

Mex Polska

Usługi gastronomiczne | Polska

Cena docelowa: PLN 11.4

Aktualizacja rekomendacji

- Prognozujemy znorm. zysk netto w latach 2016-17P na poziomie PLN 4.6m oraz PLN 6.2m
- 2016P Znorm. P/E 10.6x oraz znorm. EV/EBITDA 6.6x
- Stopa dywidendy 5.9% w 2016P i 8.0% w 2017P

8:00 26 września 2016

Mex nie zwalnia tempa

Wyniki Mex Polska za 2Q16 były zgodne z naszymi oczekiwaniami i potwierdziły trend wzrostowy EBITDA i wyniku netto. Wzrost przychodów o 18% r/r wynikał z jednej strony z systematycznego rozwoju sieci, a z drugiej z 8% wzrostu r/r l-f-l w koncepcie Mexican. Jednocześnie poprawa rentowności pozwoliła na 32% wzrost EBITDA r/r do poziomu PLN 1.8m. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami zarząd Mex oficjalnie potwierdził strategię rozwoju opartą jedynie o nowe lokale w najbardziej rentownym koncepcie Pijalni Wódki i Piwa. Co więcej, poza otwarciem PWiP w Warszawie i Krakowie, Mex zapowiedział otwarcie trzeciego lokalu własnego w 2016P w Łodzi. Dzięki rozwojowi sieci PWiP i głównie z uwagi na nowe lokale własne otwarte w 2016P prognozujemy wzrost EBITDA i znorm. zysku netto w 2017P o odpowiednio 29% i 36% do PLN 9.8m i PLN 6.2m. Na naszych prognozach Mex wyceniany jest na mnożnikach znorm. P/E 10.6x w 2016P, 7.8x w 2017P i 6.4x w 2018P, z dwucyfrowym dyskontem do spółek porównywalnych. Z uwagi na nieznaczne podwyższenie prognoz oraz zmiany kursu spółek porównywalnych podwyższamy naszą 12-miesięczną cenę docelową dla Mex do PLN 11.4/akcję (80% powyżej obecnej ceny rynkowej) z PLN 11.2/akcję poprzednio.

Dobre wyniki za 2Q16. Przychody wzrosły o 18% r/r do poziomu PLN 14.9m, EBITDA o 32% r/r do PLN 1.8m, zysk netto o 36% do PLN 0.9m. Spółka pomimo trwającego rozwoju sieci konsekwentnie poprawia marżę. Marża EBITDA wzrosła do 11.9% z 10.8% w 2Q15, natomiast marża netto wyniosła 6.1% wobec 5.3% w 2Q15, co było efektem m.in. rezygnacji z akcji promocyjnych w PWiP, które spowodowały z drugiej strony brak wzrostu l-f-l. W 2Q16 spółka wypracowała przepływy operacyjne w wysokości PLN 2.1m co spowodowało spadek długu netto do PLN 1.9m.

Rozwój sieci, koncentracja na PWiP. We wrześniu spółka zadeklarowała podążanie I Wariantem Rozwoju prezentowanym w strategii. Pozytywnie oceniamy tę decyzję i jest ona zgodna z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami. I Wariant zakłada koncentrację na lokalach PWiP, które charakteryzują się wyższą marżowością. Spółka nie zamierza w najbliższym czasie otwierać kolejnych lokali Mexican, co jest zgodne z naszymi wcześniejszymi i obecnymi założeniami.

Podtrzymujemy prognozy wzrostu wyników. Po wynikach za 1H16 oraz zmianie analityka podtrzymujemy nasze prognozy na lata 2016-18P pomimo zakładanych wyższych kosztów ogólnych (efekt nowych otwarć lokali własnych) z uwagi na wyższą dynamikę l-f-l w koncepcie Mexican. Oczekujemy wyniku EBITDA na lata 2016-18P na poziomie PLN 7.6m, PLN 9.8m i PLN 11.8m – wzrost odpowiednio o 35%, 29% i 21% r/r. Nasze prognozy znorm. zysku netto na 2016-18P wynoszą odpowiednio PLN 4.6m (wzrost o 54% r/r), PLN 6.2m (wzrost 36% r/r) i PLN 7.6m (wzrost 22% r/r), co implikuje mnożnik P/E 10.6x, 7.8x i 6.4x.

Wycena. Wyceniamy Mex dwoma metodami: porównawczą na PLN 11.9/akcję (30% wagi) i DCF z g: 0% i WACC: 10.5%-11.8% na PLN 9.1/akcję (70% wagi). Wyznaczamy 12 miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 11.4/akcję, 80% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Mex Polska: Prognozy i wskaźniki (PLNm)

	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	47.6	52.3	64.2	78.4	94.6
Znorm. EBITDA	3.5	5.4	7.6	9.8	11.8
Znorm. zysk netto	1.4	3.0	4.6	6.2	7.6
Znorm. P/E	29.4x	16.3x	10.6x	7.8x	6.4x
Znorm. EV/EBITDA	14.4x	9.5x	6.6x	4.9x	3.9x
DY* (%)	0.0%	5.2%	5.9%	8.0%	9.4%

*Dywidenda i stopa dyw. z zysku netto za dany rok; Źródło: Dane Spółki, szacunki Vestor DM

Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	11.4
Cena bieżąca (PLN)	6.3
Potencjał wzrostu/spadku	80%
Poprzednia cena docelowa (PLN)	11.2
Min (52T)	3.3
Max (52T)	7.5
Liczba akcji (m)	7.7
Kapitalizacja (PLNm)	48.4
Dług netto (2Q16, PLNm)	1.9
EV (PLNm)	50.3
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	50

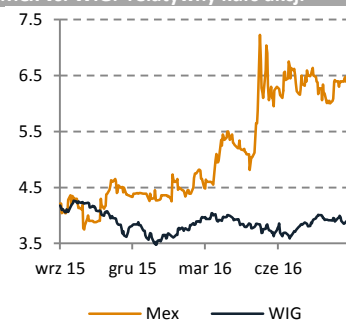
Akcjonariat

Akcjonariat	%
Miluduks Limited (Andrzej Domżał)	29.22%
Trigon TFI	9.50%
Joanna Kowalewska	8.55%
Andrzej Domżał	8.55%
Raimita Limited (Paweł Kowalewski)	3.76%
Pozostali	40.42%

Opis spółki

Grupa Mex zarządza restauracjami skupionymi w trzech koncepcjach gastronomicznych. Flagową siecią spółki są Pijalnie Wódki i Piwa (bistro z ofertą tanich przekąsek i alkoholi), których obecnie funkcjonuje na rynku 20. Ponadto Mex jest właścicielem marek gastronomicznych The Mexican – restauracji serwującej typowe dania kuchni meksykańskiej, oraz PanKejk – lokalu, którego głównym daniem są naleśniki. Restauracje działają głównie w autorskim systemie franczyzowym.

