

Mex Polska

Usługi gastronomiczne | Polska

Cena docelowa: PLN 11.9

Aktualizacja rekomendacji

- Prognozujemy znorm. zysk netto w latach 2017-18p na poziomie PLN 6.0m oraz PLN 7.4m
- 2017p znorm. P/E 9.8x oraz znorm. EV/EBITDA 6.5x
- Stopa dywidendy 6.3% w 2017p i 7.5% w 2018p

2 Luty 2017 8:00

PanKejk i PWiP motorem wzrostu wyników w 2017 r.

Wraz z aktualizacją strategii, spółka Mex Polska potwierdziła rozwój nowego konceptu - PanKejk. Oczekujemy, że będzie to druga – obok Pijalni Wódki i Piwa – sieć, która pozwoli zdynamizować rozwój spółki. Podtrzymujemy nasze założenia 6 otwarć PWiP rocznie w latach 2017-18p (wobec 5 oczekiwanych przez zarząd), oraz podwyższamy założenie liczby otwarć PanKejk z 2 do 3 rocznie, zgodnie ze strategią spółki. Uważamy, że dynamiczny rozwój sieci gastronomicznych przełoży się na wzrost przychodów w latach 2016-19p w średniorocznym tempie 24% z PLN 60m w 2016p do PLN 115.7m w 2019p (11% powyżej prognozy zarządu). Jednocześnie oczekujemy, że wzrost ten w połączeniu z naciskiem na nowe otwarcia w systemie lokali 100% własnych w najlepszych lokalizacjach dużych miast przełoży się na 31% CAGR znorm. zysku netto w latach 2016-2019p. W naszej opinii model finansowania wymagający niskich własnych nakładów inwestycyjnych będzie sprzyjał rozwojowi sieci oraz pozwoli na wypłatę wysokiej dywidendy. W latach 2017-18p prognozujemy stopę dywidendy odpowiednio 6.3% i 7.5%. Na 2017p prognozujemy znorm. EBITDA PLN 9.3m (+ 34% r/r) oraz znorm. zysk netto PLN 6m (53% r/r), przy EV/EBITDA 6.5x oraz P/E 9.8x. Podwyższamy naszą 12-miesięczną cenę docelową dla Mex do PLN 11.9/akcję (54% powyżej obecnej ceny rynkowej) z PLN 11.4/akcję poprzednio.

Aktualizacja strategii. Spółka w zaktualizowanej strategii opublikowanej w grudniu 2016 r. potwierdza oczekiwane przez nas kierunki rozwoju. Wraz z otwarciem drugiej naleśnikarni PanKejk (w Poznaniu) spółka potwierdza zamiar rozwijania sieci i zakłada otwieranie 3 naleśnikarni rocznie. Mex podwyższa również oczekiwania tempa rozwoju sieci Pijalni Wódki i Piwa do 5 rocznie z 4 poprzednio. Wraz ze zintensyfikowaniem planów rozwoju oraz uwzględnieniem otwarć w formule lokali własnych, Mex podwyższył prognozy zysku netto o 18% w 2017 r. (do PLN 5.7m), o 31% w 2018 r. (do PLN 7.1m) i o 39% w 2019 r. (do PLN 8.5m). Mex zakłada stopę dywidendy na poziomie nie mniejszym niż 5%.

Prognoza wyników 4Q16. Prognozujemy wzrost przychodów 4Q16 o 21% r/r do PLN 16.25m, głównie ze względu na rozwój sieci – na koniec 2016 r. funkcjonowało 21 lokali PWiP wobec 17 rok wcześniej. Spodziewamy się pozytywnego wpływu 3 nowych lokali własnych PWiP na przychody 4Q16. Oczekujemy 4Q16 EBITDA na poziomie PLN 2.0m (+75% r/r), przy marży 12.2% (wobec 8.4% w 4Q15). Prognozujemy znorm. zysk netto na poziomie PLN 1.17m w 4Q16 (+114% r/r).

Oczekujemy wzrostu znorm. zysku netto w średniorocznym tempie 31% w latach 2016-19p. Wraz z rozwojem sieci lokali oczekujemy wzrostu przychodów w średniorocznym tempie 24% 2016-19p do PLN 115.7m. Jednocześnie oczekujemy wzrostu EBITDA spółki w latach 2017-2019p do odpowiednio PLN 9.3m (+34% r/r), PLN 11.3m (+22% r/r) oraz PLN 13.4m (+ 19% r/r), nieznacznie powyżej prognoz zarządu. Szacujemy zysk netto w latach 2017-19p na poziomie odpowiednio PLN 6.2m (+45% r/r), PLN 7.4m (+20% r/r) i PLN 8.8m (+19% r/r), odpowiednio 8%, 4% i 4% powyżej prognoz zarządu.

