

Mex Polska

Usługi gastronomiczne | Polska

Cena docelowa: PLN 12.1

Aktualizacja rekomendacji

- Prognozujemy znorm. zysk netto na poziomie PLN 5.6m w 2017p (wzrost o 39% r/r) oraz PLN 7.4m w 2018p.
- 2017p P/E 9.9x oraz EV/EBITDA 6.4x.
- Prognozujemy stopę dywidendy 4.0% w 2017p i 6.1% w 2018p.

7 kwietnia 2017 8:00

Dobre perspektywy rozwoju wciąż aktualne

W 2017 r. oczekujemy dalszego przyspieszenia rozwoju sieci gastronomicznych Mex Polska. Biorąc pod uwagę ostatnie wypowiedzi zarządu spółki o zaawansowanych rozmowach dotyczących nowych umów najmu, spodziewamy się, że w ciągu najbliższych 3 miesięcy zostaną otwarte 3 lokale. Łącznie, w 2017p zakładamy 6 nowych otwarć Pijalni Wódki i Piwa (vs. 5 zakładane w strategii spółki) oraz 3 lokale PanKejk (zgodnie ze strategią spółki). Oczekujemy, że rozwój sieci gastronomicznej przyczyni się do wzrostu znorm. EBITDA spółki w 2017p o 50% r/r do PLN 9m i znorm. zysku netto o 39% r/r do PLN 5.6m, przy P/E '17 9.9x oraz EV/EBITDA '17 6.4x. Wyznaczamy naszą 12-miesięczną cenę docelową na PLN 12.1/akcję. W latach 2017-18p prognozujemy stopę dywidendy odpowiednio 4% i 6.1%.

Wyniki za 4Q16. W 4Q16 spółka zaraportowała przychody wyższe o 12.5% r/r, na poziomie PLN 15.2m, co było wynikiem głównie rozwoju sieci gastronomicznych (21 lokali PWiP vs. 17 rok wcześniej). EBITDA wyniosła PLN 1.14m (płasko r/r), przy rentowności 7.5% (vs. 8.4% w 4Q15). Spadek rentowności r/r wynikał naszym zdaniem z otwarć nowych lokali, które w 4Q16 nie osiągnęły jeszcze poziomu swojej docelowej rentowności (2 nowe lokale PWiP otwarte w 4Q16) oraz ze wzrostu kosztów ogólnego zarządu (m.in. w związku z przygotowaniem do rozwoju konceptu PanKejk). Znormalizowany zysk netto wyniósł PLN 0.98m i był wyższy o 61% r/r.

Przyspieszenie otwarć w 2017 r. W 2016 r. spółka przyspieszyła tempo rozwoju sieci PWiP otwierając 5 nowych lokali wobec 3 rok wcześniej. Tym samym Mex zrealizował poziom zapowiadanych przez siebie (i zakładanych w naszych prognozach) nowych otwarć, przy czym dokonał o 1 więcej otwarcie lokalu własnego i o 1 mniej z inwestorem zewnętrznym. Jednocześnie przygotował do otwarcia kolejny lokal PanKejk w Poznaniu, który został otwarty z początkiem br. W 2017 r. Mex planuje dalsze przyspieszenie rozwoju – zakłada otwarcie 5 nowych lokali PWiP (vs. zakładane przez nas 6) oraz jeszcze 2 lokale PanKejk (łącznie 3 w '17).

Prognozujemy wzrost znorm. zysku netto w średniorocznym tempie 30% w latach 2016-19p. Przy niezmiennym założeniu tempa nowych otwarć, prognozujemy średnioroczny wzrost przychodów na poziomie 23% w latach 2016-19p do PLN 109.5m. W 2017p oczekujemy poprawy rentowności EBITDA z 10.3% do 12.1% m.in. ze względu na 3 nowe lokale własne PWiP otwarte w 2016 r. oraz poprawę rentowności konceptu PanKejk (zakładamy niższe czynsze w nowych lokalach) i w związku z tym prognozujemy wzrost EBITDA w 2017p o 49% r/r do PLN 9m. W latach 2018-19p szacujemy EBITDA na poziomie odpowiednio PLN 11.5m i PLN 13.6m. Tym samym, oczekujemy zysku netto 2017-19p na poziomie odpowiednio PLN 5.6m, PLN 7.4m i PLN 8.8m. Obniżamy prognozę zysku netto w 2017p o 8.8% ze względu na założenie nieznacznie wolniejszego dojścia nowych lokali do progu rentowności i podwyższenie prognozowanej amortyzacji. Nasze nowe prognozy są mniej więcej zgodne z prognozą spółki na 2017 r. oraz lekko powyżej prognoz spółki na lata 2018-19p.

Wycena. Wyceniamy Mex w oparciu o dwie metody: porównawczą (waga 10%) na PLN 14.5/akcję i DCF (90% wagi) na PLN 10.3/akcję. Wyznaczamy 12 miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 12.1/akcję, 67% powyżej obecnej ceny rynkowej. Na naszych prognozach Mex jest notowany przy mnożniku P/E 9.9x w 2017p i 7.5x w 2018p oraz EV/EBITDA 6.4x w 2017p i 4.9x 2018p.