Mex vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, analizy Vestor DM

Michał Mordel

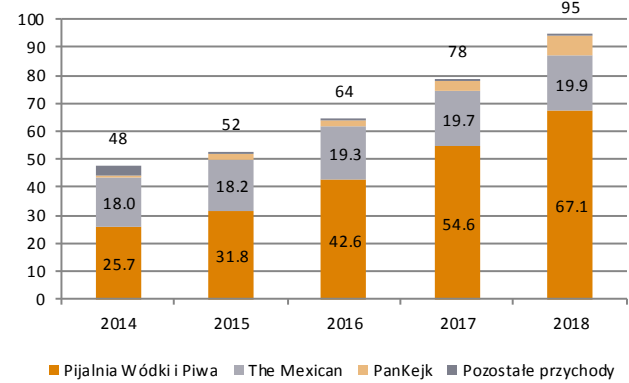
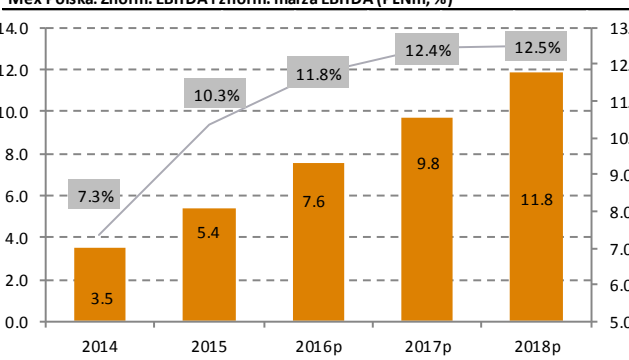
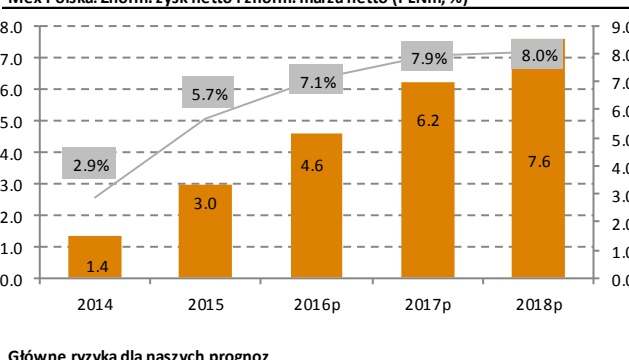
Analityk Akcji

(+48) 22 378 9220

Michal.Mordel@vestor.pl

Mex Polska

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p	Wskaźniki wyceny	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody ze sprzedaży	42.6	47.6	52.3	64.2	78.4	94.6	Znrm. P/E (x)	25.1	29.4	16.3	10.6	7.8	6.4
Koszty sprzedaż	-36.6	-41.8	-44.9	-54.6	-66.3	-80.6	Znrm. EV/EBITDA (x)	15.0	14.4	9.5	6.6	4.9	3.9
Zysk brutto ze sprzedaży	5.9	5.8	7.4	9.6	12.1	14.0	EV/Sprzedaż (x)	1.3	1.1	1.0	0.8	0.6	0.5
Koszty ogólnego zarządu	-4.2	-4.1	-3.5	-3.9	-4.0	-4.2	P/Sprzedaż (x)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.6	0.5
EBITDA	3.6	1.4	5.6	7.6	9.8	11.8	P/BV (x)	n.m.	n.m.	3.5	3.0	2.5	2.1
Znrm. EBITDA*	3.6	3.5	5.4	7.6	9.8	11.8	Stopa dywidendy (%)**	0.0%	0.0%	5.2%	5.9%	8.0%	9.4%
Amortyzacja	1.8	1.8	1.5	1.6	1.7	2.1	Restauracje						
EBIT	1.8	-0.4	4.1	6.0	8.0	9.7		2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Znrm. EBIT*	1.8	1.7	3.9	6.0	8.0	9.7	Pijalnia Wódki i Piwa	11	14	17	22	28	34
Koszty finansowe netto	-0.5	-0.5	0.3	-0.4	-0.3	-0.3	The Mexican	8	8	8	8	8	8
Zysk przed opodatkowaniem	1.3	-1.0	4.4	5.6	7.7	9.4	PanKejk	0	1	1	1	3	5
Podatek dochodowy	-0.7	-0.1	-0.3	-0.8	-1.2	-1.8	Suma	19	23	26	31	39	47
Udziały mniejszości	1.1	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	Mex Polska: Przychody 2014-18p						
Zysk netto	1.8	-0.7	4.2	4.8	6.4	7.6							
Znrm. zysk netto**	1.9	1.4	3.0	4.6	6.2	7.6	Mex Polska: Znrm. EBITDA i znrm. marża EBITDA (PLNm, %)						
Bilans (PLNm)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p							
Rzeczowe aktywa trwałe	13.1	8.3	8.0	8.6	10.8	12.7	Mex Polska: Znrm. zysk netto i znrm. marża netto (PLNm, %)						
Wartości niematerialne i prawne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0							
Wartość firmy	1.0	0.3	9.1	9.1	9.1	9.1	Główne ryzyka dla naszych prognoz						
Inne aktywa trwałe	4.0	4.3	3.7	3.7	3.7	3.7	Głównymi ryzykami dla naszej rekomendacji są: (1) wolniejsze tempo rozwoju organicznego spółki, (2) ryzyko wejścia konkurencji, (3) ryzyko załamania koniunktury						
Środki pieniężne i ekwiwalenty	1.3	1.9	4.5	5.8	6.8	8.6							
Należności handlowe	0.6	0.8	0.9	1.1	1.4	1.7							
Zapasy	0.4	0.8	1.1	1.3	1.6	1.9							
Inne aktywa obrotowe	2.4	4.0	0.7	0.7	0.7	0.7							
Aktywa razem	22.7	20.4	27.9	30.4	34.0	38.4							
Zadłużenie	7.4	5.9	8.5	8.0	7.4	7.1							
Zobowiązania handlowe	3.1	3.0	2.8	3.5	4.2	5.1							
Pozostałe zobowiązania krótkoter.	1.3	3.2	2.3	2.3	2.3	2.3							
Rezerwa na zobowiązania	0.6	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6							
Inne zobowiązania długoterminowe	0.8	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2							
Kapitały własne	9.6	7.1	13.4	15.7	19.3	23.0							
Udziały mniejszości	-0.5	0.4	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2							
Pasywa	22.7	20.4	27.9	30.4	34.0	38.4							
Kapitał obrotowy	-2.1	-1.5	-0.8	-1.0	-1.2	-1.5							
Dług netto	5.5	2.3	2.8	1.0	-0.5	-2.7							
Przepływy pieniężne (PLNm)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p							
Zysk brutto	1.3	-1.0	4.4	5.6	7.7	9.4							
Podatek dochodowy	-0.2	-0.1	-0.3	-0.8	-1.2	-1.8							
Amortyzacja	1.8	1.8	1.5	1.6	1.7	2.1							
Zmiany w kapitale obrotowym	0.0	0.2	-0.1	0.2	0.2	0.3							
Inne zmiany	1.4	2.1	-0.3	0.3	0.3	0.3							
Przepływy z działalności operacyjnej	4.3	3.0	5.2	6.8	8.7	10.3							
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-0.4	-0.7	-0.7	-2.2	-4.0	-4.0							
Inne przepływy inwestycyjne	0.0	0.0	-4.1	0.1	0.1	0.1							
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0.4	-0.7	-4.9	-2.1	-3.9	-3.9							
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0							
Zmiany netto zadłużenia	-4.4	-1.0	2.2	-0.5	-0.6	-0.3							
Odsetki zapłacone	-0.8	-0.6	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3							
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	-2.5	-2.9	-3.9							
Pozostałe przepływy	1.2	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0							
Przepływy z działalności finansowej	-3.9	-1.6	2.2	-3.4	-3.8	-4.5							
Zmiana gotówki	0.0	0.7	2.5	1.4	0.9	1.8							
Wskaźniki	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p							
Dynamiki wzrostu													
Wzrost przychodów (%)	5%	12%	10%	23%	22%	21%							
Wzrost znrm. EBITDA (%)	376%	-4%	55%	40%	29%	21%							
Wzrost znrm. zysku netto (%)	n.a.	n.a.	119%	54%	36%	22%							
Marże													
Marża brutto ze sprzedaży (%)	13.9%	12.2%	14.1%	15.0%	15.4%	14.8%							
Znrm. marża EBITDA (%)	8.5%	7.3%	10.3%	11.8%	12.4%	12.5%							
Znrm. marża EBIT (%)	4.3%	3.6%	7.5%	9.3%	10.2%	10.3%							
Znrm. marża zysku netto (%)	4.5%	2.9%	5.7%	7.1%	7.9%	8.0%							
Dźwignia i stopy zwrotu													
Dług netto/Znrm. EBITDA (x)	1.5x	0.7x	0.5x	0.1x	-0.1x	-0.2x							
Dług netto/aktywa (%)	24%	11%	10%	3%	-2%	-7%							
Dług netto/kapitały własne (%)	58%	32%	21%	6%	-3%	-12%							
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	2.3x	-0.7x	7.8x	16.0x	22.9x	29.3x							
Cykl rotacji gotówki (dni)	-21.6	-13.6	-7.9	-7.9	-7.9	-7.9							
Znrm. ROE (%)	20%	19%	22%	29%	32%	33%							
Znrm. ROA (%)	8.5%	6.7%	10.6%	15.0%	18.3%	19.8%							

