

- Prognozujemy przychody PLN 63.0m oraz zysk netto PLN 3.3m w 2016p.
- Oczekujemy organicznego podwojenia sprzedaży internetowej w latach 2016-18p
- Na naszych prognozach Próchnik wyceniany jest na 2016p P/E 18.2x i 2017p P/E 11.8x.

Wzrost offline i online

Próchnik to jedna z wiodących polskich spółek działających na rynku odzieży formalnej, przede wszystkim garniturów i okryć wierzchnich. Spółka obecnie oferuje dwie marki: Próchnik (obejmujący segment popularny) oraz Rage Age (segment luksusowy). Od 2013r. spółka była w trakcie restrukturyzacji, w wyniku której została dokonana optymalizacja sieci sprzedaży (zamykanie nierentownych sklepów oraz otwieranie nowych lokalizacji), jak również procesu produkcji (systematyczne przenoszenie procesu produkcji z Polski na Białoruś) i dystrybucji (zawarcie umowy współpracy z Cursor S.A.). Dzięki przeprowadzonym zmianom spółka zaraportowała wzrost sprzedaży marki Próchnik o 60% r/r w okresie styczeń-wrzesień 2016r. Jednocześnie spółka dynamicznie rozwija kanał sprzedaży internetowej, gdzie oczekujemy podwojenia przychodów w latach 2016-18p. W rezultacie prognozujemy wzrost zysku netto z PLN 0.9m w 2015r. do PLN 3.3m w 2016p, PLN 5.1m w 2017p i PLN 6.5m w 2018p. Wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 1.64/akcję.

Dynamiczny wzrost sprzedaży marki Próchnik o 60% r/r w 9M16. Dzięki zwiększeniu poziomu oraz poprawie struktury zatowarowania sklepów Próchnik, optymalizacji sieci sprzedaży oraz rozwojowi sprzedaży internetowej w 9M16 spółka zaraportowała wzrost sprzedaży o 60% r/r. W naszych prognozach zakładamy, że średnia wartość przychodów marki Próchnik w 2016r. wyniesie PLN 1,284/mkw. (w porównaniu do PLN 856/mkw. rok wcześniej) oraz wzrośnie do PLN 1,412/mkw. w 2017r.

Organiczne podwojenie sprzedaży internetowej w latach 2016-18. W 2015r. sprzedaż internetowa wyniosła ok. PLN 2.0m, co stanowiło ok. 4% całkowitych przychodów spółki. W październiku b.r. spółka zawarła współpracę z Cursor S.A. dotyczącą m.in. sprzedaży za pośrednictwem sklepów internetowych, co powinno pozwolić na przyspieszenie rozwoju w tym segmencie. W naszych prognozach oczekujemy organicznego podwojenia przychodów ze sprzedaży internetowej, z oczekiwanych PLN 7.8m w 2016p (12% udział w przychodach) do PLN 15.6m w 2018p (19% całkowitych przychodów).

Prognozujemy wzrost zysku netto z PLN 0.9m w 2015r. do PLN 3.3m w 2016p oraz PLN 5.1m w 2017p. W oparciu o zwiększanie sprzedaży marki Próchnik przy jednoczesnym dynamicznym rozwoju sprzedaży internetowej prognozujemy przychody w latach 2016-17p w wysokości odpowiednio PLN 63.0m (+41% r/r) oraz PLN 74.4m (+18% r/r). Przy wzroście kosztów SG&A w latach 2016-17p odpowiednio do PLN 32.4m i PLN 35.1m prognozujemy EBIT PLN 3.7m i PLN 7.2m oraz zysk netto PLN 3.3m i PLN 5.1m.

Wycena. Ustalamy 12-miesięczną cenę docelową spółki na PLN 1.64/akcję. Na naszych prognozach spółka wyceniana jest na 2016p P/E 18.2x oraz EV/EBITDA 12.5x (odpowiednio z 41% i 21% premią do spółek porównywalnych) oraz 2017p P/E 11.8x i EV/EBITDA 6.9x (odpowiednio z 1% i 21% dyskontem do spółek porównywalnych).

Tabela 1. Próchnik: Prognozy finansowe i wskaźniki wyceny

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody (PLNm)	39.7	44.7	63.0	74.4	80.5
EBITDA (PLNm)	-6.4	5.0	5.5	9.4	11.0
EBIT (PLNm)	-8.0	3.3	3.7	7.2	8.8
Zysk netto (PLNm)	-8.8	0.9	3.3	5.1	6.5
P/E (x)	-5.0	67.6	18.2	11.8	9.2
EV/EBITDA (x)	-10.7	14.1	12.5	6.9	5.5

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Podstawowe informacje

12m cena docelowa (PLN)	1.64
Cena akcji (PLN)	1.28
Min (52W)	0.93
Max (52W)	1.67
Liczba akcji (m)	47.0
Kapitalizacja (PLNm)	60.2
Dług netto 2Q16 (PLNm)	14.7
EV (PLNm)	75.9
Średni obrót 3M (PLNk)	133.0

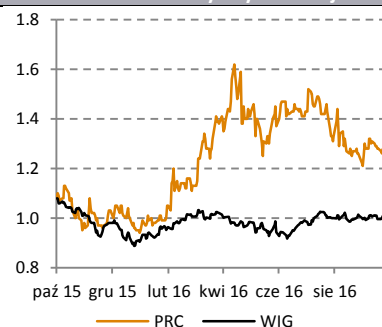
Akcjonariat

Akcjonariat	% kapitału/głosów
Progres FIZ	32.47%
Soho Development	4.09%
Pozostali	63.44%

Opis spółki

Próchnik to jedna z wiodących polskich spółek działających na rynku odzieży formalnej, przede wszystkim garniturów i okryć wierzchnich. Spółka oferuje dwie marki: Próchnik (segment popularny) oraz Rage Age (segment luksusowy). Obecnie grupa posiada 32 salony własne: 24 Adam Feliks Próchnik oraz 8 Rage Age.

Próchnik vs. WIG: relatywny kurs akcji



Marek Szymański

Analitik Akcji

(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@vestor.pl

Próchnik

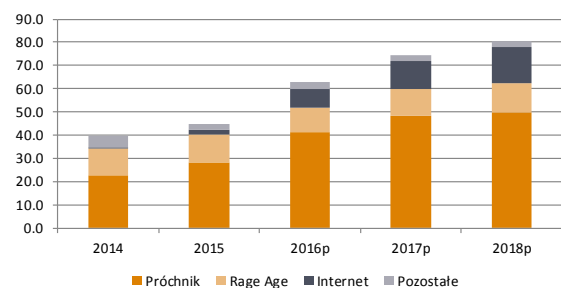
Rachunek zysków i strat (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody	39.7	44.7	63.0	74.4	80.5
Próchnik	22.5	28.2	41.2	48.1	49.6
Rage Age	11.9	12.2	10.7	11.7	12.9
Internet	0.1	2.0	7.8	12.0	15.6
Pozostałe	5.1	2.2	3.3	2.6	2.4
Koszty sprzedaży	-19.2	-19.8	-27.3	-32.1	-34.1
Zysk brutto ze sprzedaży	20.5	24.9	35.7	42.3	46.4
Koszty sprzedaży	-26.1	-19.1	-27.7	-30.4	-32.7
Koszty ogólnego zarządu	-1.4	-3.8	-4.6	-4.7	-4.8
Pozostałe przychody operacyjne netto	-1.1	1.4	0.4	0.0	0.0
EBITDA	-6.4	5.0	5.5	9.4	11.0
Amortyzacja	1.6	1.7	1.9	2.2	2.1
EBIT	-8.0	3.3	3.7	7.2	8.8
Przychody finansowe	0.2	0.1	0.1	0.2	0.4
Koszty finansowe	-1.1	-1.2	-1.2	-1.1	-1.1
Zysk przed opodatkowaniem	-8.9	2.3	2.6	6.3	8.1
Podatek dochodowy	0.1	-1.4	0.7	-1.2	-1.5
Zysk netto	-8.8	0.9	3.3	5.1	6.5
Zysk netto skoryg.*	-7.8	-0.5	2.9	5.1	6.5
Wskaźniki rentowności (%)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Marża brutto ze sprzedaży (%)	51.7%	55.7%	56.6%	56.9%	57.6%
Marża operacyjna (%)	-20.2%	7.4%	5.8%	9.7%	11.0%
Marża netto (%)	-22.2%	2.0%	5.2%	6.8%	8.1%
Dynamiki wzrostu (%)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Wzrost przychodów (%)	-	13%	41%	18%	8%
Wzrost EBIT (%)	-	-141%	10%	97%	22%
Wzrost zysku netto (%)	-	-110%	271%	54%	28%
Bilans (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Aktywa trwałe	48.3	49.3	50.2	50.4	50.7
Rzeczowe aktywa trwałe	11.0	11.3	12.2	12.4	12.7
Wartości niematerialne i prawne	25.4	25.5	25.5	25.5	25.5
Nieruchomości inwestycyjne	5.9	6.6	6.6	6.6	6.6
Pożyczki długoterminowe	0.0	3.1	3.1	3.1	3.1
Inne aktywa trwałe	5.9	2.8	2.8	2.8	2.8
Aktywa obrotowe	14.7	19.5	22.3	28.0	34.5
Środki pieniężne i ekwiwalenty	2.9	3.1	3.3	7.5	12.2
Należności	4.2	2.3	3.3	3.8	4.2
Zapasy	5.2	11.1	12.7	13.6	15.1
Inne aktywa obrotowe	2.5	3.0	3.0	3.0	3.0
Aktywa razem	63.0	68.9	72.5	78.4	85.2
Kapitały własne	34.6	47.2	50.5	55.6	62.1
Mniejszości	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Zobowiązania długoterminowe	3.9	13.9	2.3	2.2	2.2
Dług długoterminowy	2.0	12.2	0.5	0.4	0.4
Inne zobowiązania długoterminowe	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
Zobowiązania krótkoterminowe	24.2	7.4	19.3	20.3	20.6
Dług krótkoterminowy	9.3	1.4	12.0	12.0	11.9
Zobowiązania handlowe	10.2	3.7	5.2	6.1	6.5
Inne zobowiązania krótkoterminowe	4.6	2.2	2.2	2.2	2.2
Zobowiązania i kapitały własne	63.0	68.9	72.5	78.4	85.2
Przepływy pieniężne (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przepływy z działalności operacyjnej	-4.6	-8.8	4.1	6.6	7.3
Zysk netto	-8.8	0.9	3.3	5.1	6.5
Amortyzacja	1.6	1.7	1.9	2.2	2.1
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	0.2	-9.5	-1.1	-0.6	-1.4
zmiana stanu zapasów	-3.0	-5.9	-1.5	-1.0	-1.4
zmiana stanu należności	-2.3	1.9	-0.9	-0.6	-0.3
zmiana stanu zobowiązań	4.9	-6.5	1.4	0.9	0.4
inne zmiany niepieniężne	2.4	-1.9	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4.4	-3.7	-2.8	-2.3	-2.5
Nakłady na nieruchomości, inw., śr. trwałe i inne aktywa	-2.5	-2.1	-2.8	-2.3	-2.5
Inne przepływy inwestycyjne	-1.9	-1.6	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	2.3	12.8	-1.1	-0.1	-0.1
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	11.7	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	1.9	2.3	-1.1	-0.1	-0.1
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	0.4	-1.2	0.0	0.0	0.0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	9.6	2.9	3.1	3.3	7.5
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	-6.8	0.2	0.2	4.2	4.7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec	2.9	3.1	3.3	7.5	12.2
Wskaźniki kredytowe (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Dług brutto	11.3	13.6	12.5	12.4	12.3
Dług netto	8.4	10.5	9.2	4.9	0.1
Dług netto/EBITDA (x)	0.7	0.6	0.3	0.1	0.0
Dług netto/aktywa (x)	0.13	0.15	0.13	0.06	0.00
Dług netto/kapitały własne (x)	0.24	0.22	0.18	0.09	0.00
Kapitały własne/aktywa (x)	0.55	0.69	0.70	0.71	0.73

Wskaźniki wyceny	2014	2015	2016p	2017p	2018p
P/E (x)	-5.0	67.6	18.2	11.8	9.2
EV/EBITDA (x)	-10.7	14.1	12.5	6.9	5.5
P/BV (x)	1.74	1.28	1.19	1.08	0.97
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

