

Mercator Medical

Przemysł | Polska

Cena docelowa: PLN 26.5

Aktualizacja rekomendacji

- Wiodący podmiot na rynku rękawic medycznych z własną fabryką w Tajlandii
- Szacujemy wzrost zysku netto do PLN 21.6m w 2018p
- 2016p P/E 13.7x oraz 2016p EV/EBITDA 8.1x

7 października 2016 8:40

Emisja daje nowy impuls

We wrześniu 2016r. Mercator Medical przeprowadził udaną emisję akcji, z której spółka pozyskała PLN 30.5m. Dzięki środkom z emisji Mercator zapewnił sobie finansowanie dla flagowego projektu strategii rozwoju tj. rozbudowy mocy produkcyjnych Grupy. Mercator Medical planuje budowę nowego zakładu w Tajlandii kosztem PLN 107m, który pozwoli na wzrost mocy produkcyjnych z obecnych 1.2mld szt. rocznie do 3mld szt. w połowie 2018p. Zakładając otwarcie nowej fabryki w połowie 2018p oczekujemy dodatkowych przychodów PLN 64.7m w 2018p i PLN 137.4m w 2019p przy EBITDA odpowiednio PLN 8.1m i PLN 17.2m. Uwzględniając emisję akcji oraz zawarte w strategii rozwoju: budowę zakładu produkcyjnego wyrobów z włókniny, nową fabrykę w Tajlandii oraz dalszą ekspansję na rynki CEE w segmencie dystrybucji podwyższamy naszą prognozę zysku netto na lata 2017-2018p o 6% i 23% do PLN 17.2m, i PLN 21.6m. Na naszych prognozach Mercator wyceniany jest na mnożniku P/E 13.7x w 2016p, 10.6x w 2017p i 8.4x w 2018p przy EV/EBITDA odpowiednio 8.1x, 8.5x i 6.7x. Po uwzględnieniu emisji akcji i nowych projektów rozwojowych podnosimy 12m cenę docelową dla akcji Mercator Medical do PLN 26.5 z PLN 22.9 poprzednio.

Strategia rozwoju oparta na 4 filarach. W sierpniu 2016 r. spółka opublikowała strategię rozwoju firmy na lata 2016-2020 opartą o 4 filary: 1) rozbudowę mocy produkcyjnych rękawic w Tajlandii, 2) budowę fabryki wyrobów z włókniny w Polsce, 3) ekspansję dystrybucyjną na wybrane kraje Europy Zachodniej, 4) osiągnięcie pozycji top 3 na wszystkich rynkach CEE.

Udana emisja akcji i rozbudowa mocy produkcyjnych w Tajlandii. We wrześniu Mercator przeprowadził udaną emisję 1.8m akcji, z której spółka pozyskała PLN 30.5m, które były niezbędne do rozpoczęcia budowy fabryki w Tajlandii. Grupa planuje inwestycję w nową fabrykę rękawic nitrylowych w Tajlandii, która miałyby zwiększyć moce produkcyjne Grupy od 2018r. o 1.8mld szt. rocznie do 3mld. Koszt inwestycji zarząd oszacował na PLN 107m przy NPV projektu PLN 77m. Według naszych szacunków nowa fabryka w latach 2018-2019p wygeneruje odpowiednio PLN 8.1m i PLN 17.2m EBITDA.

Wzrost zysku netto do PLN 21.6m w 2018p. Dzięki organicznemu wzrostowi rynku rękawic medycznych, a także dalszej rozbudowie sieci sprzedaży poza Polską, w tym Rosji oczekujemy wzrostu EBITDA Mercator w 2016p o 10.4% r/r do PLN 25.1m, pomimo przejściowych problemów w segmencie produkcji związanych ze zmniejszonymi zamówieniami od jednego z głównych klientów i dostosowaniem cen rękawic do zeszłorocznej aprecjacji USD. W latach 2017-2018p oczekujemy dynamicznego wzrostu EBITDA o kolejne 21.8% r/r i 34.9% r/r do PLN 30.6m i PLN 41.3m, kiedy w połowie 2018p zostanie oddana do użytkowania fabryka w Tajlandii. Jednocześnie oczekujemy wzrostu zysku netto o 30% r/r do PLN 17.2m w 2017p oraz o 26% do PLN 21.6m w 2018p.

Mercator Medical: Prognozy i wskaźniki (PLNm)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody (PLNm)	168.5	226.6	256.2	303.5	361.5
EBITDA (PLNm)	16.4	22.8	25.1	30.6	41.3
EBIT (PLNm)	13.1	16.5	17.9	23.4	31.1
Zysk netto (PLNm)	10.0	10.3	13.2	17.2	21.6
P/E (x)	18.1	17.6	13.7	10.6	8.4
EV/EBITDA (x)	13.1	9.8	8.1	8.5	6.7

Źródło: Dane Spółki, szacunki Vestor DM

Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	26.5
Cena bieżąca (PLN)	17.4
Potencjał wzrostu/spadku	53%
Poprzednia cena docelowa (PLN)	22.9
Min (52T)	13.6
Max (52T)	19.0
Liczba akcji (m)	10.4
Kapitalizacja (PLNm)	181.2
Dług netto (PLNm, 2Q16)*	14.3
EV (PLNm)	195.5
Śr. Dzienny obrót (3M, PLNk)	138
*zmodyfikowany o wpływ z emisji akcji PLN 30.5m	

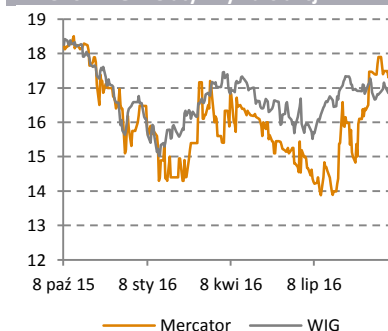
Akcjonariat*

	%
Wiesław Żyznowski (wraz z Anabaza Ltd.)	74.2%
Pioneer Pekao Investment	8.3%
Pozostali	17.5%
*według stanu na 24.08.2016 r.	

Opis spółki

Mercator Medical jest wiodącym podmiotem na rynku jednorazowych rękawic medycznych w Europie Środkowo-Wschodniej. Spółka sprzedaje rękawice pod marką własną oraz jest wyłącznym dystrybutorem na rynku polskim marki premium rękawic chirurgicznych firmy Ansell. Mercator jest właścicielem fabryki produkcyjnej w Tajlandii o mocach produkcyjnych 1.2mld szt. rocznie. Udział spółki w polskim rynku rękawic medycznych wynosi ok. 25%.