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

*Wynik znrm. o zdarzenia jednorazowe

** Wynik znrm. o zdarzenia jednorazowe oraz odchylenia od 19% stopy podatkowej

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

Strategia

Na początku września spółka poinformowała, iż obecnie realizuje założenia przedstawione w Wariancie I - stabilnego rozwoju swojej strategii. Zarówno w obecnych, jak i poprzednich prognozach zakładamy rozwój spółki w Wariancie I i pozytywnie oceniamy koncentrację spółki na wyżej marżowym koncepcie PWiP. W Wariancie I spółka nie zakłada otwarć restauracji Mexican. Ostatnia aktualizacja strategii oraz związanych z nią prognoz finansowych publikowana była w styczniu 2016 r.

Zwracamy uwagę, iż spółka co prawda deklarowała w strategii rozwój sieci poprzez otwarcia w formule własnej, lecz nie ujęła skutków tych otwarć w prognozach. W swoich prognozach spółka nie uwzględniła również rozwoju konceptu naleśnikarni PanKejk, który dobrze przyjęł się w bardzo wymagającej lokalizacji w Łodzi, a spółka obecnie planuje otwarcie kolejnego lokalu PanKejk w Poznaniu i z dużym prawdopodobieństwem będzie kontynuowała rozwój tego konceptu. Zwracamy uwagę, że w związku z powyższym możliwa jest aktualizacja prognoz i strategii.

Tabela 1. Mex Polska: Wariant rozwoju I – prognozy zarządu (PLNm)

	2016	2017	2018	2019
Otwarcia				
PWiP	5	4	4	4
The Mexican	0	0	0	0
Pankejk	0	0	0	0
Przychody	58.4	65.9	73.5	81.0
Koszty działalności operacyjnej	52.8	59.5	66.3	73.1
Zysk ze sprzedaży	5.7	6.4	7.2	7.9
EBIT	5.6	6.4	7.1	7.9
Zysk brutto	5.2	6.0	6.7	7.5
Zysk netto	4.2	4.8	5.5	6.1
EBITDA	7.3	8.1	8.9	9.7
Dług	4.2	2.6	0.9	0.1
Dług/EBITDA	0.6	0.3	0.1	0.0

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Do chwili obecnej w 2016 r. Mex otworzył 3 lokale Pijalni Wódki i Piwa oraz ma w planach otwarcie 2 kolejnych lokali, co zrealizuje plan strategiczny zarządu na 2016 r. Spółka otworzyła dwie placówki własne: w Warszawie (kwiecień) i Krakowie (lipiec) oraz jedną z inwestorem zewnętrznym w Bydgoszczy (luty). Spółka planuje otwarcie jeszcze jednej placówki własnej w Łodzi (przełom wrzesień/październik) oraz jednej z inwestorem zewnętrznym w Lublinie (październik).

W drugim wariantcie rozwoju, nazwanym Pełnego Rozwoju, spółka zakładała oprócz rozwoju sieci PWiP, również rozwój sieci Mexican w tempie dwóch nowych placówek rocznie. Pozytywnie oceniamy koncentrację zarządu na PWiP, czyli koncepcie charakteryzującym się wyższą rentownością. Rezygnacja z rozwijania konceptu restauracji Mexican zmniejsza również ryzyko nadmiernych nakładów inwestycyjnych, gdyż otwarcie jednej restauracji The Mexican wymaga zaangażowania dużo wyższych środków rzędu PLN 0.8-1.2m, co wydłuża okres zwrotu nakładów do 3 lat, wobec PLN 250-600k nakładów na PWiP i zwrotu nakładów poniżej jednego roku.

Tabela 2. Mex Polska: Wariant rozwoju II – prognozy zarządu (PLNm)

	2016	2017	2018	2019
Otwarcia				
PWiP	5	4	4	4
The Mexican	2	2	2	2
Pankejk	0	0	0	0
Przychody	60.3	71.5	82.8	94.1
Koszty działalności operacyjnej	54.5	64.6	74.8	84.9
Zysk ze sprzedaży	5.8	6.9	8.0	9.1
EBIT	5.8	6.9	8.0	9.1
Zysk brutto	5.4	6.5	7.6	8.7
Zysk netto	4.4	5.2	6.1	7.0
EBITDA	7.6	8.9	10.2	11.5
Dług	5.6	5.0	3.9	3.3
Dług/EBITDA	0.7	0.6	0.4	0.3

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Omówienie wyników 2Q16

- Mex opublikował dobre wyniki finansowe za 2Q16, zgodne z naszymi prognozami rocznymi 2016P.
- W 2Q16 Mex Polska zaraportował przychody na poziomie PLN 14.9m, wzrost o 18% r/r.
- EBITDA wyniosła PLN 1.8m (wzrost o 32% r/r i 49% kw/kw)
- Marża EBITDA wzrosła do 11.9% wobec 10.8% w 2Q15 pomimo ponoszonych kosztów związanych z nowymi lokalami własnymi (Warszawa ul. Parkingowa i Kraków ul. Floriańska)
- Zysk netto wyniósł PLN 0.9m (wzrost 36% r/r) przy marży 6.1%, wobec 5.3% w 2Q15.
- Dług netto wyniósł na koniec 1H16 PLN 3.2m względem PLN 4.4m na koniec 1Q16

Tabela 3. Mex Polska: Wyniki 2Q16 (PLNm)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	r/r	kw/kw
Przychody	12.6	14.6	13.5	12.6	14.9	18%	19%
Zysk brutto na sprzedaży	1.7	2.3	1.7	1.7	2.2	28%	31%
EBIT	0.9	1.4	0.8	0.8	1.4	50%	76%
EBITDA	1.4	1.8	1.1	1.2	1.8	32%	49%
Zysk netto	0.7	1.3	1.0	0.8	0.9	36%	21%
<i>Marża brutto na sprzedaży</i>	<i>13.7%</i>	<i>15.4%</i>	<i>12.4%</i>	<i>13.5%</i>	<i>14.8%</i>	<i>1.15p.p.</i>	<i>1.36p.p.</i>
<i>Marża netto</i>	<i>5.3%</i>	<i>8.9%</i>	<i>7.6%</i>	<i>6.0%</i>	<i>6.1%</i>	<i>0.78p.p.</i>	<i>0.10p.p.</i>
CFO	1.1	1.0	1.7	0.5	2.1	90%	357%
Dług brutto	6.0	8.1	8.5	8.4	8.5	41%	0%
Dług netto*	0.7	3.1	2.8	3.2	1.9	180%	-40%
Dług netto/12m EBITDA	0.3	1.0	0.5	0.6	0.3	8p.p.	-26p.p.