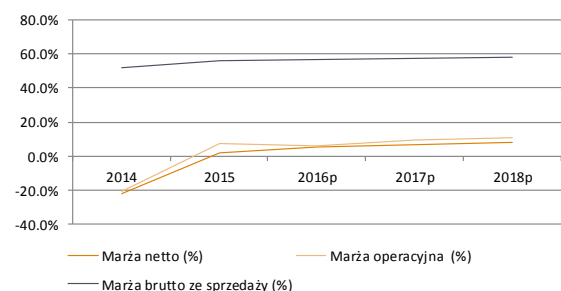
Dane spółki	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Liczba akcji (m)	34.5	47.0	47.0	47.0	47.0
EPS (PLN)	-0.26	0.02	0.07	0.11	0.14
BVPS (PLN)	1.00	1.00	1.07	1.18	1.32
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Główne założenia	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Liczba sklepów Próchnik	26	24	26	26	27
Liczba sklepów Rage Age	9	8	9	10	11
Miesięczne przychody/mkw.	945	1,053	1,496	1,678	1,747
Koszty SG&A/mkw.	655	541	769	792	815
Zapasy/mkw.	1,396	3,302	3,467	3,640	3,822

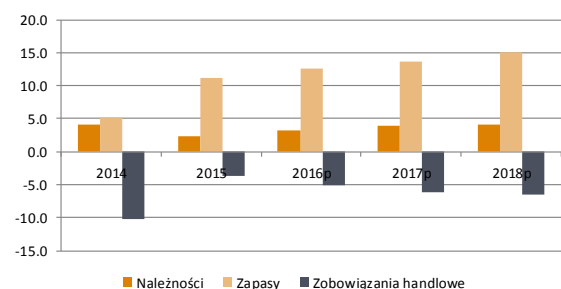
Struktura przychodów (PLNm)



Rentowności (%)



Kapitał obrotowy netto (PLNm)


Główne ryzyka dla naszych prognoz

Głównymi czynnikami ryzyka dla naszych prognoz są: ryzyko kursowe, ryzyko nieoptymalnego rozlokowania sieci sprzedaży, ryzyko nietrafionej kolekcji, ryzyko związane z sezonowością sprzedaży, ryzyko związane z dostawcami, ryzyko związane z trendami mody

Analiza DuPont	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Marża zysku netto*	-22.2%	2.0%	5.2%	6.8%	8.1%
Wskaźnik rotacji majątku	0.63	0.68	0.89	0.99	0.98
Dźwignia finansowa	1.82	1.61	1.45	1.42	1.39
ROE	-25.5%	2.2%	6.8%	9.6%	11.1%

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM, * po uwzględnieniu zdarzeń jednorazowych

Podsumowanie inwestycyjne

Próchnik to jedna z wiodących polskich spółek działających na rynku odzieży formalnej, przede wszystkim garniturów i okryć wierzchnich. Spółka obecnie oferuje dwie marki: Próchnik (obejmujący segment popularny) oraz Rage Age (segment luksusowy). Od 2013r. spółka była w trakcie restrukturyzacji, w wyniku której została dokonana optymalizacja sieci sprzedaży (zamykanie nierentownych sklepów oraz otwieranie nowych lokalizacji), jak również procesu produkcji (systematyczne przenoszenie procesu produkcji z Polski na Białoruś) i dystrybucji (podpisanie umowy z Cursor S.A. dotyczącej współpracy w zakresie magazynowania, zarządzania zapasami, świadczenia usług spedycyjnych i logistyki oraz obsługi klientów sklepu internetowego). Dzięki przeprowadzonym zmianom spółka zaraportowała wzrost sprzedaży marki Próchnik o 60% r/r w okresie styczeń-wrzesień 2016r. Jednocześnie spółka dynamicznie rozwija kanał sprzedaży internetowej (oczekujemy wzrostu sprzedaży internetowej z PLN 2.0m w 2015r. do PLN 7.8m w 2016p oraz PLN 15.6m w 2018p). W rezultacie prognozujemy przychody spółki na poziomie PLN 63.0m (+41% r/r) i zysk netto PLN 3.3m w 2016p (co implikuje wskaźnik 2016p P/E na poziomie 18.2x) oraz odpowiednio PLN 74.4m i PLN 5.1m w 2017p. Wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 1.64/akcję.

Pozyskanie kapitału w 2015r. umożliwiło zwiększenie kapitału obrotowego i sprzedaży. W 2015 r. Próchnik pozyskał z emisji akcji PLN 12.5m oraz zrefinansował PLN 11.6m obligacji, wydłużając termin zapadalności do grudnia 2017r. Spłata obligacji została zabezpieczona poprzez zastaw na nieoperacyjnej nieruchomości spółki w Łodzi, o wartości księgowej na poziomie PLN 14.5m. Dzięki pozyskanym środkom pieniężnym z emisji akcji spółka zwiększyła poziom kapitału obrotowego (wzrost zapasów z ok. PLN 1,400/mkw. w 2014r. do PLN 3,300/mkw. w 2015r.), co przełożyło się w efekcie również na zwiększenie sprzedaży (+40% r/r w 9M16).

Dynamiczny wzrost sprzedaży marki Próchnik o 60% r/r w 9M16. Dzięki zwiększeniu poziomu oraz poprawie struktury zatowarowania sklepów Próchnik, optymalizacji sieci sprzedaży oraz rozwojowi sprzedaży kanałem internetowym w 9M16 spółka zaraportowała wzrost sprzedaży 60% r/r. W naszych prognozach zakładamy, że średnia wartość przychodów marki Próchnik w 2016r. wyniesie PLN 1,284/mkw. (w porównaniu do PLN 856/mkw. rok wcześniej) oraz wzrośnie do PLN 1,412/mkw. w 2017r. Z kolei w przypadku sklepów Rage Age zakładamy spadek przeciętnej sprzedaży do PLN 1,169/mkw. (-10% r/r; w okresie 9M16 sprzedaż Rage Age spadła o 11% r/r) oraz stabilizację na tym poziomie w kolejnych latach.

Organiczne podwojenie sprzedaży internetowej w latach 2016-18p. W 2015r. sprzedaż za pośrednictwem kanału internetowego wyniosła ok. PLN 2.0m, co stanowiło ok. 4% całkowitych przychodów spółki. Zwracamy uwagę, że w październiku b.r. spółka zawarła współpracę z Cursor S.A. dotyczącą m.in. sprzedaży za pośrednictwem sklepów internetowych, co powinno zdaniem spółki pozwolić na przyspieszenie rozwoju w tym segmencie. W naszych prognozach oczekujemy organicznego wzrostu przychodów ze sprzedaży internetowej do ok. PLN 7.8m w 2016p (12% udział w przychodach), PLN 12.0m w 2017p (16%) oraz PLN 15.6m w 2018p (19%).

Potencjał do poprawy rentowności. W 2015r. spółka zaraportowała marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 56% (w porównaniu do 52% rok wcześniej). Jednocześnie w okresie 1H16 rentowność brutto ze sprzedaży kształtowała się na poziomie 59% (vs. 57% w analogicznym okresie 2015r.). Zwracamy uwagę, że w okresie pierwszego półrocza 2016r. spółka rozwiązała odpis aktualizujący wartość materiałów w wysokości ok. PLN 6.0m. Na koniec 2Q16 wartość odpisów aktualizujących wartość materiałów, towarów i wyrobów gotowych wynosiła wciąż PLN 4.5m, co naszym zdaniem pozytywnie wpłynie na generowaną rentowność również w najbliższych kwartałach. Dodatkowo w nadchodzących kwartałach w wynikach spółki widoczny powinien być efekt przenoszenia procesu produkcji odzieży z Polski na Białoruś (zdaniem spółki przeniesienie produkcji powinno pozwolić na obniżenie kosztów

produkcji o ok. 20-30%). W rezultacie oczekujemy marży brutto ze sprzedaży na poziomie 56.6% w 2016p oraz 56.9% w 2017p.

Prognozujemy wzrost zysku netto z PLN 0.9m w 2015r. do PLN 3.3m w 2016p oraz PLN 5.1m w 2017p. W oparciu o powyższe założenia (wzrost sprzedaży marki Próchnik przy jednoczesnym dynamicznym rozwoju sprzedaży internetowej) prognozujemy przychody w latach 2016-17p w wysokości odpowiednio PLN 63.0m (+41% r/r) oraz PLN 74.4m (+18% r/r). Przy wzroście kosztów SG&A w latach 2016-17p odpowiednio do PLN 32.4m i PLN 35.1m, prognozujemy EBIT w wysokości PLN 3.7m i PLN 7.2m oraz zysk netto PLN 3.3m i PLN 5.1m.

Wycena. Wyceniamy spółkę Próchnik w oparciu o 5-letni model DCF oraz metodę porównawczą ustalając 12-miesięczną cenę docelową na PLN 1.64/akcję. Na naszych prognozach spółka wyceniana jest na 2016p P/E 18.2x oraz EV/EBITDA 12.5x (odpowiednio z 41% i 21% premią do spółek porównywalnych) oraz 2017p P/E 11.8x i EV/EBITDA 6.9x (odpowiednio z 1% i 21% dyskontem do spółek porównywalnych).

Wycena

Wyceniamy spółkę Próchnik w oparciu o 5-letni model DCF oraz metodę porównawczą. Metoda DCF implikuje wycenę na poziomie PLN 1.81/akcję, natomiast metoda porównawcza PLN 1.48/akcję. Średnia ważona z zastosowanych metod implikuje wycenę Próchnika na poziomie PLN 1.64/akcję.

Tabela 2. Próchnik: Podsumowanie wyceny

	Waga (%)	Wycena (PLN)
Metoda DCF	50%	1.81
Metoda porównawcza	50%	1.48
Cena docelowa		1.64
Cena rynkowa		1.28
Potencjał wzrostu/spadku (%)		+28%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena DCF

Tabela 3. Próchnik: Wycena DCF (PLNm)

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	TV
Przychody	63.0	74.4	80.5	86.1	93.7	
Znormalizowana EBITDA	5.2	9.4	11.0	11.1	12.4	
Znormalizowany EBIT	3.3	7.2	8.8	9.1	10.3	
Podatek od EBIT	0.9	-1.4	-1.7	-1.7	-2.0	
NOPAT	4.2	5.8	7.1	7.4	8.3	8.3
Amortyzacja	2	2	2	2	2	2
Zmiany w kapitale obrotowym	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Capex	-3	-2	-2	-2	-3	-2
Wolne przepływy finansowe	2.2	5.0	5.4	5.9	6.8	7.8
Czynnik dyskontowy (%)	98%	91%	83%	77%	71%	65%
Wartość bieżąca FCF	2.2	4.5	4.5	4.5	4.8	
Wartość bieżąca FCF 2016-2020p	21					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1.0%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	68					
Wartość przedsiębiorstwa	89					
Kapitały mniejszości	0					
Dług netto (koniec 4Q15)	11					
Wartość kapitału własnego	78					
Liczba akcji (m)	47.0					
Wartość godziwa na akcję	1.65					
12M cena docelowa	1.81					

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 4. Próchnik: WACC

	2016-2020p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Beta	1.2	1.1
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego	9.5%	9.6%
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Marża na zadłużeniu	3.0%	3.0%
Koszt długu	6.5%	7.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	5.3%	5.7%
% Dług/(dług+kapitały własne)	19.8%	13.8%
% Kapitały własne/(dług+kapitały własne)	80.2%	86.2%
WACC	8.7%	9.1%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 5. Próchnik: Analiza wrażliwości wyceny DCF (PLNm)

	WACC (%)					
	0.0%	7.7%	8.2%	8.7%	9.2%	9.7%
	1.70	1.67	1.63	1.60	1.57	
	1.79	1.75	1.72	1.68	1.65	
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1.0%	1.88	1.84	1.81	1.77	1.74
	1.5%	1.99	1.95	1.91	1.87	1.84
	2.0%	2.11	2.07	2.03	1.99	1.95

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena porównawcza

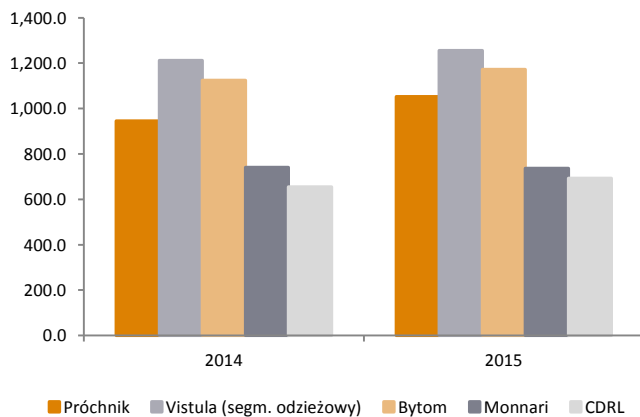
Próchnik wyceniamy również metodą porównawczą w oparciu o mnożniki P/E, EV/EBITDA oraz EV/Sales na lata 2016-17p. Wycena P/E implikuje wartość bieżącą na poziomie PLN 1.18/akcję, wycena EV/EBITDA implikuje PLN 1.50/akcję, zaś wycena EV/Sales implikuje PLN 1.41/akcję. Wyznaczamy cenę docelową przy użyciu metody porównawczej na podstawie średniej ważonej z powyższych wycen na poziomie PLN 1.48/akcję.

