

Mercator Medical

Przemysł | Polska

Cena docelowa: PLN 23.1

Aktualizacja raportu analitycznego

- Obniżamy prognozę EBITDA i zysku netto w 2017p o odpowiednio 24% i 41%
- 2017p P/E 37.3x oraz 2018p P/E 9.4x.
- Obniżamy TP do PLN23.1 (vs PLN25.1 poprzednio)
- Wiodący podmiot na rynku rękawic medycznych z własną fabryką w Tajlandii

W oczekiwaniu na poprawę rentowności

Obniżamy naszą prognozę EBITDA na 2017p o 24% do PLN 17.2m biorąc pod uwagę słaby 2Q17, zakładane wolniejsze tempo powrotu rentowności w dystrybucji, niższy kurs USDPLN i niższą marżę w produkcji rękawic lateksowych. Jednocześnie, po ostatnim spadku cen lateksu (o 30% od szczytu w lutym), spodziewamy się stopniowej poprawy rentowności produkcji w kolejnych kwartałach. W dystrybucji, podwyższamy założenia wolumenów i spodziewamy się poprawy marżowości wraz ze spadkiem średniej ceny zakupu towarów i poprawą wpływu czynników kursowych. W konsekwencji, prognozujemy poprawę marży EBITDA z 5.5% w 2017p do 11.4% w 2018p i 12.3% w 2019p. Po rozpoczęciu produkcji rękawic w nowej fabryce w Tajlandii w 2H18 oczekujemy wzrostu zysku netto do PLN 20.3m (wzrost o 297% r/r) i PLN 26.8m odpowiednio w 2018p i 2019p. W konsekwencji zmian prognoz obniżamy naszą 12M cenę docelową do PLN23.1 z PLN25.1 poprzednio.

Niekorzystne otoczenie makro wpłynęło na wyniki 2Q17. Pomimo wzrostu przychodów w 2Q17 o 9% r/r do PLN75m, EBITDA Grupy obniżyła się do PLN2.2m (-65% r/r), ze względu na niekorzystne uwarunkowania makroekonomiczne. Spadek marży EBITDA do 2.9% (z 9% w 2Q16) był następstwem następujących zdarzeń: 1) w dystrybucji – umocnienia USDPLN na przełomie 2016-17 i wyższych kosztów zakupu rękawic, 2) w produkcji – znaczącego wzrostu cen lateksu i deprecjacji USDTHB. W konsekwencji, marża na produkcji obniżyła się do -1.6% (vs. -1% w 1Q17 i 7.7% w 2Q16), a marża w dystrybucji wyniosła 4.1% vs. 6.9% w 1Q17 i 8.9% w 2Q16. Zysk netto w 2Q17 wyniósł natomiast PLN 0.7m.

Obniżamy prognozy na 2017p... Po wzroście cen lateksu o ok. 70% w okresie X'16-II'17, a następnie jej spadku o 30%, w 2H17 oczekujemy stabilizacji cen lateksu i w konsekwencji stopniowej poprawy marży produkcji. W dystrybucji również spodziewamy się poprawy rentowności wraz ze spadkiem średniej ceny zakupu towarów. Jednocześnie, przy niższym kursie USDPLN, zakładamy nieznaczny presję na cenę rękawicy w 2H17 i w konsekwencji wolniejsze tempo poprawy relacji między ceną zakupu i sprzedaży towarów. Z uwagi na powyższe i słabe wyniki 2Q17, obniżamy prognozę EBITDA '17p o 24% do PLN17.2m.

...i spodziewamy się poprawy EBITDA o 144% do PLN41.8m w 2018p. Wraz z zakładanym spadkiem średniorocznej ceny zakupu lateksu w 2018p, oczekujemy dalszej poprawy rentowności produkcji. W dystrybucji, z uwagi na oczekiwany kolejny dobry rok sprzedaży wolumenowej (zakładamy +25% r/r w 2017p), podwyższamy nasze założenia dotyczące wolumenów i przy niższym kursie USDPLN pozostawiamy naszą prognozę dla dystrybucji bez większych zmian. Dzięki ekspansji w dystrybucji, poprawie marż w obu segmentach oraz uruchomieniu sprzedaży rękawic z nowej fabryki od 2H18, prognozujemy wzrost EBITDA Grupy do PLN41.8m w 2018p, o 3% poniżej naszej poprzedniej prognozy, głównie ze względu na niższy kurs USDPLN i nieznacznie niższą oczekiwaną marżę na produkcji rękawic lateksowych.

Kowenanty. Obniżenie prognozy EBITDA '17p implikuje wzrost wskaźnika DN/EBITDA do 5.87x na koniec 2017p przy kowenantach 4.5x w '17 i 4.25x w '18. Zakładamy jednak, że ze względu na krótki okres ich przekroczenia, zadłużenie nie stanie się wymagalne. Wraz z poprawą rentowności i rozpoczęciem produkcji w nowej fabryce w Tajlandii, oczekujemy spadku wskaźnika DN/EBITDA do 2.8x w 2018p.

Realizacja inwestycji zgodna z harmonogramem. Zakład włókniny w Pikutkowie został uruchomiony w lipcu. Obecnie spółka realizuje produkcję serii próbnych, a rozpoczęcie sprzedaży planowane jest na jesień br. Według informacji zarządu, budowa fabryki w Tajlandii realizowana jest planowo. Uruchomienie pierwszej linii produkcyjnej planowane jest na wrzesień br, a produkcja pierwszych serii testowych na XI-XII'17. Spółka planuje osiągnąć pełne moce produkcyjne w 1H18.

Wycena. Na naszych prognozach Mercator jest notowany przy mnożniku P/E'17 37.3x i '18 9.4x oraz EV/EBITDA'17 17.0x i '18 7.4x. Wyceniamy akcje Mercator metodą DCF na 20.6/akcję oraz metodą porównawczą na 22.0/akcję i ustalamy 12M TP na PLN 23.1 (vs. PLN 25.1 poprzednio).

Mercator Medical: Prognozy i wskaźniki (PLNm)

	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Przychody (PLNm)	226.6	263.6	312.0	366.9	431.7
EBITDA (PLNm)	22.8	25.7	17.2	41.8	53.0
EBIT (PLNm)	16.5	18.2	8.6	29.6	37.1
Zysk netto (PLNm)	10.3	13.9	5.1	20.3	26.8
P/E (x)	18.6	13.7	37.3	9.4	7.1
EV/EBITDA (x)	10.0	8.1	17.0	7.4	5.5

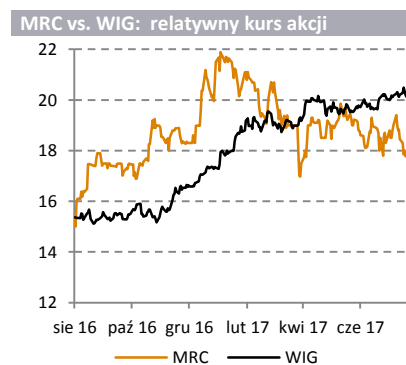
Źródło: Dane Spółki, szacunki Vestor DM

Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	23.1
Cena bieżąca (PLN)	18.0
Potencjał wzrostu/spadku	28%
Poprzednia cena docelowa (PLN)	25.1
Min (52T)	15.6
Max (52T)	22.0
Liczba akcji (m)	10.6
Kapitalizacja (PLNm)	190.6
Dług netto (PLNm, 2017p)	100.7
EV (PLNm, 2017p)	291.3
Śr. Dzienny obrót (3M, PLNk)	28.8

Akcjonariat*	
Wiesław Żywnowski (wraz z Anabaza Ltd.)	61.8%
Pozostali	38.2%

*według stanu na 30.06.2017 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%.