* Długu netto pomniejszamy o kaucję w wysokości PLN 1.2m, traktując ją jako spłatę kredytu

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Przychody

Przychody w 2Q16 wyniosły PLN 14.9m i były wyższe o 18% r/r. Wzrost przychodów w dużym stopniu wynikał z dwóch nowootwartych lokali PWiP. W lutym spółka otworzyła lokal z udziałem inwestora zewnętrznego w Bydgoszczy, w kwietniu natomiast własny lokal w Warszawie przy ulicy Parkingowej. Na poziomie like-for-like dynamika wzrostu sprzedaży wyniosła 8% w restauracjach Mexican, oraz 0.6% w Pijalniach Wódki i Piwa. Niska dynamika l-f-l w PWiP wynikała z rezygnacji z akcji marketingowych (np. studencki poniedziałek) w większości lokali. Według zarządu akcje marketingowe spełniły swoją rolę zwiększenia świadomości marki wśród klientów, a wywoływały presję na marże generowane przez placówki.

Rentowność

Zysk brutto na sprzedaży w 2Q16 wyniósł PLN 2.2m (wzrost o 28% r/r). Marża brutto na sprzedaży wyniosła 14.8% wobec 13.7% w 2Q15. Na poziom marży pozytywnie wpłynęło zakończenie akcji marketingowych. Koszty ogólnego zarządu w 2Q16 wyniosły PLN 1m i były wyższe o 30% r/r. Wyższe koszty wynikają z częściowej zmiany strategii spółki i koncentracji na otwieraniu placówek własnych. Stosunek kosztów ogólnego zarządu do przychodów wyniósł w 2Q16 6.8% wobec 6.2% w 2Q15. W efekcie wynik EBITDA wyniósł PLN 1.8m i był wyższy o 32% r/r. Marża EBITDA wyniosła PLN 11.9% wobec 10.8% w 2Q15. Zysk netto wyniósł PLN 0.9m (wzrost o 36% r/r), przy marży netto na poziomie 6.1% wobec 5.3% w 2Q15.

Zadłużenie i przepływy pieniężne

Zwracamy uwagę także na silne przepływy z działalności operacyjnej w 2Q16 na poziomie PLN 2.1m – wyższe o 90% r/r. Spółka zaraportowała wysoki stan gotówki na poziomie PLN 5.3m (wobec PLN 4m na koniec 1Q16) co pozwoliło na obniżenie długu netto o 40% kw/kw do poziomu PLN 1.9m. W naszej kalkulacji długu netto uwzględniamy kaucję w wysokości PLN 1.2m wykazywaną w pozostałych aktywach finansowych jako spłatę zadłużenia. Uwzględniając wypłaconą 29 lipca dywidendę w wysokości PLN 2.5m dług netto wynosi PLN 4.4m implikując wskaźnik dług netto/12m EBITDA w wysokości 0.8x, natomiast środki pieniężne wyłączając wypłaconą dywidendę wynoszą PLN 2.8m wobec szacowanych przez nas nakładów na otwarcie jednego lokalu PWiP na poziomie PLN 250-600k.

Zmiana prognoz

Po wynikach za 1H16 oraz zmianie analityka nieznacznie dostosowujemy nasze prognozy na lata 2016-18P. Spółka zaraportowała dobre wyniki za 1H16, zgodne z naszymi oczekiwaniami na 2016P i nasze prognozy nie ulegają znacznej zmianie względem poprzedniej rekomendacji. Pozytywnie na nasze prognozy wpływa otwarcie 1 placówki własnej w 2016 r. więcej od naszych oczekiwań (otwarcia 3 PWiP własnych, względem 2 oczekiwanych), w naszych prognozach uwzględniamy również nieznacznie wyższe koszty ogólnego zarządu na podstawie wyników za 1H16.

Tabela 4. Mex Polska: Zmiana prognoz finansowych na lata 2016-2018P (PLNm)

	2016P				2017P				2018P			
	poprzednie	obecne	zmiana	r/r	poprzednie	obecne	zmiana	r/r	poprzednie	obecne	zmiana	r/r
Przychody	63.7	64.2	1%	23%	78.6	78.4	0%	22%	94.8	94.6	0%	21%
EBITDA	7.5	7.6	1%	35%	9.6	9.8	1%	29%	11.8	11.8	0%	21%
EBIT	5.9	6.0	1%	46%	7.9	8.0	2%	34%	9.6	9.7	1%	21%
Znorm. zysk netto	4.5	4.6	1%	54%	6.1	6.2	2%	36%	7.5	7.6	1%	22%
CFO	6.9	6.8	-1%	32%	8.7	8.7	0%	27%	10.2	10.3	0%	18%
Marża EBITDA	11.8%	11.8%	0.0 p.p.	1.1 p.p.	12.3%	12.4%	0.2 p.p.	0.7 p.p.	12.4%	12.5%	0.1 p.p.	0.1 p.p.
Marża netto	7.1%	7.1%	0.0 p.p.	1.4 p.p.	7.7%	7.9%	0.2 p.p.	0.8 p.p.	8.0%	8.0%	0.1 p.p.	0.1 p.p.

Źródło: Szacunki Vestor DM

Otwarcia restauracji

Na podstawie ostatnich wydarzeń i planów spółki na najbliższy okres dostosowujemy naszą prognozę otwarć lokali w latach 2016-17P. Uwzględniamy w naszych prognozach otwarcie dwóch lokali własnych PWiP w 1H16 (Warszawa, Kraków), oraz planowany następny lokal (Łódź, otwarcie zaplanowane na wrzesień 2016 r.), czyli o 1 lokal więcej niż zakładaliśmy wcześniej. Spółka otworzyła jedną PWiP z inwestorem zewnętrznym w 1H16 (Bydgoszcz), oraz planuje otwarcie lokalu w Lublinie w październiku, co również uwzględniamy w naszym modelu wobec wcześniej zakładanych 3 lokali z inwestorem zewnętrznym w 2016P. Otwarcie PanKejka w Poznaniu, które zakładaliśmy w 4Q16 nastąpi na przełomie 2016/17 r. W naszych prognozach nadal nie zakładamy otwarć kolejnych restauracji Mexican, co jest zgodne z ostatnimi deklaracjami spółki realizacji I Wariantu Stabilnego Rozwoju. Pozostawiamy nasze prognozy otwarć kolejnych placówek w kolejnych latach bez zmian. W naszych prognozach zakładamy otwieranie 6 placówek PWiP w 2017P i 2018P (2 własne, 4 z inwestorem), oraz 5 placówek w dalszych latach prognozy (2 własne, 3 z inwestorem). Ponadto zakładamy otwieranie dwóch lokali PanKejk rocznie od 2017P.

Przychody

Oczekujemy przychodów na poziomie PLN 64.2m (+23% r/r), PLN 78.4m (+22% r/r) i PLN 94.6m (+21% r/r). Nasze prognozy nie ulegają znaczącej zmianie, a dostosowanie harmonogramu otwarć zmienia nasze prognozy o 1% w 2016P. Zwracamy uwagę na wyższe przychody z sieci restauracji Mexican, która w 1H16 odnotowała wysoki 8% wzrost sprzedaży like-for-like, pomimo koncentracji zarządu na sieci PWiP oraz rozwijaniu koncepcji PanKejk. Nasze prognozy przychodów są wyższe od prognoz zarządu odpowiednio o 10%, 19% i 29% na lata 2016-18P.