Tabela 6. Próchnik: Wycena porównawcza

	Cena akcji	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			EV/SALES (x)		
			2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
VISTULA	3.40	620	17.2	15.0	13.8	10.5	9.4	8.3	1.19	1.04	0.90
BYTOM SA	2.64	187	13.8	12.2	9.2	10.3	7.6	6.3	1.24	1.01	0.82
MONNARI	10.9	330	10.8	9.3	9.2	11.9	9.4	8.5	1.07	0.88	0.74
CDRL SA	30.7	190	12.0	11.6	10.1	9.3	8.3	7.2	1.05	0.95	0.88
MEDIANA			12.9	11.9	9.7	10.4	8.8	7.8	1.13	0.98	0.85
Próchnik	1.28	60.2	18.2	11.8	9.2	12.5	6.9	5.5	1.10	0.87	0.75
Premia/dyskonto			41%	-1%	-5%	21%	-21%	-29%	-3%	-11%	-12%
Implikowana wycena/akcję			0.91	1.29	1.34	1.03	1.66	1.81	1.32	1.44	1.45
Implikowana cena akcji	1.35										
Cena docelowa 12M (PLN)	1.48										

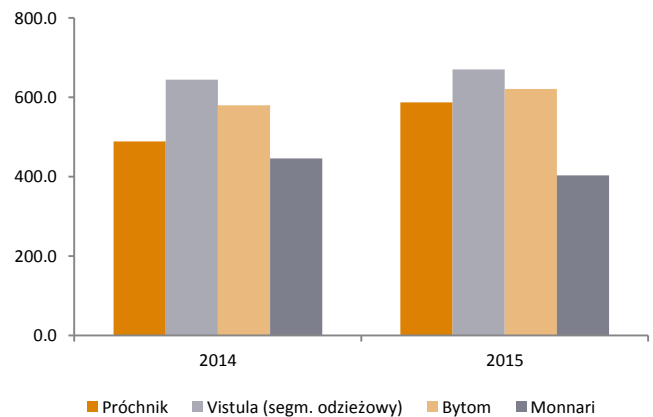
Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Wykres 1. Średni miesięczny przychód/mkw.



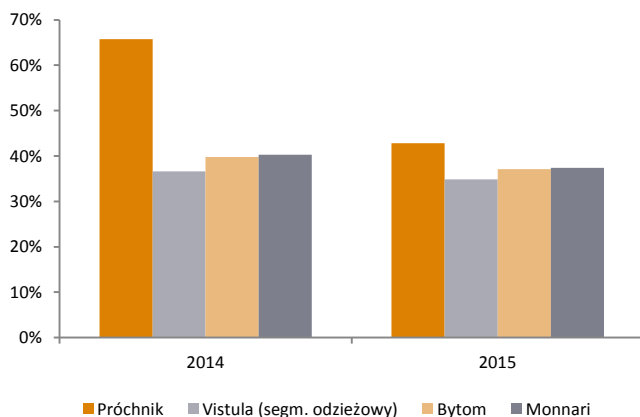
Źródło: Dane spółki, DM Vestor

Wykres 2. Średni miesięczny zysk brutto ze sprzedaży/mkw.



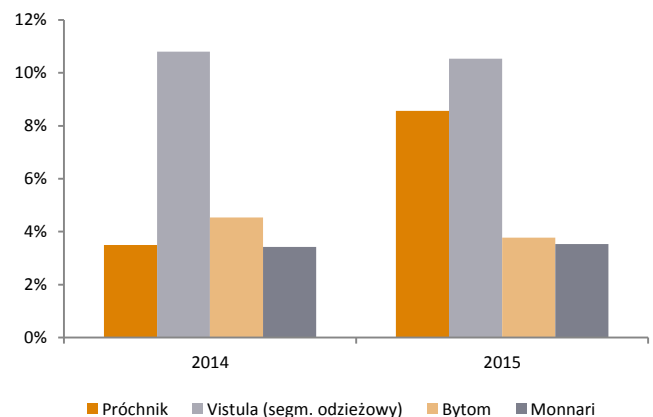
Źródło: Dane spółki, DM Vestor

Wykres 3. Koszty sprzedaży jako % przychodów



Źródło: Dane spółki, DM Vestor

Wykres 4. Koszty ogólnego zarządu jako % przychodów



Źródło: Dane spółki, DM Vestor

Opis spółki

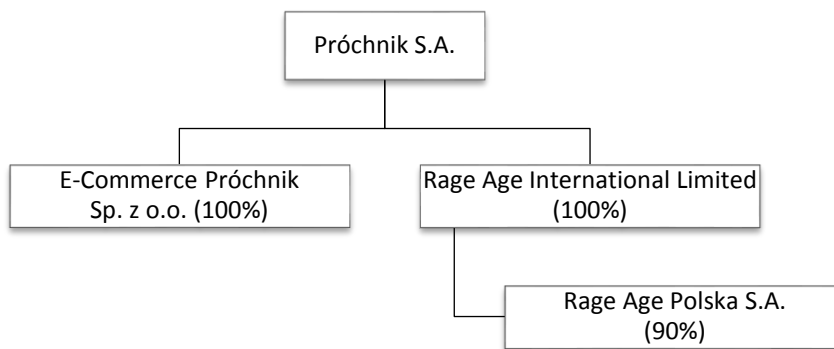
Próchnik to jedna z wiodących polskich spółek działających na rynku odzieży formalnej, przede wszystkim garniturów i okryć wierzchnich. Marka Próchnik funkcjonuje od upaństwowienia w 1948 r. łódzkiej wytwórni odzieży E. Martin, N. Norenberg, A. Krauze. Próchnik S.A jest obecny na giełdzie od 1991 r. W ramach prowadzonego od 2013 r. procesu restrukturyzacji do grupy kapitałowej dołączyła marka Rage Age o charakterze „smart casual”, uzupełniając formalną ofertę marki Próchnik. W 2015r. ok. 70% przychodów zostało wygenerowane przez markę Próchnik, zaś pozostałe 30% przez markę Rage Age.

Poniżej prezentujemy kluczowe wydarzenia w działalności spółki:

- **1948** - Zostają utworzone Zakłady Przemysłu Odzieżowego im. dr. Próchnika poprzez upaństwowienie istniejącej w Łodzi wytwórni odzieży należącej do spółki E. Martin, N. Norenberg, A. Krauze. Początkowo produkcja firmy ograniczała się do płaszczy damskich, kurtek wełnianych i drelichowych.
- **1968** - Próchnik powiększa się o nowe zakłady w Poddębicach i Rawie Mazowieckiej.
- **1974** - W ramy struktury firmy włączone zostają Zakłady Przemysłu Odzieżowego „POLBOY” w Łodzi oraz zakład produkcyjny w Uniejowie.
- **1987** - Zbudowano nowy zakład produkcyjny w Janikowie, a w roku 1988 przejęto czterdzieści dziewięć procent udziałów w Zakładach Przemysłu Bawełnianego im. J. Marchlewskiego „POLTEX” w Łodzi.
- **1991** - W 1990 roku firma Próchnik została przekształcona w Spółkę Akcyjną. W październiku 1991 roku Próchnik S.A. został wprowadzony na giełdę jako jedna z pięciu pierwszych spółek akcyjnych notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.
- **1994** - Opracowano oraz wdrożono nową strategię, której głównym założeniem była budowa sieci własnych sklepów firmowych w Polsce.
- **2001** - Reorganizacja grupy Próchnik i sprzedaż zakładów produkcyjnych. Zostaje podpisany kontrakt na przeszycia dla firmy Hugo Boss. Firma koncentruje się na szyciu na zlecenie.
- **2004** - Zostaje wyznaczony nowy kierunek działalności firmy, zakładający wznowienie produkcji pod własną marką. Następuje przekształcenie działalności z produkcyjnej na handlowo-produkcyjną.
- **2013** - Następują zmiany kapitałowe oraz w zarządzie firmy. Zostaje wdrożony proces głębokiej restrukturyzacji spółki. Nowy kierunek działań ma czerpać z ogromnego potencjału marki. Jest on m.in. zorientowany na rozbudowę sieci sprzedaży, dostosowania produktów do aktualnych trendów panujących w świecie mody oraz na stworzeniu unikatowej koncepcji wizerunkowej marki.
- **2015** - Spółka pozyskała PLN 12.5m z emisji akcji serii L i M oraz PLN 12.0m z emisji obligacji serii C01 i C02.

Poniżej prezentujemy strukturę grupy kapitałowej Próchnik S.A.:

Wykres 5. Próchnik – struktura grupy kapitałowej



Źródło: Dane spółki

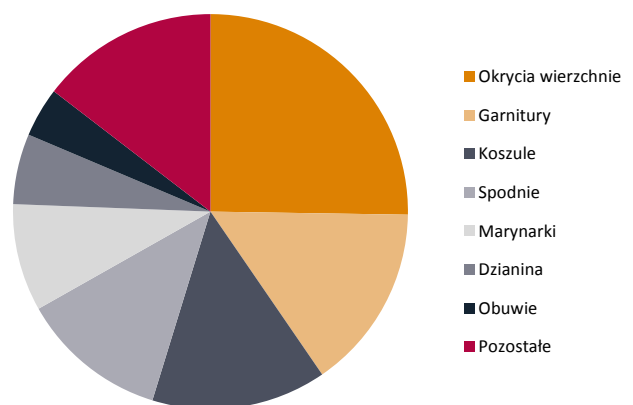
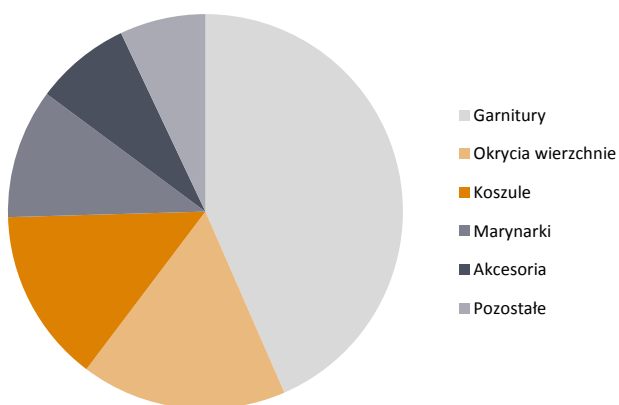
Całość sprzedaży odbywa się przez Próchnik S.A. Rage Age International Limited organizuje dystrybucję produktów sygnowanych logo Rage Age poza granicami Polski, jak również posiada 90% akcji w spółce Rage Age Polska S.A. (pozostałe akcje należą do projektanta marki Rage Age). Z kolei Rage Age Polska posiada prawa do znaku towarowego Rage Age (Rage Age Polska nie prowadzi działalności). Dodatkowo Próchnik S.A. posiada 100% udziałów w E-Commerce Próchnik Sp. z o.o., spółce prowadzącej sklep internetowy.

Spółka oferuje odzież męską (oraz damską od 2014r.) w ramach dwóch marek własnych:

- **Próchnik** - marka adresowana do mężczyzn oraz kobiet (od 2014r.) w segmencie popularnym oraz premium. Oferta Próchnika obejmuje garnitury, płaszcze, kurtki, marynarki, koszule, spodnie oraz akcesoria (krawaty, muszki, perfumy etc.), zaś oferta dla kobiet obejmuje sukienki, płaszcze, kurtki oraz bluzki. Strategia promocyjna marki bazuje na wartościach patriotycznych i kontekście historycznym (m.in. kolekcje Próchnika inspirowane Dywizjonem 303 oraz cichociemnymi).
- **Rage Age** - marka luksusowa skierowana do mężczyzn oraz kobiet, oferuje kolekcje szyte w pełni w Europie, ręcznie wykańczone detale oraz wyrazisty styl oparty na autorskiej wizji projektanta Rafała Czapula. Od powstania w 2009r. Rage Age stworzył 8 samodzielnych kolekcji oraz 3 przygotowane w ramach grupy Próchnik S.A.

Wykres 6. Próchnik: Struktura sprzedaży asortymentu w 2015r.

Wykres 7. Rage Age: Struktura sprzedaży asortymentu w 2015r.



