

Mercator Medical

Przemysł | Polska

Cena docelowa: PLN 27.2

Aktualizacja raportu analitycznego

- Wiodący podmiot na rynku rękawic medycznych z własną fabryką w Tajlandii
- Szacujemy CAGR EBITDA w latach 2015-2018p na poziomie 23%
- Wycena 2017p P/E 11.7x oraz 2017p EV/EBITDA 8.8x

9 grudnia 2016 8:00

2017: Przyspieszenie wzrostu

Przy nieznacznie podwyższonych prognozach na lata 2016-2018p podnosimy naszą 12M cenę docelową dla Mercator Medical do PLN 27.2/akcję z PLN 26.5/akcję poprzednio. 3Q16 był kolejnym solidnym kwartałem dla grupy, przy wysokich wolumenach sprzedaży (w 9M16 blisko 2.0mld szt. rękawic, powyżej wolumenów w całym 2015 r.), a także poprawie rentowności zarówno w segmencie produkcji (marża EBITDA 11.0% vs. 10.2% w 1Q16 i 8.2% w 2Q16), jak i dystrybucji (9.0% vs. 4.4% w 3Q15 i 8.3% w 2Q16). Wyniki 3Q16 skłoniły nas do nieznacznego podniesienia naszych prognoz przychodów (o 1% w 2016p, 2% w 2017p oraz 1% w 2018p, głównie na skutek wyższych oczekiwanych przychodów w segmencie produkcji) oraz EBITDA (odpowiednio o 2%, 1% i 3%). Spodziewamy się wzrostu zysku netto z oczekiwanych PLN 14.1m w 2016p do PLN 16.7m w 2017p i PLN 23.1m w 2018p. Na naszych prognozach Mercator Medical jest notowany na mnożniku P/E na poziomie 13.9x w 2016p i 11.7x w 2017p oraz EV/EBITDA 8.1x w 2016p i 8.8x w 2017p, z 16% – 47% dyskontem do grupy porównawczej.

3Q16 – kolejny dobry kwartał dla Mercator Medical. W 3Q16 EBITDA grupy była zgodna z naszymi oczekiwaniami (PLN 7.3m) i wzrosła o 11% r/r (+16% kw/kw) przy marży na poziomie 10.8% (vs. 9.1% w 2Q16 i 10.5% w 3Q15). Spółka poprawiła rentowność zarówno w dystrybucji (po jej spadku w 2015 r. w związku z aprecjacją USD), jak i w produkcji, po relatywnie słabszym 1H16. Przychody ogółem wzrosły o 8% r/r (-2% kw/kw) do PLN 67.9m, głównie ze względu na wzrost w segmencie dystrybucji (+27% r/r). Pozytywnie zaskoczyły przychody segmentu produkcji (13% powyżej naszych prognoz), które wzrosły o 18% kw/kw, co naszym zdaniem świadczy o unormowaniu sytuacji po spadku zamówień z Arabii Saudyjskiej. Po 9M16 Mercator zrealizował 77% naszej prognozy EBITDA na 2016 r.

Nieznacznie podwyższamy nasze prognozy na lata 2016-2018p. Ze względu na solidne wzrosty wolumenów po 9M16 i poprawę rentowności w segmencie produkcji, nieznacznie podwyższamy nasze prognozy przychodów (odpowiednio o 1%, 2% oraz 1% w 2016-2018p), co przekłada się na podwyższenie naszych prognoz EBITDA odpowiednio o 2%, 1% oraz 3%.

Oczekujemy wzrostu EBITDA w latach 2015-2018p w tempie CAGR 23%. Po wysokich wolumenach sprzedaży rękawic w 9M16 na poziomie ok. 2 mld szt. (powyżej sprzedaży w całym 2015 r.), wynikających ze wzrostu organicznego rynku oraz wzrostów w sieci dystrybucyjnej spółki, oczekujemy, że w 2016p Mercator zrealizuje sprzedaż na poziomie ok. 2.6 mld szt. (34% r/r) przy przychodach na poziomie PLN 258.2m (+14% r/r). Wraz z konsekwentnym rozwojem w kolejnych latach prognozujemy wzrost przychodów o 19% r/r do PLN 308.4m w 2017p i – po uruchomieniu fabryki w Tajlandii – o kolejne PLN 18% r/r do PLN 364.8m w 2018p. Dzięki poprawie marż w segmencie produkcji i stabilnej sytuacji w dystrybucji oczekujemy, że średnioroczny wzrost (CAGR) EBITDA grupy w latach 2015-2018p wyniesie 23%.

Ustalamy naszą cenę docelową na 27.2/akcję. Na naszych prognozach Mercator jest notowany przy mnożniku P/E 13.9x w 2016p i 11.7x w 2017p oraz EV/EBITDA 8.1x w 2016p i 8.8x 2017p, z kilkudziesięcioprocentowym dyskontem do grupy spółek porównywalnych. Wyceniamy akcje Mercator z wykorzystaniem metody DCF na 24.0/akcję oraz metodą porównawczą na 26.4/akcję i przy koszcie kapitału własnego 10.4% wyznaczamy 12M cenę docelową akcji na PLN 27.2.

Mercator Medical: Prognozy i wskaźniki (PLNm)

| | 2014 | 2015 | 2016p | 2017p | 2018p |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody (PLNm) | 168.5 | 226.6 | 258.2 | 308.4 | 364.8 |
| EBITDA (PLNm) | 16.4 | 22.8 | 25.6 | 31.0 | 42.4 |
| EBIT (PLNm) | 13.1 | 16.5 | 18.4 | 23.7 | 32.2 |
| Zysk netto (PLNm) | 10.0 | 10.3 | 14.1 | 16.7 | 23.1 |
| P/E (x) | 19.6 | 19.1 | 13.9 | 11.7 | 8.5 |
| EV/EBITDA (x) | 14.0 | 10.3 | 8.1 | 8.8 | 6.7 |

Źródło: Dane Spółki, szacunki Vestor DM

Podstawowe informacje

| | |
|--------------------------------|-------|
| Cena docelowa (PLN) | 27.2 |
| Cena bieżąca (PLN) | 18.8 |
| Potencjał wzrostu/spadku | 44% |
| Poprzednia cena docelowa (PLN) | 26.5 |
| Min (52T) | 13.6 |
| Max (52T) | 19.9 |
| Liczba akcji (m) | 10.4 |
| Kapitalizacja (PLNm) | 196.3 |
| Dług netto (PLNm, 3Q16)* | 38.9 |
| EV (PLNm) | 235.3 |
| Śr. Dzienny obrót (3M, PLNk) | 0.18 |

*zmodyfikowany o wpływ z emisji akcji PLN 30.6m

Akcjonariat*

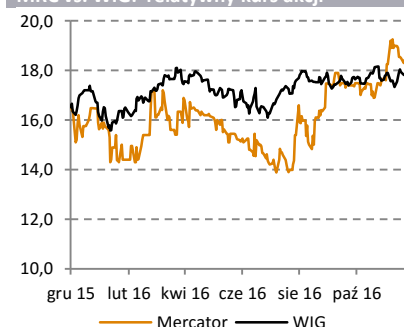
| | % |
|-----------------------------------------|-------|
| Wiesław Żyznowski (wraz z Anabaza Ltd.) | 62.7% |
| Pozostali | 37.3% |

*według stanu na 14.11.2016 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