Mex Polska: Prognozy i wskaźniki (PLNm)

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	47.6	52.3	58.9	74.0	91.8	109.5
Znorm. EBITDA*	3.5	5.4	6.0	9.0	11.5	13.6
Znorm. zysk netto*	1.5	3.3	4.0	5.6	7.4	8.8
P/E	31.3	16.8	13.7	9.9	7.5	6.3
EV/EBITDA	16.6	10.8	9.8	6.4	4.9	4.0
Stopa dywidendy(%)**	0.0%	4.6%	4.0%	6.1%	8.0%	9.5%

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

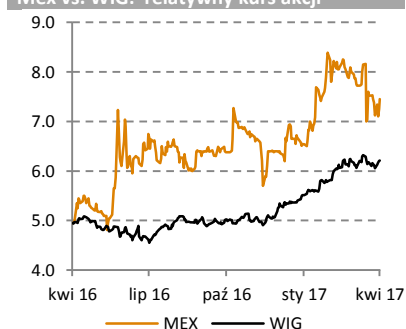
Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	12.1
Cena bieżąca (PLN)	7.3
Potencjał wzrostu/spadku	67%
Poprzednia cena docelowa (PLN)	11.9
Min (52T)	4.6
Max (52T)	8.5
Liczba akcji (m)	7.7
Kapitalizacja (PLNm)	55.6
Dług netto (2016, PLNm)	3.2
EV (PLNm)	58.8
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	95

Akcjonariat	
Milduks Limited (Andrzej Domżał)	29.2%
Trigon TFI	9.5%
Joanna Kowalewska	8.6%
Andrzej Domżał	8.6%
Raimita Limited (Paweł Kowalewski)	3.8%
Pozostali	40.4%

Opis spółki

Grupa Mex zarządza restauracjami skupionymi w trzech konceptach gastronomicznych. Flagową siecią spółki są Pijalnie Wódki i Piwa (bistro z ofertą tanich przekąsek i alkoholi), których obecnie funkcjonuje na rynku 21. Ponadto Mex jest właścicielem marek gastronomicznych The Mexican – restauracji serwującej typowe dania kuchni meksykańskiej, oraz PanKejk – lokali, których głównym daniem są naleśniki. Restauracje działają głównie w autorskim systemie franczyzowym.

Mex vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, analizy Vestor DM

Aleksandra Jakubowska

Młodszy Analityk Akcji

(+48) 22 378 9197

Aleksandra.Jakubowska@vestor.pl

Mex Polska

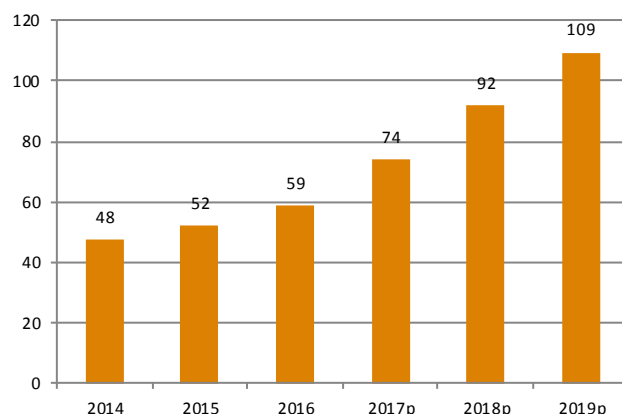
Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Przychody ze sprzedaży	47.6	52.3	58.9	74.0	91.8	109.5
Zużycie materiałów i energii	20.2	22.0	24.2	29.9	36.9	43.8
Wynagrodzenia i inne świad. pracownicze	12.2	13.8	16.3	19.9	24.7	29.6
Usługi obce	11.1	10.1	11.5	13.4	16.5	19.8
Podatki i opłaty	0.7	0.9	1.2	1.6	2.0	2.5
Amortyzacja	1.8	1.5	1.6	1.7	2.0	2.4
Pozostałe koszty rodzajowe	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2
EBITDA	1.4	5.6	6.0	9.0	11.5	13.6
Znorm. EBITDA*	3.5	5.4	6.0	9.0	11.5	13.6
EBIT	-0.4	4.1	4.4	7.3	9.4	11.2
Znorm. EBIT*	1.7	3.9	4.4	7.3	9.4	11.2
Koszty finansowe netto	-0.5	0.3	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3
Zysk przed opodatkowaniem	-1.0	4.4	4.3	6.9	9.1	10.9
Podatek dochodowy	-0.1	-0.3	-0.6	-1.3	-1.7	-2.1
Udziały mniejszości	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	-0.7	4.2	3.7	5.6	7.4	8.8
Znorm. zysk netto*	1.5	3.3	4.0	5.6	7.4	8.8
Bilans (PLNm)	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Rzeczowe aktywa trwałe	8.3	8.0	9.1	11.3	14.1	16.1
Wartości niematerialne i prawne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wartość firmy	0.3	9.1	9.4	9.4	9.4	9.4
Inne aktywa trwałe	4.3	3.7	3.9	3.9	3.9	3.9
Środki pieniężne i ekwiwalenty	1.9	4.5	3.1	4.4	5.6	8.1
Należności handlowe	0.8	0.9	1.9	2.0	2.5	3.0
Zapasy	0.8	1.1	1.3	1.6	2.0	2.4
Inne aktywa obrotowe	4.0	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
Aktywa razem	20.4	27.9	29.3	33.3	38.1	43.5
Zadłużenie	5.9	8.5	7.6	7.6	7.5	7.7
Zobowiązania handlowe	3.0	2.8	2.8	3.4	4.2	5.0
Pozostałe zobowiązania krótkotermin.	3.2	2.3	3.2	3.2	3.2	3.2
Rezerwa na zobowiązania	0.4	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
Inne zobowiązania długoterminowe	0.7	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Kapitały własne	7.1	13.4	14.9	18.3	22.3	26.7
Udziały mniejszości	0.4	-0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Pasywa	20.4	27.9	29.3	33.3	38.1	43.5
Kapitał obrotowy	-1.5	-0.8	0.4	0.2	0.3	0.3
Dług netto	2.3	2.8	3.2	1.8	0.6	-1.6
Przepływy pieniężne (PLNm)	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Zysk brutto	-1.0	4.4	4.3	6.9	9.1	10.9
Podatek dochodowy	-0.1	-0.3	-0.1	-1.3	-1.7	-2.1
Amortyzacja	1.8	1.5	1.6	1.7	2.0	2.4
Zmiany w kapitale obrotowym	0.2	-0.1	-0.8	0.2	-0.1	-0.1
Inne zmiany	2.1	-0.3	0.1	0.3	0.3	0.3
Przepływy z działalności operacyjnej	3.0	5.2	5.2	7.8	9.6	11.4
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-0.7	-0.7	-2.6	-3.9	-4.8	-4.5
Inne przepływy inwestycyjne	0.0	-4.1	0.0	0.1	0.1	0.1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0.7	-4.9	-2.6	-3.8	-4.6	-4.3
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	-1.0	2.2	-0.8	-0.1	0.0	0.2
Odsetki zapłacone	-0.6	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
Dywidendy	0.0	0.0	-2.5	-2.2	-3.4	-4.4
Pozostałe przepływy	0.0	0.5	-0.1	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	-1.6	2.2	-3.9	-2.7	-3.8	-4.6
Zmiana gotówki	0.7	2.5	-1.3	1.3	1.2	2.4
Wskaźniki	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Dynamiki wzrostu						
Wzrost przychodów (%)	12%	10%	12.6%	25.6%	24.1%	19.3%
Wzrost znorm. EBITDA (%)	-1%	56%	11%	50%	28%	18%
Wzrost znorm. zysku netto (%)	n.a.	126%	23%	39%	31%	20%
Marże						
Marża brutto ze sprzedaży (%)	42.6%	42.0%	41.0%	40.5%	40.2%	40.0%
Znorm. marża EBITDA (%)	7.3%	10.3%	10.1%	12.1%	12.5%	12.4%
Znorm. marża EBIT (%)	3.5%	7.5%	7.4%	9.8%	10.3%	10.2%
Znorm. marża zysku netto (%)	3.1%	6.3%	6.9%	7.6%	8.0%	8.0%
Dźwignia i stopy zwrotu						
Dług netto/Znorm. EBITDA (x)	0.7x	0.5x	0.5x	0.2x	0.1x	-0.12x
Dług netto/aktywa (%)	11%	10%	11%	6%	2%	-4%
Dług netto/kapitały własne (%)	32%	21%	22%	10%	3%	-6%
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	-0.7x	7.8x	10.1x	17.8x	22.8x	27.1x
Cykl rotacji gotówki (dni)	-13.6	-7.9	1.0	-0.5	-0.5	-0.5
Znorm. ROE (%)	21%	25%	27%	31%	33%	33%
Znorm. ROA (%)	7.2%	11.8%	13.8%	16.9%	19.3%	20.2%