MRC vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, analizy Vestor DM

Piotr Nawrocki, CFA**Dyrektor Działu Analiz**

(+48) 22 378 9214

Piotr.Nawrocki@vestor.pl

Aleksandra Jakubowska**Research Associate**

(+48) 22 378 9197

Aleksandra.Jakubowska@vestor.pl

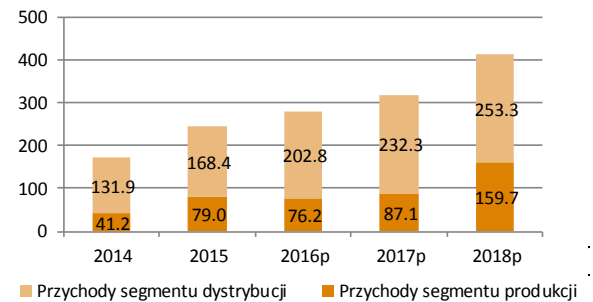
Mercator Medical

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

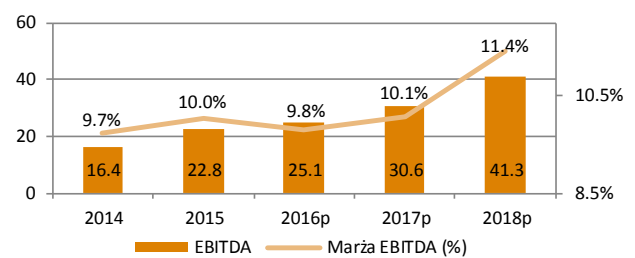
Rachunek zysków i strat	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody ze sprzedaży	168.5	226.6	256.2	303.5	361.5
Zysk brutto ze sprzedaży	38.4	47.0	52.2	63.4	78.0
Koszty sprzedaży	-16.8	-20.4	-22.5	-26.4	-31.1
Koszty zarządu	-8.8	-10.8	-11.7	-13.6	-15.8
Pozostała działalność op.	0.4	0.7	0.0	0.0	0.0
EBIT	13.1	16.5	17.9	23.4	31.1
Amortyzacja	3.3	6.3	7.2	7.2	10.2
EBITDA	16.4	22.8	25.1	30.6	41.3
Przychody finansowe netto	-1.2	-5.9	-0.8	-2.2	-5.2
Zysk przed opodatkowaniem	11.9	10.6	17.2	21.2	25.9
Podatek dochodowy	-1.9	-0.3	-3.1	-3.2	-3.4
Zysk netto	10.0	10.3	14.1	18.1	22.5
Zysk netto dla jedn. domin.	10.0	10.3	13.2	17.2	21.6
Bilans	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Rzeczowe aktywa trwałe	60.7	62.3	81.6	144.6	167.6
Wartości niematerialne i prawne	2.9	2.0	2.0	2.0	2.0
Inne aktywa trwałe	4.0	4.5	4.5	4.5	4.5
Środki pieniężne i ekwiwalenty	6.8	8.8	33.1	31.8	16.2
Należności handlowe	28.6	38.9	43.0	51.0	60.7
Zapasy	38.7	41.2	44.2	51.6	61.4
Inne aktywa obrotowe	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Aktywa razem	142.0	158.0	208.7	285.7	312.7
Dług krótkoterminowy	18.1	22.6	18.2	18.2	18.2
Zobowiązania handlowe	21.9	25.9	27.4	32.2	38.1
Inne zobowiązania krótkoterminowe	5.6	7.5	3.1	3.1	3.1
Dług długoterminowy	23.0	28.1	38.1	93.1	92.7
Kapitały własne	67.2	72.7	116.4	133.5	155.1
Udziały mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pasywa	142.0	158.0	208.7	285.7	312.7
Dług netto	34.3	42.0	23.2	79.5	94.7
Przepływy pieniężne	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Zysk brutto	11.9	10.6	17.2	21.2	25.9
Podatek dochodowy	-1.9	-0.3	-3.1	-3.2	-3.4
Amortyzacja	3.3	6.3	7.2	7.2	10.2
Zmiany w kapitale obrotowym	0.6	-7.9	-10.1	-10.4	-13.8
Inne zmiany niepieniężne	-1.4	-0.8	0.8	2.2	5.2
Przepływy z działalności operacyjnej	12.6	7.9	11.1	16.1	23.2
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-26.2	-11.4	-26.5	-70.2	-33.2
Inne przepływy inwestycyjne	-0.1	0.2	1.1	0.5	0.5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-26.4	-11.2	-25.4	-69.7	-32.7
Zmiany netto zadłużenia	9.5	9.4	10.0	55.0	-0.4
Odsetki zapłacone	-1.2	-1.6	-1.9	-2.7	-5.7
Dywidendy	-0.3	-2.2	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	7.6	5.3	38.6	52.3	-6.1
Zmiana gotówki	-6.2	1.9	24.3	-1.3	-15.6
Wskaźniki	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Wzrost przychodów (%)	14.0%	34.5%	13.1%	18.5%	19.1%
Wzrost EBITDA (%)	17.1%	38.7%	10.4%	21.8%	34.9%
Wzrost zysku netto (%)	45.0%	2.9%	28.3%	30.2%	25.9%
Marże					
Marża brutto (%)	22.8%	20.8%	20.4%	20.9%	21.6%
Marża EBITDA (%)	9.7%	10.0%	9.8%	10.1%	11.4%
Marża EBIT (%)	7.8%	7.3%	7.0%	7.7%	8.6%
Marża zysku netto (%)	5.9%	4.5%	5.5%	5.9%	6.2%
Dźwignia i stopy zwrotu					
Dług netto/EBITDA (x)	2.1	1.8	0.9	2.6	2.3
Dług netto/Kapitały własne (x)	0.5	0.6	0.2	0.6	0.6
Wskaźnik płynności bieżącej (x)	1.6	1.6	2.5	2.5	2.3
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	10.6	10.6	9.6	8.8	5.5
Cykl konwersji gotówki (dni)	87	79	75	74	74
ROA (%)	8.3%	6.5%	7.2%	6.9%	7.2%
ROIC (%)	11.2%	14.0%	10.5%	9.3%	10.8%
ROE (%)	14.9%	14.1%	11.3%	12.8%	13.9%

Wskaźniki wyceny	2015	2016p	2017p	2018p
P/E (x)	17.6	13.7	10.6	8.4
EV/EBITDA (x)	9.8	8.1	8.5	6.7
P/BV (x)	2.5	1.6	1.4	1.2
Stopa FCF (%)	2.1%	-7.5%	-29.3%	-5.1%
Stopa dywidendy (%)*	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%
Na akcję				
Liczba akcji (średnia, mlr)	8.6	10.4	10.4	10.4
Znorm. zysk na akcję (PLN)	1.2	1.3	1.6	2.1
BPS (PLN)	8.4	11.1	12.8	14.9
DPS	0.0	0.0	0.0	0.4

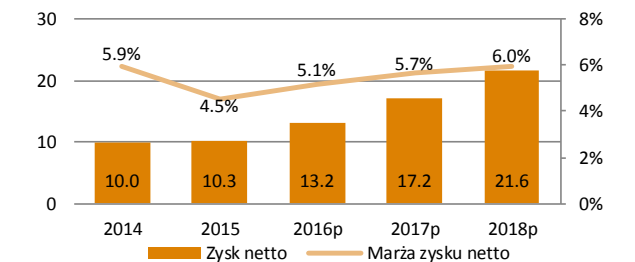
Mercator Medical: Przychody wg segmentów



Mercator Medical: EBITDA i Marża EBITDA (%)



Mercator Medical: Zysk netto i Marża zysku netto (%)



Analiza DuPonta	2015	2016p	2017p	2018p
Marża netto	4.5%	5.1%	5.7%	6.0%
Obrotowość aktywów	1.4	1.2	1.1	1.2
Dźwignia finansowa	2.2	1.8	2.1	2.0
ROE (%)	14.1%	11.3%	12.8%	13.9%

Nadchodzące wydarzenia

15 listopada 2016 r. Publikacja raportu za 3Q16

Czynniki ryzyka

Za główne czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji uważamy ryzyko walutowe oraz ryzyko zmiany cen surowców (koszt lateksu stanowi ok. 45%-60% wartości gotowego produktu). Dodatkowo widzimy ryzyko związane z możliwym opóźnieniem budowy nowego zakładu w Tajlandii lub i przekroczeniem planowanego budżetu tego projektu. Zwracając uwagę na wysoką dźwignię operacyjną segmentu produkcyjnego. Widzimy ryzyko wolniejszego od zakładanego tempa pozyskiwania nowych klientów dla oddawanych mocy produkcyjnych.

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

Tabela 1. Mercator Medical: Analiza SWOT

Silne Strony

- Lider na polskim rynku rękawic jednorazowych oraz jeden z liderów w Europie Środkowo-Wschodniej
- Szeroka sieć dystrybucji w Europie Środkowo-Wschodniej, pokrywająca terytorium danego kraju siecią regionalnych menedżerów handlowych i sprzedają z lokalnego magazynu w lokalnej walucie
- Szerokie portfolio produktowe w działalności dystrybucyjnej, które obejmuje większość rodzajów rękawic jednorazowych, opatrunków oraz produktów włókninowych
- Zdywersyfikowana baza klientów
- Potwierdzone zdolności do generowania dodatnich przepływów pieniężnych
- Unikalny mix kompetencji w zakresie dystrybucji i produkcji rękawic
- Zdywersyfikowana i sprawdzona baza dostawców

Szanse

- Ekspansja geograficzna w krajach rozwijających się
- Ekspansja dystrybucyjna na rynku Europy Zachodniej
- Zwiększona obecność na rynku amerykańskim
- Dalsza rozbudowa mocy produkcyjnych w zakładzie w Tajlandii
- Budowa zakładu produkującego wyroby z włókniny
- Plany dalszego zwiększania mocy produkcyjnych w zakładzie w Tajlandii w obszarze rękawic nitrylowych, które są najszybciej rosnącą kategorią rynku jednorazowych rękawic

Źródło: Szacunki Vestor DM

Słabe Strony

- Zmiany cen lateksu, jak również nitrylu i winylu wpływają na zmiany cen sprzedawanych rękawic jednorazowych
- Ekspozycja na rynki o niestabilnej sytuacji politycznej, m. in. Ukraina, Rosja, Tajlandia
- Wysoka konkurencja na rynku rękawic medycznych
- Niskie bariery wejścia
- Podatność wyników spółki na silne fluktuacje kursów walutowych

Zagrożenia

- Gwałtowny wzrost cen surowców
- Wzrost wynagrodzeń i kosztów energii w Tajlandii
- Możliwa nadpodaż na rynku rękawic medycznych, zwłaszcza nitrylowych
- Wzrost konkurencji ze strony innych podmiotów
- Wzrost zadłużenia

Wycena

Wyceniamy Mercator Medical przy użyciu dwóch metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodą porównawczą. Wycenę porównawczą oparliśmy o 2 grupy spółek porównywalnych złożonych ze światowych producentów rękawic medycznych oraz zintegrowanych dystrybutorów rękawic oraz innych akcesoriów medycznych. Za pomocą metody DCF szacujemy wartość kapitałów własnych Mercator na PLN 249m lub PLN 23.8 na akcję, natomiast przy użyciu metody porównawczej na PLN 251m lub PLN 24.1/akcję. Przypisując metodzie DCF wagę 75% oraz metodzie porównawczej wagę 25% szacujemy wartość godziwą akcji Mercator na PLN 23.9/akcję i przy 10.8% koszcie kapitału własnego wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 26.5/akcję wobec obecnej ceny rynkowej PLN 17.4.

Tabela 2. Mercator Medical: Podsumowanie wyceny

Metoda Wyceny	Metodologia	PLN m	Na akcję	Waga
Wycena DCF	Zdysk. przepływy gotówkowe za 2016-2020p	249	23.8	75%
Wycena porównawcza	Mnożniki 2016-2018p P/E i EV/EBITDA	251	24.1	25%
Implikowana wycena	Średnia ważona	249	23.9	
12m cena docelowa		276	26.5	

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%.
- Stosujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.1% w okresie prognozy oraz 4.5% w okresie rezydualnym.
- Zalewarowana beta na poziomie 1.5x oraz 1.4x w okresie rezydualnym.
- Na potrzeby obliczenia wartości kapitałów własnych dokonaliśmy modyfikacji długu netto na dzień 31.12.2015r. o środki pozyskane w drodze emisji akcji, tj. PLN 30.5m.