Aleksandra Jakubowska

Młodszy analityk akcji

(+48) 22 378 9197

Aleksandra.Jakubowska@vestor.pl

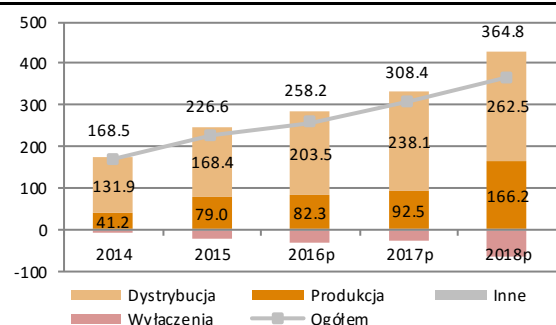
Mercator Medical

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

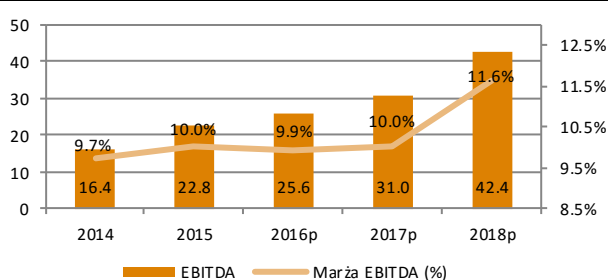
| Rachunek zysków i strat | 2014 | 2015 | 2016p | 2017p | 2018p |
|-----------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody ze sprzedaży | 168.5 | 226.6 | 258.2 | 308.4 | 364.8 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 38.4 | 47.0 | 51.9 | 63.1 | 78.0 |
| Koszty sprzedaży | -16.8 | -20.4 | -21.2 | -25.0 | -29.2 |
| Koszty zarządu | -8.8 | -10.8 | -12.3 | -14.4 | -16.7 |
| Pozostała działalność op. | 0.4 | 0.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EBIT | 13.1 | 16.5 | 18.4 | 23.7 | 32.2 |
| Amortyzacja | 3.3 | 6.3 | 7.2 | 7.2 | 10.2 |
| EBITDA | 16.4 | 22.8 | 25.6 | 31.0 | 42.4 |
| Przychody finansowe netto | -1.2 | -5.9 | -0.5 | -2.9 | -4.4 |
| Zysk przed opodatkowaniem | 11.9 | 10.6 | 17.9 | 20.8 | 27.8 |
| Podatek dochodowy | -1.9 | -0.3 | -2.9 | -3.1 | -3.7 |
| Zysk netto | 10.0 | 10.3 | 14.1 | 16.7 | 23.1 |
| Bilans | 2014 | 2015 | 2016p | 2017p | 2018p |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 60.7 | 62.3 | 71.5 | 144.6 | 167.5 |
| 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 | 36.3 | 35.9 | 24.0 |
| Należności handlowe | 28.6 | 38.9 | 43.9 | 52.4 | 62.0 |
| Zapasy | 38.7 | 41.2 | 44.6 | 52.4 | 62.0 |
| Inne aktywa obrotowe | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| Aktywa razem | 142.0 | 158.0 | 203.1 | 292.1 | 322.4 |
| Dług krótkoterminowy | 18.1 | 18.2 | 22.3 | 22.3 | 22.3 |
| Zobowiązania handlowe | 21.9 | 25.9 | 28.6 | 34.3 | 40.1 |
| Inne zobowiązania krótkoterminowe | 5.6 | 7.5 | 3.1 | 3.1 | 3.1 |
| Dług długoterminowy | 23.0 | 28.1 | 25.2 | 90.2 | 90.5 |
| Kapitały własne | 67.2 | 72.7 | 118.3 | 136.7 | 160.8 |
| Udziały mniejszości | 0.0 | 0.0 | 0.9 | 1.9 | 2.9 |
| Pasywa | 142.0 | 158.0 | 203.1 | 292.1 | 322.4 |
| Dług netto | 34.3 | 37.6 | 11.2 | 76.6 | 88.8 |
| Przepływy pieniężne | 2014 | 2015 | 2016p | 2017p | 2018p |
| Zysk brutto | 11.9 | 10.6 | 17.9 | 20.8 | 27.8 |
| Podatek dochodowy | -1.9 | -0.3 | -2.9 | -3.1 | -3.7 |
| Amortyzacja | 3.3 | 6.3 | 7.2 | 7.2 | 10.2 |
| Zmiany w kapitale obrotowym | 0.6 | -7.9 | -10.0 | -10.7 | -13.4 |
| Inne zmiany niepieniężne | -1.4 | -0.8 | 0.5 | 2.9 | 4.4 |
| Przepływy z działalności operacyjnej | 12.6 | 7.9 | 12.7 | 17.2 | 25.4 |
| Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa | -26.2 | -11.4 | -16.5 | -80.3 | -33.2 |
| Inne przepływy inwestycyjne | -0.1 | 0.2 | 1.8 | 0.5 | 0.5 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -26.4 | -11.2 | -14.7 | -79.8 | -32.7 |
| Zmiany netto zadłużenia | 9.5 | 9.4 | 1.2 | 65.0 | 0.3 |
| Odsetki zapłacone | -1.2 | -1.6 | -2.3 | -3.4 | -5.0 |
| Dywidendy | -0.3 | -2.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Przepływy z działalności finansowej | 7.6 | 5.3 | 29.5 | 62.3 | -4.6 |
| Zmiana gotówki | -6.2 | 1.9 | 27.5 | -0.3 | -11.9 |
| Wskaźniki | 2014 | 2015 | 2016p | 2017p | 2018p |
| Wzrost przychodów (%) | 14.0% | 34.5% | 14.0% | 19.5% | 18.3% |
| Wzrost EBITDA (%) | 17.1% | 38.7% | 12.6% | 20.9% | 36.9% |
| Wzrost zysku netto (%) | 45.0% | 2.9% | 37.4% | 18.6% | 38.1% |
| Marże | | | | | |
| Marża brutto (%) | 22.8% | 20.8% | 20.1% | 20.5% | 21.4% |
| Marża EBITDA (%) | 9.7% | 10.0% | 9.9% | 10.0% | 11.6% |
| Marża EBIT (%) | 7.8% | 7.3% | 7.1% | 7.7% | 8.8% |
| Marża zysku netto (%) | 5.9% | 4.5% | 5.8% | 5.7% | 6.6% |
| Dźwignia i stopy zwrotu | | | | | |
| Dług netto/EBITDA (x) | 2.1 | 1.6 | 0.4 | 2.5 | 2.1 |
| Dług netto/Kapitały własne (x) | 0.5 | 0.5 | 0.1 | 0.6 | 0.6 |
| Wskaźnik płynności bieżącej (x) | 1.6 | 1.7 | 2.3 | 2.4 | 2.3 |
| Wskaźnik pokrycia odsetek (x) | 10.6 | 10.6 | 8.0 | 6.9 | 6.5 |
| Cykl konwersji gotówki (dni) | 87 | 79 | 74 | 73 | 73 |
| ROA (%) | 8.3% | 6.5% | 7.8% | 6.8% | 7.5% |
| ROIC (%) | 11.2% | 14.5% | 12.0% | 9.5% | 11.3% |
| ROE (%) | 14.9% | 14.1% | 11.9% | 12.2% | 14.4% |

| Wskaźniki wyceny | 2015 | 2016p | 2017p | 2018p |
|-----------------------------|------|-------|--------|-------|
| P/E (x) | 19.1 | 13.9 | 11.7 | 8.5 |
| EV/EBITDA (x) | 10.3 | 8.1 | 8.8 | 6.7 |
| P/BV (x) | 2.7 | 1.7 | 1.4 | 1.2 |
| Stopa FCF (%) | 2.0% | -1.1% | -31.7% | -3.9% |
| Stopa dywidendy (%)* | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 2.3% |
| Na akcję | | | | |
| Liczba akcji (średnia, mln) | 8.6 | 10.4 | 10.6 | 10.6 |
| Zysk na akcję (PLN) | 1.2 | 1.4 | 1.6 | 2.2 |
| BPS (PLN) | 8.4 | 11.2 | 12.7 | 14.9 |
| DPS* | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.4 |

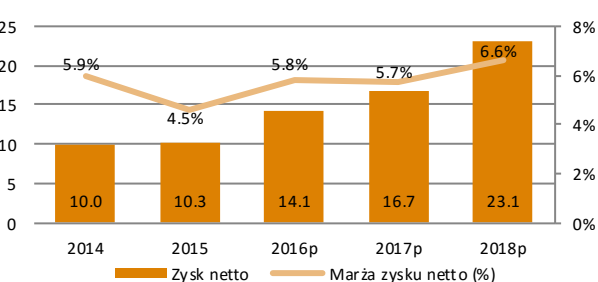
Mercator Medical: Przychody wg segmentów



Mercator Medical: EBITDA i Marża EBITDA (%)



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



| Analiza DuPonta | 2015 | 2016p | 2017p | 2018p |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Marża netto | 4.5% | 5.5% | 5.4% | 6.3% |
| Obrotowość aktywów | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 1.1 |
| Dźwignia finansowa | 2.2 | 1.7 | 2.1 | 2.0 |
| ROE (%) | 14.1% | 11.9% | 12.2% | 14.4% |

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 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