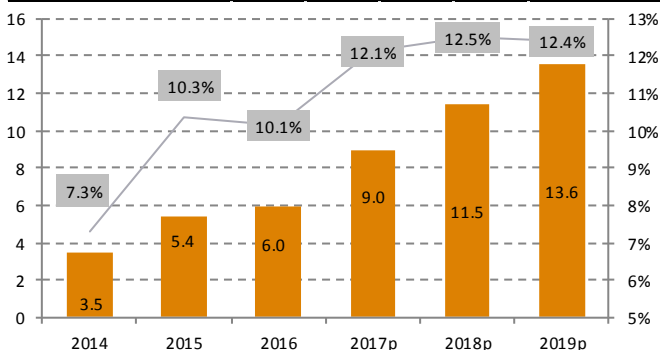
Wskaźniki wyceny	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Znorm. P/E (x)	31.3	16.8	13.7	9.9	7.5	6.3
Znorm. EV/EBITDA (x)	16.6	10.8	9.8	6.4	4.9	4.0
EV/Sprzedaż (x)	1.2	1.1	1.0	0.8	0.6	0.5
P/Sprzedaż (x)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.6	0.5
P/BV (x)	n.m.	4.1	3.8	3.1	2.5	2.1
Stopa dywidendy (%)**	0.0%	4.6%	4.0%	6.1%	8.0%	9.5%

Restauracje	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Pijalnia Wódki i Piwa	14	17	21	27	33	38
The Mexican	8	8	8	8	8	8
PanKejk	1	1	1	4	7	10
Suma	23	26	30	39	48	56

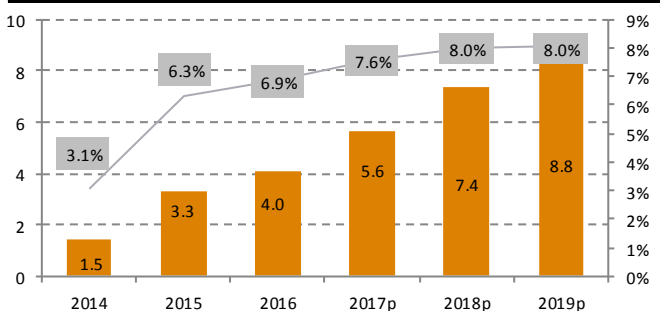
Mex Polska: Przychody 2014-19p (PLNm)



Mex Polska: Znorm. EBITDA i znorm. marża EBITDA (PLNm, %)



