

Mercator Medical

Przemysł | Polska

Cena docelowa: PLN 25.1

Aktualizacja raportu analitycznego

- Wiodący podmiot na rynku rękawic medycznych z własną fabryką w Tajlandii
- Obniżamy prognozę EBITDA i zysku netto w 2017p o odpowiednio 27% i 48%
- 2017p P/E 22x oraz 2018p P/E 8.6x.
- Obniżamy TP do PLN 25.1 (vs PLN27.2 poprzednio)

27 kwietnia 2017 8:00

Przejęciowe obniżenie rentowności w 2017 r.

Kontynuacja wzrostu cen lateksu naturalnego w grudniu i na początku 2017 r. oraz relatywnie słabsze szacunkowe wyniki za 1Q17 skłoniły nas do obniżenia naszych prognoz na 2017p o 27% i 48% odpowiednio na poziomie EBITDA i zysku netto. Oczekujemy, że presja na marże będzie widoczna w produkcji jeszcze w 2Q17, a w dystrybucji w 2Q i częściowo 3Q17. Prognozujemy zysk netto 2017p na poziomie PLN 8.7m (spadek z PLN 13.9m w 2016). W kolejnych latach prognozy zakładamy przełożenie kosztów surowców na ceny rękawic i tym samym pozostawiamy nasze prognozy bez większych zmian. Biorąc pod uwagę zakładaną poprawę marży i uruchomienie sprzedaży z nowej fabryki rękawic nitylowych – prognozujemy skokowy wzrost zysku w 2018p do PLN 22.2m. W konsekwencji zmian prognoz obniżamy 12M cenę docelową do PLN 25.1/akcję (vs. PLN 27.2/akcję poprzednio). Na naszych prognozach Mercator jest notowany na mnożniku P/E na poziomie 22x w 2017p i 8.6x w 2018p oraz EV/EBITDA 12.7x w 2017p i 6.9x w 2018p.

Szacunkowe wyniki za 1Q17. Według szacunkowych wyników, wynik netto w 1Q17 był bliski zeru (vs. PLN 2.6m w 1Q16), przychody wyniosły PLN 73.8m (+24% r/r), EBIT ok. PLN 1.5m (-65% r/r), a EBITDA ok. PLN 3.5m (-42% r/r). Na spadek marży operacyjnej wpływ miały niekorzystne uwarunkowania makroekonomiczne – umocnienie USD względem PLN na przełomie 2016 i 2017 r. oraz opóźnienia w przełożeniu wzrostu cen lateksu naturalnego na ceny rękawic. Naszym zdaniem, pierwszy ze wspomnianych czynników doprowadził do obniżenia marży EBITDA w dystrybucji, którą szacujemy na ok. 7% (vs. 8.9% w 1Q16 i 8% w 4Q16). Drugi - do obniżenia rentowności produkcji, gdzie spodziewamy się ujemnej marży EBITDA (-1.4% vs. 10.2% w 1Q16 i 10.3% w 4Q16).

W 2017p oczekujemy przejściowego obniżenia rentowności i w konsekwencji obniżamy prognozę zysku netto o 48% oraz pozostawiamy bez większych zmian prognozy na kolejne lata.

Po słabszych wynikach 1Q17 oczekujemy, że również w 2Q17 w segmencie produkcji nie dojdzie jeszcze do pełnego przełożenia wzrostu cen kauczuku naturalnego na ceny rękawic w produkcji. W dystrybucji spodziewamy się natomiast presji na marże w 2Q i 1. poł. 3Q17 w związku z oczekiwanym wzrostem zakupu rękawic od azjatyckich producentów. W konsekwencji, obniżamy prognozę 2017p EBITDA o 27% do PLN 22.6m (-12% r/r) i zysku netto o 48% do PLN 8.7m (-38% r/r). W kolejnych latach prognozy oczekujemy pełnego przełożenia zmian cen surowca na ceny rękawic dla odbiorców i pozostawiamy naszą prognozę zysku netto na mniej więcej tym samym poziomie – zmiana o +3% w 2018p do PLN 22.2m (+156% r/r) i o -1% do PLN 29.1m (+31% r/r) w 2019p.

Inwestycje w Tajlandii i w Polsce zgodnie z harmonogramem. Z informacji spółki (27.03.2017) wynika, że Mercator ma zakontraktowane ok. 70% nakładów na inwestycje w Tajlandii (usługi budowlane, kotły, linie produkcyjne). Obecnie capex jest planowany na PLN 119m (+11% względem poprzedniego budżetu, głównie przez decyzję o budowie hosteli pracowniczych) i według zarządu obecnie nic nie zwiastuje jego przekroczenia. Spółka planuje osiągnięcie pełnych mocy w 1H18. Uruchomienie zakładu włókniny w Pikutkowie (produkty obłożenia pola operacyjnego) planowane jest natomiast na 2Q17.

Ustalamy naszą cenę docelową na 25.1/akcję. Na naszych prognozach Mercator jest notowany przy mnożniku P/E 22x w 2017p i 8.6x w 2018p oraz EV/EBITDA 12.7x w 2017p i 6.9x 2018p. Wyceniamy akcje Mercator z wykorzystaniem metody DCF na 22.8/akcję oraz metodą porównawczą na 23.0/akcję. Ustalamy 12M cenę docelową na PLN 25.1 (vs. PLN27.2 poprzednio).

Mercator Medical: Prognozy i wskaźniki (PLNm)

	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Przychody (PLNm)	226.6	263.6	325.5	374.4	436.8
EBITDA (PLNm)	22.8	25.7	22.6	43.2	54.4
EBIT (PLNm)	16.5	18.2	14.0	31.3	38.8
Zysk netto (PLNm)	10.3	13.9	8.7	22.2	29.1
P/E (x)	18.6	13.7	22.0	8.6	6.6
EV/EBITDA (x)	10.0	8.1	12.7	6.9	5.2

Źródło: Dane Spółki, szacunki Vestor DM

Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	25.1
Cena bieżąca (PLN)	18.0
Potencjał wzrostu/spadku	40%
Poprzednia cena docelowa (PLN)	27.2
Min (52T)	13.6
Max (52T)	22.0
Liczba akcji (m)	10.6
Kapitalizacja (PLNm)	190.6
Dług netto (PLNm, 2016)	18.8
EV (PLNm, 2016)	209.4
Śr. Dzienny obrót (3M, PLNk)	241

Akcjonariat*

	%
Wiesław Żyznowski (wraz z Anabaza Ltd.)	61.8%
Pozostali	38.2%

*według stanu na 31.12.2016 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