Tabela 3. Mercator Medical: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2016p-2020p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.1%	4.5%
Beta zalewarowana	1.5	1.4
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego	10.8%	11.3%
Stopa wolna od ryzyka	3.1%	4.5%
Marża na zadłużeniu	4.0%	4.0%
Koszt długu	7.1%	8.5%
Stopa opodatkowania	15.0%	15.0%
Koszt długu po podatku	6.0%	7.2%
% D	38.9%	30.3%
% E	61.1%	69.7%
WACC	8.5%	9.8%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 4. Mercator Medical: Wycena DCF
Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	>2020p
EBIT	17.9	23.4	31.1	38.4	39.7	
Podatek od EBIT	-3.2	-3.5	-4.1	-4.6	-4.5	
NOPAT	14.7	19.9	27.0	33.9	35.2	35.2
Amortyzacja	7.2	7.2	10.2	13.7	13.7	13.7
Zmiany w kapitale obrotowym	-5.7	-10.4	-13.8	-15.0	-4.7	-4.7
Capex	-26.5	-70.2	-33.2	-9.0	-9.0	-9.0
Wolne przepływy finansowe	-10.3	-53.5	-9.8	23.6	35.2	35.2
Czynnik dyskontowy (%)	98%	90%	83%	77%	71%	
Wartość bieżąca FCF	-10.1	-48.4	-8.1	18.1	24.9	
Wartość bieżąca FCF 2016-2020	-24					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1.0%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	284					
Wartość przedsiębiorstwa	260					
Kapitały mniejszości	0					
Dług netto (2015)*	11					
Wartość kapitału własnego	249					

*Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM, * dług netto zmodyfikowany o szacunkowe wpływy z emisji akcji*

Wycena metodą porównawczą

Wycenę metodą porównawczą przeprowadziliśmy w oparciu o dwie grupy spółek porównywalnych:

- Światowych producentów rękawic gumowych - zarówno lateksowych, jak i nitylowych
- Inne światowe podmioty – przede wszystkim dystrybutorzy - z branży rękawic medycznych.

Zauważamy, że według naszych prognoz spodziewamy się wyższego tempa wzrostu skali działalności Mercator wobec spółek z grupy porównawczej.

Tabela 5. Mercator Medical: Dane spółek porównawczych - produkcyjnych

Nazwa	CAGR 2015-2018			DY (%)*		Dług netto/EBITDA		
	Przychody	EBITDA	Zysk netto	2016p	2017p	2015	2016p	2017p
PRODUKCJA								
Top Glove	10%	12%	12%	3%	3%	-0.4	0.4	-0.1
Kossan Rubber	13%	15%	12%	2%	2%	0.2	0.0	0.2
Supermax	n.a.	n.a.	n.a.	3%	3%	1.7	0.7	1.1
Hartalega	20%	16%	15%	2%	2%	0.5	0.0	-0.2
Mediana	13%	15%	12%	2%	3%	0.3	0.2	0.1
MMD	17%	22%	30%	0%	0%	1.8	0.9	2.6

** Dywidenda płacona w danym roku, Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM*

Tabela 6. Mercator Medical: Dane spółek porównawczych - zintegrowanych

Nazwa	CAGR 2015-2018			DY (%)*		Dług netto/EBITDA		
	Przychody	EBITDA	Zysk netto	2016p	2017p	2015	2016p	2017p
ZINTEGROWANE								
Ansell	1%	4%	-3%	2%	3%	1.6	1.8	1.5
Semperit	2%	-6%	0%	4%	4%	0.3	2.3	1.8
Sri Trang	7%	43%	14%	4%	4%	16.7	n.a.	n.a.
Halyard Health	0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-1.4	2.4	2.1
Mediana	1.1%	3.6%	0.1%	4%	4%	1.0	2.3	1.8
MMD	17%	22%	30%	0%	0%	1.8	0.9	2.6

* Dywidenda płacona w danym roku, Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Na naszych prognozach Mercator Medical notowany jest przy mnożnikach P/E 13.7x w 2016p, 10.6x w 2017p i 8.4x w 2018p oraz mnożnikach EV/EBITDA odpowiednio 8.1x, 8.5x i 6.7, co implikuje kilkudziesięcioprocentowe dyskonta do spółek porównywalnych. Zauważamy, że według naszych prognoz spodziewamy się wyższego tempa wzrostu skali działalności Mercator wobec spółek z grupy porównawczej.

Tabela 7. Mnożniki spółek porównawczych - produkcyjnych

Nazwa	Kraj	Mcap PLN	P/E(x)			EV/EBITDA(x)			ROE(%)		
			2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p
Produkcja											
Top Glove	Malezja	5716	16.3	16.1	15.4	11.0	10.7	10.2	21.6%	19.1%	18.3%
Kossan Rubber	Malezja	4067	20.7	18.3	15.6	12.3	10.8	9.3	20.1%	20.4%	21.5%
Supermax	Malezja	1343	10.6	10.7	10.0	7.6	7.5	6.7	11.4%	12.5%	12.4%
Hartalega	Malezja	7186	28.1	27.3	24.6	18.5	17.7	15.7	17.5%	18.2%	19.0%
Mediana			18.5	17.2	15.5	11.7	10.8	9.7	18.8%	18.2%	18.7%
MMD	Polska	181	13.7	10.6	8.4	8.1	8.5	6.7	11.3%	12.8%	13.9%
Dyskonto			-26%	-38%	-46%	-30%	-21%	-31%			

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Tabela 8. Mnożniki spółek porównawczych - zintegrowanych

Nazwa	Kraj	Mcap PLN	P/E(x)			EV/EBITDA(x)			ROE(%)		
			2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p
Zintegrowane											
Ansell	Australia	18.9	17.5	16.5	12.7	11.3	10.5	13.6%	13.3%	12.9%	18.9
Semperit	Austria	15.5	12.2	10.6	7.6	6.8	6.2	8.7%	10.5%	11.5%	15.5
Sri Trang	Tajlandia	11.5	10.6	9.0	11.7	10.7	9.8	6.3%	6.4%	7.1%	11.5
Halyard Health	USA	18.8	18.1	16.3	9.9	9.4	8.6	6.9%	7.3%	7.1%	18.8
Mediana			17.2	14.8	13.4	10.8	10.1	9.2	7.8%	8.9%	9.3%
MMD	Polska	181.2	13.7	10.6	8.4	8.1	8.5	6.7	11.3%	12.8%	13.9%
Dyskonto			-20%	-29%	-37%	-25%	-15%	-27%			

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Wycenę metoda porównawczą oparliśmy o mnożniki P/E i EV/EBITDA na lata 2016-2017. Każdemu z czterech mnożników przypisaliśmy równą wagę 25%. Wycena i mnożniki na rok 2018p mają charakter prezentacyjny z wagą 0%. Przypisaliśmy wagi medianom obydwu grup porównawczych zgodne z naszymi szacunkami dotyczącymi wkładu segmentu dystrybucyjnego i produkcyjnego do EBITDA Grupy w latach 2016-2018. Wycena metodą porównawczą implikuje wartość godziwą akcji Mercator Medical PLN 24.1 na akcję lub PLN 251m.

Tabela 9. Mercator Medical: Wycena porównawcza do spółek zagranicznych - podsumowanie

Wycena wskaźnikowa	Waga (%)	P/E(x)			EV/EBITDA(x)		
		2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p
Producenci	50%	18.5	17.2	15.5	11.7	10.8	9.7
Dystrybutorzy	50%	17.2	14.8	13.4	10.8	10.1	9.2
Średnia ważona	x	17.8	16.0	14.5	11.2	10.4	9.5
Wyniki	PLN m	13.2	17.2	21.6	25.1	30.6	41.3
Dług netto	PLN m				23.2	79.5	94.7
Wycena implikowana	PLN m	235	274	312	259	239	296
Wycena na akcję	PLN/akcja	22.5	26.3	29.9	24.8	22.9	28.4
Waga	%	25%	25%	0%	25%	25%	0%
MMD: Średnia wycena na akcję	PLN/akcja			24.1			

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Strategia rozwoju

W dniu 8 sierpnia 2016r. Mercator Medical opublikował strategię rozwoju opartą o cztery filary:

- 1) **Budowę fabryki rękawic nitylowych w Tajlandii** – W odpowiedzi na trendy rynkowe Mercator Medical planuje dalszą rozbudowę fabryki produkcyjnej w Tajlandii, dzięki czemu spółka poszerzy dotychczasową ofertę produktową o segment rękawic nitylowych (najszybciej rosnący segment rynku) oraz od 2018r. zwiększy posiadane moce produkcyjne o 1.8mld szt. rocznie do 3mld szt. rocznie. Inwestycja zakłada uruchomienie 8 nowych linii produkcyjnych. Jej koszt szacowany jest na PLN 107m i będzie sfinansowany w ok. 65% kredytem bankowym, a w pozostałej części środkami własnymi, w tym pozyskanymi na rynku kapitałowym.
- 2) **Budowę fabryki wyrobów z włókniny w Polsce** – Do tej pory w zakresie wyrobów włókninowych spółka generowała przychody jedynie z ich dystrybucji od azjatyckich dostawców. Mercator planuje otworzyć własną fabrykę produktów włókninowych w Brześciu Kujawskim, a poprzez to wzrost sprzedaży oraz udziału w polskim rynku jednorazowych wyrobów włókninowych do 20% w 2020r. (z obecnie ok. 5%). Szacowany koszt inwestycji to ok. PLN 3.8m, który zostanie pokryty w ok. 80% kredytem bankowym, a w pozostałej części ze środków własnych spółki. Planowany termin rozpoczęcia inwestycji to 4Q16, a termin uruchomienia produkcji - 2Q17.
- 3) **Ekspansję dystrybucyjną w wybranych krajach Europy Zachodniej** – Pomimo sprzedaży wyrobów w ok. 50 krajach świata, Mercator jedynie w Polsce i niektórych krajach Europy Środkowo-Wschodniej (tj. Rosja, Ukraina, Rumunia, Węgry i Czechy) posiada zorganizowaną sieć dystrybucji. W tych krajach Mercator tworzy spółki celowe (lub oddziały) i za ich pośrednictwem dystrybuje produkty do odbiorców. Spółka planuje rozszerzyć własną sieć dystrybucji także na wybrane kraje Europy Zachodniej. Do końca 2017r. chce uruchomić zorganizowaną sprzedaż rękawic pod markami własnymi, a do końca 2018r. otworzyć własną dystrybucję w przynajmniej jednym z tych krajów.
- 4) **Osiągnięcie pozycji top 3 na wszystkich rynkach dystrybucyjnych Grupy w Europie Środkowo-Wschodniej** – Obecnie spółka jest liderem na rynku polskim oraz jednym z trzech największych graczy w Rumunii, na Ukrainie i na Węgrzech. Spółka chce osiągnąć pozycję top 3 także na rynku rosyjskim (na którym obecnie zajmuje miejsce 6-7) oraz czeskim i słowackim.

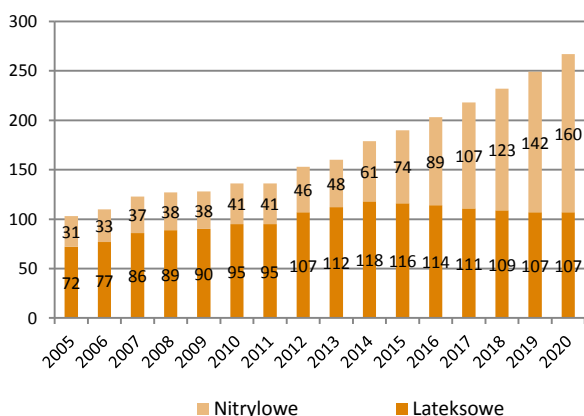
Rozbudowa mocy produkcyjnych

Przesłanka rynkowa inwestycji

Główną przesłanką dla podjęcia inwestycji w nową fabrykę rękawic gumowych – poza sukcesem poprzedniego projektu inwestycyjnego w Tajlandii - są oczekiwania zarządu spółki co do dynamicznego wzrostu popytu na rękawice nitrylowe w najbliższych latach. Zarząd szacuje, iż w perspektywie do 2020r. światowy popyt tylko na rękawice medyczne wzrośnie o 41% względem 2015r. do 267mld szt. Zarząd jednocześnie szacuje, iż zapotrzebowanie na rękawice z lateksu naturalnego w wyżej wymienionym przedziale czasowym spadnie o 8% do 107mld szt. z 116mld szt. w 2015r. Według Mercator Medical w tym samym czasie popyt na rękawice nitrylowe, które Grupa chce produkować w nowej fabryce wzrośnie o 116% do 160mld szt. w 2020r. z 74mld szt. w 2015r. Prognozy zarządu są spójne z planami największych producentów rękawic na świecie, którzy także zapowiedzieli inwestycje w nowe moce wytwórcze w zakresie rękawic nitrylowych. Rosnąca preferencja dla rękawic nitrylowych zwłaszcza w krajach rozwiniętych wynika z:

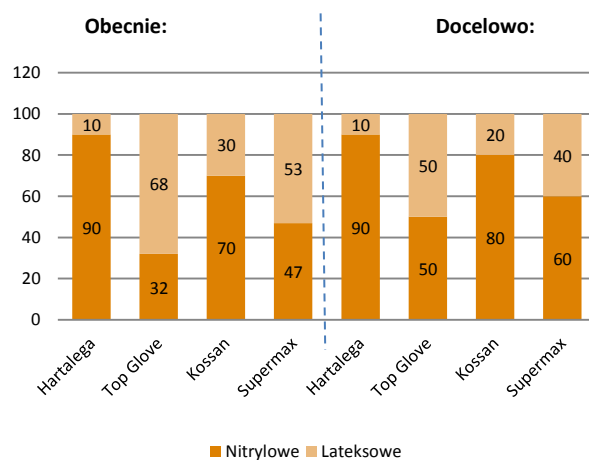
- alergii na lateks naturalny i puder wewnątrz rękawic lateksowych,
- możliwości wyboru dowolnego koloru/designu rękawic nitrylowych, niższej wagi rękawicy oraz większej ich popularności (jako produktu nowych technologii) wobec jednolitej kolorystyki dla rękawic lateksowych.

Wykres 1. Prognoza popytu na rynku rękawic medycznych (mld szt.)



Źródło: Spółka

Wykres 2. Planowana struktura produkcji globalnych producentów rękawic



Źródło: Hartalega

Korzyści

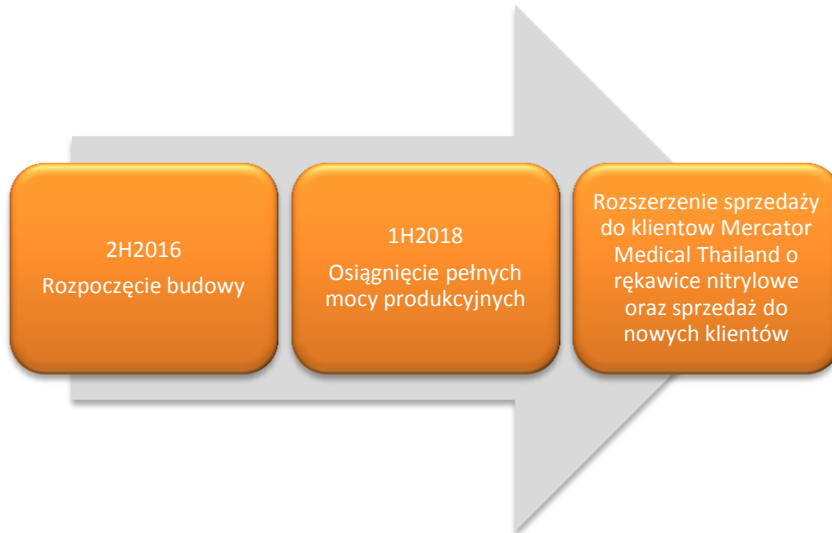
Jako główne korzyści z realizacji projektu budowy nowego zakładu spółka wskazała:

- poszerzenie portfolio produkcyjnego o rękawice nitrylowe,
- zwiększenie możliwości elastycznego reagowania na potrzeby klientów,
- stabilizację jakości i cen oferowanych rękawic nitrylowych,
- stworzenie alternatywnego źródła zaopatrzenia zwiększającego bezpieczeństwo dostaw w okresach wzmożonego popytu (np. epidemie),
- umożliwienie dystrybucji rękawic w krajach, w których wymagana jest rejestracja firmy,
- zbudowanie dodatkowego know-how w firmie w części produkcyjnej, które może być wykorzystywane przez część dystrybucyjną w trakcie negocjacji z dostawcami.

Dane technicznie, założenia biznesowe i harmonogram

Nowa fabryka ma posiadać zdolności produkcyjne wynoszące 1.83mld szt. rękawic rocznie i ma być wyposażona w 8 nowoczesnych linii produkcyjnych. Łączna kubatura budynków ma wynieść 260k m³ przy działce o wielkości 6ha. Zgodnie z opublikowaną strategią budowa nowego zakładu ma potrwać 18 miesięcy i zakończyć się w pierwszym półroczu 2018r. Grupa planuje, iż 50% produkcji nowej fabryki będzie sprzedawane przez Mercator Medical Polska i inne spółki dystrybucyjne Grupy, a pozostałe 50% będzie dystrybuowane do obecnych i nowych klientów fabryki w Tajlandii.

Rysunek 1. Harmonogram budowy fabryki rękawic nitrylowych w Tajlandii



Źródło: Spółka

Finansowanie

Koszt budowy zakładu w Tajlandii został oszacowany na ok. PLN 107m. W strategii Grupa poinformowała, iż inwestycja będzie finansowana w ok. 65% (ok. PLN 70m) długiem a w 35% (ok. PLN 40m) kapitałem własnym, w tym pozyskanym w drodze emisji akcji. Mercator zawarł w marcu 2016 r. z CIMB Thai Bank w Tajlandii umowy kredytowe na finansowanie inwestycji oraz kapitału obrotowego w wysokości PLN 86.2m (kredyty zostaną udzielone w USD i THB, na kwotę odpowiednio w wysokości USD 10.85m i THB 415.2m), przy czym finansowanie kredytowe może pokryć maksymalnie 70% kosztów inwestycji. Warunkiem uruchomienia kredytów jest również podwyższenie kapitału własnego spółki zależnej w Tajlandii o ok. PLN 15m do 31 grudnia 2016r.