EBITDA

Podtrzymujemy nasze prognozy rentowności i prognoz EBITDA. Oczekujemy wyniku EBITDA na lata 2016-18P na poziomie PLN 7.6m, PLN 9.8m i PLN 11.8m – wzrost odpowiednio o 35%, 29% i 21% r/r. Nasze prognozy są odpowiednio 1%, 1% i 0% wyższe od poprzednich. Nasze prognozy dostosowujemy o nieznacznie wyższe koszty ogólnego zarządu wynikające ze zmiany strategii i koncentracji na placówkach własnych (PLN 3.9m wobec PLN 3.7m poprzednio). Przyspieszenie harmonogramu otwarć placówek własnych (otwarcie 3 placówek w 2016P wobec 2 zakładanych wcześniej) w naszym przekonaniu przełoży się na szybszą od wcześniej zakładanej poprawę rentowności. W efekcie oczekujemy wyniku EBITDA w 2016P na poziomie PLN 7.6m, o 1% wyżej niż poprzednio. W 2017P oczekujemy marży EBITDA na poziomie 12.4% (wzrost o 0.7 punktu procentowego r/r) o 0.2 punktu procentowego wyżej niż poprzednio. Zakładamy, że wyższe koszty ogólnego zarządu zostaną skompensowane przez większy udział placówek własnych w sieci restauracji spółki niż zakładaliśmy wcześniej. W 2018P oczekujemy marży EBITDA na poziomie 12.5% (wzrost o 0.1 punktu procentowego r/r) implikującej wynik EBITDA na poziomie PLN 11.8m (wzrost 21% r/r, zgodnie z poprzednią prognozą). Nasze prognozy EBITDA są wyższe od prognoz zarządu w latach 2016-18P odpowiednio o 4%, 20% i 33%. Zwracamy uwagę, że strategia publikowana w styczniu 2016 r. nie uwzględniała prowadzenia PWiP jako placówek własnych, ani rozwoju konceptu PanKejk.

Zysk netto

W efekcie zmiany powyższych założeń dostosowujemy nasze prognozy zysku netto w latach 2016-18P. Prognozujemy znorm. zysk netto na 2016-18P odpowiednio PLN 4.6m (wzrost o 54% r/r), PLN 6.2m (wzrost 36% r/r) i PLN 7.6m (wzrost 22% r/r). Nowe prognozy są wyższe od poprzednich odpowiednio o 1%, 2% i 1%. Nasze prognozy zysku netto są wyższe od opublikowanych przez zarząd w Wariantcie I strategii odpowiednio o 9%, 30% i 38% w latach 2016-18P.

Wycena

Podwyższamy naszą 12-miesięczną cenę docelową do PLN 11.4/akcję z PLN 11.2/akcję poprzednio. Wyceniamy Mex Polska używając 5-letniego modelu DCF oraz metody porównawczej. Szacując metodą porównawczą otrzymujemy wartość godziwą akcji w wysokości PLN 11.9/akcję (wobec PLN 11.6 poprzednio), natomiast z metody DCF otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 9.1/akcję (PLN 9.0 poprzednio). Obecną wartość godziwą akcji, określoną jako średnia ważona z wycen przeprowadzonych metodami DCF oraz porównawczą, wyznaczamy na poziomie PLN 9.9/akcję. Powiększając oszacowaną wartość o koszt kapitału własnego na poziomie 14.6%, wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 11.4/akcję, 80% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Tabela 5. Mex Polska: Podsumowanie wyceny.

Metoda	Wycena	Waga
Metoda porównawcza	11.9	30%
Metoda DCF	9.1	70%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	9.9	
Koszt kapitału własnego (%)	14.6%	
12M cena docelowa	11.4	
Obecna cena	6.3	
Potencjał wzrostu/spadku (%)	80%	

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 0%.
- Stosujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.3% w okresie prognozy oraz 4.5% w okresie rezydualnym.
- Zalewarowana beta na poziomie 2.3x oraz 1.8x w okresie rezydualnym.

Tabela 6. Mex Polska: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2016p-2020p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	4.5%
Beta zalewarowana	2.3	1.8
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego	14.6%	13.4%
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	4.5%
Marża na zadłużeniu	1.5%	1.5%
Koszt długu	4.8%	6.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	3.9%	4.9%
% D	38.3%	18.4%
% E	61.7%	81.6%
WACC	10.5%	11.8%

Źródło: szacunki Vestor DM

Tabela 7. Mex Polska: Wycena DCF (PLNm)

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	>2020p
Przychody	64.2	78.4	94.6	109.6	123.6	
- Zmiana r/r	23%	22%	21%	16%	13%	
Znorm. EBITDA	7.6	9.8	11.8	13.2	14.0	
- marża EBITDA	11.8%	12.4%	12.5%	12.1%	11.3%	
Znorm. EBIT	6.0	8.0	9.7	10.7	11.1	
Podatek od EBIT	-0.9	-1.3	-1.8	-2.0	-2.1	
NOPAT	5.1	6.7	7.9	8.7	9.0	9.0
- marża NOPAT	7.9%	8.6%	8.3%	7.9%	7.3%	
Amortyzacja	1.6	1.7	2.1	2.5	2.8	2.8
Zmiany w kapitale obrotowym	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	
Capex	-2.2	-4.0	-4.0	-3.7	-3.9	-2.8
Wolne przepływy finansowe	4.7	4.7	6.2	7.7	8.2	9.0
Czynnik dyskontowy (%)	97%	88%	80%	72%	65%	
Wartość bieżąca FCF	4.5	4.2	5.0	5.6	5.4	
Wartość bieżąca FCF 2016-2020	24.6					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	50					
Wartość przedsiębiorstwa	74.6					
Kapitały mniejszości	-0.2					
Dług netto na koniec 2015	2.8					
Dywidenda zapłacona	2.5					
Wartość kapitału własnego	69.4					
Liczba akcji (m)	7.7					
Wartość godziwa na akcję (PLN)	9.1					

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 8. Mex Polska: Analiza wrażliwości wyceny DCF

		Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)						
		-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%
Stopa wolna od ryzyka w okresie rezydualnym (%)	3.0%	9.0	9.3	9.6	10.0	10.3	10.8	11.2
	3.5%	8.8	9.0	9.3	9.6	10.0	10.4	10.8
	4.0%	8.5	8.8	9.0	9.3	9.6	10.0	10.4
	4.5%	8.3	8.5	8.8	9.1	9.3	9.7	10.0
	5.0%	8.1	8.3	8.6	8.8	9.1	9.4	9.7
	5.5%	7.9	8.1	8.3	8.6	8.8	9.1	9.4
	6.0%	7.8	7.9	8.1	8.3	8.6	8.8	9.1
		Zdelewarowana beta						
		1.2x	1.3x	1.4x	1.5x	1.6x	1.7x	1.8x
Premia za ryzyko	2.0%	14.4	13.9	13.3	12.8	12.4	11.9	11.5
	3.0%	12.7	12.2	11.7	11.2	10.7	10.3	9.9
	4.0%	11.5	10.9	10.4	10.0	9.5	9.1	8.8
	5.0%	10.5	10.0	9.5	9.1	8.7	8.3	7.9
	6.0%	9.7	9.2	8.8	8.3	8.0	7.6	7.3
	7.0%	9.0	8.6	8.2	7.8	7.4	7.1	6.8
	8.0%	8.5	8.1	7.7	7.3	7.0	6.7	6.4

Źródło: szacunki Vestor DM

Wycena metodą porównawczą

W wycenie uwzględnionych zostało 19 spółek zagranicznych oraz Amrest. Wykorzystane zostały konsensusy prognoz wyników dla spółek porównywalnych oraz szacunki Vestor DM dla Mex Polska. Na naszych prognozach Mex Polska notowany jest przy mnożnikach znorm. P/E 10.6x w 2016p i 7.8x w 2017p oraz mnożnikach znorm. EV/EBITDA odpowiednio 6.6x i 4.9x, co implikuje dwucyfrowe dyskonta do spółek porównywalnych. W wycenie przykładamy równe wagi dla mnożników znorm. P/E oraz znorm. EV/EBITDA na lata 2016-2017p. Wartość godziwa akcji oszacowana metodą porównawczą wynosi PLN 11.9/akcję.