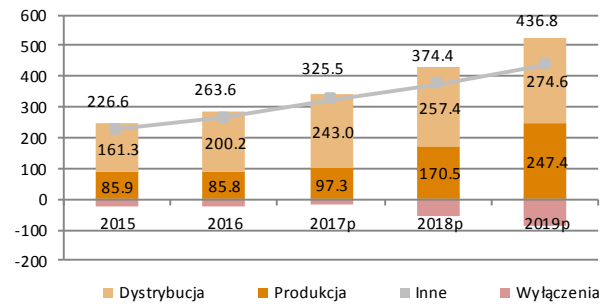
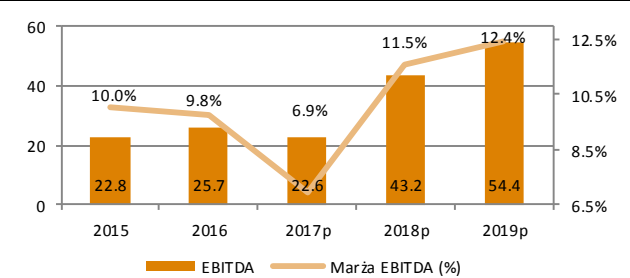
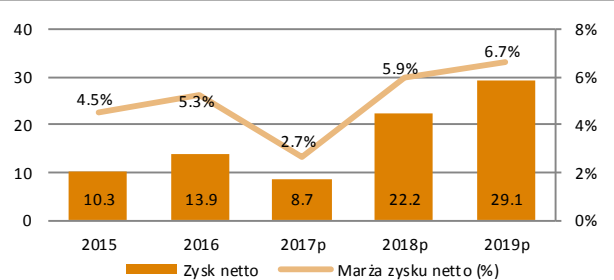
Aleksandra.Jakubowska@vestor.pl

Mercator Medical

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Rachunek zysków i strat	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Przychody ze sprzedaży	226.6	263.6	325.5	374.4	436.8
Zysk brutto ze sprzedaży	47.0	52.5	52.8	74.9	88.5
Koszty sprzedaży	-20.4	-22.4	-26.1	-29.2	-33.5
Koszty zarządu	-10.8	-11.7	-12.8	-14.3	-16.3
Pozostała działalność op.	0.7	-0.2	0.0	0.0	0.0
EBIT	16.5	18.2	14.0	31.3	38.8
Amortyzacja	6.3	7.5	8.6	11.9	15.6
EBITDA	22.8	25.7	22.6	43.2	54.4
Przychody finansowe netto	-5.9	-1.2	-2.4	-4.8	-5.0
Zysk przed opodatkowaniem	10.6	17.0	11.6	26.5	33.8
Podatek dochodowy	-0.3	-2.2	-2.2	-3.5	-3.9
Zysk netto	10.3	13.9	8.7	22.2	29.1
Bilans	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Rzeczowe aktywa trwałe	62.3	77.7	156.8	179.4	172.9
Wartości niematerialne i prawne	2.0	2.6	2.6	2.6	2.6
Inne aktywa trwałe	4.5	3.9	3.9	3.9	3.9
Środki pieniężne i ekwiwalenty	8.8	22.1	5.2	3.0	9.6
Należności handlowe	38.9	46.7	56.2	64.6	75.4
Zapasy	41.2	54.5	57.1	65.6	76.6
Inne aktywa obrotowe	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
Aktywa razem	158.0	207.9	282.1	319.5	341.3
Dług krótkoterminowy	18.2	29.6	29.6	29.6	29.6
Zobowiązania handlowe	25.9	33.8	38.8	42.7	49.6
Inne zobowiązania krótkoterminowe	7.5	5.0	5.0	5.0	5.0
Dług długoterminowy	28.1	11.4	72.6	83.1	72.3
Kapitały własne	72.7	123.5	131.5	154.6	180.1
Udziały mniejszości	0.0	1.4	2.1	3.0	3.9
Pasywa	158.0	207.9	282.1	319.5	341.3
Dług netto	37.6	18.8	97.0	109.6	92.3
Przepływy pieniężne	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Zysk brutto	10.6	17.0	11.6	26.5	33.8
Podatek dochodowy	-0.3	-2.2	-2.2	-3.5	-3.9
Amortyzacja	6.3	7.5	8.6	11.9	15.6
Zmiany w kapitale obrotowym	-7.9	-11.6	-7.0	-13.2	-14.8
Inne zmiany niepieniężne	-0.8	5.9	2.4	4.8	5.0
Przepływy z działalności operacyjnej	7.9	16.6	13.4	26.6	35.7
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-11.4	-20.1	-87.7	-34.5	-9.0
Inne przepływy inwestycyjne	0.2	-4.2	0.3	0.3	0.3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-11.2	-24.3	-87.4	-34.2	-8.7
Zmiany netto zadłużenia	9.4	-8.3	61.2	10.5	-10.8
Odsetki zapłacone	-1.6	-1.4	-2.7	-5.1	-5.3
Dywidendy	-2.2	0.0	-1.4	0.0	-4.4
Przepływy z działalności finansowej	5.3	21.0	57.1	5.4	-20.5
Zmiana gotówki	1.9	13.3	-16.9	-2.2	6.6
Wskaźniki	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Wzrost przychodów (%)	34.5%	16.3%	23.5%	15.0%	16.7%
Wzrost EBITDA (%)	38.7%	12.9%	-12.2%	91.4%	25.8%
Wzrost zysku netto (%)	2.9%	35.3%	-37.5%	155.6%	30.9%
Marże					
Marża brutto (%)	20.8%	19.9%	16.2%	20.0%	20.3%
Marża EBITDA (%)	10.0%	9.8%	6.9%	11.5%	12.4%
Marża EBIT (%)	7.3%	6.9%	4.3%	8.4%	8.9%
Marża zysku netto (%)	4.5%	5.3%	2.7%	5.9%	6.7%
Dźwignia i stopy zwrotu					
Dług netto/EBITDA (x)	1.6	0.7	4.3	2.5	1.7
Dług netto/Kapitały własne (x)	0.5	0.2	0.7	0.7	0.5
Wskaźnik płynności bieżącej (x)	1.7	1.8	1.6	1.7	1.9
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	10.6	13.0	5.1	6.1	7.3
Cykl konwersji gotówki (dni)	79	88	75	75	75
ROA (%)	6.5%	7.6%	3.5%	7.4%	8.5%
ROIC (%)	14.5%	11.3%	5.0%	10.4%	12.8%
ROE (%)	14.1%	11.3%	6.6%	14.4%	16.1%

Wskaźniki wyceny	2015	2016	2017p	2018p	2019p
P/E (x)	18.6	13.7	22.0	8.6	6.6
EV/EBITDA (x)	10.0	8.1	12.7	6.9	5.2
P/BV (x)	2.6	1.5	1.4	1.2	1.1
Stopa FCF (%)	2.1%	-6.6%	-39.1%	-4.3%	13.9%
Stopa dywidendy (%)*	0.0%	0.7%	0.0%	2.3%	3.0%
Na akcję					
Liczba akcji (średnia, mln)	8.6	10.6	10.6	10.6	10.6
Zysk na akcję (PLN)	1.2	1.3	0.8	2.1	2.7
BPS (PLN)	8.4	11.5	12.2	14.3	16.6
DPS*	0.0	0.1	0.0	0.4	0.5

Mercator Medical: Przychody wg segmentów

Mercator Medical: EBITDA i Marża EBITDA (%)

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


Analiza DuPonta	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Marża netto	4.5%	5.3%	2.7%	5.9%	6.7%
Obrotowość aktywów	1.4	1.3	1.2	1.2	1.3
Dźwignia finansowa	2.2	1.7	2.1	2.1	1.9
ROE (%)	14.1%	11.3%	6.6%	14.4%	16.1%

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: 5-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 9.9%, średnia ważona z przyjętych metod implikuje 12M cenę docelową akcji Mercator Medical na poziomie PLN 25.1 za akcję, 40% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Tabela 1. Mercator Medical: Podsumowanie wyceny

Metoda Wyceny	Metodologia	PLN m	Na akcję	Waga
Wycena DCF	Zdysk. przepływy gotówkowe za 2017-2021p	241	22.8	75%
Wycena porównawcza	Mnożniki 2017-2018p P/E i EV/EBITDA	244	23.0	25%
Implikowana wycena	Średnia ważona	242	22.9	
12m cena docelowa		266	25.1	

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 1.3 oraz 1.3 w okresie rezydualnym.
- Stosujemy Equity Risk Premium na poziomie 5%.