Prognozy finansowe i wycena projektu Vestor DM

Na potrzeby kalkulacji potencjalnego wpływu inwestycji na wyniki Mercator Medical przygotowaliśmy oddzielny model finansowy dla nowej inwestycji z następującymi założeniami:

- fabryka staje się operacyjna w lipcu 2018p,
- w pierwszych 6 miesiącach wolumen sprzedaży wynosi 800m szt. wobec mocy 900m szt. i następnie rośnie do 1,700m szt. w 2019p i 1,800szt. w 2020p,
- nie założyliśmy żadnych wahań kursów walutowych tj. USD/PLN czy THB/USD,
- przyjęliśmy średnią cenę rękawic na poziomie identycznym do rękawic lateksowych przyjętą w naszym modelu,

- przyjęliśmy marżę EBITDA na poziomie 12.5% - identyczną jak dla pozostałej części fabryki w Tajlandii produkującej rękawice lateksowe (pomimo, iż obecnie wyższe marże na świecie są realizowane na rękawicach właśnie nitrylowych),
- przyjęliśmy, iż na poczet projektu Mercator zaciągniemy PLN 70m kredytu (w THB i USD), które średnie oprocentowanie wyniesie 5%,
- przyjęliśmy, iż projekt do 2023r. nie będzie płacił podatku dochodowego, który w Tajlandii wynosi 20%.

Przy tak skonstruowanych założeniach szacujemy, że nowy projekt docelowo w 2020r. powinien generować ok. PLN 145.5m przychodów (na poziomie skonsolidowanym poziom „dodatkowych” przychodów będzie zależał od poziomu sprzedaży wewnątrz grupy) oraz PLN 18.2m EBITDA i PLN 8.9m zysku netto. Zwracamy uwagę, iż oczekiwane przez nas poziomy EBITDA PLN 18.2m i zysku netto PLN 8.9m w 2020r. odpowiadają odpowiednio 79% i 86% analogicznych wyników całej grupy w 2015r.

Tabela 10. Mercator Medical: Szacunkowe wyniki nowej fabryki w Tajlandii (w PLNm)

	2018p	2019p	2020p
Przychody	64.7	137.4	145.5
EBIT	5.1	10.7	11.7
EBITDA	8.1	17.2	18.2
Zysk netto	3.1	7.2	8.9
marża EBIT	7.9%	7.9%	8.0%
marża EBITDA	12.5%	12.5%	12.5%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Na podstawie sporządzonego przez nas modelu biznesowego obliczyliśmy NPV projektu w Tajlandii na PLN 65m. Jednocześnie zwracamy uwagę, iż w opublikowanej strategii zarząd Mercator Medical szacuje NPV tego projektu na PLN 77m.

Tabela 11. Mercator Medical: NPV projektu nowej fabryki w Tajlandii

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021	2022	2023	2024	2025	2026	>2027p
Przychody	0.0	0.0	64.7	137.4	145.5	145.5	145.5	145.5	145.5	145.5	145.5	
EBITDA	0.0	0.0	8.1	17.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	18.2	
EBIT	0.0	0.0	5.1	10.7	11.7	11.6	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5	
Podatek od EBIT	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.3	-2.3	-2.3	
NOPAT	0.0	0.0	5.1	10.7	11.7	11.6	11.5	11.5	9.2	9.2	9.2	
Amortyzacja	0.0	0.0	3.0	6.5	6.5	6.6	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	
Zmiany w kapitale obrotowym	0.0	0.0	-10.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Capex	-20.0	-60.0	-27.0	-0.5	-0.5	-0.5	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	
Wolne przepływy finansowe	-20.0	-60.0	-28.9	16.7	17.7	17.7	17.2	17.2	14.9	14.9	14.9	14.9
Czynnik dyskontowy (%)	98%	92%	85%	79%	74%	69%	64%	60%	56%	52%	48%	
Wartość bieżąca FCF	-19.7	-54.9	-24.7	13.2	13.1	12.2	11.0	10.3	8.3	7.7	7.2	
Wartość bieżąca FCF 2016-2027	-16											
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1.0%											
Zdyskontowana wartość rezydualna	82											
Wartość przedsiębiorstwa	65											
Wartość kapitału własnego	65											

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 12. Mercator Medical: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału

WACC	2016-2026p	TV
Stopa wolna od ryzyka*	2.1%	4.1%
Beta	2.0	1.5
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego	12.0%	11.6%
Stopa wolna od ryzyka	2.1%	4.1%
Marża na zadłużeniu	4.0%	4.0%
Kosztu długu	6.1%	8.1%
Stopa opodatkowania	20.0%	20.0%
Koszt długu po podatku	4.9%	6.5%
% D	65.0%	35.0%
% E	35.0%	65.0%
WACC	7.4%	9.8%

Źródło: Szacunki Vestor DM, * prognozowana na 2016p oprocentowanie 10-letnich obligacji Tajlandii

Ryzyka

Jako główne ryzyka dla naszych szacunków dotyczących prognoz finansowych i NPV projektu w Tajlandii zidentyfikowaliśmy:

1. **Ryzyko opóźnień i przekroczenia budżetu budowy.** Według harmonogramu budowa nowego zakładu w Tajlandii ma potrwać 18 miesięcy i fabryka ma rozpocząć operacje w pierwszej połowie 2018r. Zwracamy uwagę na ryzyko opóźnienia budowy charakterystyczne dla projektów budowlanych. Dodatkowo zarząd oszacował koszt budowy nowego zakładu na PLN 107m. Z uwagi na długi czas trwania projektu identyfikujemy ryzyko inflacji cen materiałów budowlanych czy maszyn, które będą stanowiły wyposażenie nowej fabryki. W przypadku podwyżek cen i zwiększenia budżetu projektu widzielibyśmy ryzyko zwiększenia kosztów finansowych (z uwagi na konieczność zaciągnięcia dodatkowego zadłużenia) i prognoz finansowych, a także obniżenia NPV projektu.
2. **Ryzyko kursów walutowych.** Koszty budowy zakładu będą denominowane w tajskim bahtcie w przypadku kosztów budowlanych oraz dolarze amerykańskim w przypadku urządzeń technologicznych. Jednocześnie nowa fabryka będzie realizowała przychody przede wszystkim w USD. Stąd jeżeli w trakcie budowy nastąpi aprecjacja USD, co zwiększy koszty budowy, a następnie po uruchomieniu fabryki nastąpi deprecjacja USD to będzie to miało negatywny wpływ na wyniki i NPV projektu.
3. **Ryzyko nadpodaży na rynku rękawic i niższych marż.** Najwięksi producenci rękawic medycznych na świecie w najbliższych latach planują zwiększenie mocy produkcyjnych zwłaszcza w zakresie rękawic nitrylowych. Stąd widzimy ryzyko, iż oddanie nowych inwestycji w krótkim okresie czasu, jeżeli nastąpi w przypadku okresu osłabienia popytu, może spowodować erozję marż na rynku i spowodować niższą od zakładanej rentowność nowego zakładu.

Wyniki 2Q16

- Przychody w 2Q16 wyniosły PLN 69.1m (+30% rdr, +16% kw/kw) dzięki wzrostowi sprzedaży segmentu dystrybucji o 48% r/r
- EBITDA wyniosła PLN 6.3m (+16% r/r, +5% r/r) z czego dystrybucja PLN 4.8m (+115% r/r) a produkcja PLN 1.6m (-52% r/r)
- Pozytywnie na zysk netto wpłynęło dodatnie saldo z działalności finansowej PLN 0.8m wobec PLN -1.4m w 2Q15 i -0.8m w 1Q16
- Zysk netto na poziomie PLN 4.1m (+62% r/r i +60% kw/kw)
- Dług netto wyniósł PLN 44.8m wobec PLN 45.4m na koniec 1Q16
- Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej na poziomie PLN 7.8m
- Po całym 1H16 wykonanie naszej całorocznej prognozy EBITDA i zysku netto wynosi 48% i 49%.

Tabela 13. Mercator Medical: Omówienie wyników 2Q16

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	r/r	kw/kw	2016p	%
Przychody	47.9	52.9	62.8	63.0	59.4	69.1	30%	16%	260.0	49%
EBIT	3.6	3.9	5.0	4.0	4.3	4.5	15%	5%	18.2	48%
EBITDA	5.1	5.5	6.6	5.6	6.0	6.3	16%	5%	25.4	48%
Zysk netto	3.1	2.5	2.5	2.1	2.6	4.1	62%	60%	13.6	49%

Źródło: Spółka, Vestor DM

Przychody. Przychody Mercator w 2Q16 wyniosły PLN 69.1m i były o 30% wyższe niż w 2Q15 i 16% wyższe niż w 1Q16. Na wzrost przychodów wpływ miał przede wszystkim segment dystrybucyjny, gdzie obroty wzrosły aż o 48% r/r do PLN 57.6m z PLN 38.9m w roku ubiegłym. Wzrost obrotów w takiej skali był możliwy dzięki wzrostowi na rynku polskim o 41% r/r oraz o 8% na rynkach zagranicznych, gdzie najwyższe dynamiki zanotowano na rynku rosyjskim (+1853% r/r i 43% kw/kw), gdzie sprzedaż w drugim kwartale wyniosła PLN 8.7m, czyli 15% przychodów segmentu dystrybucji. W segmencie produkcji przychody spadły o 5% r/r do PLN 19m, co według naszych szacunków jest pochodną przede wszystkim spadku obrotów z Arabią Saudyjską o 70% r/r oraz obniżenia cen produktów.