Aleksandra Jakubowska

Młodszy analityk akcji

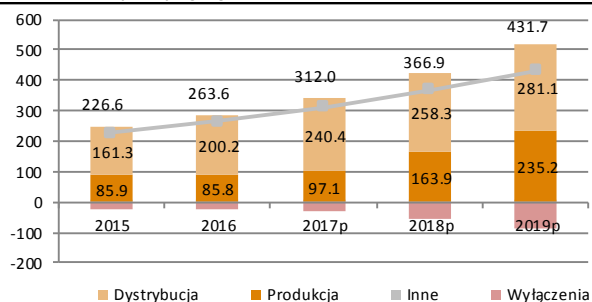
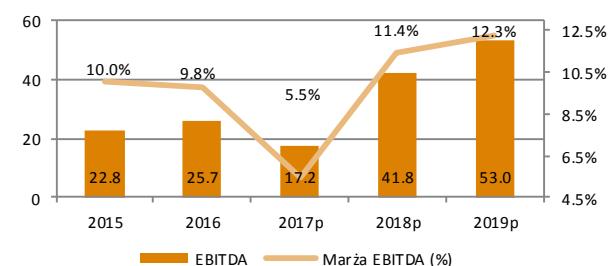
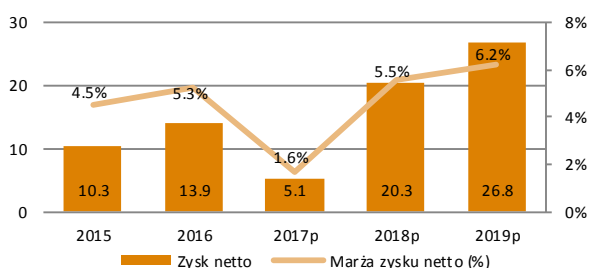
(+48) 22 378 9197

Aleksandra.Jakubowska@vestor.pl

Mercator Medical
Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Rachunek zysków i strat					
Przychody ze sprzedaży	226.6	263.6	312.0	366.9	431.7
Zysk brutto ze sprzedaży	47.0	52.5	47.1	73.2	86.6
Koszty sprzedaży	-20.4	-22.4	-25.0	-28.5	-32.7
Koszty zarządu	-10.8	-11.7	-13.8	-15.1	-16.9
Pozostała działalność op.	0.7	-0.2	0.3	0.0	0.0
EBIT	16.5	18.2	8.6	29.6	37.1
Amortyzacja	6.3	7.5	8.5	12.2	16.0
EBITDA	22.8	25.7	17.2	41.8	53.0
Przychody finansowe netto	-5.9	-1.2	-1.6	-5.3	-5.8
Zysk przed opodatkowaniem	10.6	17.0	7.0	24.3	31.3
Podatek dochodowy	-0.3	-2.2	-1.5	-3.2	-3.6
Zysk netto	10.3	13.9	5.1	20.3	26.8
Bilans	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Rzeczowe aktywa trwałe	62.3	77.7	156.9	179.1	172.3
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	0.9	0.6	8.7
Należności handlowe	38.9	46.7	55.6	65.3	76.9
Zapasy	41.2	54.5	56.4	66.3	78.1
Inne aktywa obrotowe	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
Aktywa razem	158.0	207.9	276.6	318.3	342.8
Dług krótkoterminowy	18.2	29.6	29.2	29.2	29.2
Zobowiązania handlowe	25.9	33.8	37.7	41.8	49.2
Inne zobowiązania krótkoterminowe	7.5	5.0	5.0	5.0	5.0
Dług długoterminowy	28.1	11.4	72.4	88.9	82.5
Kapitały własne	72.7	123.5	127.6	148.7	172.3
Udziały mniejszości	0.0	1.4	1.8	2.6	3.4
Pasywa	158.0	207.9	276.6	318.3	342.8
Dług netto	37.6	18.8	100.7	117.5	103.0
Przepływy pieniężne	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Zysk brutto	10.6	17.0	7.0	24.3	31.3
Podatek dochodowy	-0.3	-2.2	-1.5	-3.2	-3.6
Amortyzacja	6.3	7.5	8.5	12.2	16.0
Zmiany w kapitale obrotowym	-7.9	-11.6	-6.8	-15.6	-15.9
Inne zmiany niepieniężne	-0.8	5.9	1.6	5.3	5.8
Przepływy z działalności operacyjnej	7.9	16.6	8.8	23.0	33.5
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-11.4	-20.1	-87.7	-34.5	-9.1
Inne przepływy inwestycyjne	0.2	-4.2	1.2	0.0	0.0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-11.2	-24.3	-86.5	-34.5	-9.1
Zmiany netto zadłużenia	9.4	-8.3	60.6	16.5	-6.4
Odsetki zapłacone	-1.6	-1.4	-2.8	-5.3	-5.8
Dywidendy	-2.2	0.0	-1.4	0.0	-4.1
Przepływy z działalności finansowej	5.3	21.0	56.5	11.2	-16.2
Zmiana gotówki	1.9	13.3	-21.2	-0.3	8.1
Wskaźniki	2015	2016	2017p	2018p	2019p
Wzrost przychodów (%)	34.5%	16.3%	18.4%	17.6%	17.7%
Wzrost EBITDA (%)	38.7%	12.9%	-33.3%	143.9%	26.8%
Wzrost zysku netto (%)	2.9%	35.3%	-63.3%	297.1%	32.3%
Marże					
Marża brutto (%)	20.8%	19.9%	15.1%	20.0%	20.1%
Marża EBITDA (%)	10.0%	9.8%	5.5%	11.4%	12.3%
Marża EBIT (%)	7.3%	6.9%	2.8%	8.1%	8.6%
Marża zysku netto (%)	4.5%	5.3%	1.6%	5.5%	6.2%
Dźwignia i stopy zwrotu					
Dług netto/EBITDA (x)	1.6	0.7	5.9	2.8	1.9
Dług netto/Kapitały własne (x)	0.5	0.2	0.8	0.8	0.6
Wskaźnik płynności bieżącej (x)	1.7	1.8	1.6	1.7	2.0
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	10.6	13.0	3.1	5.6	6.4
Cykl konwersji gotówki (dni)	79	77	79	79	79
ROA (%)	6.5%	7.6%	2.1%	6.8%	7.8%
ROIC (%)	14.5%	11.3%	3.0%	9.7%	12.0%
ROE (%)	14.1%	11.3%	4.0%	13.6%	15.6%

Wskaźniki wyceny	2015	2016	2017p	2018p	2019p
P/E (x)	18.6	13.7	37.3	9.4	7.1
EV/EBITDA (x)	10.0	8.1	17.0	7.4	5.5
P/BV (x)	2.6	1.5	1.5	1.3	1.1
Stopa FCF (%)	2.1%	-6.6%	-40.9%	-6.4%	12.4%
Stopa dywidendy (%)*	0.0%	0.7%	0.0%	2.1%	2.8%
Na akcje					
Liczba akcji (średnia, mln)	8.6	10.6	10.6	10.6	10.6
Zysk na akcję (PLN)	1.2	1.3	0.5	1.9	2.5
BPS (PLN)	8.4	11.5	11.9	13.8	15.9
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%	1.6%	5.5%	6.2%
Obrotowość aktywów	1.4	1.3	1.1	1.2	1.3
Dźwignia finansowa	2.2	1.7	2.2	2.1	2.0
ROE (%)	14.1%	11.3%	4.0%	13.6%	15.6%

Czynniki ryzyka

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

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

Wycena

Wyceniamy Mercator Medical z wykorzystaniem dwóch metod wyceny: 6-letniego modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (waga 75%) oraz metody porównawczej (waga 25%). Wycenę porównawczą oparliśmy o 2 grupy spółek porównywalnych: 1) światowych producentów rękawic medycznych oraz 2) zintegrowanych dystrybutorów rękawic i innych akcesoriów medycznych. Przy koszcie kapitału własnego na poziomie 9.9%, średnia ważona z przyjętych metod implikuje 12M cenę docelową akcji Mercator Medical na poziomie PLN 23.1 za akcję, 28% powyżej obecnej ceny rynkowej. Nasza poprzednia cena docelowa wynosiła PLN 25.1/akcję.