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

	2017p-2021p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.5%
Beta zalewarowana	1.3	1.3
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego	9.9%	11.0%
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	25.1%	26.1%
% E	74.9%	73.9%
WACC	8.5%	9.5%

Źródło: Szacunki Vestor DM

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

	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	>2021p
EBIT	14.0	31.3	38.8	40.1	41.5	
Podatek od EBIT	-2.7	-4.1	-4.4	-4.4	-4.5	
NOPAT	11.3	27.2	34.4	35.7	37.0	37.0
Amortyzacja	8.6	11.9	15.6	15.8	16.0	16.0
Zmiany w kapitale obrotowym	-7.0	-13.2	-14.8	-4.4	-4.3	-4.3
Capex	-87.7	-34.5	-9.0	-9.4	-9.4	-16.0
Wolne przepływy finansowe	-74.8	-8.5	26.1	37.8	39.3	32.7
Czynnik dyskontowy (%)	95%	87%	80%	74%	68%	
Wartość bieżąca FCF	-70.7	-7.4	21.0	28.0	26.8	
Wartość bieżąca FCF 2017-21p	-2					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1.0%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	264					
Wartość przedsiębiorstwa	262					
Kapitały mniejszości na koniec 4Q16	1.4					
Dług netto na koniec 4Q16	18.8					
Wartość kapitału własnego	241					
Liczba akcji (m)	10.6					
Wartość godziwa na akcję	22.8					
12M cena docelowa	25.1					

Źródło: Szacunki Vestor DM

Analiza wrażliwości

Prezentujemy analizę wrażliwości wyceny metodą DCF na zmianę 2 parametrów: współczynnika beta oraz premii za ryzyko rynkowe (ERP).

Tabela 4. Mercator Medical: Analiza wrażliwości wyceny DCF

		Zdelewarowana beta						
		0.99	1.09	1.19	1.29	1.39	1.49	1.59
Premia za ryzyko w okresie rezydualnym	3.5%	31.5	31.0	30.6	30.2	29.7	29.3	28.9
	4.0%	28.8	28.3	27.8	27.4	26.9	26.5	26.1
	4.5%	26.4	25.9	25.4	25.0	24.5	24.0	23.6
	5.0%	24.3	23.8	23.3	22.8	22.3	21.9	21.4
	5.5%	22.4	21.9	21.4	20.9	20.4	19.9	19.5
	6.0%	20.7	20.2	19.7	19.2	18.7	18.2	17.7
	6.5%	19.2	18.7	18.1	17.6	17.1	16.6	16.2

Źródło: Szacunki Vestor DM

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 5. Mercator Medical: Dane spółek porównawczych - produkcyjnych

Nazwa	CAGR 2016-2019			DY (%)*		Dług netto/EBITDA(x)		
	Przychody	EBITDA	Zysk netto	2017p	2018p	2016	2017p	2018p
PRODUKCJA								
Top Glove	11%	8%	4%	3%	3%	0.4	0.3	0.2
Kossan Rubber	15%	12%	17%	2%	3%	0.0	-0.1	-0.3
Supermax	11%	8%	12%	3%	3%	1.7	1.4	1.4
Hartalega	18%	14%	13%	2%	2%	0.5	0.5	0.4
Mediana	13%	10%	13%	3%	3%	0.4	0.4	0.3
Mercator Medical	18%	28%	26%	1%	0%	4.3	2.5	1.7

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

Tabela 6. Mercator Medical: Dane spółek porównawczych - zintegrowanych

Nazwa	CAGR 2016-2019			DY (%)*		Dług netto/EBITDA		
	Przychody	EBITDA	Zysk netto	2017p	2018p	2016	2017p	2018p
ZINTEGROWANE								
Ansell	3%	4%	3%	2%	3%	1.5	1.1	0.7
Semperit	3%	13%	n.a.	5%	3%	1.4	1.9	1.5
Sri Trang	21%	98%	n.a.	3%	3%	10.1	9.4	8.1
Halyard Health	1%	n.a.	40%	n.a.	n.a.	1.8	1.2	n.a.
Mediana	3%	13%	21%	3%	3%	1.6	1.6	1.5
Mercator Medical	18%	28%	26%	1%	0%	4.3	2.5	1.7

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

Nasze prognozy dla Mercator Medical implikują wartość mnożnika P/E 22.0x w 2017p, 8.6x w 2018p i 6.6x w 2019p oraz mnożnika EV/EBITDA odpowiednio 12.7x, 6.9x i 5.2x, przy premii w 2017p i kilkudziesięcioprocentowym dyskoncie do obu grup spółek porównawczych w latach kolejnych.

Tabela 7. Mnożniki spółek porównawczych - produkcyjnych

Nazwa	Kraj	Mcap PLNm	P/E(x)			EV/EBITDA(x)			ROE(%)		
			2017p	2018p	2019p	2017p	2018p	2019p	2017p	2018p	2019p
Produkcja											
Top Glove	Malezja	5303	17.5	15.7	14.6	11.7	10.4	9.6	17.4%	17.7%	17.1%
Kossan Rubber	Malezja	3339	17.3	14.9	13.8	10.1	8.6	7.9	19.2%	20.1%	20.4%
Supermax	Malezja	1140	12.1	10.6	9.8	8.1	7.3	7.0	9.5%	10.1%	10.7%
Hartalega	Malezja	7213	28.8	24.0	21.8	19.0	15.8	14.2	17.6%	18.7%	19.0%
Mediana			17.4	15.3	14.2	10.9	9.5	8.8	17.5%	17.7%	17.1%
Mercator Medical	Polska		22.0	8.6	6.6	12.7	6.9	5.2	6.6%	14.4%	16.1%
<i>Dyskonto/Premia</i>			26%	-44%	-54%	17%	-27%	-41%			

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Tabela 8. Mnożniki spółek porównawczych - zintegrowanych

Nazwa	Kraj	Mcap PLNm	P/E(x)			EV/EBITDA(x)			ROE(%)		
			2017p	2018p	2019p	2017p	2018p	2019p	2017p	2018p	2019p
Zintegrowane											
Ansell	Australia	10122	16.8	16.0	15.5	11.2	10.3	9.4	13.0%	12.8%	12.3%
Semperit	Austria	2115	15.7	18.3	13.1	5.7	7.7	6.6	13.2%	7.0%	9.1%
Sri Trang	Tajlandia	2543	19.0	16.1	15.0	17.7	16.4	14.4	7.0%	7.4%	7.7%
Halyard Health	USA	7009	21.1	19.2	17.0	10.6	9.7	n.a.	6.7%	7.3%	7.5%
Mediana			17.9	17.2	15.2	10.9	10.0	9.4	10.0%	7.3%	8.4%
Mercator Medical	Polska		22.0	8.6	6.6	12.7	6.9	5.2	6.6%	14.4%	16.1%
<i>Dyskonto</i>			23%	-50%	-57%	17%	-30%	-45%			

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Wyceny metodą porównawczą dokonaliśmy w oparciu o mnożniki P/E i EV/EBITDA na lata 2017-2018p, przypisując każdemu z nich wagę równą 25%. Mnożniki na rok 2019p mają jedynie charakter prezentacyjny z wagą 0%. Z wyceny porównawczej otrzymaliśmy wartość godziwą akcji Mercator Medical na poziomie PLN 23.0.