Wycena

Wyceniamy Mercator Medical z wykorzystaniem dwóch metod wyceny: 6-letniego modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (waga 75%) oraz metody porównawczej (waga 25%). Wycenę porównawczą oparliśmy o 2 grupy spółek porównywalnych: 1) światowych producentów rękawic medycznych oraz 2) zintegrowanych dystrybutorów rękawic i innych akcesoriów medycznych. Przy koszcie kapitału własnego na poziomie 10.4%, średnia ważona z przyjętych metod implikuje 12M cenę docelową akcji Mercator Medical na poziomie PLN 27.2 za akcję, 44% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Tabela 1. Mercator Medical: Podsumowanie wyceny

| Metoda Wyceny | Metodologia | PLN m | Na akcję | Waga |
|---------------------------|------------------------------------------|------------|-------------|------|
| Wycena DCF | Zdysk. przepływy gotówkowe za 2016-2021p | 250 | 24.0 | 75% |
| Wycena porównawcza | Mnożniki 2016-2018p P/E i EV/EBITDA | 275 | 26.4 | 25% |
| Implikowana wycena | Średnia ważona | 256 | 24.6 | |
| 12m cena docelowa | | 282 | 27.2 | |

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena metodą DCF

Wycena w modelu DCF została oparta o następujące założenia:

- Do kalkulacji wartości rezydualnej zakładamy stopę wzrostu rezydualnego na poziomie 1%.
- Stosujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.5% w okresie prognozy oraz 4.5% w okresie rezydualnym.
- Zalewarowana beta na poziomie 1.4 oraz 1.4 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 serii G, tj. PLN 30.6m (netto, po kosztach przeprowadzenia oferty).

Tabela 2. Mercator Medical: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

| | 2016p-2021p | TV |
|--------------------------------|--------------|--------------|
| Stopa wolna od ryzyka | 3.5% | 4.5% |
| Beta zalewarowana | 1.4 | 1.4 |
| Premia za ryzyko | 5.0% | 5.0% |
| Koszt kapitału własnego | 10.4% | 11.4% |
| Stopa wolna od ryzyka | 3.5% | 4.5% |
| Marża na zadłużeniu | 1.5% | 1.5% |
| Koszt długu | 5.0% | 6.0% |
| Stopa opodatkowania | 15.0% | 15.0% |
| Koszt długu po podatku | 4.3% | 5.1% |
| % D | 31.0% | 31.1% |
| % E | 69.0% | 68.9% |
| WACC | 8.5% | 9.5% |

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 3. Mercator Medical: Wycena DCF
Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

| | 2016p | 2017p | 2018p | 2019p | 2020p | 2021p | >2021p |
|-----------------------------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody | 258.2 | 308.4 | 364.8 | 424.3 | 441.8 | 457.5 | |
| EBIT | 18.4 | 23.7 | 32.2 | 39.3 | 40.8 | 42.0 | |
| Podatek od EBIT | -2.9 | -3.6 | -4.2 | -4.6 | -4.5 | -6.3 | |
| NOPAT | 15.4 | 20.2 | 27.9 | 34.7 | 36.2 | 35.7 | 35.7 |
| Amortyzacja | 7.2 | 7.2 | 10.2 | 13.7 | 13.7 | 13.7 | 13.7 |
| Zmiany w kapitale obrotowym | -10.0 | -10.7 | -13.4 | -13.8 | -3.9 | -3.1 | -3.1 |
| Capex | -16.5 | -80.3 | -33.2 | -9.0 | -9.0 | -9.0 | -13.7 |
| Wolne przepływy finansowe | -3.9 | -63.6 | -8.4 | 25.6 | 37.1 | 37.4 | 32.7 |
| Czynnik dyskontowy (%) | 99% | 92% | 85% | 78% | 72% | 66% | |
| Wartość bieżąca FCF | -3.8 | -58.3 | -7.1 | 19.9 | 26.6 | 24.7 | |
| Wartość bieżąca FCF 2016-2021 | 2 | | | | | | |
| Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%) | 1.0% | | | | | | |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 256 | | | | | | |
| Wartość przedsiębiorstwa | 258 | | | | | | |
| Kapitały mniejszości | 0.9 | | | | | | |
| Dług netto (2015)* | 7.0 | | | | | | |
| Wartość kapitału własnego | 250 | | | | | | |
| Liczba akcji (m) | 10.4 | | | | | | |
| Wartość godziwa na akcję | 24.0 | | | | | | |
| 12M cena docelowa | 26.5 | | | | | | |

*Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM, * dług netto zmodyfikowany o wpływ z emisji akcji w wysokości PLN 30.6m*

Wycena metodą porównawczą

Wyceny metodą porównawczą dokonaliśmy w oparciu o dwie grupy spółek porównywalnych:

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

Tabela 4. Mercator Medical: Dane spółek porównawczych - produkcyjnych

| Nazwa | CAGR 2015-2018 | | | DY (%)* | | Dług netto/EBITDA(x) | | |
|------------------|----------------|------------|------------|-----------|-----------|----------------------|------------|------------|
| | Przychody | EBITDA | Zysk netto | 2016p | 2017p | 2015 | 2016p | 2017p |
| PRODUKCJA | | | | | | | | |
| Top Glove | 10% | 10% | 10% | 3% | 3% | -0.7 | 0.4 | -0.1 |
| Kossan Rubber | 14% | 13% | 9% | 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 | 14% | 13% | 10% | 2% | 3% | 0.3 | 0.2 | 0.1 |
| Mercator Medical | 17% | 23% | 33% | 0% | 0% | 1.6 | 0.4 | 2.5 |

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

Tabela 5. 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% | 2% | 1.6 | 1.8 | 1.5 |
| Semperit | 1% | -6% | -1% | 3% | 4% | 0.3 | 2.4 | 1.8 |
| Sri Trang | 13% | 45% | 15% | 2% | 3% | 16.7 | n.a. | n.a. |
| Halyard Health | 1% | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | -1.4 | 2.4 | 2.0 |
| Mediana | 1.0% | 3.7% | -1.0% | 2% | 3% | 1.0 | 2.4 | 1.8 |
| Mercator Medical | 17% | 23% | 33% | 0% | 0% | 1.6 | 0.4 | 2.5 |

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

Nasze prognozy dla Mercator Medical implikują wartość mnożnika P/E 13.9x w 2016p, 11.7x w 2017p i 8.5x w 2018p oraz mnożnika EV/EBITDA odpowiednio 8.1x, 8.8x i 6.7x, przy kilkudziesięcioprocentowym dyskoncie do obu grup spółek porównawczych. Zauważamy, że według naszych prognoz spodziewamy się wyższego tempa wzrostu skali działalności Mercator Medical wobec spółek porównywalnych.

Tabela 6. Mnożniki spółek porównawczych - produkcyjnych

| Nazwa | Kraj | Mcap PLNm | P/E(x) | | | EV/EBITDA(x) | | | ROE(%) | | |
|-------------------------|---------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | 2016p | 2017p | 2018p | 2016p | 2017p | 2018p | 2016p | 2017p | 2018p |
| Produkcja | | | | | | | | | | | |
| Top Glove | Malezja | 5788 | 16.5 | 17.4 | 16.3 | 11.0 | 11.5 | 10.7 | 17.7% | 17.4% | 16.7% |
| Kossan Rubber | Malezja | 3834 | 21.9 | 18.1 | 15.6 | 12.7 | 10.6 | 9.1 | 18.1% | 19.7% | 20.5% |
| Supermax | Malezja | 1335 | 10.4 | 11.3 | 10.9 | 7.5 | 7.8 | 7.4 | 11.7% | 12.3% | 12.2% |
| Hartalega | Malezja | 7156 | 27.8 | 27.4 | 24.3 | 18.3 | 18.0 | 15.7 | 17.5% | 18.2% | 18.8% |
| Mediana | | | 19.2 | 17.8 | 15.9 | 11.9 | 11.1 | 9.9 | 17.6% | 17.4% | 17.7% |
| Mercator Medical | Polska | 196 | 13.9 | 11.7 | 8.5 | 8.1 | 8.8 | 6.7 | 11.9% | 12.2% | 14.4% |
| <i>Dyskonto</i> | | | -28% | -34% | -47% | -32% | -21% | -32% | | | |