Tabela 1. Mercator Medical: Podsumowanie wyceny

Metoda Wyceny	Metodologia	PLN m	Na akcję	Waga
Wycena DCF	Zdysk. przepływy gotówkowe za 2H17-2022p	219	20.6	75%
Wycena porównawcza	Mnożniki 2017-2018p P/E i EV/EBITDA	233	22.0	25%
Implikowana wycena	Średnia ważona	222	21.0	
12m cena docelowa		244	23.1	

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-2022p	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%	11.2%
Stopa wolna od ryzyka	1.7%	1.7%
Marża na zadłużeniu	3.9%	3.8%
Koszt długu	5.7%	5.5%
Stopa opodatkowania	15.0%	15.0%
Koszt długu po podatku	4.8%	4.7%
% D	25.1%	28.9%
% E	74.9%	71.1%
WACC	8.6%	9.3%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 3. Mercator Medical: Wycena DCF

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	2H17p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	>2022p
EBIT	6.8	29.6	37.1	38.5	40.1	41.5	41.5
Podatek od EBIT	-1.0	-3.9	-4.3	-4.5	-4.8	-5.0	-6.2
NOPAT	5.8	25.7	32.7	34.0	35.3	36.5	35.3
Amortyzacja	4.4	12.2	16.0	16.2	16.5	16.7	16.7
Zmiany w kapitale obrotowym	3.2	-15.6	-15.9	-4.8	-4.6	-4.9	-4.9
Capex	-63.1	-34.5	-9.1	-9.6	-10.0	-10.6	-16.7
Wolne przepływy finansowe	-49.7	-12.2	23.7	35.8	37.1	37.8	30.4
Czynnik dyskontowy (%)	97%	90%	83%	76%	70%	64%	
Wartość bieżąca FCF	-48.4	-10.9	19.5	27.2	25.9	24.3	
Wartość bieżąca FCF 2H17-22p	38						
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1.0%						
Zdyskontowana wartość rezydualna	235						
Wartość przedsiębiorstwa	272						
Kapitały mniejszości na koniec 2Q17	1.5						
Dług netto na koniec 2Q17	50.9						
Dywidenda wypłacona	1.4						
Wartość kapitału własnego	219						
Liczba akcji (m)	10.6						
Wartość godziwa na akcję	20.6						
12M cena docelowa	22.7						

Źródło: 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 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%	29.1	28.6	28.1	27.7	27.2	26.8	26.3
	4.0%	26.5	26.0	25.5	25.0	24.5	24.1	23.6
	4.5%	24.2	23.7	23.2	22.7	22.2	21.7	21.2
	5.0%	22.2	21.7	21.2	20.6	20.1	19.6	19.1
	5.5%	20.5	19.9	19.3	18.8	18.3	17.8	17.3
	6.0%	18.9	18.3	17.7	17.2	16.6	16.1	15.6
	6.5%	17.4	16.8	16.2	15.7	15.1	14.6	14.1

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena metodą porównawczą

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

- 1) Światowych producentów rękawic gumowych (lateksowych i nitylowych),
- 2) Inne światowe podmioty – głównie dystrybutorzy – 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	2017p	2018p	2019p
PRODUKCJA								
Top Glove	11%	8%	5%	2.3%	2.6%	0.4	0.3	0.1
Kossan Rubber	16%	23%	18%	2.0%	2.3%	0.1	-0.1	-0.1
Supermax	9%	3%	6%	2.9%	2.9%	1.7	1.5	1.7
Hartalega	21%	18%	20%	1.1%	1.5%	0.5	0.4	0.3
Mediana	13%	13%	12%	2.1%	2.5%	0.4	0.3	0.2
Mercator Medical	18%	27%	23%	0.7%	0.0%	5.9	2.8	1.9

* 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	2017p	2018p	2019p
ZINTEGROWANE								
Ansell	4%	3%	-1%	2.5%	2.7%	1.5	0.2	-0.1
Semperit	3%	13%	n.a.	3.0%	3.4%	1.1	1.7	1.3
Sri Trang	14%	94%	n.a.	2.2%	2.8%	11.6	9.9	n.a.
Halyard Health	1%	n.a.	40%	n.a.	n.a.	1.7	1.1	n.a.
Mediana	4%	13%	20%	2.5%	2.8%	1.6	1.4	0.6
Mercator Medical	18%	27%	23%	0.7%	0.0%	5.9	2.8	1.9

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

Nasze prognozy dla Mercator Medical implikują wartość mnożnika P/E 37.3x w 2017p, 9.4x w 2018p i 7.1x w 2019p oraz mnożnika EV/EBITDA odpowiednio 17.0x, 7.4x i 5.5x, 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	5997	21.4	18.8	17.0	14.2	12.3	11.1	17.1%	17.7%	17.7%
Kossan Rubber	Malezja	3720	21.1	18.2	16.1	12.3	10.6	9.5	18.7%	19.9%	20.2%
Supermax	Malezja	1024	13.3	11.8	10.8	8.9	8.1	7.8	9.2%	10.0%	10.2%
Hartalega	Malezja	9533	39.7	28.9	25.6	26.2	19.8	17.5	20.8%	21.5%	22.2%
Mediana			21.2	18.5	16.6	13.2	11.5	10.3	17.9%	17.7%	17.7%
Mercator Medical	Polska		37.3	9.4	7.1	17.0	7.4	5.5	4.0%	13.6%	15.6%
<i>Dyskonto/Premia</i>			<i>76%</i>	<i>-49%</i>	<i>-57%</i>	<i>28%</i>	<i>-36%</i>	<i>-46%</i>			

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	8970	16.4	16.9	15.2	10.8	10.3	9.5	11.1%	11.2%	11.6%
Semperit	Austria	2178	27.4	19.0	12.6	5.2	7.6	6.3	11.9%	6.6%	8.8%
Sri Trang	Tajlandia	1704	17.8	17.9	13.8	17.5	14.8	n.a.	4.0%	5.2%	6.6%
Halyard Health	USA	7491	22.8	21.3	18.9	11.6	10.7	9.5	8.2%	7.7%	7.6%
Mediana			20.3	18.5	14.5	11.2	10.5	9.52	10%	7%	8%
Mercator Medical	Polska		37.3	9.4	7.1	17.0	7.4	5.5	4%	14%	16%
<i>Dyskonto</i>			<i>84%</i>	<i>-49%</i>	<i>-51%</i>	<i>52%</i>	<i>-30%</i>	<i>-42%</i>			

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 22.0.