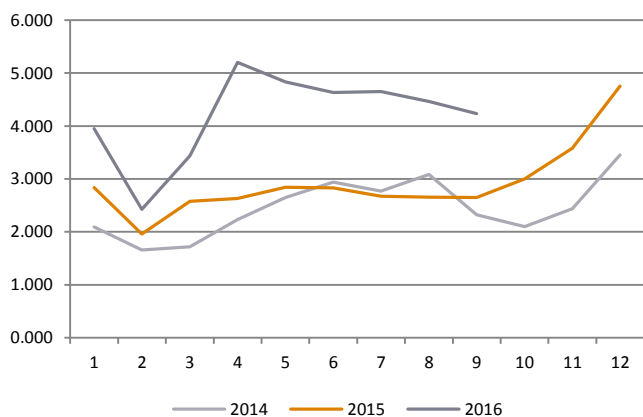
Źródło: Dane spółki, DM Vestor

Źródło: Dane spółki, DM Vestor

Dwie należące do grupy marki są komplementarne ze względu na wizerunek (AFP – formalny, RA – „smart casual”) oraz pozycjonowanie cenowe (AFP – segmenty popularny oraz premium, RA – segment luksusowy). Dodatkowo czerpią od siebie nawzajem – Próchnik z doświadczeń designerskich Rage Age, a Rage Age m. in. ze skali Próchnika.

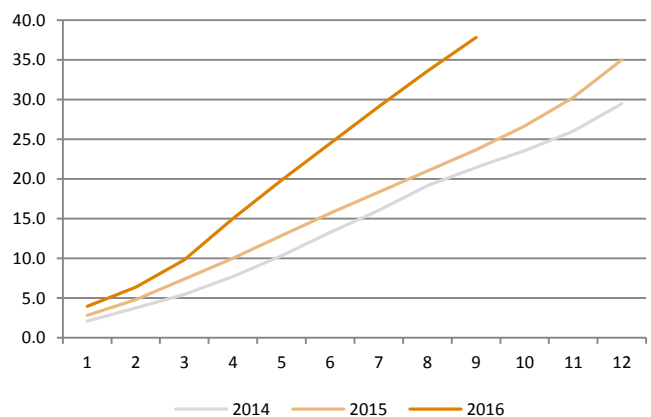
W 2015r. około 70% przychodów wygenerowane zostało przez markę Próchnik, zaś pozostałe 30% przez markę Rage Age. Zwracamy uwagę, że głównym motorem wzrostu sprzedaży w pierwszych miesiącach 2016r. była marka Próchnik (w okresie styczeń-maj przychody wzrosły o 60% r/r), podczas gdy sprzedaż marki Rage Age w tym okresie zmniejszyła się o 11% r/r.

Wykres 8. Próchnik: Miesięczne przychody (PLNm)



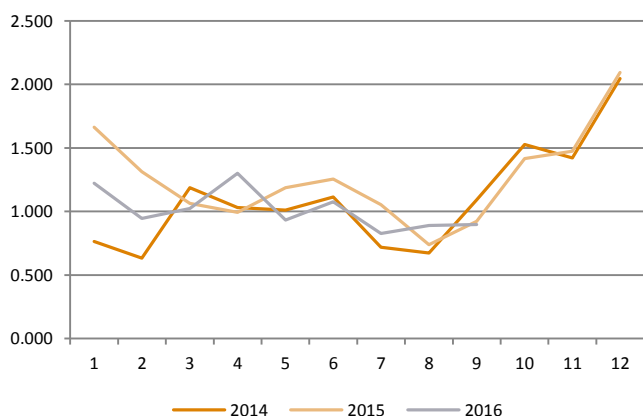
Źródło: Dane spółki, DM Vestor

Wykres 9. Próchnik: Miesięczne przychody narastająco (PLNm)



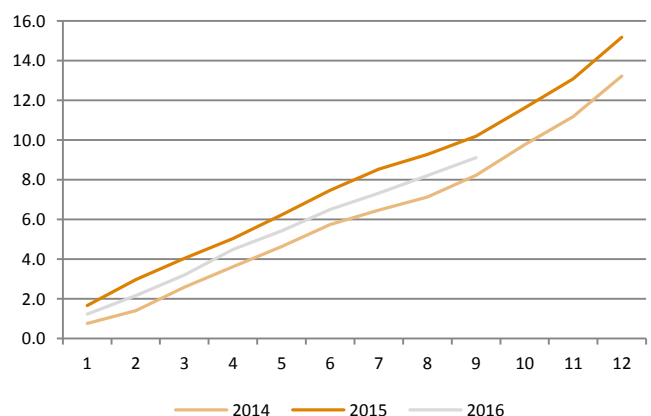
Źródło: Dane spółki, DM Vestor

Wykres 10. Rage Age: Miesięczne przychody (PLNm)



Źródło: Dane spółki, DM Vestor

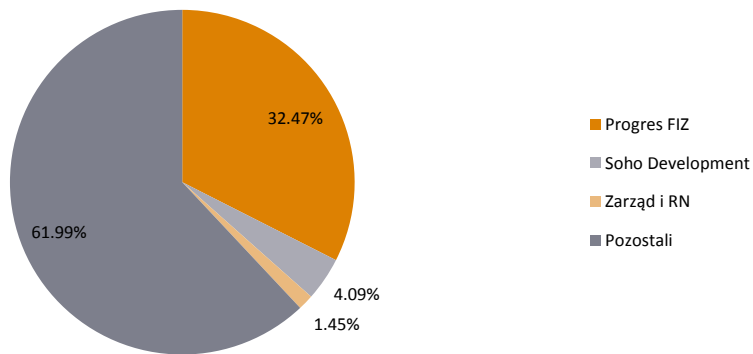
Wykres 11. Rage Age: Miesięczne przychody narastająco (PLNm)



Źródło: Dane spółki, DM Vestor

Grupa posiada kompetencje oraz wiedzę w całym łańcuchu wartości: od projektowania i konstrukcji (własne centrum projektowo-konstrukcyjne), poprzez wyszywanie (outsourcing do sprawdzonych szwalni), logistykę (własny magazyn centralny) do handlu detalicznego (własna sieć) oraz internetowego (własny sklep internetowy). Obecnie grupa posiada 32 salony własne: 24 Adam Feliks Próchnik (AFP), 8 Rage Age (RA) o łącznej powierzchni 3,300m2, a w spółkach grupy pracuje łącznie blisko 180 osób.

Wykres 14. Próchnik – struktura akcjonariatu (%)



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

Model biznesowy

Oferta produktowa i produkcja

Próchnik samodzielnie przygotowuje projekt zasadniczej części kolekcji. Dzięki stabilnemu zapleczu ma możliwość udziału w całości prac nad tworzonymi kolekcjami a dzięki ich właściwemu przygotowaniu może optymalizować koszty ich powstawania. Następnie kompletuje dostawy (tkaniny, dodatki) i zleca produkcję do wyspecjalizowanych szwalni. Tkaniny i dodatki używane w produkcji odzieży pochodzą w głównej mierze z Europy zachodniej, a produkcja wyrobów odbywa się na terenie UE i w krajach bezpośrednio graniczących z Polską (obecnie spółka współpracuje z dwunastoma szwalniami). W ostatnich kwartałach spółka dokonała zmiany dostawców, co pozwoliło na obniżenie kosztów o ok. 20-30% (m.in. dzięki przeniesieniu produkcji na Białoruś). W rezultacie wpływ przeniesienia produkcji na Białoruś powinien być widocznych w poprawie rentowności poczynając od kolekcji jesień/zima 2016.

Logistyka/transport

Obecnie spółka posiada własną nieruchomość magazynowo-biurową zlokalizowaną w Łodzi. Jednak w najbliższych kwartałach spółka planuje sprzedaż nieruchomości. Na koniec 2Q16 wartość księgowa nieruchomości wynosiła PLN 14.5m.

Dnia 4 października 2016r. spółka podjęła współpracę ze spółką Cursor S.A. Umowa ta dotyczy magazynowania, zarządzania zapasami, świadczenia usług spedycyjnych obsługi i logistyki sklepów własnych Próchnik oraz obsługa klientów sklepu internetowego Próchnika S.A. Jednocześnie Cursor S.A. zobowiązał się prowadzić sprzedaż za pośrednictwem sklepów internetowych w swoim imieniu oraz na własną odpowiedzialność za wynagrodzeniem w postaci marży sprzedażowej ustalonej od wartości sprzedanych produktów. Zdaniem spółki zawarta współpraca powinna pozwolić na przyspieszenie rozwoju w segmencie internetowym, zaś umowa została zawarta na czas nieokreślony.

Kanały sprzedaży

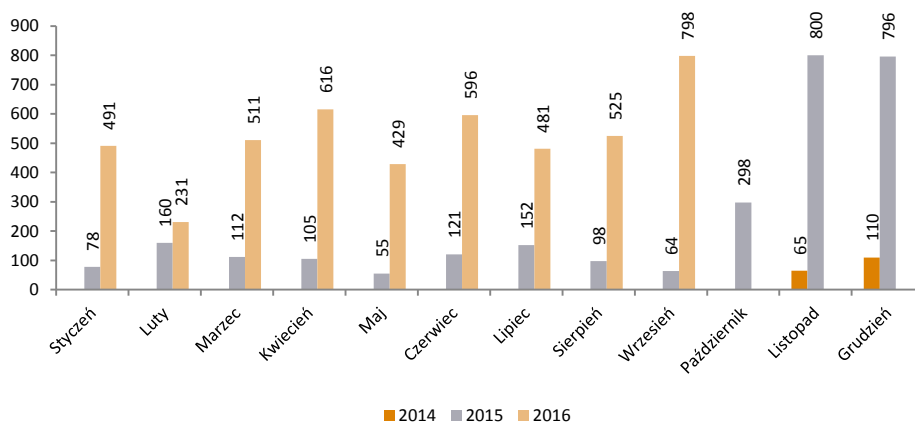
Sprzedaż produktów Próchnik oraz Rage Age odbywa się za pośrednictwem trzech kanałów dystrybucji. Największy udział w przychodach ma sprzedaż detaliczna (91% w 2015r.). Na koniec kwietnia 2016r. spółka posiadała 24 sklepy własnej Próchnik oraz 8 sklepów Rage Age o łącznej powierzchni blisko 3,300mkw. (średnia powierzchnia sklepu Próchnik 107mkw., Rage Age 89mkw.).

W 2016r. spółka planuje otwarcie kolejnych 4 sklepów Próchnik oraz jednego Rage Age (m.in. w Galerii Krakowskiej oraz w Starym Browarze). Większość salonów znajduje się w galeriach i centrach handlowych i jest przez spółkę wynajmowana na bazie długookresowych umów. Głównym obszarem ekspansji współczesnych marek odzieżowych są salony firmowe otwierane w centrach handlowych. Ten kanał dystrybucji wyrobów i towarów, choć ulega systematycznej presji dynamicznie rozwijającej się sfery e-commerce, odpowiedzialny jest za większość przychodów.

Spółka aktywnie działa również nad rozwojem kanału sprzedaży internetowej. W 2015r. przychody przez Internet wyniosły ok. PLN 2m (ok. 4% całkowitych przychodów), zaś w 2016r. spółka oczekuje że kanał internetowy będzie odpowiedzialny za ok. 15% całkowitych przychodów. Zwracamy uwagę, że spółka uruchomiła sprzedaż internetową we wrześniu 2014r. Po roku ten kanał sprzedaży zaczął odnotowywać dynamiczny wzrost (blisko czterokrotnie wyższe przychody r/r w okresie styczeń-wrzesień). W opinii zarządu jest to

kanał najbardziej perspektywiczny i na rozwój tego kanału zarząd planuje położyć nacisk w 2016r. (zgodnie ze sprawozdaniem finansowym za 2015r. spółka planuje wydatki inwestycyjne na kanał offline w wysokości ok. PLN 1.8m oraz ok. PLN 0.45m na działalność w obszarze online). Należy jednak sądzić, iż natura większości oferowanych produktów: istotność dokładnego mierzenia i zdjęcia poprawek, a także fachowego doradztwa, lokuje ofertę spółki raczej w realnym, niż wirtualnym obszarze handlu. Niemniej jednak, standaryzacja rozmiarów powinna pozwolić na osiągnięcie odpowiedniej stabilności niezbędnej dla tych klientów, którzy, znając już ofertę spółki, zdecydują się na zamawianie kolejnych produktów za pomocą sklepu internetowego.

Wykres 15. Próchnik – Przychody brutto ze sprzedaży internetowej (PLN tys.)



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

Jednocześnie w 2015r. blisko 5% przychodów wygenerowane zostało przez sprzedaż hurtową, jednak w kolejnych latach oczekujemy zmniejszania udziału sprzedaży hurtowej na rzecz sprzedaży internetowej.