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

Wycena wskaźnikowa	Waga (%)	P/E(x)			EV/EBITDA(x)		
		2017p	2018p	2019p	2017p	2018p	2019p
Producenci	50%	17.4	15.3	14.2	10.9	9.5	8.8
Dystrybutorzy	50%	17.9	17.2	15.2	10.9	10.0	9.4
Średnia ważona	X	17.6	16.3	14.7	10.9	9.7	9.1
Wyniki	PLN m	8.7	22.2	29.1	22.6	43.2	54.4
Dług netto	PLN m				97.0	109.6	92.3
Wycena implikowana	PLN m	153.2	360.7	427.7	148.9	311.6	401.2
Wycena na akcję	PLN/akcję	14.5	34.1	40.4	14.1	29.4	37.9
Waga	%	25%	25%	0%	25%	25%	0%
Mercator: Średnia wycena na akcję	PLN/akcję			23.0			

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Szacunkowe wyniki za 1Q17

13 kwietnia 2017 r. spółka opublikowała wstępne, szacunkowe wyniki za 1Q17.

- Wynik netto grupy za 1Q17 będzie zbliżony do zera (wobec zysku netto w 1Q16 w wysokości PLN 2.6m).
- Przychody grupy wyniosły PLN 73.8m (+24% r/r).
- EBIT osiągnął poziom ok. PLN 1.5m (-65% r/r), a EBITDA ok. PLN 3.5m (-42% r/r).
- Na spadek rentowności operacyjnej wpływ miało: 1) opóźnienie w przełożeniu wzrostu cen lateksu naturalnego na ceny rękawic medycznych oraz 2) wysoki kurs USD względem PLN w końcu 2016 r. i na początku 2017 r.

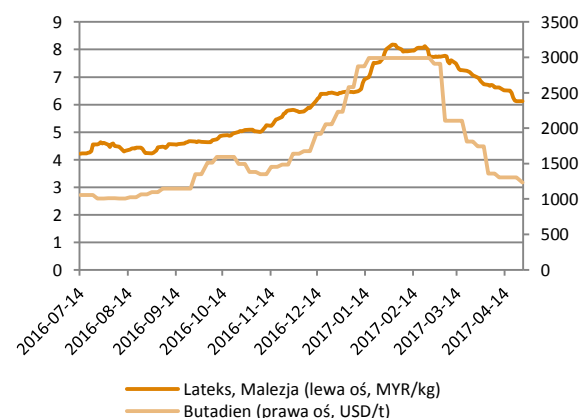
Tabela 10. Szacunkowe wyniki Mercator Medical za 1Q17

PLNm	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17 – Szacunek MRC	r/r	kw/kw
Przychody	59.4	69.1	67.9	67.2	73.8	24%	10%
EBITDA	6.0	6.3	7.3	6.1	3.5	-42%	-43%
EBIT	4.3	4.5	5.4	4.0	1.5	-65%	-64%
Zysk netto	2.6	4.1	4.9	2.3	Bliski PLN 0m	n.a.	n.a.

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

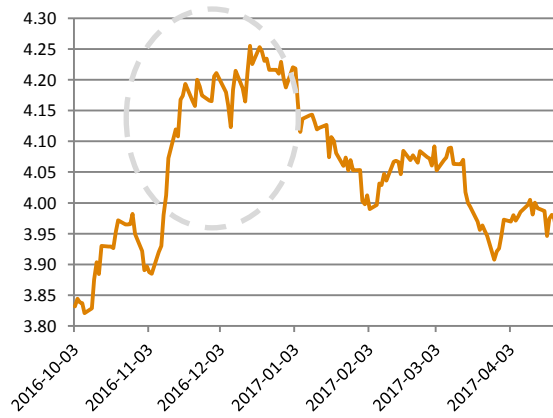
Naszym zdaniem niekorzystne uwarunkowania makroekonomiczne miały wpływ zarówno na segment dystrybucji jak i segment produkcji. W segmencie dystrybucji spodziewamy się obniżenia rentowności operacyjnej w 1Q17 w związku z aprecjacją kursu USD względem PLN z końcem FY16 i początkiem 1Q17 i – naszym zdaniem - z brakiem możliwości przeniesienia negatywnego wpływu kursu walutowego na zamówienia rękawic medycznych realizowane w kontraktach szpitalnych. Przy zakładanym przez nas udziale sprzedaży rękawic medycznych w kontraktach szpitalnych na poziomie ok. 30%, szacujemy rentowność operacyjną EBITDA w 1Q17 w segmencie dystrybucji na poziomie ok. 7% (vs. 8.9% w 1Q16 i 8% w 4Q16). Przy przychodach dystrybucji szacowanych przez nas na ok. PLN 54.9m, oczekujemy EBITDA w wysokości PLN 3.8m (vs. PLN 4.2m rok wcześniej). W segmencie produkcji natomiast spodziewamy się, że spółka pokaże ujemną rentowność operacyjną, będącą konsekwencją znaczącego wzrostu cen lateksu. W okresie od października 2016 r. do lutego br. średnia miesięczna cena lateksu na Malaysian Rubber Exchange wzrosła o ok. 64% do 7.98 MYR/kg. Wzrost ten przełożył się na wzrost kosztów produkcyjnych i przy braku możliwości przeniesienia w pełni wyższych kosztów na odbiorców zewnętrznych, doprowadził naszym zdaniem do spadku rentowności segmentu produkcji. W związku z tym, szacujemy marżę EBITDA na poziomie ok. -1.4% (vs. 10.2% w 1Q16 i 10.3% w 4Q16), przy przychodach i zysku EBITDA na poziomie odpowiednio PLN 21.7m i PLN -0.3m.

Wykres 1. Ceny lateksu i butadienu



Źródło: Bloomberg

Wykres 2. Kurs walutowy USD/PLN



Źródło: Bloomberg

Notatki po spotkaniu ze spółką

W dniu 27 marca 2017 r. odbyła się konferencja po publikacji wyników za 2016 r.