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Tabela 7. Mnożniki spółek porównawczych - zintegrowanych

| Nazwa | Kraj | Mcap PLNm | P/E(x) | | | EV/EBITDA(x) | | | ROE(%) | | |
|-------------------------|---------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| | | | 2016p | 2017p | 2018p | 2016p | 2017p | 2018p | 2016p | 2017p | 2018p |
| Zintegrowane | | | | | | | | | | | |
| Ansell | Australia | 10929 | 18.2 | 16.8 | 15.9 | 12.3 | 10.9 | 10.1 | 13.6% | 13.3% | 12.9% |
| Semperit | Austria | 7156 | 16.8 | 13.1 | 11.6 | 8.0 | 7.2 | 6.6 | 8.4% | 10.1% | 11.0% |
| Sri Trang | Tajlandia | 2795 | 23.0 | 18.2 | 14.2 | 17.3 | 16.0 | 13.6 | 5.0% | 6.4% | 7.2% |
| Halyard Health | USA | 7330 | 20.1 | 19.9 | 17.9 | 10.6 | 10.1 | 9.4 | 7.1% | 7.3% | 7.3% |
| Mediana | | | 19.2 | 17.5 | 15.0 | 11.4 | 10.5 | 9.7 | 8% | 9% | 9% |
| Mercator Medical | Polska | 196.3 | 13.9 | 11.7 | 8.5 | 8.1 | 8.8 | 6.7 | 12% | 12% | 14% |
| <i>Dyskonto</i> | | | -27% | -33% | -44% | -29% | -16% | -31% | | | |

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Wyceny metodą porównawczą dokonaliśmy w oparciu o mnożniki P/E i EV/EBITDA na lata 2016-2017p, przypisując każdemu z nich wagę równą 25%. Mnożniki na rok 2018p mają jedynie charakter prezentacyjny z wagą 0%. Z wyceny porównawczej otrzymaliśmy wartość godziwą akcji Mercator Medical na poziomie PLN 26.4.

Tabela 8. 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% | 19.2 | 17.8 | 15.9 | 11.9 | 11.1 | 9.9 |
| Dystrybutorzy | 50% | 19.2 | 17.5 | 15.0 | 11.4 | 10.5 | 9.7 |
| Średnia ważona | X | 19.2 | 17.6 | 15.5 | 11.7 | 10.8 | 9.8 |
| Wyniki | PLN m | 14.1 | 16.7 | 23.1 | 25.6 | 31.0 | 42.4 |
| Dług netto | PLN m | | | | 11.2 | 76.6 | 88.8 |
| Wycena implikowana | PLN m | 270.7 | 295.4 | 358.2 | 287.3 | 258.0 | 328.2 |
| Wycena na akcję | PLN/akcję | 25.9 | 27.9 | 33.8 | 27.5 | 24.4 | 31.0 |
| Waga | % | 25% | 25% | 0% | 25% | 25% | 0% |
| Mercator: Średnia wycena na akcję | PLN/akcję | | | 26.4 | | | |

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Ostatnie wydarzenia

Emisja akcji serii G pod budowę fabryki rękawic nitrylowych w Tajlandii. We wrześniu spółka przeprowadziła z sukcesem emisję 1.8m akcji, dzięki którym pozyskała PLN 31.5m (po odjęciu kosztów emisji - PLN 30.6m) pod budowę fabryki rękawic nitrylowych w Tajlandii. Szczegółowe omówienie celu emisji zostało zaprezentowane w Raporcie Equity Research Partner „Emisja daje nowy impuls” z dnia 7.10.2016 r.

Rozpoczęcie prac związanych z budową fabryki w Tajlandii. W grudniu spółka uzgodniła główne warunki umowy na wykonanie robót związanych z budową fabryki rękawic nitrylowych w Tajlandii. Wartość umowy to THB 309m (ok. PLN 36.6m), co stanowi ok. 34% planowanych kosztów tej inwestycji. Przyszłym wykonawcą robót został JWS Construction Co. Ltd. Zgodnie z założeniami budowa fabryki ma być finansowana w ok. 65% kredytem bankowym i w pozostałej części środkami własnymi (w tym, tymi pozyskanymi z ostatniej emisji akcji). Spółka już w marcu br. podpisała umowy kredytowe z CIMB Thai Bank w Tajlandii na finansowanie tej inwestycji i kapitału obrotowego w wysokości USD 10.85m i THB 415.2m (łącznie wg. bieżącego kursu ok. PLN 93.6m). Mercator przewiduje, że zawarcie umowy o roboty budowlane nastąpi w grudniu 2016 r., a rozpoczęcie prac budowlanych - w styczniu 2017 r.

Kolejna sprzedaż zakontraktowana - wygrane przetargi na Węgrzech i w Tajlandii. W ostatnich miesiącach Mercator wygrał kolejny przetarg na dostawę diagnostycznych rękawic nitrylowych do wszystkich szpitali na Węgrzech i do kwietnia będzie realizował tam sprzedaż na zasadzie wyłączności. W Tajlandii spółka wygrała postępowanie przetargowe dla szpitali. Do tej pory Mercator nie był znaczącym dystrybutorem na tym rynku, a przychody realizowane w Tajlandii stanowiły jedynie ok. 4% przychodów grupy w 9Q16. Oczekujemy, że wygrany przetarg pozwoli spółce wzmocnić pozycję rynkową w Tajlandii.

Emisja warrantów w ramach programu motywacyjnego. W sierpniu 2016 r. Mercator Medical wyemitował nieodpłatnie 113.9 tys. warrantów subskrypcyjnych serii A w ramach realizacji 3. (i ostatniego) etapu programu motywacyjnego, z których 84.4 tys. zostało objętych przez osoby uprawnione. Osobami uprawnionymi do udziału w programie motywacyjnym są niektórzy członkowie zarządu i kluczowi menadżerowie spółki.

Warunkiem uprawniającym spółkę do przydzielenia 3. transzy warrantów było spełnienie przynajmniej 1 z 3 następujących warunków (przy czym WZA zastrzegło pewne odstępstwa od tych kryteriów): 1) Przychody grupy w 2015 r. na poziomie nie niższym niż PLN 250.4m, 2) EBITDA grupy nie mniejsza niż PLN 28.1m, 3) Średnia cena rynkowa ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu na GPW w 2H15 nie niższa niż cena akcji oczekiwana na koniec 2015 r., prognozowana w sposób ustalony przez spółkę.

Warranty (objęte w trzech transzach programu motywacyjnego) uprawniają do objęcia akcji serii F w terminie do 31 grudnia 2017 r. przy cenie emisyjnej PLN 4.65/akcję. We wszystkich transzach spółka wyemitowała łącznie 205 tys. warrantów, z czego objętych zostało 145.7 tys., a pozostałe stanowią pulę rezerwową. Objęcie 145.7 tys. warrantów uprawniających do objęcia akcji serii F oznacza obecnie maksymalne rozwodnienie kapitału na poziomie 1.4%. Zwracamy uwagę, że zgodnie z postanowieniami WZA z dnia 30.06.2014 r. warunki Programu Motywacyjnego powinny zostać zweryfikowane po przeprowadzonej we wrześniu emisji akcji. W naszych prognozach zakładamy emisję akcji serii F w roku 2017 w liczbie odpowiadającej liczbie przydzielonych warrantów.

Tabela 9. Mercator Medical: Założenia programu motywacyjnego

| Transza | Transza 1 | Transza 2 | Transza 3 |
|----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| Okres | 2013 | 2014 | 2015 |
| Maksymalna transza puli (tys.) | 45.556 | 45.556 | 113.888 |
| Liczba objętych warrantów serii A (tys.) | 45.252 | 16.076 | 84.372 |
| Warranty oferowane po ziszczeniu się któregośkolwiek warunków: | <ul style="list-style-type: none"> Przychody nie niższe niż PLN 194.1m EBITDA nie niższa niż PLN 18.8m | <ul style="list-style-type: none"> Przychody nie niższe niż PLN 250.4m EBITDA nie mniejsza niż PLN 28.1m Średnia cena rynkowa ze średnich dziennych cen ważonych wolumenem obrotu na GPW w 2H15 nie niższa niż oczekiwana cena rynkowa akcji spółki na koniec 2015 | |

Źródło: Spółka

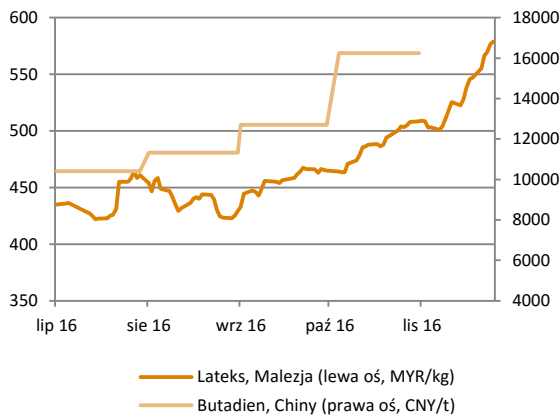
Warunki makro wspierają popyt przy jednocześnie możliwej presji na marże. Obecnie globalny rynek rękawic medycznych szacowany jest na ok. USD 4.4 mld i według Technavio Report prognozuje się jego wzrost w średniorocznym tempie 6% r/r w latach 2014-2019. Z kolei Margma (Malaysian Rubber Glove Manufacturers Association) szacuje, że globalny rynek rękawic gumowych będzie rósł w tempie 8% r/r do 2018 r. Popyt na rynku rękawic gumowych jest stabilny i wspierany przez następujące czynniki rynkowe:

- Wysoki potencjał wzrostu ze strony krajów rozwijających się oraz krajów Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie spółka prowadzi zorganizowaną dystrybucję,
- Wzrastającą świadomość zagrożeń epidemiologicznych,
- Wzrost zamożności społeczeństwa i rosnące wydatki na służbę zdrowia,
- Wzrost popularności wykorzystania rękawic w innych gałęziach przemysłu, jak gastronomia, kosmetyka,
- Brak bliskiego substytutu dla jednorazowych rękawic medycznych.