Produkty i marki

Próchnik S.A. oferuje odzież męską (oraz damską od 2014r.) w ramach dwóch marek własnych, których misja sformatowana jest w następujący sposób:

- **Rage Age** – marka modowa, o silnie zarysowanym charakterze adresowana do kobiet (od 2014r.) i mężczyzn świadomych mody i gotowych do eksperymentów w tym obszarze. Są to produkty bardzo wizerunkowe, a jednocześnie eleganckie, które pozwalają na szeroki zakres stylizacji, tym bardziej atrakcyjnych im większym doświadczeniem modowym legitymuje się fan. Marka funkcjonuje w segmencie luksusowym, oferując kolekcje szyte w całości w Europie, ręcznie wykańczane detale oraz wyrazisty styl oparty na autorskiej wizji projektanta Rafała Czapuła. Od powstania w 2009r. Rage Age stworzył 8 samodzielnych kolekcji oraz 3 przygotowane w ramach grupy Próchnik S.A. Doświadczenia zagraniczne uzyskane dzięki prowadzeniu salonów w modowych stolicach Europy wpłynęły na sposób formatowania oferty do sklepu internetowego, który rozpoczął swoją działalność jesienią 2014.

Wykres 16. Rage Age – przykładowe stylizacje

Źródło: Dane spółki,

- **Adam Feliks Próchnik** - adresowana mężczyźni i kobiet (od 2014 r.) marka klasyczna, z nabierającym znaczenia komponentem smart casual, która korzysta coraz bardziej z dorobku Rage Age idąc konsekwentnie w kierunku czytelnego wzornictwa, jasno komunikującego status użytkowników. Kolejne kolekcje Adam Feliks Próchnik to coraz bardziej emocjonująca przygoda z modą i historią Polski umiejętnie wplataną w atrakcyjne stylizacje, dzięki wizjonerskiemu podejściu projektanta Rafała Czapula.

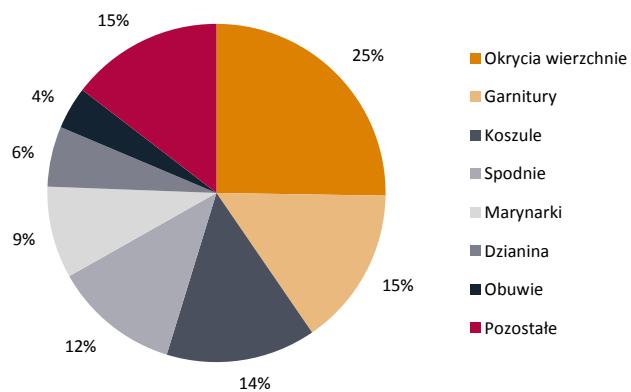
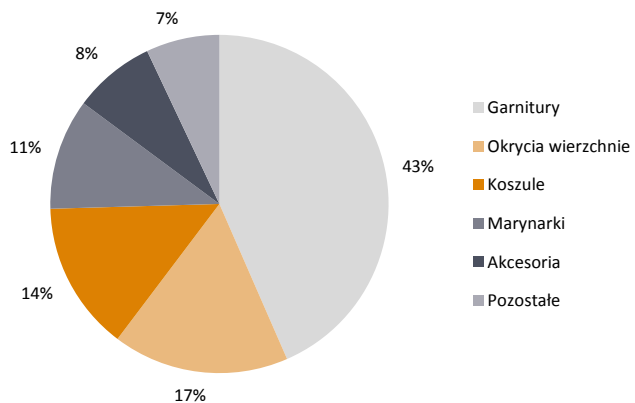
Wykres 17. Adam Feliks Próchnik – przykładowe stylizacje

Źródło: Dane spółki

Najwyższy udział w przychodach Próchnika mają garnitury, których sprzedaż wygenerowała ok. 43% przychodów w 2015r. Kolejne co do wielkości pozycje marki Próchnik stanowiły okrycia wierzchnie (17%) oraz koszule (14%). Przypominamy, że w porównaniu do dwóch giełdowych konkurentów (Vistula oraz Bytom), Próchnik oferuje najatrakcyjniejszy cenowo asortyment w powyższych kategoriach. Z kolei w przypadku Rage Age najwyższy udział w sprzedaży stanowią okrycia wierzchnie (25%), garnitury (15%), koszule (14%) oraz spodnie (12%).

Wykres 18. Próchnik: Sprzedaż w podziale na produkty (2015r., %)

Wykres 19. Rage Age: Sprzedaż w podziale na produkty (2015r., %)



Źródło: Dane spółki, DM Vestor

Źródło: Dane spółki, DM Vestor

Strategia rozwoju

W 2013 r. zmieniła się struktura właścicielska Próchnika. Soho Development oraz podmioty związane z Rafałem Bauerem (obecnym Prezesem Zarządu) nabyły udziały od poprzedniego zarządu oraz w drodze emisji, która miała na celu m.in. sfinansowanie zakupu Rage Age. Według postawionej przez nowy zarząd diagnozy głównymi wewnętrznymi problemami Spółki były:

- niewystarczające dokapitalizowanie spółki, co przekładało się na ograniczenie nakładów na wsparcie marketingowe sprzedaży oraz problemy z kapitałem obrotowym (niedostateczne zatowarowanie sklepów),
- brak zasobów kadrowych i kompetencyjnych oraz problemy z doborem kluczowego personelu. Do 2013 r. główne funkcje były realizowane przez podmiot zewnętrzny, który zatrudniał znaczącą większość kluczowego personelu (Tiffi). Próchnik był pozbawiony kluczowych kompetencji. Przykładowo, centrum konstruktorskie, które jest istotną przewagą konkurencyjną spółki, powstało w 2014 r.,
- personel Rage Age był zbyt szczupły, żeby obsługiwać procesy zarówno Rage Age i Próchnika. W spółce Próchnik S.A. w 2013 r. był zatrudniony tylko personel magazynu, który ograniczał się do obsługi logistycznej.

W związku z powyższym, w ramach prowadzonej od 2013 r. reorganizacji biznesu zarząd skupia się na następujących działaniach:

- **optymalizacja grona dostawców i polityki cenowej** - pierwotne założenia cenowe przyjęte w strategii dla marki Adam Feliks Próchnik zakładały, iż nowe produkty sprzedawane będą w jakości i cenie odpowiadającej najdroższemu wyrobom marki Vistula. Realia 2014 roku negatywnie zweryfikowały te założenia, co spowodowało konieczność poszukiwania alternatywnych dostawców. Wybrane zostały szwalnie na Białorusi, a według zarządu zmiana dostawców w 2015 r. pozwoli oszczędzić ok. 20%-30% kosztów produkcji na zrealizowanych od nich zamówieniach. Nowi dostawcy wymagają zaliczek, które Próchnik uiszczył dzięki środkom z emisji obligacji. Pełna paleta efektów ekonomicznych związanych ze zmianą źródeł i rodzaju dostaw powinna ujawnić się wraz z kolekcją jesień-zima 2016.
- **modyfikacja struktury finansowej** - w 2015 r. Próchnik pozyskał z emisji akcji PLN 12.5m oraz zrefinansował PLN 11.6m obligacji, wydłużając termin zapadalności do grudnia 2017 r. Ponadto planowana jest sprzedaż nieruchomości spółki w Łodzi przy ul. Kilińskiego (na koniec 2Q16 wartość księgowa kształtowała się na poziomie PLN 14.5m) – w wypadku sprzedaży Próchnik będzie musiał dokonać przedterminowego wykupu obligacji (PLN 11.6m), co jednak pozwoli jednocześnie obniżyć koszty finansowe.
- **rozwój kanału internetowego** - przychody zrealizowane w internecie w 2015 r. przekroczyły PLN 2m, a za większość z nich (67%) odpowiedzialna była marka Adam Feliks Próchnik. Dynamika sprzedaży była silnie związana z poziomem oraz alokacją wydatków reklamowych. Przeniesienie głównej uwagi na ten kanał komunikacji w połączeniu z modernizacją sklepu internetowego spowodowało skokowy przyrost sprzedaży w 4Q15, co stało się podstawą do ustalenia ostatecznej strategii spółki w tym obszarze sprzedaży i komunikacji z klientem. Dodatkowo w październiku b.r. spółka zawarła umowę współpracy z Cursor S.A., w wyniku której Cursor będzie prowadził sprzedaż za pośrednictwem sklepów internetowych w swoim imieniu i na

swoją odpowiedzialność za wynagrodzeniem w postaci marży sprzedażowej ustalonej od wartości sprzedanych produktów.

- **optymalizacja sieci sprzedaży** - Dotychczasowe doświadczenia i analiza formatu sklepu oraz kosztów sprzedaży w Próchnik w porównaniu do konkurencji doprowadziły do wniosku, że zadowalającą rentownością charakteryzują się sklepy, których miesięczne koszty kształtują się na poziomie nie większym niż PLN 45tys. (blisko średniej dla Bytom). W ciągu ostatnich dwóch lat grupa zamknęła 10 nierentownych sklepów i otworzyła 10 nowych. W 2016 r. planowane są selektywne otwarcia w precyzyjnie dobranych lokalizacjach, pośród których najważniejsze to Stary Browar (flagowy salon firmowy Adam Feliks Próchnik) oraz Galeria Krakowska (salony Rage Age i Adam Feliks Próchnik). Ponadto, w znaczącej liczbie sklepów zredukowano zatrudnienie z 6 do 4 osób. W naszych prognozach zakładamy, że do końca 2016r. sieć sprzedażowa będzie składać się z 26 sklepów Próchnik oraz 9 sklepów Rage Age. Zdaniem spółki planowane jest jeszcze zamknięcie ok. 3 sklepów marki Próchnik. Jednocześnie w naszych prognozach zakładamy otwieranie 2 sklepów Próchnik oraz jednego sklepu Rage Age rocznie.
- **zwiększenie nakładów na kapitał obrotowy** – wprowadzenie przedpłat pozwoliło na wdrożenie innego (bardziej opłacalnego) modelu współpracy z nowymi dostawcami. Nakłady przeznaczone będą również na poszerzenie asortymentu - od jesieni planowane jest m.in. wzbogacenie marki Adam Feliks Próchnik o wysokomarżowe akcesoria.
- **działania marketingowe** – planowane są wydatki na wsparcie sprzedaży, głównie w kanale e-commerce i mediach społecznościowych, wykorzystanie BIG DATA oraz wprowadzenie programu lojalnościowego.

Prognozy finansowe

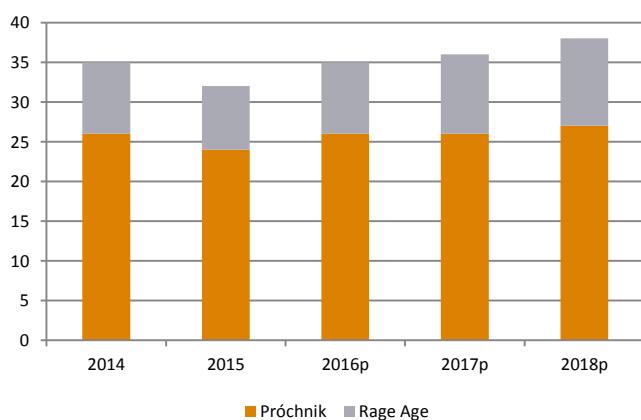
Przychody

W 2015r. spółka zaraportowała przychody na poziomie PLN 44.7m, z czego PLN 40.5m zostało wygenerowane przez sprzedaż detaliczną (PLN 28.2m marka Próchnik, PLN 12.2m marka Rage Age), PLN 2.0m dotyczyło sprzedaży kanałem internetowym, zaś pozostałą sprzedaż PLN 2.2m stanowiła sprzedaż hurtowa. Na koniec 2015r. sieć sprzedaży spółki składała się z 24 sklepów marki Próchnik oraz 8 sklepów marki Rage Age. Na 2016r. spółka zaplanowała zamknięcie dwóch sklepów Próchnik oraz otwarcie trzech nowych (dwa Próchnik oraz jeden Rage Age). W rezultacie oczekujemy, że na koniec 2016r. sieć sprzedaży osiągnie 26 sklepów Próchnik oraz 9 Rage Age. W kolejnych latach zakładamy wzrost sieci sprzedażowej o 2 sklepy Próchnik i 1 Rage Age rocznie (zwracamy uwagę, że spółka planuje jeszcze zamknięcie trzech sklepów Próchnik w najbliższych kwartałach).

Jednocześnie w 2015r. spółka zwiększyła miesięczną sprzedaż/mkw. marki Próchnik o 24% r/r do PLN 856/mkw. Z kolei w okresie styczeń-wrzesień 2016r. sprzedaż sklepów Próchnik wzrosła narastająco o 60% r/r, zaś sklepów Rage Age zmalała o 11% r/r. W skali całego 2016r. oczekujemy wzrostu przeciętnej miesięcznej sprzedaży marki Próchnik o 50% r/r w 2016p oraz o 10% w 2017p (odpowiednio do poziomów PLN 1,284/mkw. oraz PLN 1,412/mkw.). Wsparciem dla zwiększania poziomów sprzedaży/mkw. powinno być zoptymalizowanie struktury towaru w sklepach (asortyment oraz rozmiarówka), jak również wprowadzanie do oferty m.in. wysoko marżowych akcesoriów pod marką Próchnik. Z kolei w przypadku marki Rage Age zakładamy obniżenie sprzedaży do PLN 1,169/mkw miesięcznie w 2016r. (-10% r/r) oraz stabilizację na powyższym poziomie w kolejnych latach.