- **Wzrost wolumenów, ekspansja geograficzna.** Po solidnych wzrostach wolumenów r/r w 2016 r. (ponad 2.5mld szt. vs. niecałe 2mld rok wcześniej) spółka planuje dalej zwiększać wolumeny sprzedaży, nie tylko na obecnych rynkach, lecz także chce rosnąć geograficznie. Szczególnie dobrą perspektywę obserwuje się dla rękawic nitrylowych. Zgodnie ze strategią Mercatora, do końca 2017 r. spółka planuje uruchomić sprzedaż rękawic pod własnymi markami w wybranych krajach Europy Zachodniej. Zarząd wspominał także o rozwoju w kierunku Ameryki Południowej. Według CEO do końca roku spółka powinna mieć szanse wejść na rynek w Brazylii i być może jeszcze kilka innych rynków w Ameryce Południowej.
- **Trendy na rynku kauczuku naturalnego.** 4Q16 to czas intensywnego wzrostu cen lateksu naturalnego, który był obserwowany aż do drugiej połowy lutego br. Obecnie od szczytu notowań cena lateksu spadła ok. 25%. Na wzrost cen lateksu miał wpływ popyt ze strony przemysłu motoryzacyjnego. Według CEO wraz z poprawą na rynku butadienu, cena lateksu naturalnego może wrócić do swoich poprzednich poziomów.
- **Perspektywy na 1H17.** Ze względu na znaczący wzrost cen lateksu naturalnego marże w segmencie produkcji znajdują się pod presją w 1Q17 i początku 2Q17. Obecnie nie udaje się w całości przenieść wzrostu kosztów produkcji na klientów zewnętrznych. W segmencie dystrybucji z końcem 1Q17 i w 2Q17 spółka zanotuje sprzedaż rękawic zakupionych przy wyższych cenach, a na końcowy wpływ na marże będzie miała możliwość przeniesienia wyższych cen na odbiorców (zwracamy uwagę, że ok. 30% sprzedaży w dystrybucji Mercator Medical realizuje na podstawie kontraktów szpitalnych, gdzie cena sprzedaży rękawic ustalana jest najczęściej z góry na okres jednego roku, w związku z czym spółka ma ograniczoną możliwość przenoszenia zmian cen zakupu rękawic medycznych na ceny dla odbiorców w kontraktach przetargowych). Według wypowiedzi CFO z końca marca br, klienci akceptowali wyższe ceny sprzedaży rękawic. Wpływ zmian cen lateksu na dystrybucję i produkcję powinien natomiast ustabilizować się w 2H17.
- **Realizacja inwestycji budowy fabryki w Tajlandii oraz fabryki włókniny w Brześciu.** Jak wynika z informacji spółki, Mercator Medical ma już zakontraktowane ok. 70% nakładów na inwestycje w Tajlandii. Spółka podpisała już umowy na wszystkie usługi budowlane oraz zamówiła większość urządzeń głównych, jak kotły i linie produkcyjne. Harmonogram inwestycji przewiduje osiągnięcie pełnych mocy produkcyjnych w 1 półroczu 2018 r. Planowany budżet inwestycji to obecnie PLN 119m i według zarządu na obecnym etapie nic nie wskazuje, że może być przekroczony. Uruchomienie zakładu włókniny w Pikutkowie i sprzedaży z nowej fabryki planowane jest na 2Q17. Fabryka ma być dedykowana głównie do produkcji produktów obłożenia pola operacyjnego, które spółka obecnie sprowadza z Chin. Skrócenie czasu dostaw oraz elastyczność produkcji, pozwoli spółce na produkcję krótkich serii oraz szybsze reagowanie na potrzeby klientów, co będzie prowadzić do wzrostu konkurencyjności Mercator Medical na rynku tych produktów. Zgodnie ze strategią, Mercator Medical zakłada wzrost udziału w rynku produktów z włókniny w Polsce z 5% do 20% w 2020 r.
- **Dywidenda.** Zarząd spółki zarekomendował wypłatę dywidendy na poziomie DPS PLN 0.13 z zysku za 2016 r.

Zmiana prognoz na lata 2017-2019p

Ze względu na zmiany w otoczeniu makroekonomicznym i publikację szacunkowych wyników 1Q17, dokonujemy aktualizacji naszych prognoz na lata 2017-19p. Jesteśmy pozytywni w zakresie wzrostu wolumenowego spółki natomiast uwzględniamy implikacje związane z ostatnią zmianą cen surowców w prognozie na 2017 r.

Tabela 11. Mercator Medical: Zmiana prognoz finansowych

	2017p				2018p				2019p			
	Poprz.	Nowe	% zmiana	% r/r	Poprz.	Nowe	% zmiana	% r/r	Poprz.	Nowe	% zmiana	% r/r
Przychody	308.4	325.5	6%	23.5%	364.8	374.4	3%	15.0%	424.3	436.8	3%	16.7%
EBIT	23.7	14.0	-41%	-22.1%	32.2	31.3	-3%	122.1%	39.3	38.8	-1%	22.9%
EBITDA	31.0	22.6	-27%	-12.2%	42.4	43.2	2%	91.4%	53.0	54.4	3%	25.8%
Zysk netto	16.7	8.7	-48%	-37.5%	23.1	22.2	3%	155.6%	29.7	29.1	-1%	30.9%

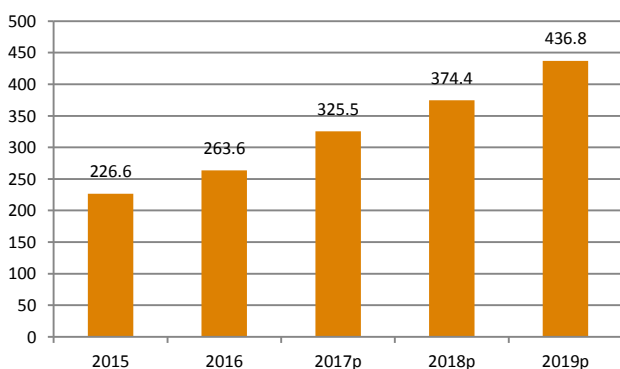
Źródło: Vestor DM

Przychody. Podwyższamy nieznacznie nasze prognozy przychodów w 2017p o 6% do PLN 325.5m (+23% r/r) ze względu na oczekiwany wzrost cen rękawic, będący konsekwencją zmian cen lateksu naturalnego i butadienu. W latach 2018-19p, dzięki dalszej ekspansji w dystrybucji oraz uruchomieniu fabryki rękawic nitylowych w Tajlandii – spodziewamy się dalszego wzrostu przychodów o odpowiednio 15% r/r do PLN 374.4m i o 17% r/r do PLN 436.8m (+3% i +3% wobec naszych poprzednich prognoz). W okresie prognozy dokonujemy obniżenia wyłączeń konsolidacyjnych, co jest związane ze zmianą prezentacyjną segmentów działalności spółki na koniec 2016 r.

