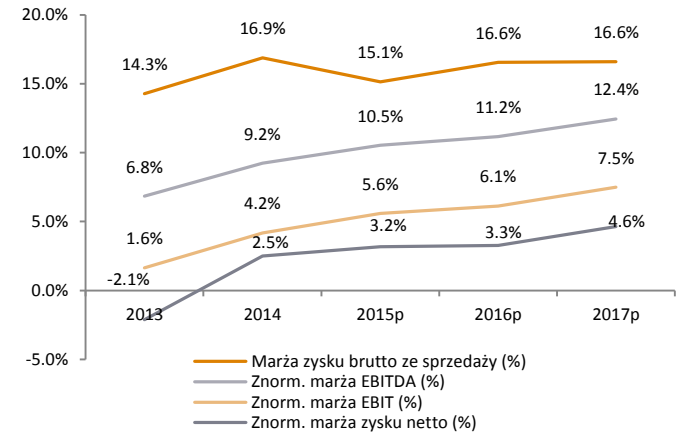
Raportowane wyniki za 11M2015 oraz wyniki sprzedażowe FY2015 dają nam podstawę do wprowadzenia następujących zmian w naszych prognozach:

- Ze względu na lepsze od oczekiwanych wyniki sprzedażowe 4Q2015p restauracji Sphinx i Chłopskie Jadło zarządzanych w systemie operatorskim (na poziomie jednostkowym spółka wygenerowała sprzedaż 7% wyższą od naszych szacunków) podwyższamy prognozę przychodów o 2% w latach 2016-2017p do odpowiednio PLN 214m i PLN 250m.
- Obniżamy naszą prognozę rentowności brutto sprzedaży w latach 2016-2017p zwracając uwagę na erozję marży w 11M2015 oraz ryzyka związane z rentownością sieci w 2016p (w tym głównie wzrost kursu EUR/PLN - w naszych prognozach przyjmujemy średni kurs na poziomie 4.3 w 2016 r.). W latach 2016-2017p oczekujemy rentowności brutto sprzedaży na poziomie 16.6% vs. 17.2% w poprzednich prognozach. W efekcie obniżamy prognozę EBITDA o 1% do PLN 23.9m w 2016p oraz podtrzymujemy szacunki na 2017p w wysokości PLN 31.2m. Na naszych prognozach marża EBITDA wyniesie w latach 2016-2017p odpowiednio 11.2% i 12.4% vs. 11.5% i 12.7% w poprzednich szacunkach. Jednocześnie obniżamy prognozę EBIT o 0.5% do PLN 13.1m w 2016p oraz podtrzymujemy szacunki na 2017p w wysokości PLN 18.8m. Na naszych prognozach marża EBIT wyniesie w latach 2016-2017p odpowiednio 6.1% i 7.5% vs. 6.3% i 7.7% w poprzednich szacunkach.
- W latach 2016-2017p podtrzymujemy szacunki przychodów finansowych netto na poziomie odpowiednio PLN 4.5m oraz PLN -4.2m. Dodatni wynik na działalności finansowej w 2016p wynikać będzie z umorzenia odsetek naliczonych przez bank ING w wysokości PLN 8.7m.

**Wykres 9. Przychody oraz średni przychód gastronomiczny restauracji w latach 2013-2017p.**



**Wykres 10. Rentowność w latach 2013-2017p.**



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

- Przy zakładanej przez nas efektywnej stopie podatkowej w latach 2016-2017p na poziomie 36% i 19% oczekujemy zysku netto w PLN 11.4m oraz PLN 11.6m. Znormalizowany o jednorazowe umorzenie naliczonych odsetek oraz odchylenia podatku od stawki w wysokości 19% zysk netto w latach 2016-2017p wyniesie według naszych prognoz odpowiednio PLN 7.0m oraz PLN 11.6m.