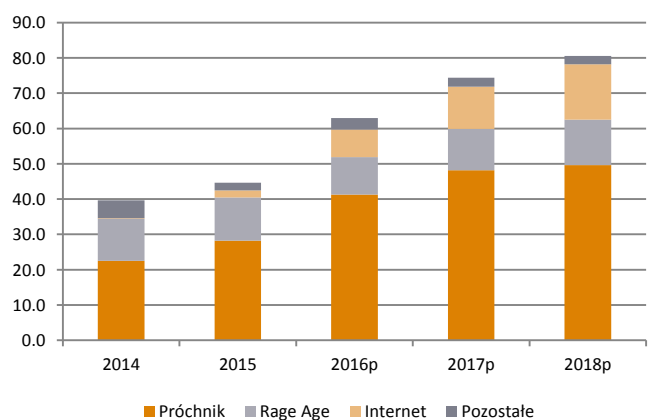
Jednocześnie oczekujemy dynamicznego rozwoju kanału sprzedaży internetowej. W 2015r. kanał ten wygenerował przychody w wysokości ok. PLN 2.0m, natomiast w 2016p oczekujemy wzrostu do PLN 7.8m (ok. 12% przychodów kanału detalicznego) oraz wzrostu do PLN 15.6m w 2018p (19% udziału). Przy założeniu malejących poziomów przychodów ze sprzedaży hurtowej prognozujemy przychody spółki na poziomie PLN 63.0m w 2016p oraz PLN 74.4m w 2017p (odpowiednio +41% r/r oraz +18% r/r).

Wykres 20. Sieć sklepów Próchnik i Rage Age (liczba sklepów)



Źródło: Dane spółki, DM Vestor

Wykres 21. Prognoza przychodów w podziale na kanały sprzedaży (PLNm)



Źródło: Dane spółki, DM Vestor

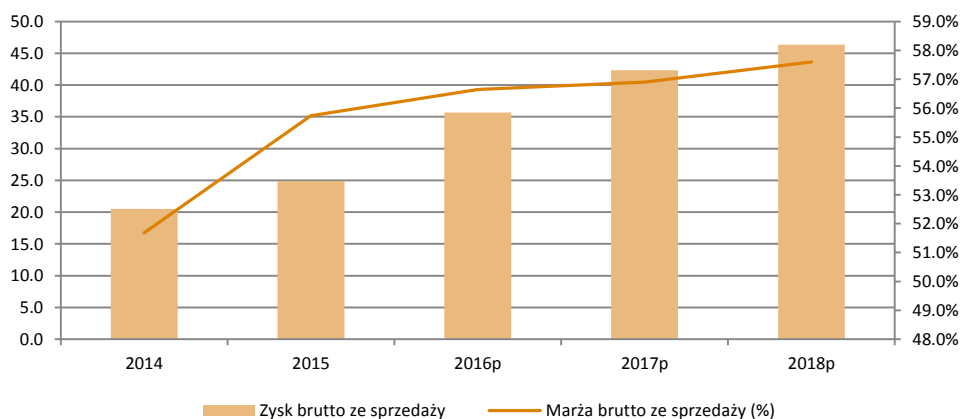
Marża brutto ze sprzedaży

W 1H16 spółka wygenerowała rentowność brutto ze sprzedaży w wysokości 59% (w porównaniu do 57% rok wcześniej). Zwracamy uwagę, że pozytywny wpływ na rentowność

wygenerowaną przez spółkę miało rozwiązywanie odpisów aktualizujących zapasy w wysokości PLN 6.0m. W oparciu o raporty bieżące dotyczące miesięcznych danych sprzedażowych rentowność brutto ze sprzedaży kształtowała się na poziomie ok. 48.5% (vs. zaraportowane 59%). Na koniec 2Q16 spółka posiadała wciąż PLN 4.5m odpisu aktualizującego wartość zapasów.

W kolejnych kwartałach oczekujemy, że pozytywny wpływ na poprawę rentowności będzie miała przede wszystkim sprzedaż towarów produkowanych poza granicami Polski (między innymi dzięki systematycznemu przenoszeniu produkcji na Białoruś spółka jest w stanie obniżyć koszt produkcji o ok. 20-30%) oraz dzięki wyprzedazy zapasów, na które spółka utworzyła odpis w poprzednich latach (pozostałe PLN 4.5m odpisu). Szacujemy, że w rezultacie spółka będzie w stanie wygenerować marżę brutto ze sprzedaży w wysokości 56.6% w 2016p oraz 57.5% w 2017p.

Wykres 22. Próchnik: Prognoza zysku brutto ze sprzedaży (PLNm)

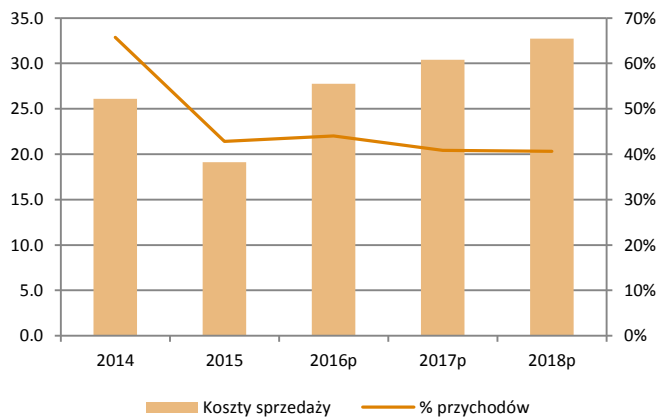


Źródło: Dane spółki, DM Vestor

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu

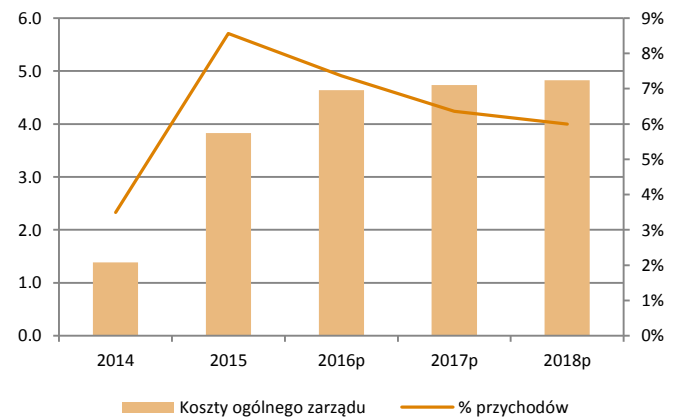
W 2015r. koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły PLN 23.0m, co stanowiło 51% przychodów (dla porównania udział ten w Vistuli kształtował się na poziomie 43.8%, natomiast w Bytomiu na 40.9%). W 1H16 koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły PLN 15.2m (w porównaniu do PLN 9.6m rok wcześniej), co stanowiło 55% przychodów (vs. 48% w analogicznym okresie 2015r.). Wpływ na wzrost kosztów SG&A r/r miało przede wszystkim zwiększenie zatrudnienia w salonach sprzedaży oraz centrali spółki, jak również podejmowane działania outsourcingowe (księgowość, kadry, magazyn). Prognozujemy, że w 2016r. koszt SG&A wyniosą PLN 32.4m (51% przychodów), zaś w 2017r. wzrosną do PLN 35.1m (zmniejszenie udziału do 47% przychodów).

Wykres 23. Próchnik: Koszty sprzedaży (PLNm)



Źródło: Dane spółki, DM Vestor

Wykres 24. Próchnik: Koszty ogólnego zarządu (PLNm)

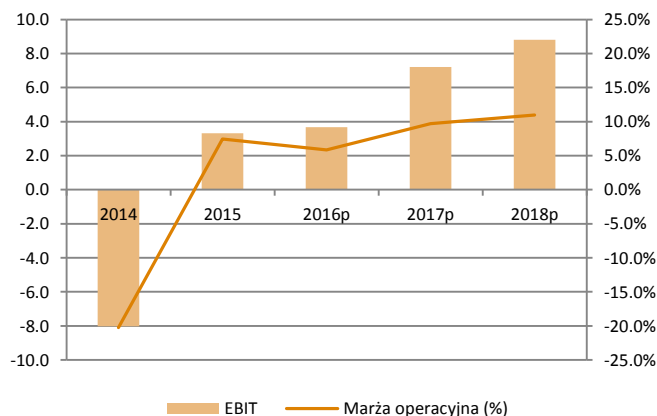


Źródło: Dane spółki, DM Vestor

Zysk operacyjny oraz zysk netto

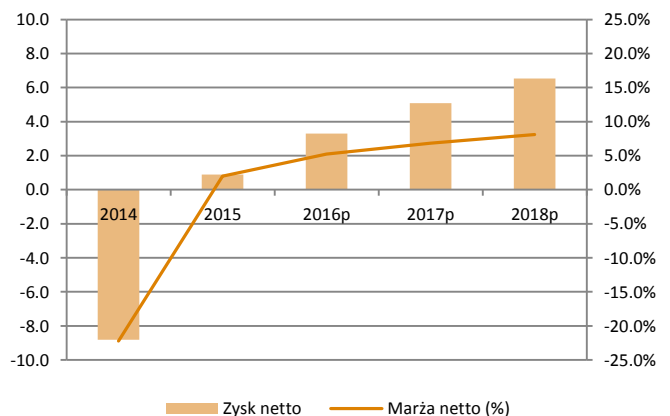
W oparciu o powyższe założenia prognozujemy zysk operacyjny Próchnik na poziomie PLN 3.7m w 2016p oraz PLN 7.7m w 2017p, co implikuje marżę operacyjną odpowiednio na poziomie 6% oraz 10%. Przy założeniu kosztów finansowych netto w wysokości PLN 1.1m oraz PLN 0.9m w latach 2016-17p prognozujemy zysk netto na poziomie odpowiednio PLN 3.3m oraz PLN 5.1m.

Wykres 25. Prognoza zysku operacyjnego (PLNm)



Źródło: Dane spółki, DM Vestor

Wykres 26. Próchnik: Prognoza zysku netto (PLNm)



Źródło: Dane spółki, DM Vestor

Kapitał obrotowy netto oraz nakłady inwestycyjne

Na koniec 4Q15 spółka posiadała zapasy na poziomie PLN 11.1m, co implikowało przeciętny poziom zapasów na poziomie PLN 3,302/mkw oraz cykl rotacji zapasów na poziomie 205 dni.

W naszych prognozach zakładamy nakłady inwestycyjne na otwarcie nowego sklepu na poziomie ok. PLN 140tys. na sklep. Należy mieć dodatkowo na uwadze, że w przypadku otwarcia sklepu konieczne jest również pierwsze zatowarowanie, które szacujemy na poziomie PLN 380tys. w sklepie Próchnik oraz PLN 312tys. w sklepie Rage Age (przy założeniu utrzymania przeciętnego poziomu zapasów w wysokości PLN 3,500/mkw. oraz średniej powierzchni 109mkw. w przypadku sklepów Próchnik oraz 90mkw. w przypadku sklepów Rage Age). Dodatkowo w naszych prognozach zakładamy nakłady inwestycyjne odtworzeniowe na sklepy na poziomie ok. PLN 2m rocznie.

Czynniki ryzyka

Ryzyko nieoptymalnego rozlokowania sieci sprzedaży. Strategia rozwoju Grupy Próchnik S.A. zakłada rozbudowę sieci sprzedaży. Otwieranie nowych salonów niesie ze sobą ryzyko, iż nie wszystkie lokale zrealizują zakładany poziom rentowności, co w konsekwencji odbije się na pogorszeniu skonsolidowanych wyników finansowych Emitenta. Grupa ogranicza powyższe ryzyko dzięki dobremu rozpoznaniu rynku oraz szczegółowej analizie każdej potencjalnej nowej lokalizacji. Liczba posiadanych sklepów ogranicza też wpływ jednostkowej nietrafionej lokalizacji na sytuację finansową. Ponadto, rozwój sprzedaży w kanale e-commerce pozwoli na zmniejszenie uzależnienia spółki od detalicznego kanału sprzedaży.

Ryzyko nietrafionej kolekcji. Ryzyko złe dobranej kolekcji odnosi się głównie do Rage Age, gdzie może spowodować spadek zainteresowania klientów, a przez to pogorszenie wyników. Marka Adam Feliks Próchnik skupia się na odzieży formalnej, która w mniejszym stopniu podlega trendom modowym.