Rentowność. EBITDA wyniosła PLN 6.3m, co oznacza wzrost o 16% r/r i 5% kw/kw. Segment dystrybucji osiągnął EBITDA PLN 4.8m, co oznacza wzrost 115% r/r przy marży 7.6% wobec jedynie 5% w roku ubiegłym, na co wpływ ma naszym zdaniem dokonywane systematycznie dostosowanie cen dla klientów do zeszłorocznych zwyczaj kursu USD, co obniżało marże w krótkim terminie w 2015r. Z drugiej strony EBITDA segmentu produkcji wyniosła jedynie PLN 1.6m, co oznacza spadek o 52% r/r na co wpływ naszym zdaniem ma z jednej strony obniżka cen dla klientów (dostosowanie cen do kursu USD), ale przede wszystkim obniżenie o kilkadziesiąt procent zamówień od jednego z głównych klientów Majal Care Trading, co zmusiło spółkę do lokowania wolumenów na rynku spot po obniżonych cenach, a co z kolei negatywnie wpłynęło na marże. Pozytywnie na zysk netto wpłynęło dodatnie saldo z działalności finansowej PLN 0.8m wobec PLN -1.4m w 2Q15 i -0.8m w 1Q16, na co wpływ miało dodatnie saldo różnic kursowych i wycen kontraktów na poziomie PLN 1.3m. Zysk netto na poziomie PLN 4.1m, +62% r/r i +60% kw/kw.

Przepływy pieniężne i dług netto. Operacyjne przepływy pieniężne wyniosły w 2Q16 PLN 7.8m wobec PLN -0.5m w 2Q15. Nakłady inwestycyjne wyniosły PLN 7m z czego ok. PLN 5m dotyczyło prac na działce w Tajlandii, gdzie ma być wybudowany nowy zakład produkcyjny. Niemniej jednak spółka wskazuje, że prace te musiały być wykonane, nawet jeśli spółka porzuciłaby ten projekt i zdecydowała się na sprzedaż samej działki. W związku z powyższym dług netto uległ nieznacznemu obniżeniu do PLN 44.8m wobec PLN 45.4m na koniec 1Q16.

Prognozy finansowe

Zmiana prognoz

W wyniku uwzględnienia emisji akcji oraz nowych projektów inwestycyjnych Mercator Medical wynikających z ogłoszonej w sierpniu strategii rozwoju, dokonaliśmy zmian naszych prognoz finansowych, głównie na lata 2017-2018p.

Tabela 14. Mercator Medical: Zmiana prognoz finansowych

	2016p			2017p			2018p		
	Poprz.	Nowe	%	Poprz.	Nowe	%	Poprz.	Nowe	%
Przychody	260.0	256.2	-1%	284.6	303.5	7%	306.1	361.5	18%
EBIT	18.2	17.9	-1%	21.0	23.4	11%	22.5	31.1	38%
EBITDA	25.4	25.1	-1%	28.2	30.6	8%	29.7	41.3	39%
Zysk netto	13.6	13.2	-3%	16.2	17.2	6%	17.6	21.6	23%

Źródło: Vestor DM

Dystrybucja

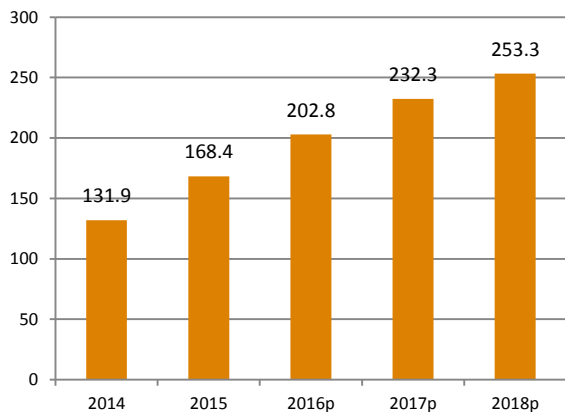
Oczekujemy kontynuacji wzrostu przychodów w segmencie dystrybucji z uwagi na:

1. dalszy rozwój sieci dystrybucji w regionie Europy Środkowo-Wschodniej oraz przede wszystkim Rosji,
2. wzrost rynku rękawic medycznych.

Zauważamy, iż w 2016r. doszło do stabilizacji kursów walut rynków wschodzących wobec USD co powinno ustabilizować ceny na rynku rękawic medycznych. Zakładamy, że w związku z faktem iż Mercator prowadzi działalność przede wszystkim na rynkach krajów rozwijających się oczekujemy, że przychody Grupy w segmencie dystrybucji będą rosły szybciej niż globalny rynek rękawic, gdzie stowarzyszenie Margma oczekuje 8% średniorocznej stopy wzrostu. Zwracamy uwagę, że stabilizacja waluty ukraińskiej i rosyjskiej powinny umożliwić wyższe wolumeny sprzedaży na tych rynkach oraz znormalizować marże. Zwłaszcza rynek rosyjski wydaje się bardzo obiecujący, gdzie w 2Q16 przychody po wzroście o 1853% r/r i 43% kw/kw do PLN 8.7m i stanowiły już 15% całości sprzedaży segmentu dystrybucji. W 2016r. oczekujemy dostosowania cen realizowanych przez Mercator do wzrostu kursu USD/PLN z 2015r. (choćby w nowych rocznych kontraktach dla szpitali) co przełoży się na wzrost marży EBITDA do 8.7% w 2016p i w latach 2017-2018p nie zakładamy istotnych odchyień od tego poziomu. Dodatkowo zakładamy, że zrealizowana w 2017p inwestycja w zakład produkujący produkty z włókniny pozwoli na zwiększenie wolumenów sprzedaży tego asortymentu, chociażby poprzez umożliwienie startu w przetargach dla placówek służby zdrowia. Zwracamy uwagę, że oczekiwana przez nas marża EBITDA na lata 2016-2018 jest niższa od zrealizowanej przez ten segment marży w 2014r.

Wykres 3. Przychody - segment dystrybucji

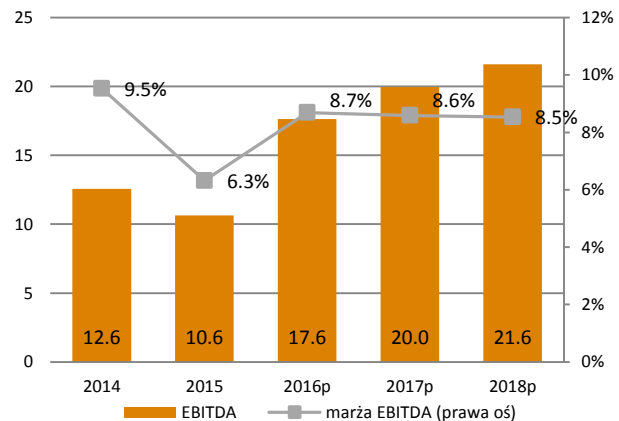
PLNm



Źródło: Szacunki Vestor DM

Wykres 4. EBITDA i marża EBITDA - segment dystrybucji

PLNm



Źródło: Szacunki Vestor DM

Produkcja

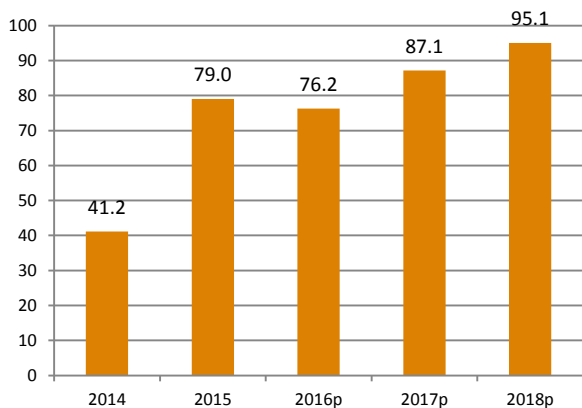
Pomimo, iż będzie to pierwszy pełny rok po rozbudowie mocy produkcyjnych do 1.2mld szt. rękawic rocznie, w 2016r. w segmencie produkcji oczekujemy spadku przychodów o 3% r/r do PLN 76.2m, co będzie związane z niższymi cenami uzyskiwanymi na rynku spot, gdzie spółka jest zmuszona do lokowania produkcji po obniżeniu zamówień od głównego klienta Majal Care Trading. W kolejnych latach oczekujemy stabilizacji cen i wzrostu przychodów dzięki pozyskaniu nowych długoterminowych kontrahentów. W naszym modelu zakładamy, że w roku 2016 aż 32% będzie sprzedawane wewnątrz Grupy Mercator Medical, po czym od 2017p oczekujemy stabilizacji grupy klientów i obniżenia tego wskaźnika do 20% i 15% w 2018r. nie uwzględniając nowej fabryki. Po uzyskaniu 15% marży EBITDA w 2015r., w bieżącym roku oczekujemy jej obniżenia ze względu na:

- rynkowe dostosowanie cen do zmiany kursu USD w 2015r. i spadku cen lateksu,
- obniżenie zamówień od Majal Care Trading co zmusza fabrykę do poszukiwania nowych klientów i umiejscowienia wolumenów rezerwowanych dla tego klienta na rynku tzw. „spotowym”.

Oczekujemy, iż spółce uda się pozyskać nowych długoterminowych klientów na odbiór rękawic lateksowych, co przełoży się na wzrost marży w 2017p i stabilizację od 2018p.