**Tabela 4. 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>179.8</b>	<b>182.5</b>	<b>1%</b>	<b>7%</b>	<b>210.3</b>	<b>214.3</b>	<b>2%</b>	<b>17%</b>	<b>245.4</b>	<b>250.5</b>	<b>2%</b>	<b>17%</b>
EBITDA	19.2	19.2	0%	-30%	24.2	23.9	-1%	24%	31.2	31.2	0%	30%
<b>Znorm. EBITDA</b>	<b>19.2</b>	<b>19.2</b>	<b>0%</b>	<b>22%</b>	<b>24.2</b>	<b>23.9</b>	<b>-1%</b>	<b>24%</b>	<b>31.2</b>	<b>31.2</b>	<b>0%</b>	<b>30%</b>
EBIT	9.8	10.2	5%	-46%	13.2	13.1	0%	29%	18.8	18.8	0%	43%
<b>Znorm. EBIT</b>	<b>9.8</b>	<b>10.2</b>	<b>5%</b>	<b>43%</b>	<b>13.2</b>	<b>13.1</b>	<b>0%</b>	<b>29%</b>	<b>18.8</b>	<b>18.8</b>	<b>0%</b>	<b>43%</b>
Zysk netto	6.8	7.3	7%	-79%	10.4	11.4	9%	56%	11.6	11.6	0%	3%
<b>Znorm. zysk netto</b>	<b>5.4</b>	<b>5.8</b>	<b>7%</b>	<b>35%</b>	<b>7.0</b>	<b>7.0</b>	<b>-1%</b>	<b>21%</b>	<b>11.6</b>	<b>11.6</b>	<b>0%</b>	<b>67%</b>
Liczba lokali:	117	117	0%	8%	133	133	0%	14%	151	151	0%	14%
Sphinx	102	102	0%	11%	116	116	0%	14%	132	132	0%	14%
Chłopskie Jadło	10	10	0%	0%	11	11	0%	10%	12	12	0%	9%
WOOK	5	5	0%	-17%	6	6	0%	20%	7	7	0%	17%

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Powyższe prognozy podzielone są na lata kalendarzowe, zgodnie z poprzednią metodologią raportowania spółki oraz z metodą prezentacji prognoz zarządu na lata 2015-2020. Poniżej prezentujemy nasze prognozy zgodnie z obecną formą raportowania spółki, w której rok obrotowy zakończony w listopadzie 2015 r. trwał 23 miesiące, a kolejny rok obrotowy trwał będzie 13 miesięcy (od grudnia 2015 r. do grudnia 2016 r.).

**Tabela 5. Sfinks: Prognozy finansowe na lata 2016-2017p**

	11M2015	13M2016p	2017p	
<b>Przychody ze sprzedaży</b>		163.5	233.3	250.5
EBITDA		18.1	25.1	31.2
<b>Znorm. EBITDA</b>		<b>18.1</b>	<b>25.1</b>	<b>31.2</b>
EBIT		9.8	13.6	18.8
<b>Znorm. EBIT</b>		<b>9.8</b>	<b>13.6</b>	<b>18.8</b>
Zysk netto		7.1	11.5	11.6
<b>Znorm. zysk netto</b>		<b>5.6</b>	<b>7.2</b>	<b>11.6</b>

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Tabela 6. Sfinks: Prognozy Vestor DM na lata 2015-2020 vs. prognoza zarządu.**

Prognozy spółki - jedn.	2015	2016	2017	2018	2019	2020
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 netto/EBITDA	4.5	3.0	1.8	1.3	0.9	0.5
Prognozy Vestor DM - jedn.	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Przychody	175.9	207.0	241.9	276.1	310.6	341.3
EBITDA	20.0	23.6	30.8	36.8	42.6	47.0
Zysk netto	8.2	11.2	11.5	15.3	19.0	21.9
Kapitały własne	5.9	18.8	30.3	45.6	64.6	86.5
Dług netto/EBITDA	4.1	3.0	2.1	1.5	0.9	0.4
Vestor vs. prognozy spółki	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Przychody	0%	-6%	-9%	-11%	-9%	-7%
EBITDA	0%	-13%	-19%	-18%	-14%	-13%
Zysk netto	1%	-25%	-26%	-19%	-12%	-12%
Prognozy Vestor DM - skons.	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Przychody	182.5	214.3	250.5	286.1	322.1	353.6
EBITDA	19.2	23.9	31.2	37.3	43.1	47.6
Zysk netto	7.3	11.4	11.6	15.5	19.2	22.2
Kapitały własne	4.2	17.5	29.3	45.2	64.8	87.4
Dług netto/EBITDA	4.3	3.0	2.1	1.5	0.9	0.4

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

## Wycena

Wyceniamy Sfinksa używając 5-cio letniego modelu DCF oraz metody porównawczej. Szacując metodą porównawczą otrzymujemy wartość godziwą akcji w wysokości 5.4/akcję, natomiast z metody DCF otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 4.1/akcję. Obecną wartość godziwą akcji, określoną jako średnia ważona z wycen przeprowadzonych metodami DCF oraz porównawczą, wyznaczamy na poziomie PLN 4.5/akcję. Powiększając oszacowaną wartość o koszt kapitału własnego na poziomie 12.4%, wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 5.0/akcję, 17% powyżej obecnej ceny rynkowej.