Rentowność. Wraz ze wzrostem cen lateksu w 4Q16 i pierwszej połowie 1Q17 (o ok. 64%), a także cen butadienu, spodziewamy się wzrostu kosztów produkcji własnej oraz rękawic nabywanych od azjatyckich producentów w 1H17. Oczekujemy, że – ze względu na 1) roczne formuły w kontraktach szpitalnych w dystrybucji, oraz 2) opóźnienia w przełożeniu wzrostu kosztów produkcji na ceny rękawic w segmencie produkcji, przy jednocześnie obserwowanym od drugiej połowy lutego 2017 r. stopniowym spadku cen lateksu – spółka zanotuje przejściowy spadek rentowności EBITDA w 2017p do 6.9% (vs. 9.8% w 2016 r.). W związku z tym, obniżamy prognozowaną EBITDA spółki o 27% do PLN 22.6m (spadek o 12% r/r). W latach 2018-19p zakładamy dostosowanie się cen rękawic do zmian cen lateksu naturalnego oraz nie zakładamy istotnych odchyłeń dla kursów walutowych. Szacujemy EBITDA spółki w latach 2018-19p odpowiednio na poziomie PLN 43.2m i PLN 54.4m, mniej więcej zgodnie z poprzednią prognozą. Oczekiwany wzrost marży EBITDA do 11.5% w 2018p i 12.4% w 2019p to z jednej strony efekt oczekiwanych procesów dostosowawczych po przejściowo obniżonej rentowności w 2017p ze względu na koszt surowców, a z drugiej efekt synergii wynikający z uruchomienia nowej fabryki w Tajlandii.

Wykres 3. Mercator Medical: Przychody

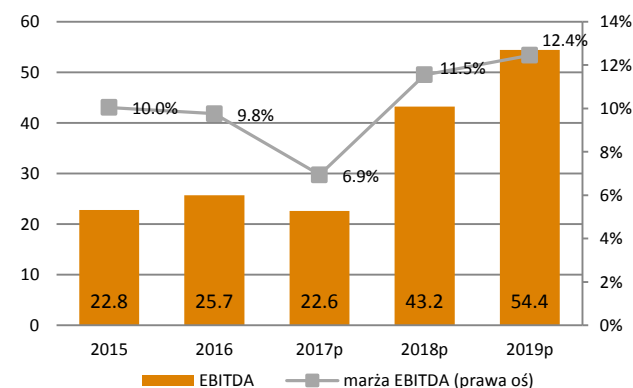
PLNm



Źródło: Szacunki Vestor DM

Wykres 4. Mercator Medical: EBITDA i marża EBITDA

PLNm, %



Źródło: Szacunki Vestor DM

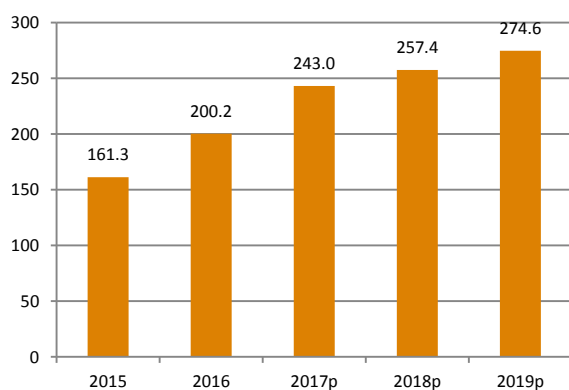
Zysk netto. Przy założeniu kapitalizacji kosztów finansowych związanych z budową fabryki w Tajlandii do końca 3Q17, szacujemy koszty finansowe netto w 2017p na poziomie PLN 2.4m. W naszych prognozach nie zakładamy różnic kursowych, które miały pozytywny wpływ na wynik finansowy w 2016 r. w wysokości PLN 1m. Przy prognozowanym obniżeniu wyniku operacyjnego segmentu produkcji, gdzie spółka korzysta ze zwolnień podatkowych, podnosimy szacowaną stawkę podatkową do 19% z 15% wcześniej. W konsekwencji, przy szacowanym niższym wyniku operacyjnym, obniżamy także prognozę zysku netto w 2017p o 48% do PLN 8.7m (-38% r/r). W latach 2018-19p pozostawiamy naszą prognozę zysku netto na mniej więcej tym samym poziomie – zmiana o +3% w 2018p do PLN 22.2m (+156% r/r) i zmiana o -1% do PLN 29.1m (+31% r/r) w 2019p.

Dystrybucja

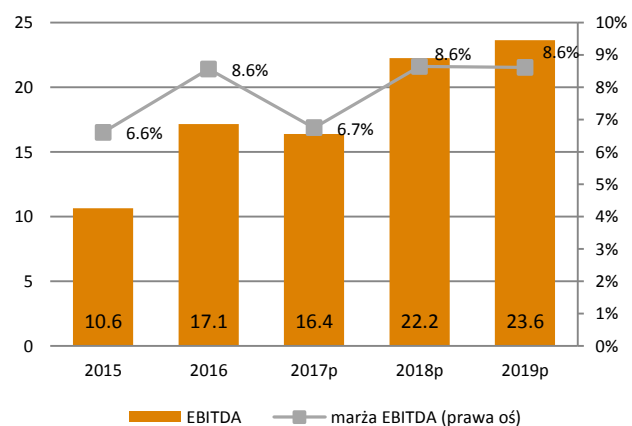
Przychody. W 2016 r. segment dystrybucji zanotował solidny wzrost wolumenów r/r, który naszym zdaniem był związany m.in. z wprowadzeniem w 2H15 do oferty rękawic nitrylowych (najszybciej rosnący segment rynku rękawic medycznych). Zwracamy uwagę, że ze względu na spadek średniej ceny rękawic, przychody wzrosły wówczas mniej niż wolumeny. W 2017p zakładamy kilkuprocentowy wzrost wolumenów i przy oczekiwanym wzroście cen sprzedaży rękawic medycznych będącym konsekwencją wzrostu cen lateksu naturalnego i rękawic nabywanych od azjatyckich producentów, prognozujemy wzrost przychodów o 21% r/r do PLN 243m. W kolejnych latach, wraz z rozwojem sieci dystrybucyjnej oraz umocnieniem pozycji na aktualnych rynkach, oczekujemy wzrostu przychodów o kolejne 6% r/r do PLN 257.4m w 2018p i o 7% r/r do PLN 274.6m w 2019p. Przypominamy, że zgodnie ze strategią spółki do końca 2017 r. spółka chce uruchomić sprzedaż pod własnymi markami w wybranych krajach Europy Zachodniej poprzez dystrybutorów, a do końca 2018 r. otworzyć własną zorganizowaną dystrybucję w jednym z tych krajów.

Rentowność. Wraz ze wzrostem cen lateksu i butadienu oraz obniżeniem konkurencyjności malezyjskich producentów, oczekujemy wzrostu kosztów zakupu rękawic medycznych przez spółkę. Jako że część towarów jest sprzedawana w przetargach szpitalnych (szacujemy ok. 30% zamówień w dystrybucji), gdzie cena ustalana jest z góry najczęściej na okres 1 roku, oczekujemy presji na marże, która naszym zdaniem będzie widoczna w 2Q i 1 poł. 3Q17. Dodatkowo, po aprecjacji kursu USDPLN z końca 2016 r. i początku 1Q17, oczekujemy obniżonej rentowności w dystrybucji także w 1Q17 (na zamówieniach szpitalnych). W konsekwencji prognozujemy spadek marży EBITDA o 1.8 p.p. r/r do 6.7% w 2017p, przy EBITDA PLN 16.4m (spadek o 4.4% r/r). W kolejnych latach, oczekujemy dostosowania się cen sprzedaży rękawic medycznych do zmienionych warunków makroekonomicznych i szacujemy wzrost marży EBITDA do 8.6% w 2018p, w kolejnym roku nie zakładamy znaczących odchyleń od tego poziomu.