Mex Polska: Znorm. zysk netto i znorm. marża netto (PLNm, %)



Główne ryzyka dla naszych prognoz

Głównymi ryzykami dla naszej rekomendacji są: (1) wolniejsze tempo rozwoju organicznego spółki, (2) ryzyko wejścia konkurencji, (3) ryzyko załamania koniunktury, (4) ryzyko presji na wzrost płac

*Wynik znorm. o zdarzenia jednorazowe

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

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Omówienie wyników 4Q16

- **Przychody spółki w 4Q16 wzrosły o 12.5% r/r do PLN 15.2m**, 3.3% powyżej wyników 4Q16 implikowanych z korekty prognozy Mex Polska opublikowanej 8 marca 2017 r.
- **EBITDA wyniosła PLN 1.14m (płasko r/r)**, przy rentowności **7.5%** (wobec 8.4% w 4Q15 i 11.8% w 3Q16).
- **Zysk netto w 4Q16 wyniósł PLN 0.85m (spadek o 17.7% r/r)** i był 4.2% powyżej wyników implikowanych z korekty prognoz spółki na 2016 r. **Zysk netto znormalizowany o zyski mniejszości oraz zdarzenia jednorazowe na podatku w wysokości PLN 0.32m wyniósł PLN 0.98m (wzrost o 61% r/r)**. Efektywna stawka podatkowa wyniosła 28.4% (vs. 9.5% rok wcześniej).
- Dług netto wyniósł PLN 3.2m (vs. PLN 3.9m w 3Q16 i PLN 2.8m w 4Q15), co implikuje wskaźnik dług netto/EBITDA na poziomie 0.5x, porównywalnie r/r.
- Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w 2016 r. wyniosły PLN 5.2m, porównywalnie r/r.

Tabela 1. Mex Polska – Wyniki 4Q16

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	4Q15	3Q16	4Q16	% r/r	% kw/kw	4Q16P* (korekta prognoz Mex)	% vs. korekta prognoz Mex	FY2015	FY2016	% r/r
Przychody	13.49	16.25	15.17	12.5%	-6.6%	14.68	3.3%	52.31	58.89	12.6%
Koszty sprzedanych produktów	-11.82	-13.64	-13.33	12.8%	-2.2%			-44.92	-50.54	12.5%
Zysk brutto na sprzedaży	1.67	2.61	1.84	9.9%	-29.5%			7.39	8.35	12.9%
Marża	12.4%	16.0%	12.1%					14.1%	14.2%	
Koszty ogólnego zarządu	-0.90	-1.19	-1.22	35.4%	3.1%			-3.54	-4.35	23.0%
Zysk na sprzedaży	0.76	1.42	0.61	-19.4%	-56.8%			3.84	3.99	4.0%
Marża	5.6%	8.7%	4.0%					7.3%	6.8%	
EBIT	0.77	1.51	0.70	-9.0%	-53.7%			4.11	4.44	8.2%
Marża	5.7%	9.3%	4.6%					7.9%	7.5%	
EBITDA	1.14	1.92	1.14	0.2%	-40.8%			5.6	6.0	7.7%
marża	8.4%	11.8%	7.5%					10.7%	10.3%	
Przychody finansowe	0.03	0.00	0.34	n.a.	n.a.			0.83	0.39	-52.9%
Koszty finansowe	-0.13	-0.12	-0.12	-9%	-2%			-0.56	-0.49	-12.7%
Zysk netto	1.03	1.20	0.85	-17.7%	-29.7%	0.81	4.2%	4.22	3.70	-12.3%
Znorm. zysk netto **	0.61	1.24	0.98	61.4%	-20.8%			3.14***	4.05	28.9%

*Prognozy 4Q16 implikowane z korekty prognoz spółki na 2016 r. **Zysk netto znormalizowany o udziały mniejszości i one-offy na podatku dochodowym, ***Zysk netto znormalizowany o zdarzenia jednorazowe, które miały miejsce w 2015 r. oraz o udziały mniejszości i one-offy na podatku dochodowym.

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM.

Przychody na poziomie PLN 15.2m, wzrost o 12.5% r/r. Przychody spółki w 4Q16 wzrosły o 12.5% r/r do PLN 15.2m, 3.3% powyżej wyników 4Q16 implikowanych z korekty prognoz Mex Polska. Wzrost przychodów wynikał głównie ze wzrostu organicznego spółki – nowych otwarć w koncepcie Pijalnia Wódki i Piwa. Na koniec 2016 r. funkcjonowało 21 lokali PWiP wobec 17 lokali rok wcześniej, w tym o 3 więcej lokale własne.

EBITDA wyniosła PLN 1.14m, porównywalnie r/r. Zysk brutto na sprzedaży wyniósł PLN 1.84m, przy marży na poziomie 12.1%, o 0.3p.p. niższej r/r. Spadek rentowności r/r wynikał naszym zdaniem z otwarć nowych lokali, które w 4Q16 nie osiągnęły jeszcze poziomu swojej docelowej rentowności. W 4Q16 spółka otworzyła 2 lokale PWiP – 1 własny oraz 1 z inwestorem zewnętrznym (październik). Koszty ogólnego zarządu wzrosły w 4Q16 o 35.4% r/r do PLN 1.22m, a ich udział w relacji do przychodów wzrósł do 8.1% z 6.7% rok wcześniej.