**Tabela 7. Sfinks: Podsumowanie wyceny.**

Metoda	Wycena	Waga
Metoda porównawcza	5.4	30%
Metoda DCF	4.1	70%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	4.5	
Koszt kapitału własnego (%)	12.4%	
<b>12M cena docelowa</b>	<b>5.0</b>	
Obecna cena	4.3	
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>	<b>17%</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.
- W wycenie uwzględniamy wykonanie 1.7m warrantów, uprawniających do objęcia 1.7m akcji serii M przy cenie emisyjnej PLN 1/akcję.

**Tabela 8. Sfinks: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)**

	2016p-2020p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Beta zalewarowana	1.8	1.3
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>12.4%</b>	<b>10.7%</b>
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Marża na zadłużeniu	5.0%	5.0%
Koszt długu	8.5%	9.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>6.9%</b>	<b>7.3%</b>
% D	37.7%	12.1%
% E	62.3%	87.9%
<b>WACC</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.3%</b>

Źródło: szacunki Vestor DM

**Tabela 9. Sfinks: Wycena DCF**

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	2016p*	2017p	2018p	2019p	2020p	>2020p
Przychody	233.3	250.5	286.1	322.1	353.6	
- Zmiana r/r	n.a.	7%	14%	13%	10%	
Znorm. EBITDA	25.1	31.2	37.3	43.1	47.6	
- marża EBITDA	10.8%	12.4%	13.0%	13.4%	13.5%	
Znorm. EBIT	13.6	18.8	23.3	27.5	30.7	
Podatek od EBIT	0.0	0.0	-4.4	-5.2	-5.8	
NOPAT	13.6	18.8	18.9	22.2	24.8	24.8
- marża NOPAT	5.8%	7.5%	6.6%	6.9%	7.0%	
Amortyzacja	11.5	12.4	14.0	15.7	17.0	17.0
Zmiany w kapitale obrotowym	-2.7	1.2	1.2	1.2	1.1	
Capex	-20.7	-22.3	-21.1	-22.1	-19.2	-18.2
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>1.7</b>	<b>10.0</b>	<b>13.0</b>	<b>17.1</b>	<b>23.7</b>	<b>23.6</b>
Czynnik dyskontowy (%)	92%	83%	76%	69%	62%	
Wartość bieżąca FCF	1.6	8.4	9.8	11.7	14.7	
Wartość bieżąca FCF 2016-2020	46.2					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1.2%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	162					
Wartość przedsiębiorstwa	208.0					
Kapitały mniejszości	0.0					
Dług netto	78.9					
Emisja akcji serii M**	1.7					
<b>Wartość kapitału własnego</b>	<b>130.8</b>					
Liczba akcji (m)	32.0					
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>4.1</b>					

\*Prognoza za okres grudzień 2015 – grudzień 2016; \*\* W wycenie uwzględniamy maksymalne rozwodnienie liczby akcji w efekcie pełnego wykonania programu motywacyjnego. 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 10. 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%	4.1	4.4	4.7	5.1	5.5	6.0	6.6
	3.0%	3.8	4.1	4.4	4.7	5.1	5.5	6.0
	3.5%	3.6	3.8	4.1	4.4	4.7	5.1	5.5
	4.0%	3.4	3.6	3.8	4.1	4.4	4.7	5.1
	4.5%	3.2	3.4	3.6	3.8	4.1	4.4	4.7
	5.0%	3.0	3.2	3.4	3.6	3.8	4.1	4.4
	5.5%	2.8	3.0	3.2	3.4	3.6	3.8	4.1
		Zdelewarowana beta						
		0.9x	1.0x	1.1x	1.2x	1.3x	1.4x	1.5x
Premia za ryzyko	2.0%	8.9	8.4	7.8	7.3	6.8	6.4	6.0
	3.0%	7.5	6.9	6.3	5.9	5.4	5.0	4.7
	4.0%	6.4	5.8	5.3	4.8	4.4	4.1	3.7
	5.0%	5.5	5.0	4.5	4.1	3.7	3.4	3.1
	6.0%	4.9	4.3	3.9	3.5	3.2	2.8	2.6
	7.0%	4.3	3.8	3.4	3.1	2.7	2.4	2.2
	8.0%	3.9	3.4	3.0	2.7	2.4	2.1	1.9