W zakresie rentowności widzimy czynniki, które w najbliższej przyszłości mogą wpływać na marże osiągnięte przy sprzedaży rękawic medycznych. Należą do nich:

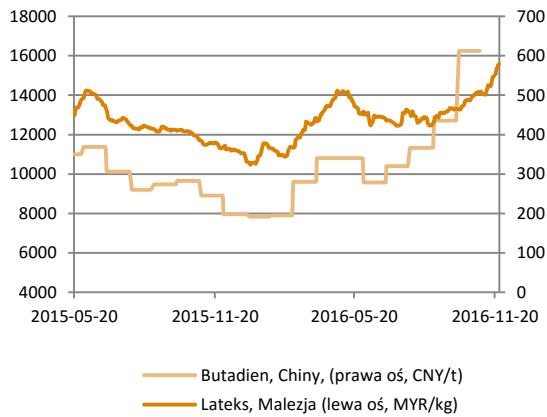
- **Wzrost kosztów lateksu i innych surowców do produkcji rękawic nitylowych** – obecnie nie zakładamy istotnego wpływu na marże w kolejnych latach ze względu na możliwość przenoszenia zmian cen surowców i rękawic na odbiorców końcowych. W przypadku rękawic lateksowych koszt lateksu stanowi ok. 60% kosztu wytworzenia produktu. Po podniesieniu płac minimalnych w Malezji, która według MREPC (Malaysian Rubber Export Promotion Council) jest piątym co do wielkości producentem naturalnego lateksu na świecie i wiodącym na świecie dostawcą gumowych rękawic medycznych (zaspokajającym ponad 50% globalnego popytu) oraz obniżeniu subsydiów na gaz, producenci malezyjscy stali się mniej konkurencyjni. Margma oczekuje, że koszt produkcji rękawic lateksowych wzrośnie o ok. 6 - 10% (tj. ok. USD 1-1.5/1,000 szt.), co przełoży się na wzrost cen rękawic lateksowych w 4Q16 i 1H17. Również w przypadku rękawic nitylowych oczekuje się wzrostu ich cen, ze względu na rynkowy niedobór butadienu, będący efektem ograniczania rozwoju mocy produkcyjnych po spadkach cen butadienu w 1H16 i erozji marży (butadien stanowi ok. 45% kosztów produkcji rękawic nitylowych). Do tej pory spółka konsekwentnie przenosiła ewentualne zmiany cen surowców na odbiorców zewnętrznych, szybciej dla segmentu hurtowego i z opóźnieniem dla kontraktów przetargowych.

Wykres 1. Ceny lateksu i butadienu w krótkim terminie



Źródło: Bloomberg

Wykres 2. Ceny lateksu i butadienu w długim terminie



Źródło: Bloomberg

- Wzrost płacy minimalnej w prowincji Songkhla w Tajlandii.** W listopadzie rząd Tajlandii zaakceptował podniesienie dziennej płacy minimalnej w 69 prowincjach kraju z dniem 1 stycznia 2017 r. W prowincji Songkhla, gdzie działalność produkcyjną prowadzi Mercator Medical Thailand, płaca dzienna została podniesiona do THB 308 z THB 300 obecnie, co stanowi wzrost o 2.7%. Przy szacunkowych kosztach wynagrodzeń na poziomie ok. 13% ogółu kosztów operacyjnych segmentu produkcji, naszym zdaniem zmiana przepisów prawnych spowoduje pomijalny wzrost kosztów jednostkowych. Dalszy wzrost płac w kolejnych latach może jednak rodzić ryzyko presji na marże w segmencie produkcji.

Zmiana prognoz na lata 2016-2018p

Po ogłoszeniu wyników za 3Q16 dokonujemy aktualizacji naszych prognoz finansowych, mając na uwadze obecne warunki rynkowe.

- **Przychody.** Podtrzymujemy nasze prognozy przychodów ogółem zarówno w 2016 r. (+1%), jak i w 2017 r. oraz 2018 r. (odpowiednio +2% oraz +1%). Po solidnych wolumenach w 9M16 (blisko 2mld szt.) oczekujemy, że w 2016p sprzedaż rękawic w obu segmentach przekroczy 2.6mld szt. (vs. 1.4mld w 2014 r. i 2.0 mld w 2015 r.), czego efektem będzie wzrost przychodów ogółem o 14% r/r do PLN 258.2m. W segmencie dystrybucji - pomimo oczekiwań sprzedaży w 4Q16p na relatywnie słabszym poziomie ze względu na okres świąteczny - podtrzymujemy nasze prognozy na 2016p na poziomie PLN 203.5m (+20.8% r/r). W segmencie produkcji podwyższamy nasze prognozy o 8% do PLN 82.3m (+4.2% r/r), ze względu na niższy oczekiwany spadek ceny r/r i pozytywny proces odbudowy popytu po spadku zamówień od Majal Care (kontrahent z Arabii Saudyjskiej). Jednocześnie w naszych szacunkach przychodów zakładamy trochę odmienny mix produktowy (w segmencie produkcji rękawic lateksowych) dla odbiorców zewnętrznych i dystrybucji oraz wyłączenia pomiędzy samym segmentem dystrybucji, co w efekcie zwiększa prognozowane przez nas wyłączenia konsolidacyjne (do PLN 29.0m z PLN 24.4m poprzednio). W 2017p, dzięki dalszej ekspansji w segmencie dystrybucji i stabilnym wolumenom sprzedaży w produkcji oczekujemy wzrostu przychodów do PLN 308.4m (+19% r/r), a w 2018p – po uruchomieniu nowej fabryki rękawic nitrylowych w Tajlandii – do PLN 364.8m (+18% r/r).
- **Rentowność.** Ze względu na poprawę marż w segmencie produkcji w 3Q16 i stabilną sytuację w dystrybucji nieznacznie podnosimy nasze prognozy EBITDA w 2016p o 2% (w tym o 5% dla segmentu produkcji) do PLN 25.6m (+12.6% r/r). W 2017p – pomimo oczekiwanych nieznacznie większych przychodów – podtrzymujemy naszą prognozę EBITDA na dotychczasowym poziomie PLN 31.0m (+20.9% r/r) ze względu na wzrost kosztów ze strony droższego lateksu i rękawic zamawianych od malezyjskich producentów. Jednocześnie podwyższamy naszą prognozę EBITDA na 2018p o 3% (do PLN 42.4m, +36.9% r/r). Zakładamy, że wzrost marży (do 11.6% w 2018 r. z 10% w 2017 r. wspierany będzie przez synergije wynikające z uruchomienia nowej fabryki w Tajlandii oraz sprzedaż rękawic nitrylowych. Zwracamy jednak uwagę, że rentowność grupy w kolejnych latach będzie również zależna od kształtowania się kursu USD wobec PLN, THB i walut krajów Europy Śrd.-Wsch. W krótkim terminie spółka zabezpiecza kurs USD oraz częściowo ceny zakupu lateksu, w długim – utrzymywanie się wysokiego poziomu USD wobec THB może wspierać marże segmentu produkcji, a wysoki kurs USD wobec walut krajów Europy Śrd.-Wsch. – obniżyć marże w dystrybucji.
- **Zysk netto.** Przy oczekiwanym niższym poziomie kosztów finansowych netto (PLN 0.5m vs. PLN 0.76m poprzednio) i niższej stawce podatkowej (16% vs. 18% wcześniej) podnosimy prognozę zysku netto w 2016p o 7% do PLN 14.1m (+37% r/r). Jednocześnie wyższe oczekiwane koszty finansowe netto w kolejnym roku skłoniły nas do nieznacznego obniżenia oczekiwanego zysku netto w 2017p (o 2% do PLN 16.7m, +19% r/r). W 2018p obniżamy nasze prognozy kosztów finansowych, w związku z czym podwyższamy prognozę zysku netto o 7% do PLN 23.1m (+38% r/r).