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%	21.2	18.5	16.6	13.2	11.5	10.3
Dystrybutorzy	50%	20.3	18.5	14.5	11.2	10.5	9.5
Średnia ważona	X	20.8	18.5	15.5	12.2	11.0	9.9
Wyniki	PLN m	5.1	20.3	26.8	17.2	41.8	53.0
Dług netto	PLN m				100.7	117.5	103.0
Wycena implikowana	PLN m	106.1	375.1	416.8	109.0	341.4	422.1
Wycena na akcję	PLN/akcję	10.0	35.4	39.4	10.3	32.2	39.9
Waga	%	25%	25%	0%	25%	25%	0%
Mercator: Średnia wycena na akcję	PLN/akcję			22.0			

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Wyniki za 2Q17

- **Przychody Grupy w 2Q17 wyniosły PLN 75.0m (wzrost o 9% r/r).**
- Ze względu na niekorzystne uwarunkowania makroekonomiczne (wzrost cen surowców i cen nabycia towarów, kurs USD), **zysk EBITDA spółki obniżył się o 65% r/r do PLN 2.2m, przy spadku marży do 2.9%** (wobec 9.1% w 2Q16 i 5.1% w 1Q17).
- **Zysk netto wyniósł PLN 0.7m** (vs. PLN 4.1m w 2Q16 i PLN 0.2m w 1Q17). Na zysk netto wpływ miało zaraportowanie przez spółkę dodatniego podatku dochodowego w wysokości PLN 0.7m.
- **Dług netto na koniec 2Q17 wyniósł PLN 50.9m** (vs. PLN 47.4m w 2Q16 i PLN 33.1m w 1Q17), **przy wskaźniku dług netto/EBITDA na poziomie 2.6x** (vs. 1.9x w 2Q16 i 1.4x w 1Q17).
- Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły PLN -3.1m.

Tabela 10. Mercator Medical: Skonsolidowane wyniki 2Q17, PLNm

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	% r/r	% kw/kw	1H17 jako % FY17P
Przychody	69.1	67.9	67.2	73.6	75.0	9%	2%	48%
Dystrybucja	53.1			57.1	62.9	18%	10%	50%
Produkcja	20.0			21.5	22.9	14%	6%	46%
Inne	0.3			0.4	0.5	57%	47%	50%
Wyłączenia	-4.4			-5.4	-11.4	n.a.	n.a.	61%
EBIT	4.5	5.4	4.0	1.7	0.1	-98%	-94%	21%
Dystrybucja	4.4			3.5	2.1	-53%	-41%	53%
Produkcja	0.1			-1.8	-2.0	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA	6.3	7.3	6.1	3.7	2.2	-65%	-41%	35%
Dystrybucja	4.8			4.0	2.6	-46%	-35%	52%
Produkcja	1.5			-0.2	-0.4	n.a.	n.a.	-13%
Koszty finansowe netto	-0.8	-0.2	1.5	0.1	-0.2	n.a.	n.a.	n.a.
Zysk brutto	5.3	5.6	2.5	1.6	0.3	-95%	-84%	26%
Zysk netto	4.1	4.9	2.3	0.2	0.7	-84%	+242%	17%

* prezentujemy dane po segmentach wyłącznie za 2Q16 oraz 1Q-2Q17 ze względu na zmianę prezentacyjną segmentów działalności spółki na koniec 2016 r.; Źródło: Dane spółki, Vestor DM

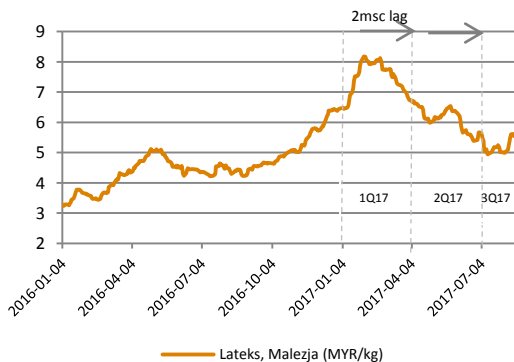
Przychody. Przychody Grupy w 2Q17 wyniosły PLN 75.0m (+9% r/r), w tym przychody segmentu dystrybucji PLN 62.9m (+18% r/r), przychody produkcji PLN 22.9m (wzrost o 14% r/r). Na głównych rynkach spółka zanotowała wzrost przychodów o 28% r/r w Polsce, o 24% r/r w Rumunii i o 25% na Ukrainie. Znacząco wzrosła także sprzedaż w Hiszpanii (+247% r/r). Jednocześnie spadła sprzedaż w USA (-28% r/r), w Rosji (-12% r/r) i na Węgrzech (-38% r/r).

Rentowność segmentu dystrybucji. W segmencie dystrybucji, EBITDA zanotowała spadek o 46% r/r do PLN 2.6m, przy marży 4.1% (vs. 8.9% w 2Q16 i 6.9% w 1Q17). Spadek marży operacyjnej jest wynikiem sprzedaży rękawic medycznych zakupionych po relatywnie wyższych cenach w 1Q17, będących pochodną wzrostu cen surowców (kautuczku naturalnego i butadienu) w 4Q16 oraz wynikiem negatywnego wpływu kursu USD wobec PLN (spółka ponosi koszty zakupu rękawic w USD, przychody realizuje w walutach krajów Europy Środkowo-Wschodniej).

Rentowność segmentu produkcji. W segmencie produkcji strata EBITDA wyniosła PLN 0.4m (vs. zysk EBITDA PLN1.5m w 2Q16). Podobnie jak w 1Q17, na spadek rentowności wpływ miał znaczący wzrost kosztów zakupu lateksu przy braku możliwości pełnego ich przełożenia na ceny dla odbiorców. Średnia cena lateksu na MRE (przy uwzględnieniu 2-msc przesunięcia pomiędzy datą kontraktacji a zużyciem, tj. w okresie II – IV'2017) była o ok. 17% wyższa od średniej ceny w poprzednim okresie 3-msc i o ok. 56% wyższa od początku października 2016 r. Przy tak znaczącym wzroście cen lateksu naturalnego i jednocześnie presji na ceny sprzedaży rękawic do odbiorców zewnętrznych ze strony rozpoczętego w 2-giej poł. II'17

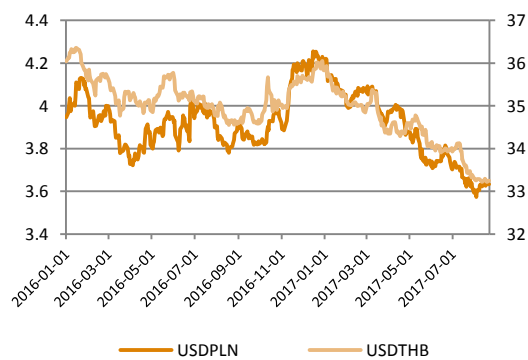
trendu spadkowego cen kauczuku, a także deprecjacji USD wobec THB, marża EBITDA obniżyła się do -1.6% (vs. -1% w 1Q17).

Wykres 1. Ceny kauczuku naturalnego (MYR/kg)



Źródło: Bloomberg

Wykres 2. Kurs walutowy USD/PLN oraz USD/THB



Źródło: Bloomberg

W 2Q17 Grupa zaraportowała pozytywny wpływ kosztów finansowych netto w wysokości PLN 0.16m, (wobec pozytywnego wpływu na poziomie PLN 0.8m w 2Q16 i ujemnego wpływu PLN 0.1m w 1Q17). Na poziom salda na działalności finansowej 2Q17 wpływ miały dodatnie różnice kursowe. Koszty odsetkowe wyniosły PLN 0.4m, porównywalnie r/r.