Wzrost kosztów ogólnego zarządu jest naszym zdaniem związany z wydatkami jakie Mex ponosi w związku z tworzeniem zarządów w nowych spółkach celowych (zakładanych przy otwieraniu nowych lokali) oraz z przygotowaniem do wdrożenia i rozwoju konceptu PanKejk. W związku z powyższym rentowność EBITDA spółki nieznacznie spadła do 7.5% wobec 8.4% w 4Q15 i 11.8% w 3Q16, a EBITDA grupy wyniosła PLN 1.14m, porównywalnie r/r.

Koszty finansowe netto w 4Q16 miały pozytywny wpływ na wynik w wysokości PLN 0.22m (vs. ujemny wpływ PLN 0.1m w 4Q15). Istotny wpływ na wynik finansowy netto 4Q16 miały zaraportowane pozostałe przychody finansowe.

Zysk netto w 4Q16 wyniósł PLN 0.85m (spadek o 17.7% r/r). Na wynik netto w 4Q16 wpływ miały jednorazowe zdarzenia na podatku dochodowym: 1) zmniejszenie aktywa z tytułu podatku odroczonego na skutek zmiany stawek podatkowych w przepisach o podatku dochodowym od osób prawnych (PLN 240k), oraz 2) utworzenie rezerwy na podatek dochodowy, dotyczący ujęcia w kosztach podatkowych za rok 2011 części kosztów związanych z emisją akcji (PLN 80k), o których spółka sygnalizowała w komunikacie z dnia 8 marca 2017 r., dotyczącym korekty prognoz finansowych.

W związku z tym, efektywna stawka podatkowa wyniosła 28.4% (vs. 9.5% rok wcześniej). Zysk netto w 4Q16 znormalizowany o jednorazowe zdarzenia podatkowe i zyski mniejszości wyniósł PLN 0.98m i był wyższy o 61% r/r.

Aktualizacja prognoz

Po publikacji wyników za 2016 r. dokonujemy aktualizacji naszych prognoz dla Mex Polska. Podtrzymujemy nasze pozytywne oczekiwania co do dynamicznego wzrostu spółki - prognozujemy CAGR przychodów i znorm. zysku netto w latach 2016-19p na poziomie odpowiednio 23% i 30%. Obniżamy nasze prognozy na 2017p odpowiednio o 3% i 9% na poziomie przychodów i zysku netto głównie ze względu na założenie nieznacznie wolniejszego dojścia nowych lokali do progu rentowności i podwyższenie prognozowanej amortyzacji. Nasze nowe prognozy są mniej więcej zgodne z prognozą spółki na 2017 r. oraz lekko powyżej prognoz spółki na lata 2018-19p.

Tabela 2. Mex Polska: Aktualizacja prognoz finansowych Vestor DM na lata 2017-19p, PLNm

	2016	2017p				2018p				2019p			
		Obecne	Zmiana	r/r	vs. nowa strategia	Obecne	Zmiana	r/r	vs. nowa strategia	Obecne	Zmiana	r/r	vs. nowa strategia
Przychody	58.9	74.0	-2.5%	25.6%	1.5%	91.8	-3.8%	24.1%	3.4%	109.5	-5.4%	19.3%	5.2%
EBITDA	6.0	9.0	-3.0%	48.7%	1.4%	11.5	1.5%	27.8%	4.6%	13.6	1.2%	18.4%	5.2%
EBIT	4.4	7.3	-7.0%	64.0%	-1.9%	9.4	-0.9%	29.5%	2.5%	11.2	-0.6%	18.8%	2.9%
Zysk netto	3.7	5.6	-8.8%	50.7%	-1.3%	7.4	-0.4%	30.9%	3.2%	8.8	-0.2%	19.5%	4.0%

Źródło: Szacunki Vestor DM

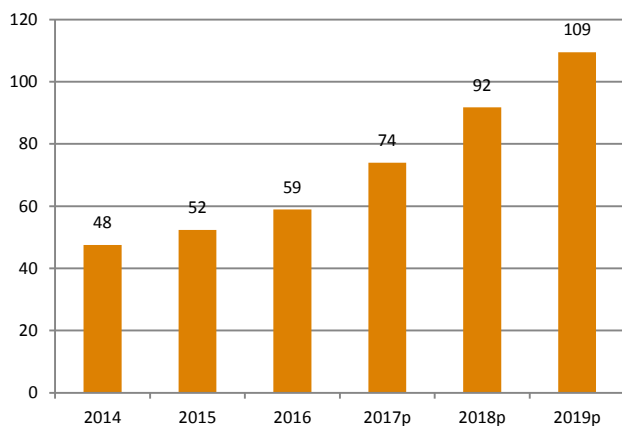
Otwarcia restauracji. W 2016 r. Mex przyspieszył tempo otwarć nowych lokali otwierając 5 nowych PWiP, w tym 3 własne (Warszawa, Kraków, Łódź) i 2 lokale z inwestorem zewnętrznym (Bydgoszcz, Lublin), wobec 3 nowych PWiP z inwestorem zewnętrznym w 2015 r. Jednocześnie spółka zamknęła jeden lokal PWiP w Warszawie na ul. Mazowieckiej, oraz urządziła i przygotowała do otwarcia nowy (drugi) lokal PanKejk – w Poznaniu (formalnie lokal został otwarty na początku stycznia 2017 r.). W kolejnych latach prognozy podtrzymujemy nasze oczekiwania otwarć PWiP na poziomie 6 PWiP rocznie, w tym 2 własne i 4 z inwestorem w latach 2017-2018p oraz 5 rocznie w kolejnych latach prognozy (wobec 5 rocznie zakładanych przez spółkę przez cały okres). Bez zmian pozostawiamy także nasze założenia dotyczące otwarć lokali PanKejk na poziomie 3 rocznie, zgodnie ze strategią spółki. Do tej pory spółka otworzyła w 2017 r. 1 lokal PanKejk. Jak poinformował zarząd na konferencji wynikowej, spółka prowadzi obecnie zaawansowane rozmowy w zakresie 3 kolejnych lokalizacji (zarówno jeżeli chodzi o PWiP jak i PanKejka) i przewiduje ich otwarcie w 1H17.