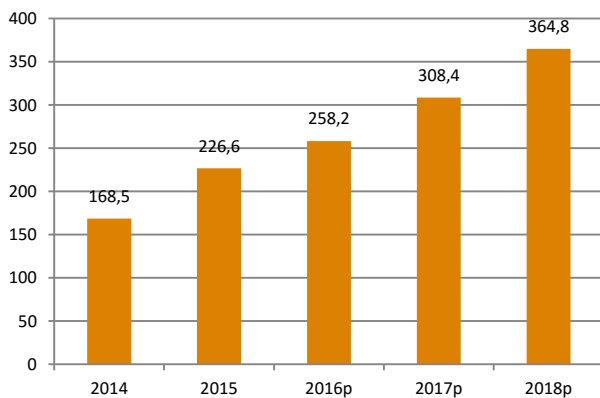
Tabela 11. Mercator Medical: Zmiana prognoz finansowych

| | 2016p | | | 2017p | | | 2018p | | |
|------------|--------|-------|----|--------|-------|-----|--------|-------|----|
| | Poprz. | Nowe | % | Poprz. | Nowe | % | Poprz. | Nowe | % |
| Przychody | 256.2 | 258.2 | 1% | 303.5 | 308.4 | 2% | 344.8 | 364.8 | 1% |
| EBIT | 17.9 | 18.4 | 3% | 23.4 | 23.7 | 1% | 30.9 | 32.2 | 3% |
| EBITDA | 25.1 | 25.6 | 2% | 30.6 | 31.0 | 1% | 41.1 | 42.4 | 3% |
| Zysk netto | 13.2 | 14.1 | 7% | 17.2 | 16.7 | -2% | 22.3 | 23.1 | 7% |

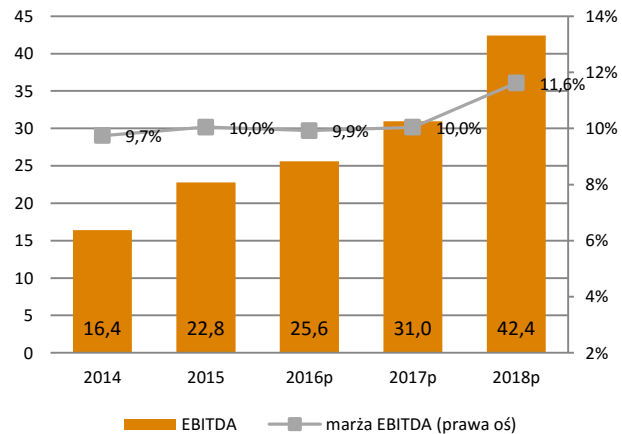
Źródło: Vestor DM

Wykres 3. Mercator Medical: Przychody

PLNm


Wykres 4. Mercator Medical: EBITDA i marża EBITDA

PLNm, %



Źródło: Szacunki Vestor DM

Źródło: Szacunki Vestor DM

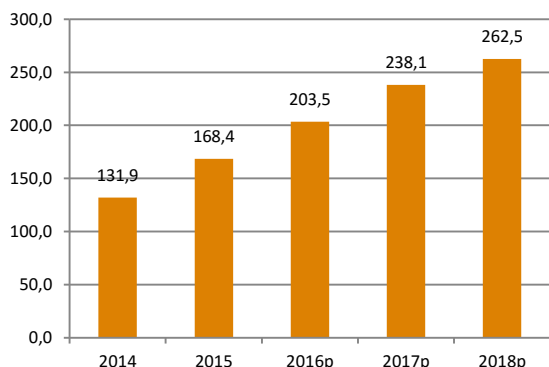
Dystrybucja

Przychody. W 9M16 spółka zanotowała wzrost przychodów w segmencie dystrybucji o 37% r/r, co było efektem znaczącego wzrostu wolumenów sprzedaży rękawic, przy jednocześnie niższych r/r cenach, będących - w naszym odczuciu – efektem zmian w strukturze sprzedaży rękawic. Przy nieco niższych sezonowo wolumenach w 4Q16p zakładamy, że przychody w całym 2016p wzrosną o 21% r/r do PLN 203.5m. Zwracamy uwagę, że od 2H15 Mercator wprowadził do oferty produktowej pełną ofertę rękawic nitylowych, co naszym zdaniem wspierało wzrost obrotów. W kolejnych latach, wraz z dalszym rozwojem sieci dystrybucji w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, a przede wszystkim w Rosji – gdzie spółka widzi duży potencjał rynku – oczekujemy utrzymania wysokiego poziomu wolumenów oraz ich wzrostu o kolejne kilka-kilkanaście procent rocznie. Przy oczekiwanym wzroście cen w 2017 r. ze względu na wzrastające ceny lateksu i spadek rentowności malezyjskich producentów (od których m.in. Mercator dokonuje zakupu towarów), prognozujemy wzrost przychodów w 2017p o 17% r/r do PLN 238.1m i o kolejne 10% r/r w 2018p do PLN 262.5m.

Rentowność. Pomimo szacowanego spadku cen - wynikającego naszym zdaniem ze zmiany oferty produktowej w segmencie dystrybucji - oczekujemy, że spółka będzie w stanie realizować marże na stabilnym poziomie. W 2016p oczekujemy marży EBITDA na poziomie 8.7%, 2.4p.p. powyżej marży EBITDA w 2015 r., w związku z dostosowaniami cen produktów i kosztów zakupu towarów po aprecjacji USD z 2015 r., który obniżał marże w roku ubiegłym. W okresie 9M16 marża EBITDA w segmencie dystrybucji wyniosła 8.7%. Zwracamy uwagę, że marże w 1H17 mogą się znaleźć pod presją ze strony wzrastających cen lateksu oraz butadienu, stanowiących główny koszt produkcji rękawic oraz w przypadku długotrwałej aprecjacji USD. Zmiany cen lateksu dotyczą jednak wszystkich uczestników rynku i są przenoszone na odbiorców końcowych. Wobec tego oczekujemy, że ta specyfika rynku pozwoli utrzymać marże w kolejnych latach na zbliżonym r/r poziomie.