Wykres 5. Mercator Medical: Przychody - segment produkcji

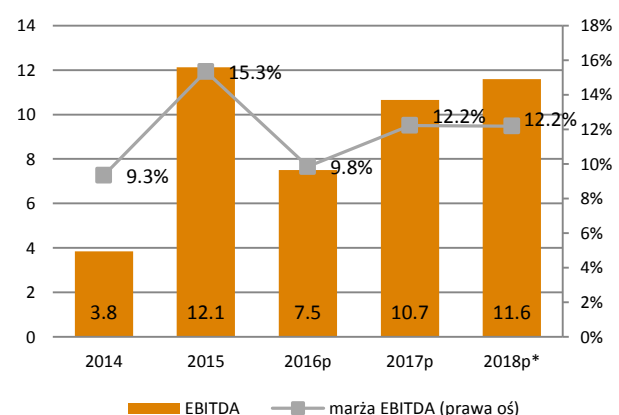
PLN m



Źródło: Szacunki Vestor DM

Wykres 6. Mercator Medical: EBITDA i marża EBITDA - segment produkcji

PLN m



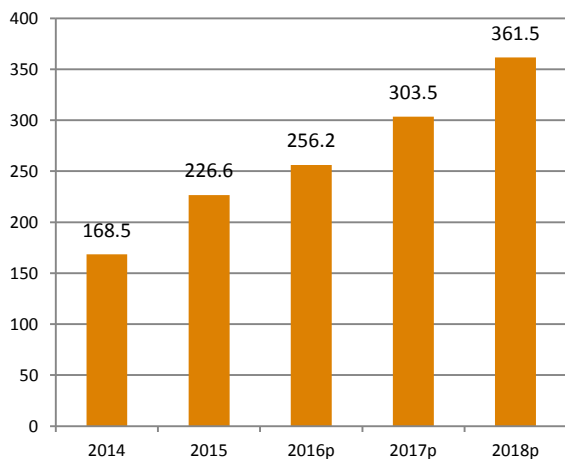
Źródło: Szacunki Vestor DM, * bez uwzględnienia nowego zakładu

Skonsolidowane przychody i EBITDA

Prognozujemy wzrost przychodów Grupy o 13% do PLN 256.2m w 2016p, dzięki wzrostowi sprzedaży segmentu dystrybucji o 20% r/r i pomimo spadku przychodów w segmencie produkcji. W 2017p dzięki stabilizacji cen i wolumenów w segmencie produkcji oraz dalszej ekspansji w segmencie dystrybucji oczekujemy wzrostu przychodów o 18.5% r/r do PLN 303.5m w 2017p. Dodatkowo w 2018p zakładamy, iż nowa fabryka w Tajlandii wygeneruje dodatkowe PLN 25.8m sprzedaży (60% produkcji będzie sprzedane wewnątrz Grupy). Zważywszy na powyższe oraz nowe możliwości zwiększania wolumenów sprzedaży produktów z włókniny w 2018p spodziewamy się kolejnego skokowego wzrostu przychodów o 19.1% r/r do PLN 361.5m. Z uwagi na rosnący udział niżej marżowego segmentu dystrybucji oczekujemy obniżenia marży EBITDA w 2016p do 9.8% z 10% w 2015r. Niemniej jednak z uwagi na konsekwentny wzrost przychodów oczekujemy wzrostu EBITDA o 10% r/r do PLN 25.1m w 2016p oraz wraz z poprawą sytuacji w segmencie produkcji o 21.8% r/r do PLN 30.6m w 2017p i o kolejne 35% r/r do PLN 41.3m w 2018p po rozpoczęciu operacji przez nową fabrykę rękawic w Tajlandii oraz zakładu produkującego produkty z włókniny w Polsce.

Wykres 7. Mercator Medical: Przychody

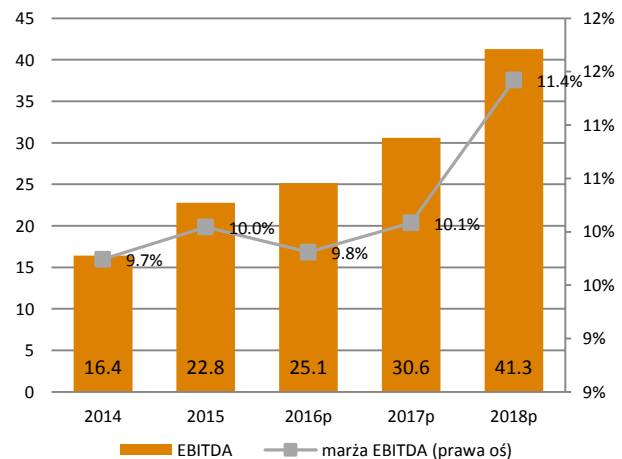
PLNm



Źródło: Szacunki Vestor DM

Wykres 8. Mercator Medical: EBITDA i marża EBITDA

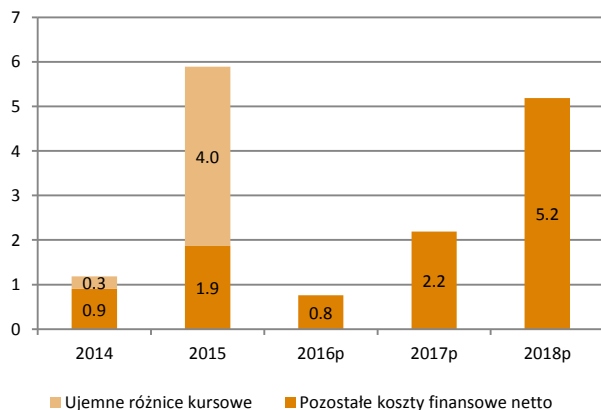
PLNm



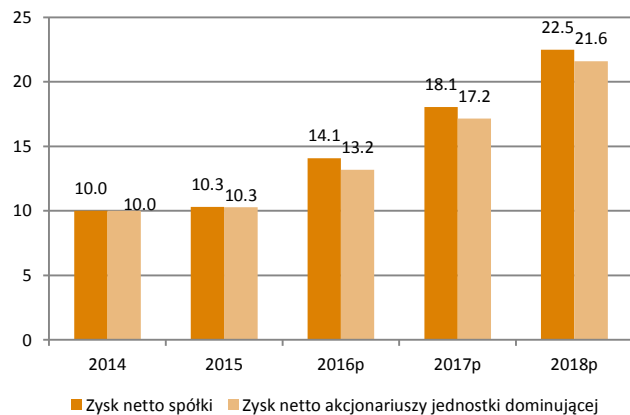
Źródło: Szacunki Vestor DM

Koszty finansowe i zysk netto

W naszych prognozach na 2016p nie zakładamy rozpoznania żadnych kosztów z tytułu ujemnych różnic kursowych, które w 2015r. obciążły wynik netto kwotą PLN 4.0m. W związku z powyższym oczekujemy spadku wysokości kosztów finansowych netto do PLN 0.8m w 2016p. W kolejnych latach wraz z rosnącym zadłużeniem związanym z realizowanym procesem inwestycyjnym oczekujemy wzrostu kosztów finansowych netto do PLN 2.2m w 2017p i do PLN 5.2m w 2018p, kiedy rachunek zysków i strat zacznie być obciążany kosztem obsługi kredytów na budowę fabryki w Tajlandii, które do momentu uruchomienia zakładu będą kapitalizowane. W 2016p z uwagi na niewielką kontrybucję ze strony segmentu produkcji - gdzie spółka korzysta ze zwolnienia podatkowego - oczekujemy wzrostu efektywnej stawki podatkowej do 18% w 2016p, i jej stopniowego obniżania wraz ze wzrostem udziału w wyniku netto segmentu produkcji do 15% w 2017p i 13% w 2018p. W rezultacie oczekujemy wzrostu wyniku netto Grupy w 2016 o 28% r/r do PLN 13.2m w 2016p, o 30% r/r do PLN 17.2m w 2017p i o 26% r/r do PLN 21.6m w 2018p.

Wykres 9. Mercator Medical: Koszty finansowe netto
 PLNm


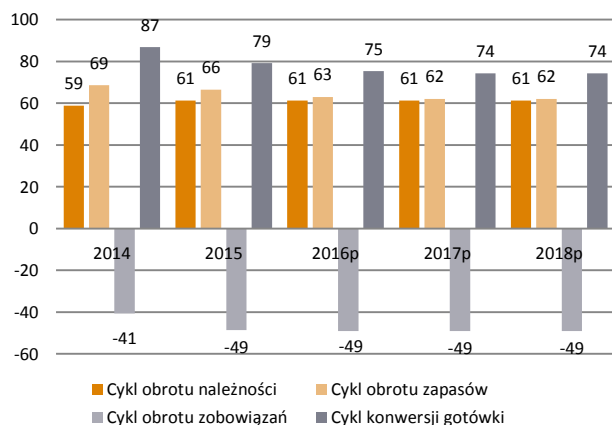
Źródło: Szacunki Vestor DM

Wykres 10. Mercator Medical: Zysk netto spółki i należny akcjonariuszom jednostki dominującej
 PLNm


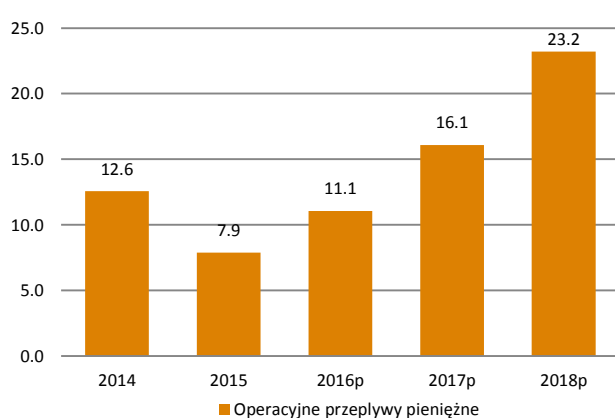
Źródło: Szacunki Vestor DM

Kapitał obrotowy i przepływy pieniężne

W okresie prognozy oczekujemy nieznacznego spadku cyklu konwersji gotówki o 5 dni z 79 dni w 2015r. do 74dni w 2017p m.in. dzięki inwestycjom poczynionym w systemy informatyczne do lepszego zarządzania zapasami. W 2016p oczekujemy, że Mercator Medical wygeneruje PLN 11.1m środków pieniężnych z działalności operacyjnej (PLN 15.5m jeśli by nie uwzględnić PLN 4.4m spadku zobowiązań z tytułu zapłaty za 18% akcji fabryki Tajlandii zakupionych w 2014r.). W kolejnych latach oczekujemy wzrostu generowanych środków z działalności operacyjnej do PLN 16.1m w 2017p i PLN 23.2m w 2018p.