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 19.7x w 2016p i 11.8x w 2017p oraz mnożnikach EV/EBITDA odpowiednio 8.4x i 6.3x. W wycenie przykładamy równe wagi dla mnożników P/E oraz EV/EBITDA na lata 2016-2017p. Jednocześnie w wycenie przykładamy równą wagę do polskich i zagranicznych spółek porównywalnych. Wartość godziwa akcji oszacowana metodą porównawczą wynosi PLN 5.4/akcję.

**Tabela 11. Sfinks: Podsumowanie wyceny porównawczej**

	Nowe						Stare					
	P/E			EV/EBITDA			P/E			EV/EBITDA		
	2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p
<b>Sfinks</b>	<b>22.5</b>	<b>19.7</b>	<b>11.8</b>	<b>11.1</b>	<b>8.4</b>	<b>6.3</b>	<b>19.3</b>	<b>14.8</b>	<b>9.0</b>	<b>9.6</b>	<b>7.3</b>	<b>5.5</b>
Amrest Holdings Se	25.3	21.9	17.6	10.7	9.1	7.7	30.4	25.1	20.8	11.6	10.0	8.7
Premia/Dyskonto	-11%	-10%	-33%	3%	-7%	-19%	-37%	-41%	-57%	-17%	-27%	-36%
<b>Mediana zagranicznych spółek porównywalnych</b>	<b>24.4</b>	<b>21.7</b>	<b>17.8</b>	<b>11.0</b>	<b>9.1</b>	<b>8.3</b>	<b>24.1</b>	<b>22.0</b>	<b>18.5</b>	<b>11.0</b>	<b>9.3</b>	<b>8.2</b>
Premia/Dyskonto	-8%	-9%	-33%	0%	-7%	-25%	-20%	-33%	-52%	-12%	-21%	-33%
<b>Implikowana wycena</b>	<b>4.8</b>	<b>4.8</b>	<b>6.4</b>	<b>4.2</b>	<b>4.6</b>	<b>5.8</b>	<b>4.9</b>	<b>5.5</b>	<b>7.5</b>	<b>4.5</b>	<b>5.3</b>	<b>6.5</b>
Waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
<b>Implikowana cena akcji</b>	<b>5.4</b>						<b>5.7</b>					