Wykres 5. Przychody - segment dystrybucji

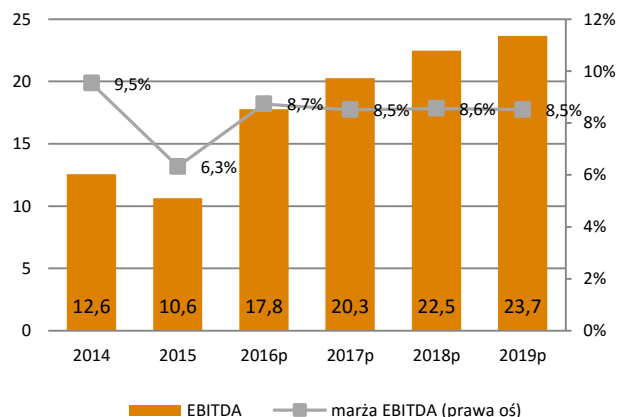
PLNm



Źródło: Szacunki Vestor DM

Wykres 6. EBITDA i marża EBITDA - segment dystrybucji

PLNm, %



Źródło: Szacunki Vestor DM

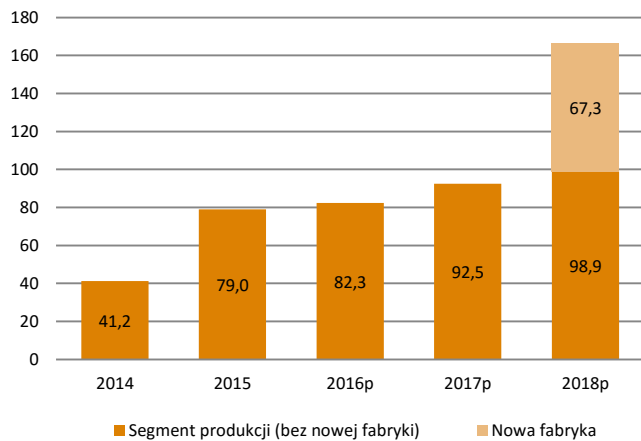
Produkcja

Przychody. W związku z dostosowaniem się cen po aprecjacji USD w 2015 r. i spadkiem zamówień z Arabii Saudyjskiej w 2016 r., które zmusiły spółkę do lokowania produkcji po niższych cenach na rynku spot, w 2016p oczekujemy spadku r/r średniej ceny rękawic USD. Jednocześnie po solidnych wolumenach sprzedaży na poziomie ok. 830m szt. w okresie 9M16, oczekujemy, że w całym 2016 r. wolumen sprzedaży będzie na poziomie 94% mocy wytwórczych i w konsekwencji prognozujemy przychody na poziomie PLN 82.3m w 2016p (+4.2% r/r). W kolejnych latach oczekujemy, że spółka pozyska nowych długoterminowych odbiorców, wobec czego zakładamy wzrost wolumenów sprzedaży w produkcji do poziomu 98% mocy wytwórczych w latach 2017-2018p. Dodatkowo zakładamy rozpoczęcie sprzedaży produkcji z nowej fabryki rękawic nitylowych od 2H18 przy czym oczekujemy, że w pierwszym roku działalności 60% wolumenu będzie sprzedawane w sieci dystrybucyjnej spółki (zakładamy spadek do 50% w latach kolejnych). Uwzględniając wzrost cen lateksu (stanowiącego ok. 60% kosztów produkcji rękawic), prognozujemy przychody w segmencie produkcji (przed wyłączeniami) na poziomie PLN 92.5m w 2017p i PLN 166.2m w 2018p, w tym PLN 67.3m sprzedaży z nowej fabryki, z czego ok. PLN 26.9m będą stanowiły przychody zewnętrzne).

Rentowność. Po ponadprzeciętnej marży EBITDA w 2015 r. na poziomie 15.3%, która była wspierana przez zmiany kursu USD/PLN, oczekujemy jej obniżenia do poziomu 9.5% w 2016p, ze względu na rynkowe dostosowanie do zmian kursu USD w 2015 r. oraz zmniejszenie zamówień od Malaj Care, które zmusiły spółkę do lokowania produktów na rynku spot po niższych cenach. Niemniej jednak, podkreślamy pozytywny proces odbudowywania marży EBITDA do poziomu 11.0% w 3Q16 (vs. 10.2% w 1Q16 i 8.2% w 2Q16). W kolejnych latach, wraz z pozyskiwaniem stabilnych długoterminowych zamówień, oczekujemy dalszej poprawy marży, czemu sprzyjać powinno zwiększanie udziału w sprzedaży coraz bardziej popularnych wyżej marżowych rękawic do specjalnych zastosowań. Oczekujemy marży EBITDA w segmencie produkcji na poziomie 11.6% w 2017p oraz marży EBITDA w 2018p dla produkcji rękawic lateksowych na poziomie 11.7% oraz dla rękawic nitylowych 12.5%.

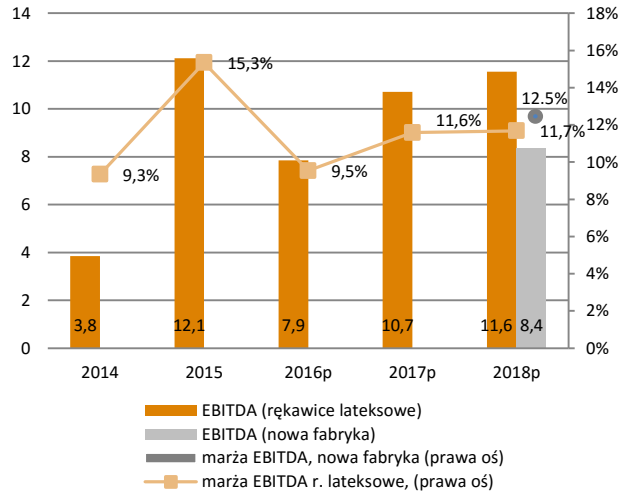
Wykres 7. Mercator Medical: Przychody - segment produkcji (przed wyłączeniami)

PLN m



Wykres 8. Mercator Medical: EBITDA i marża EBITDA - segment produkcji

PLN m



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

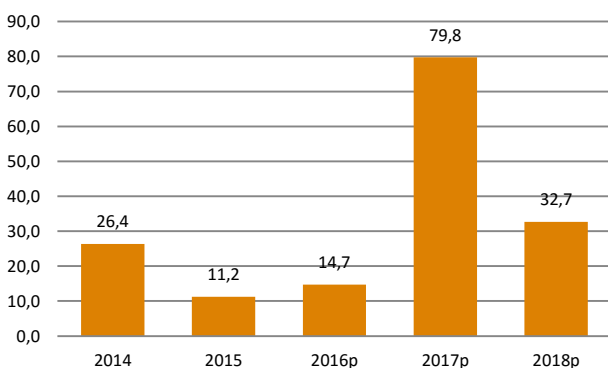
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Capex i dług netto

W związku z realizacją szerokiego programu inwestycyjnego obejmującego budowę rękawic nitylowych w Tajlandii (szacowany koszt PLN 107m) oraz zakładu produkcyjnego włókniny w Brześciu Kujawskim (PLN 3.8m), oczekujemy wzrostu wydatków inwestycyjnych z PLN 11.4m w 2015 r. do PLN 16.5m w 2016p (w tym PLN 10m na prace przygotowawcze w fabryce w Tajlandii), PLN 80.3m w 2017p (główne prace rozbudowy fabryki w Tajlandii PLN 70m i PLN 3.8m na fabrykę włókniny) oraz PLN 33.2m w 2018p (w tym 27m na rozbudowę fabryki). Tym samym prognozujemy wzrost zadłużenia netto z PLN 37.6m w 2015 r. do PLN 11.2m na koniec 2016p (PLN 30.6m wpływ z emisji akcji serii G), PLN 76.6m w 2017p i PLN 88.8m w 2018p. Zwracamy uwagę, że pomimo wysokiego zadłużenia związanego z budową fabryki, mocne oczekiwane przepływy operacyjne pozwolą spółce na osiągnięcie stabilnych poziomów wskaźnika dług netto/EBITDA na poziomie 2.5x w 2017p i 2.1x w 2018p, daleko poniżej konwenantów, które są obecnie zmieniane na powyżej 4.0x).

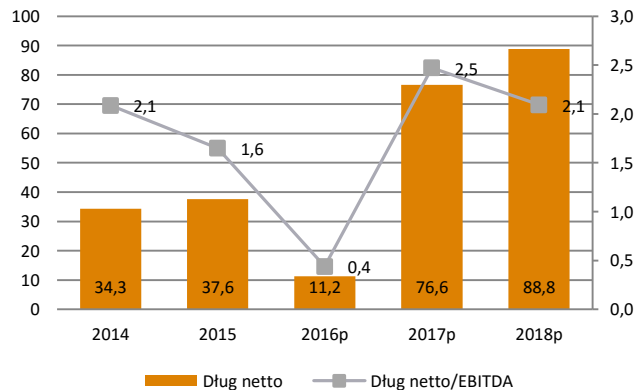
Wykres 9. Mercator Medical: Przepływy z działalności inwestycyjnej

PLNm



Wykres 10. Mercator Medical: Dług netto i wskaźnik dług netto/EBITDA(x)

PLNm



Źródło: Szacunki Vestor DM

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wyniki za 3 kw. 2016

Wyniki Mercator Medical za 3Q16 oceniamy pozytywnie. EBITDA była zgodna z naszymi oczekiwaniami (PLN 7.3m) i wzrosła o 11% r/r. Wzrost przychodów w segmencie dystrybucji (+27% r/r) był efektem wzrostu obrotów na rynku polskim (+25% r/r), rosyjskim (+44% r/r), węgierskim (+110% r/r), a także na innych rynkach zagranicznych. Kwartałny ich spadek (-6% kw/kw) był związany z wysoką bazą sprzedaży po dynamicznych wzrostach w 1Q16 i 2Q16 (odpowiednio o 35% r/r i 48% r/r) oraz niższym poziomem zamówień – głównie w zamówieniach szpitalnych – ze względu na okres wakacyjny. O ile przychody w segmencie produkcji były niższe r/r (-11%), to w ujęciu kwartalnym zanotowały 18-to procentowy wzrost, który w naszej opinii świadczy o unormowaniu sytuacji po spadku zamówień z Arabii Saudyjskiej oraz o zdolności spółki do przetransferowania zamówień na inne rynki, m.in. na rynek w Polsce (wzrost przychodów o 51% kw/kw) i w Tajlandii (o 115% kw/kw). W segmencie produkcji pozytywnie oceniamy proces odbudowywania popytu po spadku zamówień z Arabii Saudyjskiej oraz poprawę marżowości w stosunku do 1H16. Po 9M Mercator zrealizował 77% naszej prognozy na poziomie EBITDA na 2016p.