Zysk brutto Grupy wyniósł PLN 0.3m (vs. PLN 5.3m rok wcześniej). W 2Q17 spółka zaraportowała dodatni podatek dochodowy w wysokości PLN 0.7m, wobec czego jej zysk netto wyniósł PLN 0.7m (vs. PLN 4.1m w 2Q16 i PLN 0.2m w 1Q17), przy udziałach mniejszości na poziomie PLN 0.25m.

Aktualizacja prognoz na lata 2017-2019p

W wyniku zmian w otoczeniu makroekonomicznym oraz publikacji wyników za 2Q17, dokonaliśmy zmian naszych prognoz finansowych, głównie na lata 2017-19p.

Tabela 11. Mercator Medical: Zmiana prognoz finansowych

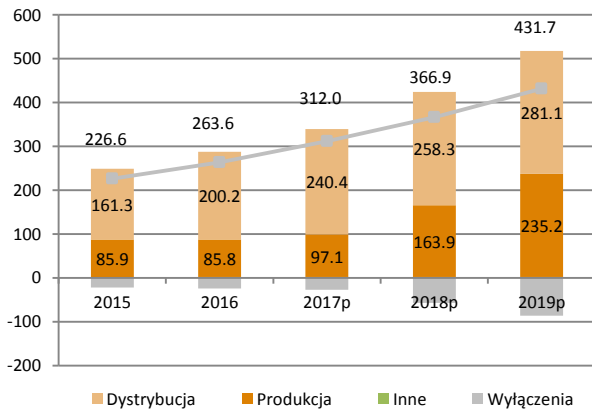
	2017p				2018p				2019p			
	Poprz.	Nowe	% zmiana	% r/r	Poprz.	Nowe	% zmiana	% r/r	Poprz.	Nowe	% zmiana	% r/r
Przychody	325.5	312.0	-4%	18%	374.4	366.9	-2%	18%	436.8	431.7	-1%	18%
EBIT	14.0	8.6	-38%	-53%	31.3	29.6	-6%	243%	38.8	37.1	-4%	25%
EBITDA	22.6	17.2	-24%	-33%	43.2	41.8	-3%	144%	54.4	53.0	-2%	27%
Zysk netto	8.7	5.1	-41%	-63%	22.2	20.3	-9%	297%	29.1	26.8	-8%	32%

Źródło: Vestor DM

Przychody. W związku z osłabieniem kursu USD wobec PLN nieznacznie obniżamy nasze prognozy przychodów o 4% w 2017p, ze względu na 1) niższą średnią cenę sprzedaży (PLN) rękawic w segmencie produkcji, gdzie spółka realizuje przychody głównie w walucie USD, oraz 2) zakładaną w 2H17 presję na cenę sprzedaży rękawicy w segmencie dystrybucji. Jednocześnie z uwagi na stabilny wzrost wolumenowy w segmencie dystrybucji, który odpowiada za ok. 70% przychodów Grupy oraz wzrost ceny sprzedaży rękawic r/r w produkcji (będący konsekwencją przełożenia wyższych kosztów zakupu kauczuku oraz odbudowy popytu po spadku zamówień od Majal Care w 2016 r.) nasze nowe prognozy implikują 18-procentowy wzrost przychodów r/r do PLN 312m. W 2018p dzięki dalszej ekspansji wolumenowej w segmencie dystrybucji, stabilizacji w segmencie produkcji oraz uruchomieniu sprzedaży z nowej fabryki rękawic nitrylowych w Tajlandii od 2H18, prognozujemy dalszy wzrost sprzedaży Grupy do PLN 367m (+18% r/r) oraz do PLN 432m (+18% r/r) w 2019p. W naszych prognozach zakładamy, że nowa fabryka dołoży ok. PLN 25.3m do przychodów w 2018p i PLN 67.1m w 2019p (w naszych prognozach zakładamy, że odpowiednio 60% i 50% produkcji będzie sprzedawane w ramach Grupy).

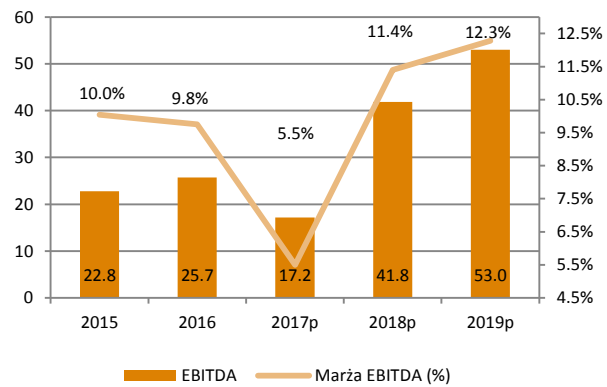
Rentowność. Niekorzystne uwarunkowania makroekonomiczne (wzrost cen surowców, relatywnie wyższe ceny nabycia w USD towarów od azjatyckich producentów w 1Q17 i ujemny wpływ aprecjacji kursu USD/PLN na przełomie lat 2016 i 2017 na marżę dystrybucji), obniżyły rentowność Grupy o 5.6 p.p. r/r do ok. 4.0% w 1H17. Wraz ze spadkiem cen lateksu o ponad 30% od szczytu notowań w lutym br, spodziewamy się stopniowej poprawy rentowności produkcji. Niemniej jednak, przy stracie EBITDA w 1H17 na poziomie PLN 0.6m, obniżamy naszą prognozę zysku EBITDA w segmencie produkcji na 2017p o 26% do PLN 4.6m (-46% r/r). Również w segmencie dystrybucji oczekujemy stopniowej odbudowy rentowności - jednakże, przy niższym założonym kursie USD/PLN, oczekujemy nieznacznej presji na cenę rękawicy w 2H17 i w konsekwencji zakładamy wolniejsze tempo poprawy relacji pomiędzy ceną zakupu i sprzedaży towarów i w rezultacie także wolniejsze tempo poprawy rentowności w segmencie dystrybucji. Z uwagi na powyższe oraz słabszy wynik za 2Q17, obniżamy naszą prognozę EBITDA dla segmentu dystrybucji o 23% do PLN 12.6m (-27% r/r). W konsekwencji, pomimo wzrostu przychodów Grupy r/r, prognozujemy spadek zysku EBITDA spółki do PLN 17.2m, przy spadku rentowności r/r o 4.25p.p. W latach 2018-19p oczekujemy dostosowania się cen rękawic do zmian cen lateksu naturalnego i przy rozpoczęciu produkcji z nowej fabryki rękawic nitrylowych w Tajlandii, szacujemy wzrost EBITDA Grupy do odpowiednio PLN 41.8m i PLN 53.0m, o 3% i 2% poniżej naszych poprzednich prognoz głównie ze względu na założenie niższego kursu USD/PLN, a także nieznacznie niższą marżę na produkcji rękawic lateksowych.