Ryzyko związane z sezonowością sprzedaży. Ryzyko związane z sezonowością sprzedaży jest ograniczone przede wszystkim do grupy asortymentowej kurtek i płaszczy, szczególnie w sezonie wiosennym. Sprzedaż głównego produktu, jakim są formalne ubrania męskie nie podlega istotnym wahaniom sezonowym. Spółka koncentruje się obecnie na pogłębieniu specjalizacji w obszarze garniturów, marynarek i koszul które są produktami całorocznymi, co pozwala ograniczyć efekt sezonowości.

Ryzyko związane z dostawcami. Grupa realizuje produkcję odzieży w formie outsourcingu, co jest powszechną praktyką w branży odzieżowej. Struktura dostawców Grupy Kapitałowej ma charakter rozdrobniony. W przypadku wystąpienia ewentualnego wzrostu kosztów produkcji u dotychczasowych dostawców, Emitent jest w stanie stosunkowo szybko nawiązać współpracę z nowymi dostawcami oferującymi konkurencyjne warunki cenowe, jednak w przejściowym okresie może to wpłynąć na poziom realizowanych marż, a tym samym na wyniki finansowe.

Ryzyko skrócenia czasu handlu. Salony firmowe Grupy Kapitałowej Próchnik S.A. zlokalizowane są w głównej mierze w centrach handlowych. W związku z próbami wprowadzenia przepisów o ograniczeniu czasu handlu w centrach pojawia się ryzyko skrócenia czasu sprzedaży z siedmiu do sześciu dni w tygodniu (obecnie zakaz handlu dotyczy świat ustawowo wolnych od pracy).

Ryzyko kursowe. Ryzyko kursowe wynika z faktu, iż część zakupów materiałowych (tkaniny, akcesoria), towarowych (dodatki) oraz usługowych (umowy najmu lokali w centrach handlowych) ponoszona jest w EUR oraz USD. Jednocześnie zdecydowana większość przychodów Grupy generowana jest w PLN. Niestabilność kursów walutowych powoduje ryzyko i niepewność odnośnie osiągniętych wyników finansowych. Spółki z Grupy Emitenta nie zawierały transakcji zabezpieczających na rynku terminowym.

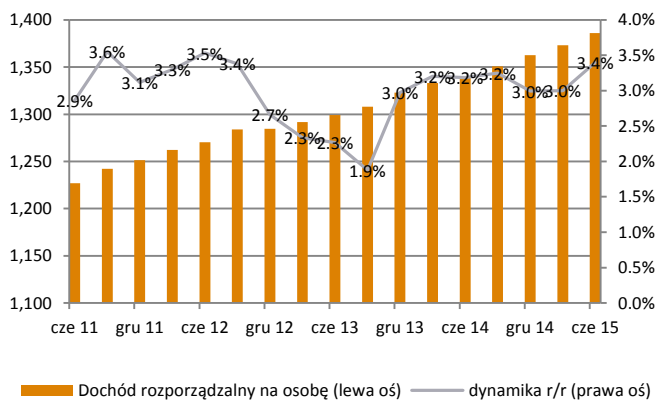
Ryzyko związane z trendami mody. W przypadku klasycznej odzieży biurowej i biznesowej trendy zmian w modzie ulegają relatywnie wolnym zmianom, co oznacza iż proponowane kolekcje obarczone są niewielkim ryzykiem związanym ze zmianami w trendach mody.

Ryzyko płynności. W przypadku gwałtownego spadku popytu oraz wzrostu kosztów, mogą pojawić się trudności w utrzymaniu płynności finansowej, co może negatywnie wpłynąć na możliwość wywiązywania się z zaciągniętych zobowiązań. Grupa minimalizuje powyższe ryzyko poprzez aktywne zarządzanie kapitałem obrotowym oraz controlling kosztów działalności.

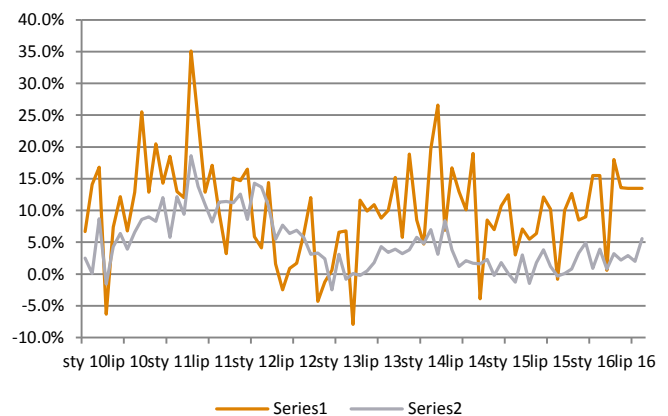
Załącznik: Rynek i perspektywy rynkowe

Otoczenie makroekonomiczne dla rynku odzieżowego, na którym funkcjonuje Próchnik jest sprzyjające. W ostatnich latach dynamika dochodu rozporządzalnego w Polsce utrzymuje się powyżej 3%, a od maja widoczne są efekty rządowego programu 500+. To z kolei powinno przełożyć się na wyższe dynamiki sprzedaży detalicznej w Polsce, również w segmencie odzieżowym.

Wykres 27. Dochód rozporządzalny na osobę w Polsce (PLN)



Wykres 28. Dynamika sprzedaży detalicznej tekstyliów, obuwia i odzieży na tle sprzedaży detalicznej ogółem (%)

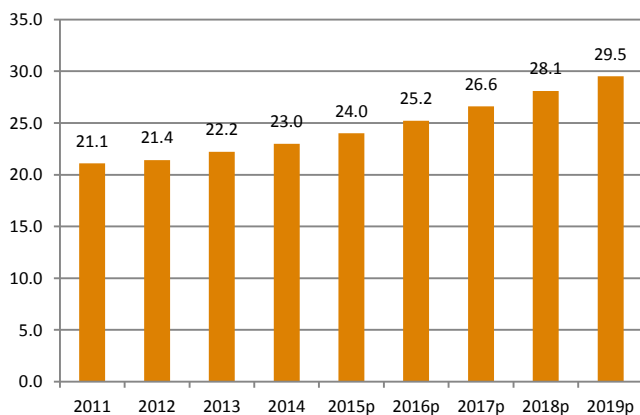


Źródło: GUS, Vestor DM

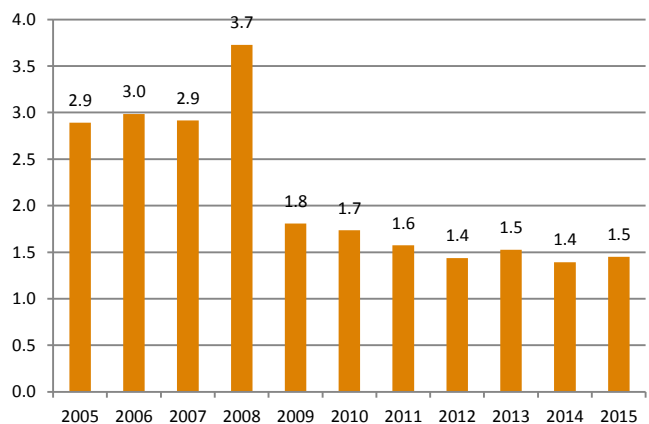
Źródło: GUS, Vestor DM

Według danych PMR (z 2014 r., a więc nie uwzględniających jeszcze planów wprowadzenia programu 500+) wynika, że w latach 2011-2014 rynek odzieży w Polsce rozwijał się w tempie 2.9% rocznie, natomiast ze względu na korzystniejsze prognozy makroekonomiczne prognozowane tempo wzrostu w latach 2015-2019 wynosi 5.1%. Rynkowa nisza odzieży formalnej, na której funkcjonuje marka Adam Feliks Próchnik nie podlega osobnym szacunkom – GUS publikuje jedynie dane o produkcji (nie sprzedaży) garniturów (w sztukach, a nie wartościowo), które pokazują tendencję spadkową, wynikającą najpewniej z przenoszenia produkcji poza Polskę.

Wykres 29. Wartość polskiego rynku odzieżowego 2011-2019p (PLN mld)



Wykres 30. Produkcja garniturów w Polsce 2005-2014 (m sztuk)



Źródło: PMR, Vestor DM

Źródło: GUS, Vestor DM

W poszczególnych branżach handlu detalicznego oceny koniunktury są zróżnicowane. W maju koniunktura oceniana jest optymistycznie przez dyrektorów branż tekstylna, odzież, obuwie (plus 18,1 w maju i plus 12,3 przed miesiącem). Pozytywne tendencje na rynku potwierdza także ostatni odczyt sprzedaży detalicznej publikowany przez GUS, w którym kategoria odzieży zanotowała wzrost o 13.5% r/r.

Na rynku odzieży formalnej główną konkurencją Próchnika są Lavard (należący do Gamatexu), Wólczanka i Vistula (Grupa Vistula) oraz Bytom. W ostatnich latach konkurencja między tymi markami zaostrzyła się, co miało znaczący wpływ na sposób prowadzenia przez nie działalności w centrach handlowych. Tradycyjne okresy wyprzedazowe zanikły, a przeważająca większość obecnych w CH marek przez cały rok zaczęła stosować mniej lub bardziej oczywiste rabaty i akcje promocyjne. Zjawisko to pojawiło się już w 2013 r., jednakże mocno nasiliło się w latach 2014-15. Doświadczenia zebrane w roku 2014 r. w marce Adam Feliks Próchnik skutkowały przebudową strategii i polityki wyprzedazowej spółki i w efekcie umożliwiły znaczącą poprawę wyników sprzedażowych.

ZASTRZEŻENIA PRAWNE:

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor DM") z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r., poz. 94 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1382 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).

Vestor DM podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez Vestor DM.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ VESTOR DM NA ZLECENIE EMITENTA NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER. VESTOR DM ZA PRZYGOTOWANIE NINIEJSZEGO RAPORTU OTRZYMAŁ WYNAGRODZENIE OD EMITENTA ORAZ BĘDZIE OTRZYMYWAŁ WYNAGRODZENIE W PRZYSZŁOŚCI.

INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE W ZAKRESIE FAKTÓW STANOWIĄCYCH CZĘŚĆ OPISOWĄ DZIAŁALNOŚCI EMITENTA NIE ZOSTAŁY PRZEZ SPÓŁKĘ AUTORYZOWANE PRZED PUBLIKACJĄ, A INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIE VESTOR DM, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYECEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor DM z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor DM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji z oparciem 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 jakkolwiek 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 zawierając będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odesła do strony internetowej Vestor DM, Vestor DM oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej Vestor DM) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Niniejszy dokument ma jedynie informacyjny charakter i (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

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

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie są regulowane przez KNF, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATELOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.

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

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

DECYZJA O ZAKUPIE 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 wyrazonego 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 zagrożenie, na które takie inwestycje są narażone.

NINIEJSZY DOKUMENT NIE ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM, KTÓRY NIE WPROWADZAŁ POPRAWEK/ZMIAN DO CZĘŚCI OPISOWEJ.

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

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM ŚWIADCZYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUGI BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ W NASTĘPUJĄCYM ZAKRESIE – OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH ORAZ PROWADZENIA EWIDENCJI INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH. VESTOR DM OTRZYMYWAŁ W CIĄGU OSTATNICH DWUNASTU MIESIĘCY WYNAGRODZENIE Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA USŁUG NA RZECZ EMITENTA Z TYTUŁU USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER ORAZ W ZAKRESIE OPISANYM POWYŻEJ.

VESTOR DM INFORMUJE, ŻE WYNAGRODZENIE OTRZYMYWANE PRZEZ VESTOR DM ORAZ OSOBY SPORZĄDZAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ W SPOSÓB POŚREDNI ZALEŻNE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIWANYCH W RAMACH TRANSAKCJI Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, DOTYCZĄCYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ SPÓŁKĘ, DOKONYWANYCH PRZEZ VESTOR DM, A OPISANYCH POWYŻEJ. TAKA SYTUACJA MOŻE PROWADZIĆ DO POWSTANIA POTENCJALNEGO LUB RZECZYWISTEGO KONFLIKTU INTERESÓW. JEDNOCZEŚNIE VESTOR DM OŚWIADCZA, ŻE STOSUJE ODPOWIEDNIE REGULACJE WEWNĘTRZNE, KTÓRE MAJĄ SŁUżyć ZARZĄDZANIU TEGO RODZAJU KONFLIKTAMI W CELU ELIMINACJI ICH SKUTKÓW I ZAPEWNIENIA 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 dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

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

Vestor DM nie posiada akcji Emitenta tj. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Vestor DM nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Vestor DM nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor DM składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

Podmioty powiązane z Vestor DM lub Vestor DM mogą, w zakresie dopuszczalnym 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: 4 rekomendacji kupuj, 0 rekomendacji Akumuluj, 8 rekomendacji Neutralnie, 6 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor DM wydał 9 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego, na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner.

Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor DM, w okresie ostatnich 3 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 42 % (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 UPOWAŻNIENIYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM.

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż Vestor DM, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Vestor DM do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor DM, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treści.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i loga użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami Vestor DM lub jego podmiotów powiązanych. Vestor DM jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor DM. Żaden z materiałów, ani jej treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody Vestor DM.

Copyright © 2016 Vestor DM Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Opis zastosowanych w organizacji mechanizmów chińskich murów zapobiegających powstaniu konfliktów interesów:

W Vestor DM obowiązuje „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Vestor Domu Maklerskim S.A.”, który określa sposób postępowania w celu przeciwdziałania powstawaniu oraz sprawnego zarządzania konfliktami interesów poprzez wyeliminowanie ryzyka naruszenia interesu klienta, jak również określa środki i procedury zarządzania konfliktami interesów. Obowiązki z zakresu przeciwdziałania powstawaniu, zarządzania oraz monitorowania w przypadku powstania konfliktu interesów wykonuje wyznaczona jednostka organizacyjna, której pracownicy dysponują następującymi narzędziami zapewniającymi prawidłowe wykonywanie tych zadań: (i) dostęp do wszelkiej dokumentacji zarówno Spółki jak i spółki zależnej, (ii) uprawnienia do żądania przedstawienia wyjaśnień przez wszystkich pracowników, (iii) możliwość analizowania zawieranych przez osoby powiązane transakcji własnych.

Dom Maklerski stosuje następujące mechanizmy mające na celu zapobieganie powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku istnienia takiego konfliktu - zarządzanie i monitorowanie nimi w celu zapobiegania potencjalnemu niekorzystnemu wpływowi na interesy klientów:

Niezależność działania: zapewnienie niezależności działania każdej jednostki organizacyjnej Vestor DM, która oznacza w szczególności, że (i) nie istnieje możliwość wywierania niekorzystnego wpływu osób trzecich na sposób wykonywania przez pracowników czynności związanych z prowadzeniem przez Vestor DM działalności, (ii) zakres zadań danej jednostki organizacyjnej jest przypisany danej jednostce organizacyjnej i co do zasady nie krzyżuje się z zakresem zadań innych jednostek organizacyjnych;

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;

Efektywny nadzór: zapewnienie nadzoru nad pracownikami wykonującymi w ramach swoich podstawowych zadań czynności 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;

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;

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;

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 niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Vestor DM opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Vestor DM korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożnik docelowy
- 4) analiza scenariuszowa
- 5) zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części
- 8) zdyskontowanych zysków rezydualnych

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywność pozaoperacyjna, 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 dobrze mierzą 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 uważać można niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

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

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV - cena/wartość 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	Analitik	TP	Cena bieżąca na godz. upu	Rekomendacja	Time
Dom Development	2015-10-27	Marek Szymański	53.0	53.0	Neutralnie	12M
LC Corp	2015-10-27	Marek Szymański	2.5	1.9	Kupuj	12M
Robyg	2015-10-27	Marek Szymański	3.0	2.5	Kupuj	12M
PKO BP	2015-10-28	Michał Fidelus	30.0	29.5	Neutralnie	12M
Pekao	2015-10-28	Michał Fidelus	170.0	155.1	Akumuluj	12M
BZWBK	2015-10-28	Michał Fidelus	302.0	318.0	Redukuj	12M
mBank	2015-10-28	Michał Fidelus	323.0	370.1	Sprzedaj	12M
ING	2015-10-28	Michał Fidelus	138.0	125.3	Akumuluj	12M
Handlowy	2015-10-28	Michał Fidelus	91.0	83.0	Akumuluj	12M
Millennium	2015-10-28	Michał Fidelus	6.3	6.2	Neutralnie	12M
Getin Noble	2015-10-28	Michał Fidelus	0.74	0.85	Sprzedaj	12M
Alior Bank	2015-10-28	Michał Fidelus	85.0	83.3	Neutralnie	12M
PKP Cargo	2015-11-02	Piotr Nawrocki	60.0	66.4	Redukuj	12M
KGHM	2015-11-04	Piotr Nawrocki	107.0	92.0	Kupuj	12M
Selvita	2015-11-04	Beata Szparaga	24.0	22.5	Brak	12M
AAT Holding	2015-11-06	Wojciech Wozniak	31.3	22.0	Kupuj	12M
Arteria	2015-11-10	Piotr Raciborski	23.3	14.9	Brak	12M
Alior Bank	2015-11-12	Michał Fidelus	83.0	75.5	Akumuluj	12M
Impel	2015-11-17	Piotr Raciborski	38.0	26.0	Brak	12M
DTP	2015-11-19	Michał Fidelus	6.4	4.2	Brak	12M
Polmed	2015-11-23	Michał Mordel	4.1	3.0	Brak	12M
PKN Orlen	2015-11-27	Beata Szparaga	83.0	68.9	Kupuj	12M
Lotos	2015-11-27	Beata Szparaga	34.0	28.9	Akumuluj	12M
Vigo	2015-12-04	Piotr Nawrocki	306.0	249.0	Brak	12M
Marvipol	2015-12-09	Marek Szymański	10.5	5.8	Brak	12M
PKO BP	2015-12-11	Michał Fidelus	28.6	25.8	Akumuluj	12M
BZWBK	2015-12-11	Michał Fidelus	288.0	268.7	Neutralnie	12M
mBank	2015-12-11	Michał Fidelus	318.0	313.3	Neutralnie	12M
Millennium	2015-12-11	Michał Fidelus	5.8	5.2	Kupuj	12M
Getin Noble	2015-12-11	Michał Fidelus	0.60	0.56	Neutralnie	12M
PGNIG	2015-12-16	Beata Szparaga	4.6	5.0	Redukuj	12M
Sfinks	2015-12-18	Piotr Raciborski	5.3	3.9	Brak	12M
The Farm 51	2015-12-21	Michał Mordel	17.9	12.7	Brak	12M
OT Logistics	2015-12-29	Piotr Nawrocki	275.0	166.0	Brak	12M
PKO BP	2016-01-11	Michał Fidelus	27.0	25.7	Neutralnie	12M
Pekao	2016-01-11	Michał Fidelus	148.0	133.5	Akumuluj	12M
BZWBK	2016-01-11	Michał Fidelus	269.0	260.1	Neutralnie	12M
mBank	2016-01-11	Michał Fidelus	302.0	295.8	Neutralnie	12M
ING	2016-01-11	Michał Fidelus	123.0	116.0	Neutralnie	12M
Handlowy	2016-01-11	Michał Fidelus	74.0	67.6	Akumuluj	12M
Millennium	2016-01-11	Michał Fidelus	5.6	5.5	Neutralnie	12M
Getin Noble	2016-01-11	Michał Fidelus	0.60	0.57	Neutralnie	12M
Alior Bank	2016-01-11	Michał Fidelus	71.0	62.5	Kupuj	12M
KGHM	2016-01-12	Piotr Nawrocki	63.0	53.0	Akumuluj	12M
Vigo	2016-01-12	Piotr Nawrocki	279.0	229.0	Brak	12M
Serinus	2016-01-14	Beata Szparaga	2.6	1.6	Kupuj	12M
Pekabex	2016-01-14	Piotr Nawrocki	14.0	10.3	Kupuj	12M
KGHM	2016-02-08	Piotr Nawrocki	64.0	62.0	Neutralnie	12M
Handlowy	2016-02-09	Michał Fidelus	75.0	78.0	Redukuj	12M
Kredyt Inkaso	2016-02-16	Michał Fidelus	27.8	21.8	Kupuj	12M
PGNIG	2016-02-18	Beata Szparaga	4.4	5.2	Sprzedaj	12M
Sfinks	2016-03-01	Piotr Raciborski	5.0	4.3	Brak	12M
PGNIG	2016-03-07	Beata Szparaga	4.4	4.8	Redukuj	12M
Kruk	2016-03-08	Michał Fidelus	204.0	189.0	Neutralnie	12M
KGHM	2016-03-09	Piotr Nawrocki	68.0	73.0	Redukuj	12M
Selvita	2016-03-10	Beata Szparaga	26.0	21.2	Brak	12M
Bumech	2016-03-16	Wojciech Wozniak	1.1	0.68	Brak	12M
mBank	2016-03-17	Michał Fidelus	317.0	354.0	Sprzedaj	12M
Polwax	2016-03-23	Wojciech Wozniak	26.1	17.6	Brak	12M
Impel	2016-03-31	Piotr Raciborski	32.5	27.8	Brak	12M
JHM	2016-03-31	Marek Szymański	2.3	1.2	Brak	12M
Vantage	2016-04-01	Marek Szymański	4.1	2.6	Brak	12M
K2 Internet	2016-04-01	Adam Siniarski	29.2	19.7	Brak	12M
Selvita	2016-04-04	Beata Szparaga	27.0	22.9	Brak	12M
Pekao	2016-04-06	Michał Fidelus	148.0	158.0	Redukuj	12M
Marvipol	2016-04-12	Marek Szymański	10.5	7.0	Brak	12M
PKO BP	2016-04-21	Michał Fidelus	28.0	26.3	Neutralnie	12M
Pekao	2016-04-21	Michał Fidelus	147.0	160.6	Redukuj	12M
BZWBK	2016-04-21	Michał Fidelus	304.0	288.0	Neutralnie	12M
mBank	2016-04-21	Michał Fidelus	316.0	331.7	Redukuj	12M
ING	2016-04-21	Michał Fidelus	135.0	121.8	Akumuluj	12M
Handlowy	2016-04-21	Michał Fidelus	73.0	82.1	Sprzedaj	12M
Millennium	2016-04-21	Michał Fidelus	5.3	5.5	Redukuj	12M
Getin Noble	2016-04-21	Michał Fidelus	0.58	0.54	Neutralnie	12M
Alior Bank	2016-04-21	Michał Fidelus	74.0	69.8	Neutralnie	12M
PKP Cargo	2016-04-21	Piotr Nawrocki	37.0	44.0	Redukuj	12M
PKN Orlen	2016-04-26	Beata Szparaga	76.0	70.0	Neutralnie	12M
Lotos	2016-04-26	Beata Szparaga	33.0	28.9	Akumuluj	12M
Soho Development	2016-04-27	Marek Szymański	3.0	1.4	Brak	12M
Archicom	2016-05-11	Marek Szymański	22.5	15.0	Brak	12M
Handlowy	2016-05-16	Michał Fidelus	73.0	72.0	Neutralnie	12M
Warimpex	2016-05-19	Marek Szymański	3.8	2.5	Brak	12M
OT Logistics	2016-05-22	Piotr Nawrocki	275.0	220.0	Brak	12M
Altus	2016-05-24	Michał Fidelus	17.3	14.0	Kupuj	12M
Mex Polska	2016-05-30	Piotr Raciborski	11.2	5.7	Brak	12M
Vigo	2016-06-01	Piotr Nawrocki	277.0	226.0	Brak	12M
Pekao	2016-06-14	Michał Fidelus	156.0	146.5	Neutralnie	12M
Marvipol	2016-06-16	Marek Szymański	10.5	6.9	Brak	12M
mBank	2016-06-24	Michał Fidelus	293.0	333.4	Sprzedaj	12M
PKP Cargo	2016-06-28	Piotr Nawrocki	36.0	33.0	Neutralnie	12M
Alior Bank	2016-06-30	Michał Fidelus	62.0	52.2	Kupuj	12M
The Farm 51	2016-07-08	Michał Mordel	13.8	12.5	Brak	12M

PGNIG	2016-07-20	Beata Szparaga	5.1	5.6	Redukuj	12M
PKN Orlen	2016-07-27	Beata Szparaga	72.0	65.7	Neutralnie	12M
LC Corp	2016-08-01	Marek Szymański	2.6	2.0	Kupuj	12M
Robyg	2016-08-01	Marek Szymański	3.7	2.9	Kupuj	12M
Dom Development	2016-08-01	Marek Szymański	59	54.0	Akumuluj	12M
mBank	2016-08-02	Michał Fidelus	293.0	310.8	Redukuj	12M
Mercator Medical	2016-08-02	Piotr Nawrocki	22.9	14.0	Brak	12M
ING BSK	2016-08-08	Michał Fidelus	142.0	139.9	Neutralnie	12M
Eurocash	2016-08-11	Jakub Rafał	50	54	Redukuj	12M
Quercus TFI	2016-08-18	Michał Fidelus	6.2	5.2	Kupuj	12M
Eurocash	2016-08-22	Jakub Rafał	43	46.3	Redukuj	12M
Marvipol	2016-08-26	Marek Szymański	11.4	10.5	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

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