Przychody. Wraz z rozwojem sieci gastronomicznych Mex Polska, oczekujemy dynamicznego wzrostu przychodów do PLN 74m w 2017p (wzrost o 26% r/r), 1.5% powyżej prognozy zarządu, PLN 91.8m w 2018p (wzrost o 24% r/r, 3.4% powyżej prognozy zarządu) i do PLN 109.5m w 2019p (wzrost 19% r/r, 5.2% powyżej prognoz zarządu). Jednocześnie nasze nowe prognozy przychodów są nieznacznie od poprzednich niższe ze względu na założenie niższego potencjału lokali PWiP we franczyzie oraz wolniejszego tempa dojścia do docelowego poziomu sprzedaży nowych lokali w wybranych conceptach. W okresie prognozy zakładamy lekko dodatnią sprzedaż *like-for-like*, m.in. ze względu na dalej utrzymujące się pozytywne trendy makroekonomiczne na rynku gastronomicznym w Polsce. Według raportu GFK w samym 2016 r. rynek gastronomiczny w Polsce zanotował dynamiczny wzrost o ponad 9% r/r do i wyniósł blisko PLN 32.7mld.

Rentowność. Prognozujemy wzrost EBITDA spółki z PLN 6m w 2016 r. (marża 10.3%) do PLN 9m (marża 12.1%) w 2017p, PLN 11.5m (marża 12.5%) w 2018p i PLN 13.6m (marża 12.4%) w 2019p. Oczekujemy, że na wzrost rentowności operacyjnej spółki w 2017p będą miały wpływ trzy czynniki: 1) 3 nowe lokale własne otwarte w 2016 r. (w tym 2 z nich otwarte w drugiej połowie roku – zakładamy, że lokale te nie osiągnęły jeszcze w 2016 r. docelowej

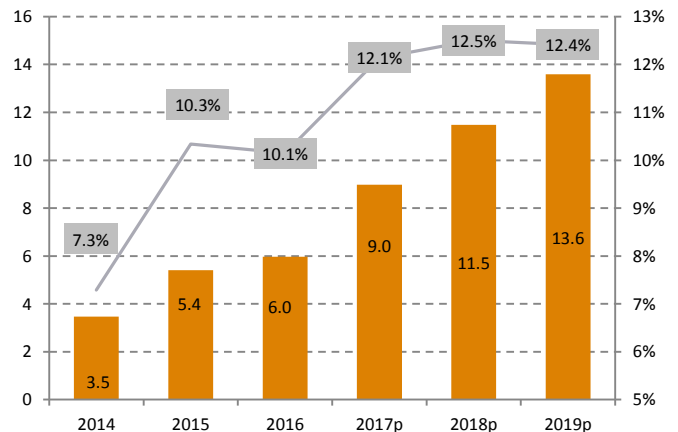
rentowności), 2) poprawę rentowności konceptu PanKejk (zakładamy, że nowe lokale będą charakteryzować się dużo niższymi kosztami stałymi - koszty czynszów, niż lokal w Łodzi), oraz 3) wysoką bazą kosztową w związku z dodatkowymi kosztami, jakie spółka poniosła w 2016 r. na rozwój konceptu PanKejk. W 2018p zakładamy, że marża EBITDA nieznacznie się poprawi ze względu na wzrost udziału wyżej rentownych konceptów (tj. PWiP w systemie lokali 100% własnych w najlepszych lokalizacjach dużych miast oraz PanKejk) w strukturze sprzedaży. Nasze prognozy są nieznacznie poniżej prognozy zarządu na 2017p ze względu m.in. na założenie wyższej amortyzacji (zakładamy wzrost amortyzacji wraz z otwieraniem kolejnych lokali). Nasze prognozy na lata 2018-19p są odpowiednio o 5% i 5% wyższe od prognoz zarządu na poziomie zysku operacyjnego EBITDA.

Wykres 1. Prognoza przychodów w latach 2017-2019p
PLNm



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 2. Prognoza znorm. EBITDA (lewa oś) i znorm. marży EBITDA (prawa oś) w latach 2017-2019p (PLNm, %)



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Koszty finansowe i zysk netto. W naszych prognozach na lata 2017-19p nie zakładamy żadnych dodatkowych przychodów finansowych, które miały wpływ na wynik finansowy w 2016 r. (m.in. z tytułu zbycia udziałów w lokalu na ul. Mazowieckiej w Warszawie i rozwiązania odpisu w związku ze spłatą części pożyczki) i oczekujemy wzrostu kosztów finansowych netto do PLN 0.3m w 2017p z PLN 0.1m w 2016 r. Przy efektywnej stawce podatkowej 19%, prognozujemy zysk netto w latach 2017-19p na poziomie odpowiednio PLN 5.6m (wzrost o 39% r/r), PLN 7.4m (wzrost o 31% r/r) i PLN 8.8m (wzrost o 20% r/r). Nasze prognozy są jednocześnie o 1% niższe od prognoz zarządu na 2017p, o 3% wyższe na 2018p i o 4% wyższe na 2019p.