Wykres 3. Mercator Medical: Przychody
PLNm



Źródło: Szacunki Vestor DM

Wykres 4. Mercator Medical: EBITDA i marża EBITDA
PLNm, %

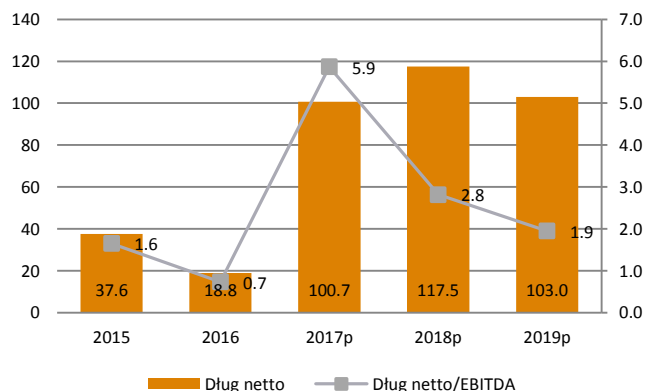


Źródło: Szacunki Vestor DM

Koszty finansowe i zysk netto. Zakładając kapitalizację kosztów finansowych związanych z budową fabryki w Tajlandii do końca 3Q17 oraz brak wpływu z tytułu różnic kursowych ponad to co zostało zaraportowane w 1H17, szacujemy koszty finansowe netto w 2017p na poziomie PLN 1.6m (o PLN 0.8m mniej do naszych poprzednich prognoz ze względu na dodatnie różnice kursowe). W latach 2018-19p wraz ze wzrostem zadłużenia spółki i kosztów jego obsługi, oczekujemy wzrostu kosztów finansowych netto do odpowiednio PLN 5.3m i PLN 5.8m. W związku z jednorazowymi zdarzeniami na podatku dochodowym – *in minus* w 1Q17 (korekta aktywa podatkowego na kwotę PLN 0.5m) oraz *in plus* w 2Q17, zakładamy stawkę podatkową w 2017p na poziomie 21% i przy prognozowanym niższym wyniku operacyjnym, obniżamy prognozę zysku netto w 2017p o 41% do PLN 5.1m (-63% r/r). W latach 2018-19p, po uwzględnieniu zwolnień podatkowych na liniach produkcyjnych w starej oraz nowej fabryce w Tajlandii, zakładamy stawkę podatkową na poziomie odpowiednio 13% i 12% i prognozujemy wzrost zysku netto do poziomu PLN 20.3m w 2018p i do PLN 26.8m (+32% r/r) w 2019p.

Dług netto i kapitał obrotowy. Zwracamy uwagę, że obniżenie naszej prognozy EBITDA na 2017p implikuje wzrost wskaźnika dług netto/EBITDA do poziomu 5.87x na koniec 2017p, przy kowenantach spółki w wysokości 4.5x w 2017 r. i 4.25x w 2018 r. (zgodnie z informacją spółki z dnia 22.05.2017 r.). Ze względu jednak na krótki okres ich przekroczenia, nie spodziewamy się, że zadłużenie stanie się wymagalne. Wraz z poprawą rentowności w kolejnych okresach oraz rozpoczęciem produkcji w nowej fabryce w Tajlandii w 2H18, oczekujemy obniżenia się wartości wskaźnika dług netto/EBITDA do 2.8x na koniec 2018p i do 1.9x w 2019p. Jednocześnie w związku ze wzrostem skali działalności zakładamy wydłużenie cyklu konwersji gotówki do 79 dni wobec 77 w 2016 r.

Wykres 5. Mercator Medical: Dług netto i wskaźnik dług netto/EBITDA(x)
PLNm



Źródło: Szacunki Vestor DM

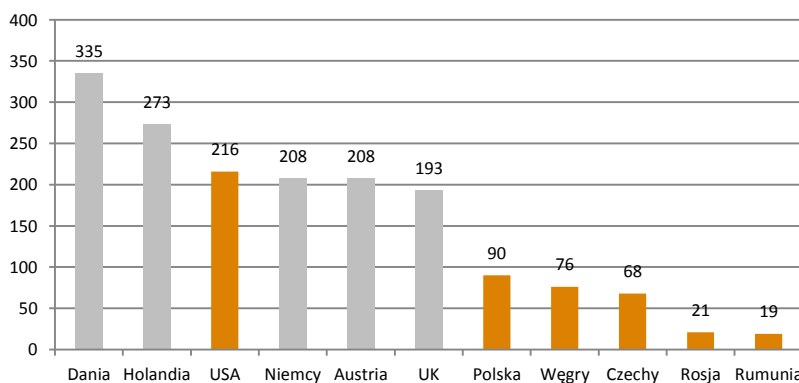
Dystrybucja – szczegółowy opis zmian prognoz

W 1H17 Mercator zrealizował w segmencie dystrybucji PLN 120m przychodów. W drugiej połowie roku zakładamy, że średnia cena sprzedaży rękawic znajdzie się nieznacznie pod presją ze względu na niższy poziom kursu USD wobec PLN (deprecjacja USDPLN o 15% YTD). Jednocześnie, szacowany stabilny wzrost wolumenowy w 1H17 składania nas do nieznacznego podwyższenia naszych założeń wolumenów. W konsekwencji powyższych zmian, oczekujemy wzrostu przychodów w dystrybucji o 20% r/r do PLN 240.4m w 2017p, nieznacznie poniżej naszej poprzedniej prognozy. Na poziomie rentowności oczekujemy natomiast spadku marży EBITDA z 8.6% w 2016 r. do 5.2% w 2017p. Wzrost bowiem kosztów zakupu rękawic (będący konsekwencją przereczenia wzrostu kosztów zakupu surowca oraz wyższego kursu USDPLN na przełomie lat 2016-17), doprowadził do istotnej redukcji marży w 1H17 (5.5% vs. 8.1% w 2H16). W kolejnych kwartałach - wraz z obniżeniem się cen nabywanych rękawic - oczekujemy stopniowej poprawy rentowności, jednak ze względu na 1) wyższy niż oczekiwaliśmy negatywny wpływ na wyniki 2Q17 ze strony wspomnianych czynników makroekonomicznych, 2) oczekiwaną jeszcze częściowo w 3Q17p sprzedaży towaru zakupionego przy wyższej cenie, oraz 3) jednocześnie przy niższym założonym kursie USDPLN w 2H17, obniżamy naszą prognozę EBITDA w dystrybucji do PLN 12.6m w 2017p, wobec PLN 16.4m wcześniej i PLN 17.1m w 2016r.

Na gruncie prognozowanego wzrostu sprzedaży ilościowej na poziomie 25% w 2017p (kolejny rok dobrej sprzedaży wolumenowej w dystrybucji), podwyższamy także nieznacznie nasze założenia wolumenów na lata kolejne. Poza obserwowanym dynamicznym wzrostem sprzedaży, zmianę naszych założeń wspierają następujące fakty i prognozy makroekonomiczne:

- Średnioroczny wzrost całego rynku rękawic gumowych szacowany jest przez Market and Research „*Rubber Gloves – Global Market Outlook (2016-2022)*” na poziomie 8.5% w latach 2015-22, a wzrost rynku jednorazowych rękawic medycznych – według najnowszego raportu Techiamo Research na poziomie 7.1% w latach 2017-21 (vs. CAGR’14-19 6.1%).
- Wzrost popularności wykorzystania rękawic gumowych w zastosowaniach niemedyceńskich – według agencji badawczej Techiamo, dynamika wzrostu rynku rękawic będzie wspierana dodatkowo przez wzrost sprzedaży rękawic w segmencie typu *industrial/commercial* oraz użytkowników indywidualnych, które do tej pory miały mniejsze znaczenie w globalnej konsumpcji.
- Potencjał do wzrostu konsumpcji rękawic/na mieszkańca – w krajach, gdzie sprzedaż dystrybucyjną prowadzi Grupa Mercator Medical, konsumpcja rękawic przypadająca na 1 mieszkańca jest niższa w stosunku do krajów rozwiniętych.
- Wzrastająca długość życia populacji i wzrost wydatków na zdrowie.