Tabela 6. Mex Polska: Wycena porównawcza

Spółka	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)		EV/EBITDA (x)		Stopa dywidendy	Marża EBITDA	CAGR EPS	Dług netto/EBITDA
			2016p	2017p	2016p	2017p	2016p	2016p	2015-2017p	2016p
Mex	6.3	48	10.6	7.8	6.6	4.9	5.9%	11.8%	45%	0.1
Spółki porównywalne:										
Mediana			21.2	19.3	8.8	8.5	2.0%	15.1%	11.3%	1.0
Premia/Dyskonto			-50%	-60%	-25%	-42%				
Amrest Holdings Se	253.0	5 367	31.6	25.4	12.3	10.4	0.7%	13.0%	12%	n.a.
Mcdonald'S Corp	116.4	382 562	21.0	19.0	13.4	13.1	3.1%	38.2%	5%	2.7
Yum! Brands Inc	89.3	134 199	24.2	22.1	14.1	13.8	2.1%	22.9%	7%	2.6
Darden Restaurants Inc	61.9	30 095	17.6	16.0	8.4	8.0	3.5%	13.7%	-17%	0.2
Wendy'S Co/The	10.6	10 629	26.7	24.1	13.3	13.6	2.2%	27.8%	-19%	6.3
Brinker International Inc	50.4	10 665	14.2	14.6	8.0	8.8	2.5%	15.0%	-5%	2.3
Buffalo Wild Wings Inc	154.5	10 891	26.9	22.5	9.5	8.3	0.0%	15.3%	13%	0.3
Bloomin' Brands Inc	17.8	7 685	13.3	11.6	6.9	6.7	1.6%	10.3%	12%	2.3
Mitchells & Butlers Plc	263.4	5 444	7.4	7.2	7.0	6.9	2.9%	20.5%	21%	4.4
Autogrill Spa	7.5	8 163	21.8	19.6	6.0	5.6	1.9%	9.2%	23%	1.4
Papa John'S Intl Inc	78.2	11 147	31.9	28.5	n.a.	n.a.	1.0%	11.1%	14%	n.a.
Cheesecake Factory Inc/The	50.4	9 328	18.3	16.9	n.a.	n.a.	1.7%	12.5%	11%	n.a.
Restaurant Group Plc	385.5	3 873	13.1	13.0	6.9	6.8	4.3%	17.0%	-7%	0.3
Domino'S Pizza Group Plc	356.2	8 789	26.6	23.6	19.7	17.5	2.2%	24.4%	24%	0.1
Fiesta Restaurant Group	25.2	2 612	19.2	17.4	7.9	7.1	n.a.	13.2%	1%	0.8
Do & Co Ag	67.5	2 823	21.2	19.9	7.5	6.9	1.5%	10.1%	1%	0.0
Patisserie Holdings Plc	330.0	1 649	24.4	21.2	14.7	12.6	0.8%	20.5%	18%	-0.6
Berjaya Food Bhd	1.6	556	19.9	20.4	9.2	8.7	2.5%	14.7%	-59%	1.9
Ibersol Sgps Sa	12.2	1 050	n.a.	15.9	7.9	7.6	0.8%	15.5%	15%	0.6
Tasty Plc	160.0	427	23.5	18.2	13.1	10.7	n.a.	15.5%	40%	1.0
Implikowana wycena			12.6	15.6	8.6	10.9				
Waga			25%	25%	25%	25%				
Implikowana cena akcji	11.9									

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor DM") 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 DM podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez Vestor DM.

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

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor DM z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor DM 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 DM 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 DM. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora odpowiednie, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

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

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

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor DM w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor DM 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 DM, Vestor DM 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 DM) 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 jakichkolwiek 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 znajdującymi 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 DM i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor DM 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 ZIEMOCZONYCH 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 DM INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

VESTOR DM 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 DM 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 napotykać 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 – EMITENT WPROWADZAŁ POPRAWKI/ZMIANY DO CZĘŚCI OPISOWEJ.

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 DM.

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM NIE ŚWIADCZYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUG Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, W SZCZEGÓLNOŚCI OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH. VESTOR DM OTRZYMYWAŁ W CIĄGU OSTATNICH DWUNASTU MIESIĘCY WYNAGRODZENIE Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA USŁUG NA RZECZ EMITENTA Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER ORAZ W ZAKRESIE OPISANYM POWYŻEJ.

VESTOR DM INFORMUJE, ŻE WYNAGRODZENIE OTRZYMYWANE PRZEZ VESTOR DM ORAZ OSOBY SPORZĄDZAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ W SPOSÓB POŚREDNI ZALEŻNE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIWANYCH W RAMACH TRANSAKCJI Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, DOTYCZĄCYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ SPÓŁKĘ, DOKONYWANYCH PRZEZ VESTOR DM, A OPISANYCH POWYŻEJ. TAKA SYTUACJA MOŻE PROWADZIĆ DO POWSTANIA POTENCJALNEGO LUB RZECZYWISTEGO KONFLIKTU INTERESÓW. JEDNOCZEŚNIE VESTOR DM OŚWIADCZA, ŻE STOSUJE ODPOWIEDNIE REGULACJE WEWNĘTRZNE, KTÓRE MAJĄ SŁUżyć ZARZĄDZANIU TEGO RODZAJU KONFLIKTAMI W CELU ELIMINACJI ICH SKUTKÓW I ZAPEWNIENIA PRAWIDŁOWEJ OCHRONY INWESTORÓW, A KTÓRE SĄ SZCZEGÓŁOWO OPISANE W DALSZEJ CZĘŚCI NINIEJSZEGO ZASTRZEŻENIA PRAWNEGO.

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

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

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

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

Vestor DM 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 DM 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 następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor DM składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbyszał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

Podmioty powiązane z Vestor DM lub Vestor DM 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 DM 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 DM 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 stanowiących więcej niż 0,5% wszystkich wyemitowanych akcji przez Emitenta.

Analitycy sporządzający niniejszy raport pozostają w stosunku pracy z Vestor DM na podstawie zawartej umowy o pracę. Analitycy Vestor DM działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółki i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

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

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

Vestor DM 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.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor DM wydał: 5 rekomendacji kupuj, 0 rekomendacji Akumuluj, 9 rekomendacji Neutralnie, 7 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor DM wydał 7 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 DM, w okresie ostatnich 3 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 24 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu. W okresie kolejnych 12 miesięcy Vestor DM zamierza wydać co najmniej aktualizację niniejszego 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 DM, 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 DM do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor DM, 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 DM lub jego podmiotów powiązanych.

Vestor DM jest autorem tego dokumentu.

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

Copyright © 2016 Vestor DM Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Opis zastosowanych w organizacji mechanizmów chińskich murów zapobiegających powstaniu konfliktów interesów:

W Vestor DM obowiązuje „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Vestor Domu Maklerskim S.A.”, który określa sposób postępowania w celu przeciwdziałania powstawaniu oraz sprawnego zarządzania konfliktami interesów poprzez wyeliminowanie ryzyka naruszenia interesu klienta, jak również określa środki i procedury zarządzania konfliktami interesów. Obowiązki z zakresu przeciwdziałania powstawaniu, zarządzania oraz monitorowania w przypadku powstania konfliktu interesów wykonuje wyznaczona jednostka organizacyjna, której pracownicy dysponują następującymi narzędziami zapewniającymi prawidłowe wykonywanie tych zadań: (i) dostęp do wszelkiej dokumentacji zarówno Spółki jak i spółki zależnej, (ii) uprawnienia do żądania przedstawienia wyjaśnień przez wszystkich pracowników, (iii) możliwość analizowania zawieranych przez osoby powiązane transakcji własnych.