Dywidenda. W naszych prognozach zakładamy wypłatę dywidendy na poziomie 60% zysku netto. Przy obecnym kursie implikuje to stopę dywidendy 4% w 2017p, wobec zadeklarowanej przez zarząd polityki dywidendowej opartej o stopę dywidendy na poziomie co najmniej 5%.

Wycena

Podwyższamy naszą 12-miesięczną cenę docelową do PLN 12.1/akcję z PLN 11.9/akcję poprzednio. Wyceniamy Mex Polska z wykorzystaniem dwóch metod wyceny: 5-letniego modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (waga 90%) oraz metody porównawczej (waga 10%). Wycenę porównawczą oparliśmy o grupę 19 spółek zagranicznych oraz AmRest. Przy koszcie kapitału własnego na poziomie 13.1%, średnia ważona z przyjętych metod implikuje 12M cenę docelową akcji Mex Polska na poziomie PLN 12.1 za akcję, 67% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Tabela 3. Mex Polska: Podsumowanie wyceny.

Metoda	Wycena	Waga
Metoda porównawcza	14.5	10%
Metoda DCF	10.3	90%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	10.7	
Koszt kapitału własnego (%)	13.1%	
12M cena docelowa	12.1	
Obecna cena	7.3	
Potencjał wzrostu/spadku (%)	67%	

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wycena metodą DCF

Założenia naszego modelu DCF są następujące:

- Do kalkulacji wartości rezydualnej zakładamy stopę wzrostu rezydualnego na poziomie 0%.
- Stosujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.5% w okresie prognozy oraz 4.5% w okresie rezydualnym.
- Zalewarowana beta na poziomie 2.1x oraz 1.8x w okresie rezydualnym.

Tabela 4. Mex Polska: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2017p-2021p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.5%
Beta zalewarowana	2.1	1.8
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
Koszt kapitału własnego	13.1%	12.5%
Koszt długu	6.0%	5.9%
Stopa opodatkowania	19%	19%
Koszt długu po podatku	4.9%	4.8%
% D	34.1%	18.5%
% E	65.9%	81.5%
WACC	10.3%	11.1%

Źródło: szacunki Vestor DM

Tabela 5. Mex Polska: Wycena DCF (PLNm)

	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	>2021p
Przychody	74.0	91.8	109.5	126.2	143.0	
- Zmiana r/r	26%	24%	19%	15%	13%	
Znorm. EBITDA	9.0	11.5	13.6	14.9	15.8	
- marża EBITDA	12.1%	12.5%	12.4%	11.8%	11.1%	
Znorm. EBIT	7.3	9.4	11.2	12.2	12.8	
Podatek od EBIT	-1.4	-1.8	-2.1	-2.3	-2.4	
NOPAT	5.9	7.6	9.1	9.9	10.4	10.4
- marża NOPAT	8.0%	8.3%	8.3%	7.8%	7.3%	
Amortyzacja	1.7	2.0	2.4	2.7	3.0	3.0
Zmiany w kapitale obrotowym	0.2	-0.1	-0.1	-0.5	-0.3	
Capex	-3.9	-4.8	-4.5	-4.9	-4.9	-3.0
Wolne przepływy finansowe	3.9	4.9	6.9	7.2	8.2	10.4
Czynnik dyskontowy (%)	93%	84%	76%	69%	63%	
Wartość bieżąca FCF	3.6	4.1	5.3	5.0	5.2	
Wartość bieżąca FCF 2017-2021	23.2					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	59					
Wartość przedsiębiorstwa	82.3					
Kapitały mniejszości 2016	0.2					
Dług netto na koniec 2016	3.2					
Wartość kapitału własnego	78.9					
Liczba akcji (m)	7.7					
Wartość godziwa na akcję (PLN)	10.3					

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Analiza wrażliwości wyceny DCF

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

Tabela 6. Mex Polska: Analiza wrażliwości wyceny DCF

		Zdelewarowana beta						
		1.2x	1.3x	1.4x	1.5x	1.6x	1.7x	1.8x
Premia za ryzyko	3.0%	14.9	14.3	13.8	13.3	12.8	12.3	11.9
	3.5%	13.8	13.2	12.6	12.1	11.6	11.2	10.8
	4.0%	12.8	12.2	11.6	11.1	10.7	10.2	9.8
	4.5%	11.9	11.3	10.8	10.3	9.8	9.4	9.0
	5.0%	11.1	10.6	10.0	9.6	9.1	8.7	8.3
	5.5%	10.5	9.9	9.4	8.9	8.5	8.1	7.7
	6.0%	9.8	9.3	8.8	8.3	7.9	7.5	7.2

Źródło: szacunki Vestor DM

Wycena metodą porównawczą

W wycenie porównawczej uwzględnionych zostało 19 spółek zagranicznych oraz Amrest. Wykorzystane zostały konsensusy prognoz wyników dla spółek porównywalnych oraz szacunki Vestor DM dla Mex Polska. Na naszych prognozach Mex Polska notowany jest przy mnożnikach znorm. P/E 9.9x w 2017p i 7.5x w 2018p oraz mnożnikach znorm. EV/EBITDA odpowiednio 6.4x i 4.9x, z kilkudziesięcioprocentowym dyskontem do spółek z grupy porównawczej. W wycenie przykładamy równe wagi dla mnożników znorm. P/E oraz znorm. EV/EBITDA na lata 2017-2018p. Wartość godziwa akcji oszacowana metodą porównawczą wynosi PLN 14.5/akcję.