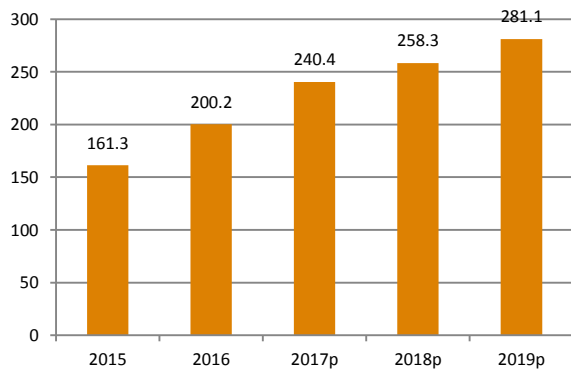
Wykres 6. Zużycie rękawic/ osobę (szt.)*



*kolorem pomarańczowym oznaczono kraje, gdzie działalność dystrybucyjną prowadzi obecnie Mercator; Źródło: Hartelaga

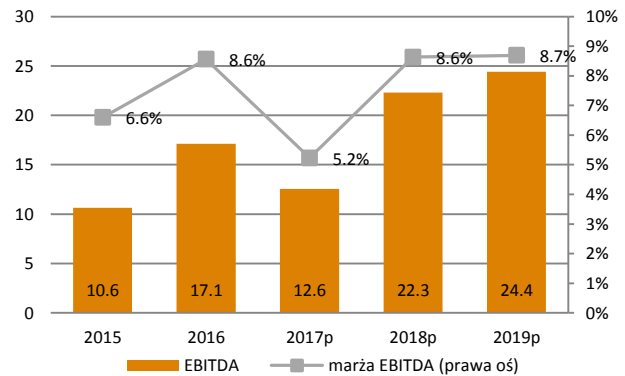
Przy zmianie założeń wolumenowych oraz niższym kursie USDPLN, prognozujemy wzrost przychodów w dystrybucji w 2018p do PLN 258.3m i do PLN 281.1m w 2019p, mniej więcej zgodnie z poprzednią naszą prognozą. Jednocześnie wraz z dostosowaniem się cen rękawic medycznych do zmienionych warunków makroekonomicznych oczekujemy poprawy rentowności EBITDA do 8.6% w 2018p i do 8.7% w 2019p.

Wykres 7. Przychody - segment dystrybucji, PLNm



Źródło: Szacunki Vestor DM

Wykres 8. EBITDA i marża EBITDA - segment dystrybucji; PLNm, %

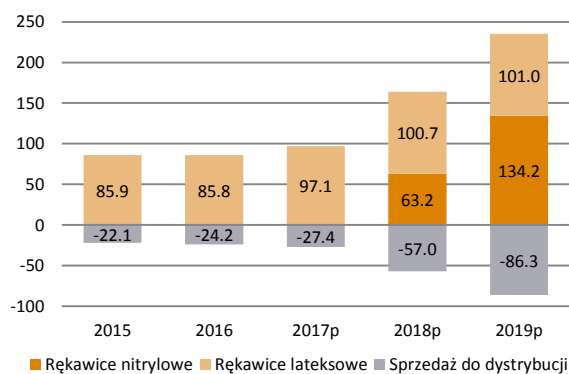


Źródło: Szacunki Vestor DM

Produkcja – szczegółowy opis zmian prognoz

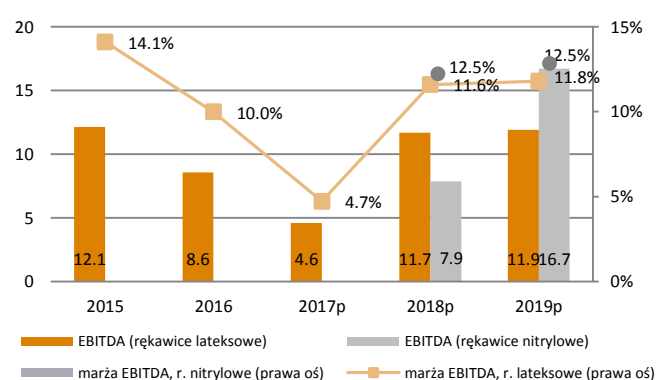
W związku ze 1) znaczącym wzrostem cen kauczuku naturalnego wykorzystywanego w produkcji rękawic lateksowych oraz 2) odbudową popytu po spadku zamówień od Majal Care Trading w 2016 r., oczekujemy wzrostu średniej rocznej ceny sprzedaży rękawic w produkcji w 2017p i w konsekwencji wzrostu przychodów (przed wyłączeniami) o 13% r/r do PLN 97.1m, zgodnie z poprzednią prognozą. Jednocześnie obniżamy naszą prognozę EBITDA w produkcji o 26%, ze względu na znaczący wzrost kosztów zakupu lateksu w 1H17 i brak możliwości przeniesienia go na odbiorców zewnętrznych, zwłaszcza w 2 kw., z uwagi na rozpoczęły trend spadkowy cen surowca (EBITDA 1H17 PLN -0.6m). Obecna cena kauczuku na MRE jest niższa o ponad 30% od szczytu notowań w lutym, a - przy uwzględnieniu 2-msc przesunięcia pomiędzy datą kontraktacji a jego zużyciem w produkcji - była średnio o ok. 21% niższa w okresie V – VII'2017 (wpływ na 3Q17) w stosunku do średniej ceny z okresu III – IV'2017 (wpływ na 2Q17). W 2H17 zakładamy stabilizację cen lateksu i oczekujemy stopniowej poprawy rentowności operacyjnej. W konsekwencji, obniżamy naszą roczną prognozę EBITDA w produkcji do PLN 4.6m w 2017p (-46% r/r). W 2018p wraz ze spadkiem średniorocznej ceny zakupu lateksu r/r, oczekujemy dalszej poprawy rentowności i wzrostu EBITDA na produkcji rękawic lateksowych do PLN 11.7m, przy rentowności 11.6%. Jednocześnie prognozowana przez nas rentowność jest o 0.6p.p. poniżej naszej poprzedniej prognozy ze względu na wyższe założone poziomy cen lateksu naturalnego.

Wykres 9. Przychody - segment produkcji, PLNm



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 10. EBITDA i marża EBITDA - segment produkcji, PLNm, %



Źródło: Dane spółki, 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.

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, w związku z powyższym przy sporządzeniu niniejszego dokumentu Vestor DM nie uwzględnił indywidualnych potrzeb i sytuacji 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. Vestor DM nie świadczy usług doradztwa podatkowego związanych z inwestowaniem w instrumenty finansowe i zaleca skontaktowanie się z niezależnym doradcą podatkowym. Należy zwrócić uwagę, że podstawy i poziomy opodatkowania mogą ulegać zmianom.

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.

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 dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad obiektywizmu w oparciu o ogólnodostępne informacje w tym informacji publikowanych przez Emitenta. 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. Niniejszy dokument wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia. 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 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 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 WIAŻE 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 – EMITENT WPROWADZAŁ POPRAWKI/ZMIANY DO CZĘŚCI OPISOWEJ.