Tabela 10. Mercator Medical – Skonsolidowane wyniki, 3Q15-3Q16

PLNm, o ile nie zaznaczono inaczej

| | 3Q15 | 4Q15 | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | r/r | kw/kw | 3Q16P | % vs. Vestor | 3Q jako % FY16P | 9M jako % FY16P |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|--------------|-----------------|-----------------|
| Przychody | 62.8 | 63.0 | 59.4 | 69.1 | 67.9 | 8% | -2% | 66.3 | 2% | 26% | 76% |
| Dystrybucja | 42.3 | 52.1 | 47.2 | 57.6 | 54.0 | 27% | -6% | 53.4 | 1% | 27% | 78% |
| Produkcja | 25.1 | 17.7 | 17.6 | 19.0 | 22.4 | -11% | 18% | 19.7 | 13% | 27% | 72% |
| Inne | -0.1 | 1.0 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | n.a. | 11% | 0.4 | 6% | 25% | 72% |
| Wyłączenia | -4.5 | -7.8 | -5.7 | -7.8 | -8.8 | n.a. | n.a. | -7.3 | 21% | 30% | 77% |
| EBIT | 5.0 | 4.0 | 4.3 | 4.5 | 5.4 | 8% | 20% | 5.4 | 0% | 29% | 77% |
| Dystrybucja | 1.6 | 2.8 | 3.9 | 4.4 | 4.5 | 184% | 2% | 4.5 | 0% | 28% | 78% |
| Produkcja | 3.4 | 1.2 | 0.4 | 0.1 | 0.9 | -72% | 695% | 0.9 | 2% | 43% | 68% |
| EBITDA | 6.6 | 5.6 | 6.0 | 6.3 | 7.3 | 11% | 16% | 7.3 | 1% | 29% | 77% |
| Dystrybucja | 1.9 | 3.0 | 4.2 | 4.8 | 4.9 | 160% | 3% | 4.9 | 0% | 27% | 78% |
| Produkcja | 4.7 | 2.6 | 1.8 | 1.6 | 2.5 | -48% | 58% | 2.4 | 4% | 31% | 74% |
| Przychody i koszty finansowe netto | -2.3 | -2.1 | -0.8 | 0.8 | 0.2 | n.a. | -72% | -0.5 | n.a. | n.a. | n.a. |
| Zysk brutto | 2.7 | 1.9 | 3.5 | 5.3 | 5.6 | 108% | 6% | 4.9 | 15% | 32% | 81% |
| Zysk netto | 2.5 | 2.1 | 2.6 | 4.1 | 4.9 | 98% | 20% | 3.9 | 28% | 35% | 82% |

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

- **Przychody w 3Q16 wyniosły PLN 67.9m** (+8% r/r, -2% kw/kw) i były zgodne z naszą prognozą. Wzrost przychodów ogółem r/r wynikał z wyższych przychodów w segmencie dystrybucji (+27% r/r do PLN 54m, vs. nasza prognoza PLN 53.4m), co w naszej opinii było efektem wzrostu wolumenów. Przychody na rynku polskim zanotowały wzrost o 25% r/r, w Rosji +44% r/r i na Węgrzech +110% r/r. Przychody w segmencie produkcji były 13% powyżej naszych oczekiwań i spadły o 11% r/r do PLN 22.4m. Ujemna dynamika r/r wynikała ze spadku średniej ceny rękawic w segmencie produkcji (przy jednocześnie pełnym wykorzystaniu mocy produkcyjnych), ze względu na spadek zamówień od jednego z kluczowych odbiorców Arabii Saudyjskiej (spadek przychodów o 81% r/r) i dostosowywanie cen do wyżek kursu USD w 2015 r.
- **EBITDA wyniosła PLN 7.3m** (+11% r/r, +16% kw/kw) i była zgodna z naszymi oczekiwaniami. Segment dystrybucji osiągnął EBITDA na poziomie PLN 4.9m (wzrost 160% r/r), a marża EBITDA wzrosła do 9% z 4.4% w 3Q15. Znaczący wzrost marży r/r wynikał z wyższej sprzedaży oraz z systematycznie dokonywanego dostosowania cen dla klientów (szczególnie z sektora szpitalnego) po zeszłorocznych wyżkach kursu USD, które obniżały marże w krótkim terminie w 2015 r. Segment produkcji osiągnął EBITDA na poziomie PLN 2.5m (-48% r/r i +58% kw/kw). W ujęciu rocznym marża

EBITDA segmentu spadła do 11% (z ponadprzeciętnie wysokiej marży w 3Q15 na poziomie 18.7%), co naszym zdaniem wynikało ze spadku cen dla klientów r/r w związku z dostosowaniem kursu USD i spadku zamówień z Arabii Saudyjskiej. W ujęciu kwartalnym jednak marża wzrosła o 2.8 p.p., co w naszej ocenie było efektem wzrostu cen kw/kw.

- W 3Q16 spółka zanotowała przychody finansowe netto na poziomie PLN 0.2m wobec kosztów finansowych netto PLN 2.3m w 3Q15 oraz oczekiwanych przez nas kosztów finansowych netto w 3Q16 PLN 0.5m.
- Efektywna stawka podatkowa wyniosła 10% wobec 17% w 2Q16 i 8% w 3Q15.
- **Zysk netto wyniósł PLN 4.9m** (+98% r/r i +20% kw/kw) i był 28% powyżej naszych prognoz (PLN 3.9m) z uwagi na dodatnie różnice kursowe w wysokości PLN 1m.
- Na koniec 3Q16 spółka posiadała dług netto w wysokości PLN 38.9m, co implikuje wskaźnik dług netto/12M EBITDA na poziomie 1.5x (vs. 1.9x w 2Q16 i 2.1x w 3Q15).
- Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły PLN 8.1m (vs. PLN 2.3m rok wcześniej).

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

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 odpowiednio 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 w związku 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 jakiegokolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakiegokolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdują się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla Vestor 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 JAKIEKOLWIEK 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 USŁUG Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, W SZCZEGÓLNOŚCI OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O OFEROWANIE INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH – AKCJI EMITENTA W OFERCIE PUBLICZNEJ. VESTOR DM OTRZYMYWAŁ W CIĄGU OSTATNICH DWUNASTU MIESIĘCY 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 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 PRAWDLIWEJ 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 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 zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub świadczyć usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej w wykonaniu umów poprzednio już zawartych na dzień opublikowania niniejszego raportu.

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 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: 1 rekomendację kupuj, 0 rekomendacji Akumuluj, 5 rekomendacji Neutralnie, 3 rekomendacje 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 56 % (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 bezpośredniego 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 można uznać niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowana wartość rezydualna. Do

jej mocnych stron zaliczyć można oparcie wyceny na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utraconych korzyści przez właścicieli kapitału. Wadami wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV - cena/wartość księgową

BV - wartość księgową

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EV/EBITDA - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ zysk operacyjny + amortyzacja

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE - zwrot na kapitale własnym

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

COE - koszt kapitału własnego

L-F-L - wzrost na wartościach porównywalnych

Definicje rekomendacji:

Kupuj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 1,5-krotność kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Akumuluj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Neutralnie - rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie 0% w stosunku do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Redukuj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie od minus kosztu kapitału własnego do 0% w odniesieniu do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Sprzedaj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu poniżej minus kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

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 |
|---------------|-------------------|------------------|-------|---------------------------------------------------|--------------|------|
| 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 |
| 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 |
| 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 |
| Mercator Medical | 2016-10-07 | Piotr Nawrocki | 26.5 | 17.4 | Brak | 12M |
| OT Logistics | 2016-10-14 | Piotr Nawrocki | 259 | 24.1 | Brak | 12M |
| PRÓCHNIK | 2016-10-26 | Marek Szymański | 1.64 | 1.28 | Brak | 12M |
| MARVIPOL | 2016-12-05 | Marek Szymański | 14.0 | 10.7 | Brak | 12M |

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