Wykres 11. Mercator Medical: Cykl konwersji gotówki
 Dni


Źródło: Szacunki Vestor DM

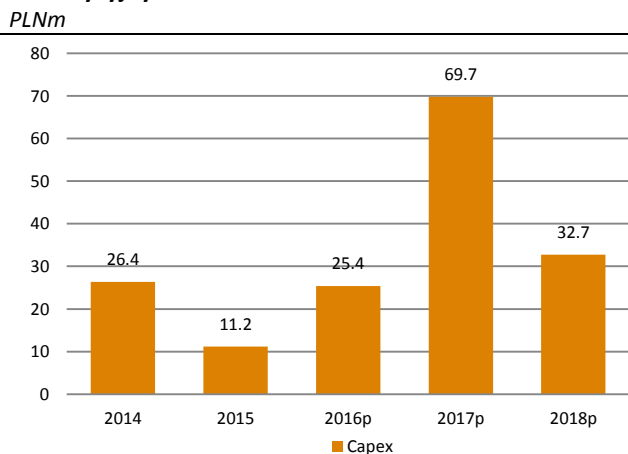
Wykres 12. Mercator Medical: Operacyjne przepływy pieniężne w latach 2014-2018p
 PLNm


Źródło: Szacunki Vestor DM

W związku z sukcesem przeprowadzonej emisji akcji w naszym modelu uwzględniliśmy budowę nowego zakładu produkcyjnego w Tajlandii za PLN 107m, z czego PLN 20m zostanie wydane jeszcze w 2016p, PLN 60m w 2017p i PLN 27m w 2018p. W związku z realizowanym programem inwestycyjnym (Tajlandia + zakład włókniny w Brześciu) oczekujemy wzrostu zadłużenia netto z PLN 23.2m na koniec 2016p (ze względu na zrealizowaną emisję akcji) do PLN 79.5m na koniec 2017p i PLN 94.7m na koniec 2018p. W szczytowym momencie tj. w 2017p, kiedy budowa fabryki będzie zaawansowana, ale nie będzie generowała jeszcze żadnych przychodów, wskaźnik dług netto/EBITDA wyniesie 2.6x. W naszych prognozach nie

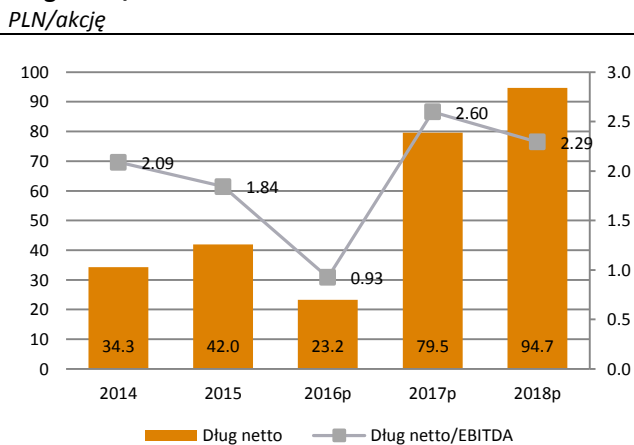
uwzględniamy żadnych przejęć, które mogą się wiązać z ekspansją na rynki Europy Zachodniej. W związku z intensywnym programem inwestycyjnym nie zakładamy wypłaty dywidendy do 2018p.

Wykres 13. Mercator Medical: Prognoza nakładów inwestycyjnych



Źródło: Szacunki Vestor DM

Wykres 14. Mercator Medical: Dług netto i wskaźnik dług netto/EBITDA



Źródło: Szacunki Vestor DM

Ryzyka

Ryzyko walutowe

Mercator Medical jest importerem netto. W segmencie działalności dystrybucyjnej (74% przychodów ze sprzedaży w 2015r.) spółka realizuje przychody głównie w złotych (46.6% sprzedaży) oraz w walutach innych państw Europy Środkowo-Wschodniej (30% sprzedaży), natomiast za nabyte towary płaci w dolarach amerykańskich. Ponadto Grupa wykazuje zadłużenie z tytułu zaciągniętych kredytów walutowych (w THB i USD). W związku z powyższym Mercator jest narażony na ryzyko osłabienia kursu PLN i innych walut lokalnych w wobec USD i obniżenia rentowności. Z drugiej strony zwracamy uwagę, iż rosnące znaczenie segmentu produkcyjnego, który realizuje przychody w USD, zwiększa także poziom hedgingu naturalnego Grupy.

Ryzyko zmiany cen surowców

Głównym surowcem wykorzystywanym w produkcji rękawic z gumy naturalnej jest lateks, a jego koszt stanowi około 45% - 60% wartości produktu gotowego. Cena lateksu zależy głównie od popytu, który generuje w szczególności branża motoryzacyjna. Wzrost cen lateksu może negatywnie wpływać na marże realizowane przez Grupę. Z drugiej strony należy zauważyć, że zmiany rentowności mogą mieć charakter krótkoterminowy z uwagi na dostosowywanie cen rękawic do zmian cen surowców.

Ryzyko związane z konkurencją

Z uwagi na niskie bariery wejścia branża rękawic medycznych charakteryzuje się wysoką konkurencyjnością, zwłaszcza w działalności dystrybucyjnej. Grupa na wielu rynkach walczy o udziały rynkowe zarówno z globalnymi podmiotami jak Ansell czy Semperit, jak i ze światowymi gigantami i z innymi lokalnymi dystrybutorami. Wysoka konkurencyjność rodzi ryzyko erozji marż Grupy Mercator. Z drugiej strony zauważamy, że Mercator posiada ugruntowaną pozycję na rynku i wypracował szereg przewag konkurencyjnych, które dają przewagę Grupie nad potencjalnymi nowymi konkurentami.

Ryzyko związane z rozbudową mocy produkcyjnych i zadłużeniem

Na koniec 2015r. zadłużenie netto Mercator Medical wyniosło PLN 42m, co implikowało wskaźnik długu netto do EBITDA na poziomie 1.8x. W scenariuszu bazowym zakładamy obecnie budowę fabryki w Tajlandii i związany z tym wzrost zadłużenia netto z PLN 23.2m na koniec 2016p (efekt emisji akcji) do PLN 94.7m na koniec 2018p. Dodatkowo z uwagi na długi okres trwania inwestycji (18 miesięcy) zwracamy uwagę na ryzyko przekroczenia wstępnego budżetu inwestycji tj. PLN 107m oraz potencjalne opóźnienia oddania fabryki, co będzie skutkowało obniżeniem NPV tego projektu.

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 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 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 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 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 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 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 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 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 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 – 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 ŚWIADCZYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUGI Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, W SZCZEGÓLNOŚCI OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH. VESTOR DM OTRZYMYWAŁ W CIĄGU OSTATNICH DWUNASTU MIESIĘCY I BĘDZIE OTRZYMYWAĆ 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 TRANSAKCI 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 zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów na własny rachunek celem realizacji umów o subemisje 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 nabywać lub zbywać 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, zając 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 lub umowy cywilnoprawnej. Analitycy Vestor DM działali z należytą starannością, sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

Vestor DM, 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 DM 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 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: 4 rekomendacje kupuj, 0 rekomendacji Akumuluj, 8 rekomendacji Neutralnie, 7 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor DM wydał 8 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 44 % (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 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 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;

i. **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;

ii. **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;

iii. **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;

iv. **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;

v. **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 zapewnia 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 równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody uznać można 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 księgowa

BV – wartość księgowa

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:

Spółka	Data rekomendacji	Analityk	TP	Cena bieżąca na godz. upublicznienia rekomendacji	Rekomendacja	Time
Altus	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
Polmed	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
Marvipol	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
Bumech	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

Marvipol	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	Redukuj	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	27.0	Neutralnie	12M
BZ WBK	2016-09-19	Michał Fidelus	314	310.5	Neutralnie	12M
mBank	2016-09-19	Michał Fidelus	308	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	0.5	Redukuj	12M
Warimpex	2016-09-21	Marek Szymański	3.88	3.2	Brak	12M
Mex Polska	2016-09-26	Michał Mordel	11.4	6.3	Brak	12M

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