Wykres 5. Przychody - segment dystrybucji
PLNm



Wykres 6. EBITDA i marża EBITDA - segment dystrybucji
PLNm, %



Źródło: Szacunki Vestor DM

Źródło: Szacunki Vestor DM

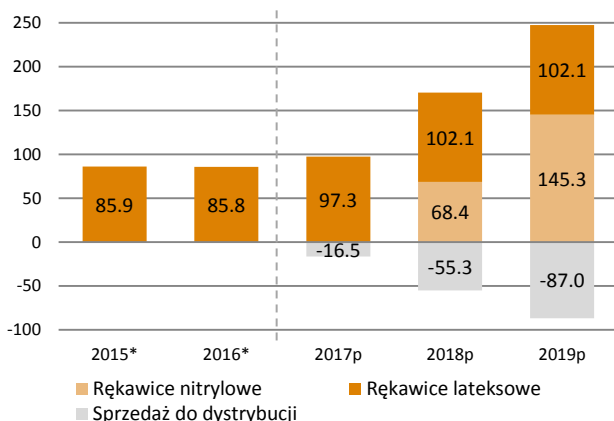
Produkcja

Przychody. W 4Q16 cena kuczuku naturalnego (notowanego na MRE) wzrosła o ok. 39% i w 2017 r. kontynuowała trend wzrostowy aż do połowy lutego b.r., kiedy osiągnęła wartość powyżej 8 MYR/kg. Od tego czasu ceny lateksu rozpoczęły trend spadkowy i obecnie znajdują się na poziomie ok. 6.1 MYR/kg. Oczekujemy, że wraz ze wzrostem cen lateksu, Mercator będzie chciał przenieść wyższe koszty produkcji (lateks stanowi ok. 40%-60% kosztów produkcji rękawic) na ceny dla odbiorców zewnętrznych. W konsekwencji zakładamy wzrost średniej ceny sprzedaży rękawic w USD w 2017p, przy czym największy jej wzrost oczekujemy w pierwszym okresie '17. Przy sprzedaży wolumenowej na poziomie 97% mocy wytwórczych szacujemy wzrost przychodów (przed wyłączeniami) o 13% r/r do PLN 97.3m w 2017p. W okresie prognozy zakładamy, że sprzedaż z fabryki rękawic lateksowych wewnątrz grupy będzie wynosiła ok. 15%. W 2018-19p oczekujemy wzrostu wskaźnika wykorzystania potencjału wytwórczego do blisko 100% i dodatkowo zakładamy rozpoczęcie sprzedaży rękawic nitrylowych z nowej fabryki od 2H18. Oczekujemy, że w pierwszym roku działalności 60% wolumenu będzie sprzedawane w sieci dystrybucyjnej spółki, a w kolejnym spadek tego udziału do 50%. W konsekwencji szacujemy przychody w segmencie produkcji w 2018p na poziomie PLN 170.5m, w tym PLN 68.4m sprzedaży z nowej fabryki i łącznej sprzedaży do dystrybucji PLN 55.3m. W 2019p prognozujemy przychody na poziomie PLN 247.3m, przy PLN 145.3m z nowej fabryki i PLN 87m sprzedaży wewnątrz grupy.

Rentowność. Oczekujemy, że wspomniany wzrost kosztów lateksu będzie miał negatywny wpływ na rentowność produkcji w 2017p. W 1Q17 spodziewamy się, że przy tak istotnym wzroście cen lateksu, spółka nie miała możliwości w pełni przełożyć wyższych kosztów produkcji na odbiorców zewnętrznych, w związku z czym oczekujemy, że zaraportuje ujemną rentowność operacyjną (szacujemy marżę EBITDA 1Q17 na poziomie ok. -1.4%). Przy obserwowanym od drugiej połowy lutego 2017 r. systematycznym spadku cen surowca zakładamy, że również w 2Q17 trudniej będzie w pełni dostosować ceny sprzedaży rękawic do kosztów produkcji. W konsekwencji prognozujemy spadek rentowności EBITDA w 2017p o 3.6 p.p. do 6.4% i przy wyższych cenach sprzedaży r/r prognozujemy EBITDA na poziomie PLN 6.2m (-27.7% r/r). W kolejnych latach, wraz z dostosowaniem się cen do warunków rynkowych oczekujemy poprawy marży operacyjnej. W 2018p oczekujemy marży EBITDA na produkcji rękawic lateksowych na poziomie 12.2% oraz dla rękawic nitrylowych 12.5%. W kolejnych latach nie zakładamy znaczących odchyśleń od tego poziomu.

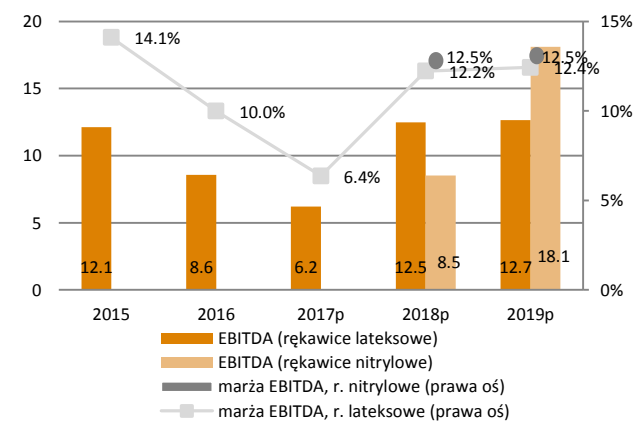
Wykres 7. Mercator Medical: Przychody - segment produkcji

PLN m



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

PLN m



*za lata 2015-2016 pokazujemy przychody produkcji przed wyłączeniami, bez uwzględnienia odnośnych wyłączeń ze względu na występujące wówczas wyłączenia również w segmencie dystrybucji i brak podziału segmentowego. W okresie prognozy, w związku ze zmianą prezentacyjną spółki szacujemy jedynie wyłączenia będące konsekwencją sprzedaży z produkcji do dystrybucji. Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

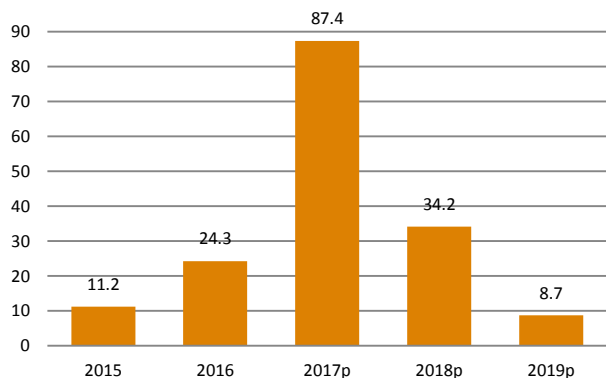
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Capex i dług netto