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

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM ŚWIADCZYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUG Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, W SZCZEGÓLNOŚCI OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O OFEROWANIE INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH – AKCJI EMITENTA W OFERCIE PUBLICZNEJ. VESTOR DM OTRZYMYWAŁ W CIĄGU OSTATNICH DWUNASTU MIESIĘCY WYNAGRODZENIE Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA NA RZECZ EMITENTA USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER W ZAKRESIE OPISANYM POWYŻEJ.

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM BYŁ UCZESTNIKIEM KONSORCJUM OFERUJĄCYM INSTRUMENTY FINANSOWE WYEMITOWANE PRZEZ EMITENTA.

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 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 inwestycyjne lub usługowe.

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

VESTOR DM OTRZYMYWAŁ W CIĄGU OSTATNICH DWUNASTU MIESIĘCY I BĘDZIE OTRZYMYWAĆ W PRZYSZŁOŚCI WYNAGRODZENIE Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA USŁUG NA RZECZ EMITENTA Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER ORAZ W ZAKRESIE OPISANYM POWYŻEJ

Vestor DM nie posiada akcji Emitenta tj. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego. Osoby, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji nie posiadają akcji Emitenta i nie nabywały w przeszłości akcji Emitenta.

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 lub podmioty powiązane z Vestor DM składając będą oferty 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 na rzecz Emitenta, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta.

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.

Z wyjątkiem umów maklerskich zawartych z klientami, na podstawie których Vestor DM sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie tych klientów, Vestor DM nie jest stroną jakiegokolwiek umowy, której wykonanie zależy od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym raporcie.

Wynagrodzenie otrzymane przez osoby przygotowujące ten dokument może zależeć pośrednio od wyników finansowych uzyskanych przez Vestor DM lub jego podmioty powiązane z transakcji Investment Banking, związanych z instrumentami finansowymi wyemitowanymi przez Emitenta.

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.

Wszystkie szacunki i opinie zawarte w raporcie stanowią niezależną opinię analityków na dzień wydania niniejszego raportu.

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

Vestor DM zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do aktualizacji tych informacji lub zaprzestania jej całkowicie bez uprzedzenia.

Vestor DM mógł wydać i może wydać w przyszłości raporty dotyczące Emitenta, które różnią się od niniejszego raportu i zawierają inne wnioski w porównaniu do informacji zawartych w niniejszym raporcie. Raporty te odpowiadają przyjętym w nich założeniom, poglądom i metodom analitycznym analityków, którzy je przygotowywali, a Vestor DM nie jest zobowiązany aby dostarczyć inne raporty odbiorcom niniejszego dokumentu.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu. Rekomendacja wydana przez Vestor DM obowiązuje przez okres 12 miesięcy od dnia jej opublikowania lub do momentu osiągnięcia prognozowanego kursu, chyba, że w tym okresie rekomendacja zostanie zaktualizowana. 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.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor DM wydał: 6 rekomendacji Kupuj, 3 rekomendacje Akumuluj, 4 rekomendacje Neutralnie, 4 rekomendacje Redukuj oraz 1 rekomendację 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 łącznie każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor DM, w okresie ostatnich 3 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 18 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

OSTATNIA REKOMENDACJA DOTYCZĄCA MERCATOR MEDICAL S.A. ZOSTAŁA WYDANA W DNIU 27 KWIEŃNIA 2017 ROKU I NIE WSKAZYWAŁA KIERUNKU REKOMENDACYJNEGO.

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:

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

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów rekomendacji 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 rekomendacji Vestor DM korzysta co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) Zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) Porównawczej (w tym model ROE-P/BV)
- 3) Mnożnik docelowy
- 4) Analiza scenariuszowa

- 5) Zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części (sum of the parts)
- 8) Zdyskontowanych zysków rezydualnych (ZZR)
- 9) Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV)

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, scenariusz bazowy, scenariusz pozytywny, przy czym każdemu scenariuszowi nadawane są 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 może 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 wartości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do przeprowadzenia. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może nie doszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody można uznać niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowana wartość rezydualna. Do jej mocnych stron zaliczyć można oparcie wyceny na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utraconych korzyści przez właścicieli kapitału. Wadami wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych jest duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i przyjąć, a także wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV - risk-adjusted net present value) jest metodą stosowaną do prognozy przyszłych przepływów pieniężnych w ryzykownych projektach. W wycenie spółek biotechnologicznych, polega ona na ważeniu przepływów pieniężnych w poszczególnych fazach rozwoju leku prawdopodobieństwem sukcesu w danej fazie. Głównymi zaletami tej metody jest uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu. Wadami tej metody jest duża ilość założeń i wysoki poziom skomplikowania obliczeń.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacjach:

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

ROA - zwrot na aktywach

COE - koszt kapitału własnego

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

L-F-L - wzrost na wartościach porównywalnych

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.

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

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
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	2017-04-05	Michał Fidelus	19.0	14.5	Kupuj	12M
Quercus	2017-04-05	Michał Fidelus	7.2	6.5	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
Mercator Medical	2017-04-27	Aleksandra Jakubowska	25.1	18.0	Brak	12M
KGHM	2017-05-11	Marcin Stebakow	121	116	Neutralnie	12M
JSW	2017-05-11	Marcin Stebakow	112	78	Kupuj	12M
11 Bit Studios	2017-05-12	Jakub Rafał	255.8	177.2	Kupuj	12M
Warimpex	2017-05-29	Marek Szymański	5.66	5.11	Brak	12M
Kruk	2017-06-02	Michał Fidelus	316.0	300.9	Neutralnie	12M
Vigo System	2017-06-12	Beata Szparaga-Waśniewska	468	372	Brak	12M
Ciech	2017-06-13	Katarzyna Włodarczyk	72.3	65.4	Neutralnie	12M
Wawel	2017-06-14	Marcin Stebakow	1368.0	1175	Kupuj	12M
Colian	2017-06-30	Marcin Stebakow	3.48	3.50	Brak	12M
Marvipol	2017-07-13	Marek Szymański	18.0	12.7	Brak	12M
PKO BP	2017-07-24	Michał Fidelus	34.0	35.8	Redukuj	12M
Pekao	2017-07-24	Michał Fidelus	140.0	128.0	Akumuluj	12M
BZ WBK	2017-07-24	Michał Fidelus	349.0	362.5	Redukuj	12M
mBank	2017-07-24	Michał Fidelus	380.0	460.0	Sprzedaj	12M
ING BSK	2017-07-24	Michał Fidelus	191.0	189.0	Neutralnie	12M
Handlowy	2017-07-24	Michał Fidelus	71.0	68.1	Neutralnie	12M
Millennium	2017-07-24	Michał Fidelus	7.1	7.5	Redukuj	12M
Alior	2017-07-24	Michał Fidelus	68.0	60.5	Akumuluj	12M
Getin Noble Bank	2017-07-24	Michał Fidelus	1.58	1.45	Neutralnie	12M
Grupa Azoty	2017-07-28	Katarzyna Włodarczyk	75.0	67.6	Akumuluj	12M
JSW	2017-08-09	Marcin Stebakow	102.0	90.5	Kupuj	12M
Ciech	2017-08-10	Katarzyna Włodarczyk	68.0	62.5	Neutralnie	12M
Lotos	2017-08-21	Beata Szparaga-Waśniewska	56.0	51.0	Neutralnie	12M
Getback	2017-08-25	Michał Fidelus	26.6	21.8	Akumuluj	12M
KGHM	2017-08-28	Marcin Stebakow	153.0	126.0	Kupuj	12M
Wawel	2017-08-30	Marcin Stebakow	1153	990	Kupuj	12M