Dom Maklerski stosuje następujące mechanizmy mające na celu zapobieganie powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku istnienia takiego konfliktu - zarządzanie i monitorowanie nimi w celu zapobiegania potencjalnemu niekorzystnemu wpływowi na interesy klientów:

Niezależność działania: zapewnienie niezależności działania każdej jednostki organizacyjnej Vestor DM, która oznacza w szczególności, że (i) nie istnieje możliwość wywierania niekorzystnego wpływu osób trzecich na sposób wykonywania przez pracowników czynności związanych z prowadzeniem przez Vestor DM działalności, (ii) zakres zadań danej jednostki organizacyjnej jest przypisany danej jednostce organizacyjnej i co do zasady nie krzyżuje się z zakresem zadań innych jednostek organizacyjnych;

Niezależność wynagrodzeń: Vestor DM zapobiega powstawaniu bezpośrednich zależności pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników wykonujących określone czynności z zakresu działalności maklerskiej, z wynagrodzeniem lub zyskami osiąganymi przez osoby wykonujące czynności innego rodzaju, które stanowią lub mogą stanowić źródło konfliktu interesów;

Efektywny nadzór: zapewnienie nadzoru nad pracownikami wykonującymi w ramach swoich podstawowych zadań czynności na rzecz i w imieniu klientów, w zakresie działalności prowadzonej przez Vestor DM, które to czynności powodują lub mogą powodować wystąpienie sprzeczności interesów pomiędzy klientami lub interesami klienta i Vestor DM, w tym:

system sprawozdawczości wewnętrznej zapewniający niezwłoczne informowanie osób odpowiedzialnych za nadzorowanie przestrzegania zasad określonych w Regulaminie o przypadku wystąpienia konfliktu interesów lub ryzyku jego powstania;

nadzór nad transakcjami własnymi dokonywanymi przez osoby powiązane, okresowe przeglądy i ocena skuteczności wdrożonych przez Vestor DM systemów kontrolnych i procedur; prowadzenie wymaganych prawem rejestrów oraz ewidencji, przede wszystkim rejestru konfliktów interesów związanych z istotnym ryzykiem naruszenia interesów klienta;

Odmowa działania: prawo odmowy przez Vestor DM podjęcia działań na rzecz klienta, jeżeli z uwagi na zaangażowanie w określone działania na rzecz innego klienta Vestor DM nie może skutecznie zarządzać potencjalnymi konfliktami interesów, bądź uniemożliwiają to ograniczenia prawne lub regulacje wewnętrzne;

Podział funkcji: organizacja zadań pracowników mająca na celu wyeliminowanie przypadków jednoczesnego lub bezpośrednio po sobie następującego wykonywania przez danego pracownika zadań w ramach różnych usług świadczonych przez Vestor DM, jeśli mogło by to mieć negatywny wpływ na prawidłowe zarządzanie konfliktami interesów;

Chińskie mury: Vestor DM podejmuje wszelkie działania, aby zapobiegać przepływowi informacji pomiędzy osobami powiązanymi wykonującymi w ramach działalności prowadzonej przez Vestor DM określone czynności, które powodują lub mogą powodować powstanie konfliktu interesów, w przypadku, gdy taka wymiana informacji może zaszkodzić interesom klienta lub klientów, lub zapewnić nadzór nad takim przepływem informacji, gdy przepływ taki jest konieczny.

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 DM 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 DM 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 (15% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (70% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (15% 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 utracenia 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.

Lista wszystkich rekomendacji wydanych przez Vestor DM w okresie ostatnich 12 miesięcy:

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

Spółka	Data rekomendacji	Analitik	TP	Cena bieżąca na	Rekomendacja	Time
Poimmed	2015-09-24	Michał Mordel	4.2	3.0	Brak	12M
Warimpex	2015-10-02	Marek Szymański	3.7	2.8	Brak	12M
Ailus	2015-10-09	Michał Fidelus	12.6	10.7	Kupuj	12M
Quercus	2015-10-09	Michał Fidelus	6.6	6.5	Neutralnie	12M
Dom Development	2015-10-27	Marek Szymański	53.0	53.0	Neutralnie	12M
LC Corp	2015-10-27	Marek Szymański	2.5	1.9	Kupuj	12M
Robyg	2015-10-27	Marek Szymański	3.0	2.5	Kupuj	12M
PKO BP	2015-10-28	Michał Fidelus	30.0	29.5	Neutralnie	12M
Pekao	2015-10-28	Michał Fidelus	170.0	155.1	Akumuluj	12M
BZWBK	2015-10-28	Michał Fidelus	302.0	318.0	Redukuj	12M
mBank	2015-10-28	Michał Fidelus	323.0	370.1	Sprzedaj	12M
ING	2015-10-28	Michał Fidelus	138.0	125.3	Akumuluj	12M
Handlowy	2015-10-28	Michał Fidelus	91.0	83.0	Akumuluj	12M
Millennium	2015-10-28	Michał Fidelus	6.3	6.2	Neutralnie	12M
Getin Noble	2015-10-28	Michał Fidelus	0.74	0.85	Sprzedaj	12M
Alior Bank	2015-10-28	Michał Fidelus	85.0	83.3	Neutralnie	12M
PKP Cargo	2015-11-02	Piotr Nawrocki	60.0	66.4	Redukuj	12M
KGHM	2015-11-04	Piotr Nawrocki	107.0	92.0	Kupuj	12M
Selvita	2015-11-04	Beata Szparaga	24.0	22.5	Brak	12M
AAT Holding	2015-11-06	Wojciech Wozniak	31.3	22.0	Kupuj	12M
Arteria	2015-11-10	Piotr Raciborski	23.3	14.9	Brak	12M
Alior Bank	2015-11-12	Michał Fidelus	83.0	75.5	Akumuluj	12M
Impel	2015-11-17	Piotr Raciborski	38.0	26.0	Brak	12M
DTP	2015-11-19	Michał Fidelus	6.4	4.2	Brak	12M
Poimmed	2015-11-23	Michał Mordel	4.1	3.0	Brak	12M
PKN Orlen	2015-11-27	Beata Szparaga	83.0	68.9	Kupuj	12M
Lotos	2015-11-27	Beata Szparaga	34.0	28.9	Akumuluj	12M
Vigo	2015-12-04	Piotr Nawrocki	306.0	249.0	Brak	12M
Manvipol	2015-12-09	Marek Szymański	10.5	5.8	Brak	12M
PKO BP	2015-12-11	Michał Fidelus	28.6	25.8	Akumuluj	12M
BZWBK	2015-12-11	Michał Fidelus	288.0	268.7	Neutralnie	12M
mBank	2015-12-11	Michał Fidelus	318.0	313.3	Neutralnie	12M
Millennium	2015-12-11	Michał Fidelus	5.8	5.2	Kupuj	12M
Getin Noble	2015-12-11	Michał Fidelus	0.60	0.56	Neutralnie	12M
PGNIG	2015-12-16	Beata Szparaga	4.6	5.0	Redukuj	12M
Sfinks	2015-12-18	Piotr Raciborski	5.3	3.9	Brak	12M
The Farm 51	2015-12-21	Michał Mordel	17.9	12.7	Brak	12M
OT Logistics	2015-12-29	Piotr Nawrocki	275.0	166.0	Brak	12M
PKO BP	2016-01-11	Michał Fidelus	27.0	25.7	Neutralnie	12M
Pekao	2016-01-11	Michał Fidelus	148.0	133.5	Akumuluj	12M
BZWBK	2016-01-11	Michał Fidelus	269.0	260.1	Neutralnie	12M
mBank	2016-01-11	Michał Fidelus	302.0	295.8	Neutralnie	12M
ING	2016-01-11	Michał Fidelus	123.0	116.0	Neutralnie	12M
Handlowy	2016-01-11	Michał Fidelus	74.0	67.6	Akumuluj	12M
Millennium	2016-01-11	Michał Fidelus	5.6	5.5	Neutralnie	12M
Getin Noble	2016-01-11	Michał Fidelus	0.60	0.57	Neutralnie	12M
Alior Bank	2016-01-11	Michał Fidelus	71.0	62.5	Kupuj	12M
KGHM	2016-01-12	Piotr Nawrocki	63.0	53.0	Akumuluj	12M
Vigo	2016-01-12	Piotr Nawrocki	279.0	229.0	Brak	12M
Serinus	2016-01-14	Beata Szparaga	2.6	1.6	Kupuj	12M
Pekabex	2016-01-14	Piotr Nawrocki	14.0	10.3	Kupuj	12M
KGHM	2016-02-08	Piotr Nawrocki	64.0	62.0	Neutralnie	12M
Handlowy	2016-02-09	Michał Fidelus	75.0	78.0	Redukuj	12M
Kredyt Inkaso	2016-02-16	Michał Fidelus	27.8	21.8	Kupuj	12M
PGNIG	2016-02-18	Beata Szparaga	4.4	5.2	Sprzedaj	12M
Sfinks	2016-03-01	Piotr Raciborski	5.0	4.3	Brak	12M
PGNIG	2016-03-07	Beata Szparaga	4.4	4.8	Redukuj	12M
Kruk	2016-03-08	Michał Fidelus	204.0	189.0	Neutralnie	12M
KGHM	2016-03-09	Piotr Nawrocki	68.0	73.0	Redukuj	12M
Selvita	2016-03-10	Beata Szparaga	26.0	21.2	Brak	12M
Bumeh	2016-03-16	Wojciech Wozniak	1.1	0.68	Brak	12M
mBank	2016-03-17	Michał Fidelus	317.0	354.0	Sprzedaj	12M
Polwax	2016-03-23	Wojciech Wozniak	26.1	17.6	Brak	12M
Impel	2016-03-31	Piotr Raciborski	32.5	27.8	Brak	12M
JHM	2016-03-31	Marek Szymański	2.3	1.2	Brak	12M
Vantage	2016-04-01	Marek Szymański	4.1	2.6	Brak	12M
K2 Internet	2016-04-01	Adam Siniarski	29.2	19.7	Brak	12M
Selvita	2016-04-04	Beata Szparaga	27.0	22.9	Brak	12M
Pekao	2016-04-06	Michał Fidelus	148.0	158.0	Redukuj	12M
Manvipol	2016-04-12	Marek Szymański	10.5	7.0	Brak	12M
PKO BP	2016-04-21	Michał Fidelus	28.0	26.3	Neutralnie	12M
Pekao	2016-04-21	Michał Fidelus	147.0	160.6	Redukuj	12M
BZWBK	2016-04-21	Michał Fidelus	304.0	288.0	Neutralnie	12M
mBank	2016-04-21	Michał Fidelus	316.0	331.7	Redukuj	12M
ING	2016-04-21	Michał Fidelus	135.0	121.8	Akumuluj	12M
Handlowy	2016-04-21	Michał Fidelus	73.0	82.1	Sprzedaj	12M
Millennium	2016-04-21	Michał Fidelus	5.3	5.5	Redukuj	12M
Getin Noble	2016-04-21	Michał Fidelus	0.58	0.54	Neutralnie	12M
Alior Bank	2016-04-21	Michał Fidelus	74.0	69.8	Neutralnie	12M
PKP Cargo	2016-04-21	Piotr Nawrocki	37.0	44.0	Redukuj	12M
PKN Orlen	2016-04-26	Beata Szparaga	76.0	70.0	Neutralnie	12M
Lotos	2016-04-26	Beata Szparaga	33.0	28.9	Akumuluj	12M
Soho Development	2016-04-27	Marek Szymański	3.0	1.4	Brak	12M
Archicom	2016-05-11	Marek Szymański	22.5	15.0	Brak	12M
Handlowy	2016-05-16	Michał Fidelus	73.0	72.0	Neutralnie	12M

Warimpex	2016-05-19	Marek Szymański	3.8	2.5	Brak	12M
OT Logistics	2016-05-22	Piotr Nawrocki	275.0	220.0	Brak	12M
Altus	2016-05-24	Michał Fidelus	17.3	14.0	Kupuj	12M
Mex Polska	2016-05-30	Piotr Raciborski	11.2	5.7	Brak	12M
Vigo	2016-06-01	Piotr Nawrocki	277.0	226.0	Brak	12M
Pekao	2016-06-14	Michał Fidelus	156.0	146.5	Neutralnie	12M
Marvipol	2016-06-16	Marek Szymański	10.5	6.9	Brak	12M
mBank	2016-06-24	Michał Fidelus	293.0	333.4	Sprzedaj	12M
PKP Cargo	2016-06-28	Piotr Nawrocki	36.0	33.0	Neutralnie	12M
Alior Bank	2016-06-30	Michał Fidelus	62.0	52.2	Kupuj	12M
The Farm 51	2016-07-08	Michał Mordel	13.8	12.5	Brak	12M
PGNIG	2016-07-20	Beata Szparaga	5.1	5.6	Redukuj	12M
PKN Orlen	2016-07-27	Beata Szparaga	72.0	65.7	Neutralnie	12M
LC Corp	2016-08-01	Marek Szymański	2.6	2.0	Kupuj	12M
Robyg	2016-08-01	Marek Szymański	3.7	2.9	Kupuj	12M
Dom Development	2016-08-01	Marek Szymański	59	54.0	Akumuluj	12M
mBank	2016-08-02	Michał Fidelus	293.0	310.8	Redukuj	12M
Mercator Medical	2016-08-02	Piotr Nawrocki	22.9	14.0	Brak	12M
ING BSK	2016-08-08	Michał Fidelus	142.0	139.9	Neutralnie	12M
Eurocash	2016-08-11	Jakub Rafał	50	54	Redukuj	12M
Quercus TFI	2016-08-18	Michał Fidelus	6.2	5.2	Kupuj	12M
Eurocash	2016-08-22	Jakub Rafał	43	46.3	Reduce	12M
Marvipol	2016-08-26	Marek Szymański	11.4	6.5	Brak	12M
K2 Internet	2016-09-09	Adam Siniarski	21.5	13.6	Brak	12M
Vantage Development	2016-09-14	Marek Szymański	4.3	2.7	Brak	12M
Archicom	2016-09-15	Marek Szymański	22.5	14.7	Brak	12M
PKO BP	2016-09-19	Michał Fidelus	28.0	27.0	Neutralnie	12M
BZ WBK	2016-09-19	Michał Fidelus	314.0	310.5	Neutralnie	12M
mBank	2016-09-19	Michał Fidelus	308.0	344.1	Redukuj	12M
Millennium	2016-09-19	Michał Fidelus	5.1	5.6	Redukuj	12M
Getin Noble Bank	2016-09-19	Michał Fidelus	0.46	0.49	Neutralnie	12M
Pekao	2016-09-19	Michał Fidelus	147.3	126.2	Neutralnie	12M
ING BSK	2016-09-19	Michał Fidelus	142	139	Neutralnie	12M
Handlowy	2016-09-19	Michał Fidelus	73	75	Neutralnie	12M
Alior Bank	2016-09-19	Michał Fidelus	62	48	Kupuj	12M
Warimpex	2016-09-21	Marek Szymański	3.88	3.16	Brak	12M