W związku z rozszerzeniem projektu nowej fabryki rękawic nitrylowych o budowę hosteli dla robotników oraz różnice kursowe (Mercator ponosi główne koszty związane z budową fabryki w USD i THB), spółka podniosła szacowane nakłady inwestycyjne na budowę fabryki w Tajlandii o 11% do PLN 119m. Według wypowiedzi zarządu z marca 2017 r., na obecnym etapie Mercator Medical ma już zakontraktowane ok. 70% tej inwestycji. Wraz z realizacją procesów inwestycyjnych spodziewamy się wzrostu capexu z PLN 20.1m w 2016 r. (szacujemy ok. PLN 11m na inwestycję w Tajlandii) do PLN 87.7m w 2017p oraz PLN 34.5m w 2018p. W efekcie prognozujemy wzrost zadłużenia netto z PLN 18.8m w 2016 r. (szacujemy, że do wykorzystania pozostało jeszcze ok. PLN 19.6m środków z emisji z przeznaczeniem na fabrykę w Tajlandii) do PLN 97.0m w 2017p i PLN 109.6m w 2018p. Przy spodziewanych relatywnie słabszych wynikach operacyjnych w 2017p prognozujemy wzrost wskaźnika dług netto/EBITDA do 4.3x na koniec 2017p i wraz rozpoczęciem produkcji z nowej fabryki w Tajlandii – jego obniżenia do 2.5x w 2018p. Jednocześnie, zwracamy uwagę na dość wysoki prognozowany przez nas wskaźnik dług netto/EBITDA w kontekście kowenantów spółki, które według informacji zarządu z końca 2016 r. były zmieniane na powyżej 4.0x.

Wykres 9. Mercator Medical: Przepływy z działalności inwestycyjnej

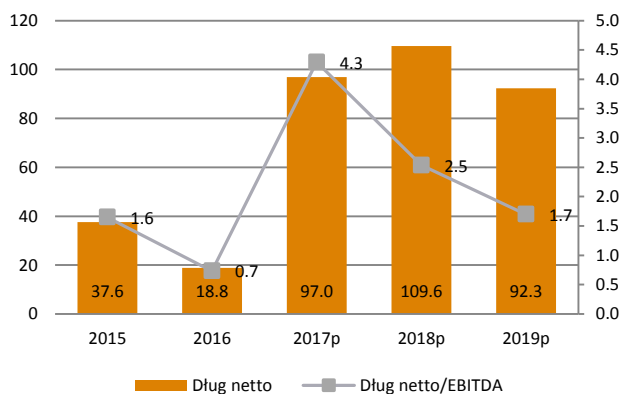
PLNm



Źródło: Szacunki Vestor DM

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

PLNm



Źródło: Szacunki Vestor DM

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor DM") z siedzibą w Warszawie, al. Jana Pawła II 22, 00-133 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 2016 r., poz. 1636 – 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 2016 r., poz. 1639 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2016 r., poz. 1289 – j.t. 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.

ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE INFORMACJE NIEPOSIAAJACE CHARAKTERU OCENNEGO ZOSTAŁY PRZEZ SPÓŁKĘ AUTORYZOWANE PRZED PUBLIKACJĄ. W POZOSTAŁYM ZAKRESIE INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIE VESTOR DM, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCEN.

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 znajdując się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla Vestor 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 podlegają nadzorowi sprawowanemu przez Komisję Nadzoru Finansowego, 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 WPLYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M.IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE LUB POLITYCZNE.

DECYZJA O ZAKUPIE JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. Vestor DM niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być

równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą 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 WYCNEN/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 WYNAGRODZENIE Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA NA RZECZ EMITENTA USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER 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 EMITENTA, 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 subemisję inwestycyjną lub usługową.

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

Vestor DM nie pełni roli animatora emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. 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 następnych 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.

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: 6 rekomendacji kupuj, 6 rekomendacji Akumuluj, 5 rekomendacji Neutralnie, 6 rekomendacji Redukuj oraz 2 rekomendacje Sprzedaj. Oprócz powyższego, Vestor DM wydał 4 rekomendacje, 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 28 % (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 treść.

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 © 2017 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 wyceny wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody można uznać małą 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 koszt 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	
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	241	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
Mercator Medical	2016-12-09	Aleksandra Jakubowska	27.2	18.8	Brak	12M
Eurocash	2017-01-11	Jakub Rafał	41	40.6	Trzymaj	12M
Pekao	2017-01-13	Michał Fidelus	147	128	Kupuj	12M
Mex Polska	2017-02-02	Aleksandra Jakubowska	11.9	7.7	Brak	12M
ING BSK	2017-02-03	Michał Fidelus	158.0	167.0	Redukuj	12M
GTC	2017-02-06	Marek Szymański	8.6	8.5	Neutralnie	12M
PKN	2017-02-15	Beata Szparaga	96.0	86.9	Akumuluj	12M
Lotos	2017-02-15	Beata Szparaga	48.0	43.1	Akumuluj	12M
PKO BP	2017-02-22	Michał Fidelus	32.5	35.1	Redukuj	12M
Pekao	2017-02-22	Michał Fidelus	147.0	145.0	Neutralnie	12M
BZ WBK	2017-02-22	Michał Fidelus	357.0	370.6	Neutralnie	12M
mBank	2017-02-22	Michał Fidelus	368.0	419.9	Sprzedaj	12M
ING BSK	2017-02-22	Michał Fidelus	167.0	177.9	Redukuj	12M
Handlowy	2017-02-22	Michał Fidelus	75.0	82.0	Redukuj	12M
Millennium	2017-02-22	Michał Fidelus	6.4	7.0	Redukuj	12M
Alior	2017-02-22	Michał Fidelus	75.0	66.0	Kupuj	12M
Getin Noble Bank	2017-02-22	Michał Fidelus	2.56	2.1	Kupuj	12M
Dom Development	2017-02-23	Marek Szymański	69.0	63.7	Akumuluj	12M
LC Corp	2017-02-23	Marek Szymański	2.6	2.0	Kupuj	12M
Robyg	2017-02-23	Marek Szymański	4.0	3.0	Kupuj	12M
Eurocash	2017-02-24	Jakub Rafał	36.0	35.0	Trzymaj	12M
KGHM	2017-03-02	Marcin Stebakow	152.0	131.5	Kupuj	12M
Emperia	2017-03-09	Jakub Rafał	79	73	Akumuluj	12M
PKN	2017-03-23	Beata Szparaga	105.0	105.0	Neutralnie	12M
Lotos	2017-03-23	Beata Szparaga	52.0	57.9	Redukuj	12M
Eurocash	2017-03-28	Jakub Rafał	36	32	Akumuluj	12M
Marvipol	2017-04-06	Marek Szymański	17.0	13.3	Brak	12M
Mex Polska	2017-04-07	Aleksandra Jakubowska	12.1	7.3	Brak	12M
Archicom	2017-04-19	Marek Szymański	22.5	16.2	Brak	12M
Grupa Azoty	2017-04-25	Katarzyna Włodarczyk	62.1	68.9	Sprzedaj	12M

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