Źródło: Bloomberg, Vestor DM

**Tabela 12. 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	4.3	130.4	22.5	19.7	11.8	11.1	8.4	6.3	0.0%	10.5%	39%	4.3
<b>Polskie spółki porównywalne:</b>												
Amrest Holdings	174.0	3 691	25.3	21.9	17.6	10.7	9.1	7.7	0.0%	13.1%	53%	2.1
Premia/Dyskonto			-11%	-10%	-33%	3%	-7%	-19%				
<b>Zagraniczne spółki porównywalne:</b>												
Mediana			24.4	21.7	17.8	11.0	9.1	8.3	1.4%	14.9%	12.1%	1.0
Premia/Dyskonto			-8%	-9%	-33%	0%	-7%	-25%				
Mcdonald'S Corp	117.1	421 747	24.0	21.7	19.4	13.9	14.2	13.8	2.9%	34.7%	0%	1.9
Yum! Brands Inc	71.4	116 644	22.6	20.2	17.7	11.8	12.2	11.4	2.4%	20.8%	2%	1.1
Darden Restaurants Inc	63.7	32 662	25.5	19.1	16.8	11.7	9.1	8.5	3.5%	11.7%	14%	1.5
Wendy'S Co	9.4	10 251	28.9	26.2	23.1	12.2	12.5	12.7	2.5%	21.2%	-8%	5.7
Brinker International Inc	50.4	11 492	16.2	14.1	12.7	8.0	7.7	7.5	2.2%	15.3%	6%	1.8
Buffalo Wild Wings Inc	157.4	11 840	30.5	25.6	21.4	10.3	9.0	7.6	0.0%	14.9%	13%	-0.5
Bloomin' Brands Inc	17.5	8 335	13.8	12.5	11.1	7.2	7.0	6.4	1.4%	10.6%	9%	2.6
Mitchells & Butlers Plc	276.0	6 325	7.9	7.4	7.0	7.0	6.8	6.6	0.0%	21.0%	5%	4.4
Autogrill Spa	7.2	7 991	32.4	23.1	18.5	6.6	5.9	5.3	0.5%	8.6%	59%	1.7
Papa John'S Intl Inc	61.1	9 208	29.9	25.9	22.9	n.a.	n.a.	n.a.	1.0%	10.4%	11%	n.a.
Cheesecake Factory Inc	50.3	9 744	21.4	18.9	17.1	9.7	8.8	8.3	1.5%	12.1%	10%	0.1
Restaurant Group Plc	541.5	6 035	16.2	15.0	13.6	8.8	8.2	7.5	3.2%	18.7%	10%	0.3
Domino'S Pizza Group Plc	1042.0	9 616	31.1	27.4	24.6	22.1	19.5	17.4	2.0%	23.5%	18%	-0.2
Fiesta Restaurant Group	33.8	3 624	22.3	20.6	17.9	10.2	9.0	7.8	n.a.	13.9%	13%	0.8
Do & Co Ag	95.2	4 051	25.6	30.4	21.3	13.4	10.6	9.1	1.0%	10.1%	22%	0.9
Patisserie Holdings Plc	374.8	2 078	32.9	28.0	24.3	20.6	16.9	14.5	0.8%	18.6%	21%	-0.3
Berjaya Food Bhd	2.1	733	24.4	21.8	16.8	17.1	10.6	8.8	2.3%	14.1%	26%	2.1
Ibersol Sgps Sa	7.8	681	15.1	13.3	11.0	6.2	5.7	4.9	0.8%	14.5%	26%	0.7
Tasty Plc	172.5	509	30.8	22.4	n.a.	15.6	11.9	n.a.	n.a.	15.6%	n.a.	0.5
Kichiri & Co Ltd	652.0	241	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.2%	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Implikowana wycena</b>			<b>4.8</b>	<b>4.8</b>	<b>6.4</b>	<b>4.2</b>	<b>4.6</b>	<b>5.8</b>				
Waga			0%	25%	25%	0%	25%	25%				
<b>Implikowana cena akcji (PLN)</b>	<b>5.4</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 13.

#### Tabela 13. Sfinks: Analiza scenariuszy

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	2016p		2017p		Cena docelowa (PLN/akcję)	Założenia
	EBITDA	Zysk netto	EBITDA	Zysk netto		
Scenariusz optymistyczny	24.4	11.7	33.3	12.9	6.0	(1) Spółka powiększa sieć restauracji o 16 w 2016p oraz 20 w 2017; docelowo sieć osiąga rozmiar 197 lokali w 2020p, (2) CAGR średnich przychodów gastronomicznych restauracji w latach 2015-2020p na poziomie 4.5%
Scenariusz bazowy	23.9	11.4	31.2	11.6	5.0	(1) Spółka powiększa sieć restauracji o 16 w 2016p oraz 18 w 2017p; docelowo sieć osiąga rozmiar 193 lokali w 2020p, (2) CAGR średnich przychodów gastronomicznych restauracji w latach 2015-2020p na poziomie 3.2%
Scenariusz konserwatywny	22.8	10.8	27.4	9.5	3.6	(1) Spółka powiększa sieć restauracji o 10 rocznie w latach 2016-2017p; docelowo sieć osiąga rozmiar 167 lokali w 2020p, (2) CAGR średnich przychodów gastronomicznych restauracji w latach 2015-2020p na poziomie 2.6%

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

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 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: 5 rekomendacji kupuj, 8 rekomendacji Akumuluj, 10 rekomendacji Neutralnie, 2 rekomendacje Redukuj oraz 1 rekomendację Sprzedaj. Oprócz powyższego, Vestor wydał 6 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 47 % (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, aktualizację raportu w dniu 1 września 2015 r. z ceną docelową 5.3PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 3.8PLN oraz kolejną aktualizację raportu analitycznego w dniu 18 grudnia 2015 r. z ceną docelową 5.3PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 3.9PLN. 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 © 2016 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**