Tabela 7. Mex Polska: Wycena porównawcza

Spółka	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)		EV/EBITDA (x)		Stopa dywidendy	Marża EBITDA	CAGR EPS	Dług netto/EBITDA
			2017p	2018p	2017p	2018p	2017p	2017p	2016-2019p	2017p
Mex	7.3	56	9.9	7.5	6.4	4.9	6.1%	12.1%	31%	0.2
Spółki porównywalne:										
Amrest Holdings Se	341.0	7 234	30.8	23.8	12.4	10.3	n.a.	12.8%	28%	1.3
Mcdonald'S Corp	130.4	424 272	21.2	19.7	13.8	13.8	2.9%	44.3%	4%	2.8
Yum! Brands Inc	63.9	89 776	23.5	20.4	15.4	15.3	2.4%	36.5%	-12%	4.3
Darden Restaurants Inc	82.9	40 936	20.8	19.0	11.1	10.0	2.7%	13.8%	16%	0.6
Wendy'S Co/The	13.5	13 271	29.4	24.2	14.1	13.1	2.0%	33.8%	5%	5.8
Brinker International Inc	41.6	8 071	13.3	12.4	8.0	7.9	3.4%	13.5%	-7%	3.3
Buffalo Wild Wings Inc	153.4	10 593	26.6	22.4	10.2	9.5	0.0%	14.3%	6%	1.5
Bloomin' Brands Inc	19.5	7 972	13.9	13.1	7.1	7.1	1.6%	9.9%	52%	2.3
Mitchells & Butlers Plc	244.0	5 095	7.0	6.9	6.7	6.6	3.2%	20.2%	20%	4.3
Autogrill Spa	9.3	10 052	23.6	20.7	6.7	6.1	1.8%	9.0%	13%	1.2
Papa John'S Intl Inc	81.2	11 879	28.8	25.4	n.a.	n.a.	1.0%	11.7%	n.a.	n.a.
Cheesecake Factory Inc/The	63.4	12 023	20.9	19.0	n.a.	n.a.	1.5%	12.2%	4%	n.a.
Restaurant Group Plc	334.5	3 336	15.0	14.2	7.3	6.8	4.8%	14.5%	n.a.	0.3
Domino'S Pizza Group Plc	306.0	7 468	20.3	18.3	14.8	13.2	2.9%	25.2%	10%	0.3
Fiesta Restaurant Group	23.5	2 510	21.2	19.3	7.6	n.a.	n.a.	12.4%	n.a.	0.7
Do & Co Ag	61.2	2 528	21.4	19.6	7.1	7.0	1.5%	10.3%	4%	0.4
Patisserie Holdings Plc	313.0	1 553	19.7	17.0	11.6	9.9	1.1%	21.6%	n.a.	-0.9
Berjaya Food Bhd	1.8	589	27.9	21.5	10.2	8.7	1.9%	13.2%	21%	2.2
Ibersol Sgps Sa	15.1	1 536	17.6	16.2	9.3	7.6	0.7%	15.7%	n.a.	1.6
Tasty Plc	72.5	215	18.1	12.7	8.5	6.7	n.a.	11.0%	n.a.	0.6
Mediana			21.0	19.1	9.8	8.7	1.9%	13.7%	8.0%	1.4
Premia/Dyskonto			-53%	-61%	-35%	-44%				
Implikowana wycena			15.4	18.4	11.2	12.9				
Waga			25%	25%	25%	25%				
Implikowana cena akcji	14.5									

Źródło: Bloomberg, 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 NIEPOSIADAJĄCE CHARAKTERU OCENNEGO ZOSTAŁY PRZEZ SPÓŁKĘ AUTORYZOWANE PRZED PUBLIKACJĄ. W POZOSTAŁYM ZAKRESIE INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIE VESTOR DM, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCN.

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 jakiejkolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdują się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla Vestor DM i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor DM i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie 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 OBYWATEŁOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.

VESTOR DM INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

VESTOR DM ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M.IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE LUB POLITYCZNE.

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

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

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM W ZAKRESIE, JAKI ZOSTAŁ WSKAZANY POWYŻEJ – EMITENT WPROWADZAŁ POPRAWKI/ZMIANY DO CZĘŚCI OPISOWEJ.

INFORMACJI DOTYCZĄCYCH WYCN/PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI VESTOR DM.

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM NIE ŚWIADCZYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUG Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, W SZCZEGÓLNOŚCI OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH. VESTOR DM OTRZYMYWAŁ W CIĄGU OSTATNICH DWUNASTU MIESIĘCY WYNAGRODZENIE Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA 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 ZALÉŻNE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIWANYCH W RAMACH TRANSAKCI 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 inwestycyjne lub usługowe.

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

Podmioty powiązane z Vestor DM lub Vestor DM mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta/Emitentów, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta/Emitentów („instrumenty finansowe”).

Vestor DM może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki/spółek, do których odnosi się niniejszy raport.

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor DM mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, 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: 7 rekomendacji kupuj, 6 rekomendacji Akumuluj, 5 rekomendacji Neutralnie, 6 rekomendacji Redukuj oraz 1 rekomendację Sprzedaj. Oprócz powyższego, Vestor DM wydał 2 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 26 % (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 © 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 wyznaczeniu 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 dobre miary prawdopodobieństwa są wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże ilości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do uzyskania. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może niedoszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody uważa się 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	
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	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
Altus TFI	2017-04-05	Michał Fidelus	19.0	14.5	Kupuj	12M
Quercus TFI	2017-04-05	Michał Fidelus	7.2	6.5	Akumuluj	12M
Marvipol	2017-04-06	Marek Szymański	17.0	14.0	Brak	12M

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