Wycena. Wyceniamy Mex w oparciu o dwie metody: porównawczą (waga 10%) na PLN 13.9/akcję i DCF (waga 90%) na PLN 10.1/akcję. Wyznaczamy 12 miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 11.9/akcję, 54% powyżej obecnej ceny rynkowej. Na naszych prognozach Mex jest notowany przy mnożniku P/E 9.8x w 2017p i 8.0x w 2018p oraz EV/EBITDA 6.5x w 2017p i 5.3x 2018p.

Mex Polska: Prognozy i wskaźniki (PLNm)

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody	47.6	52.3	60.0	75.8	95.4	115.7
Znorm. EBITDA*	3.5	5.4	6.9	9.3	11.3	13.4
Znorm. zysk netto**	1.4	3.0	3.9	6.0	7.4	8.8
Znorm. P/E	35.8	19.9	14.9	9.8	8.0	6.7
Znorm. EV/EBITDA	17.4	11.5	9.0	6.5	5.3	4.3
Stopa dywidendy(%)***	0.0%	4.3%	4.3%	6.3%	7.5%	9.0%

*Wynik znorm. o zdarzenia jednorazowe, ** Wynik znorm. o zdarzenia jednorazowe oraz odchylenia od 19% stopy podatkowej,

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

Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	11.9
Cena bieżąca (PLN)	7.7
Potencjał wzrostu/spadku	54%
Poprzednia cena docelowa (PLN)	11.4
Min (52T)	4.1
Max (52T)	7.9
Liczba akcji (m)	7.7
Kapitalizacja (PLNm)	58.9
Dług netto (2016p, PLNm)	2.7
EV (PLNm)	61.5
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	73
Akcjonariat	
	%
Milduks Limited (Andrzej Domżał)	29.2%
Trigon TFI	9.5%
Joanna Kowalewska	8.6%
Andrzej Domżał	8.6%
Raimita Limited (Paweł Kowalewski)	3.8%
Pozostali	40.4%

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



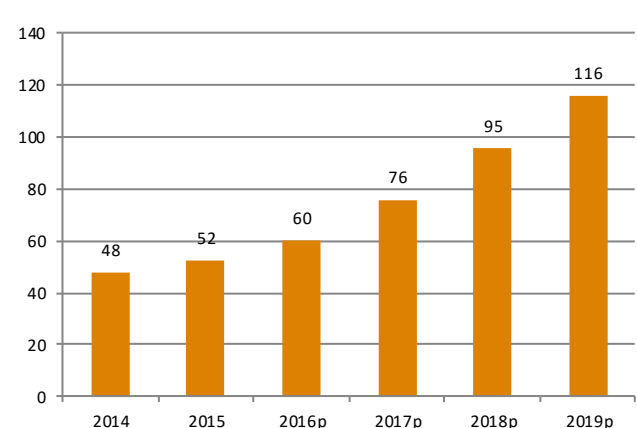
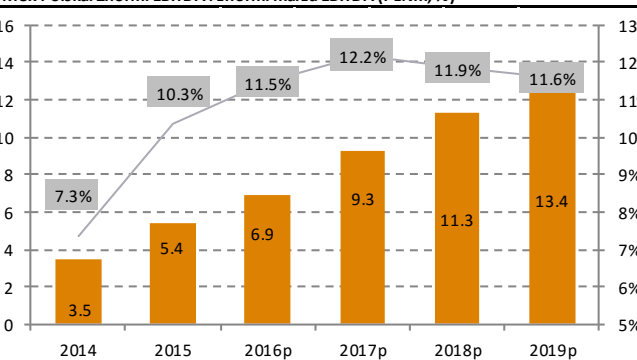
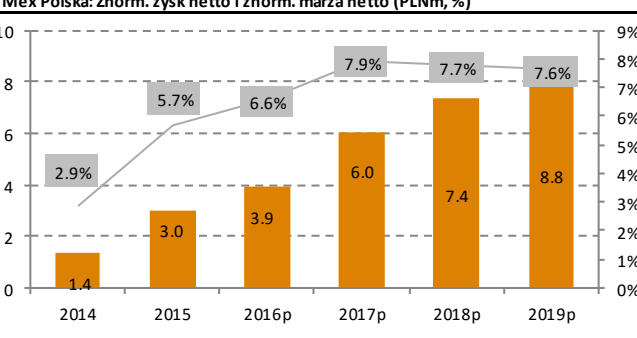
Źródło: Bloomberg, analizy Vestor DM

Aleksandra Jakubowska
Młodszy Analityk Akcji
(+48) 22 378 9197

Aleksandra.Jakubowska@vestor.pl

Mex Polska

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p	Wskaźniki wyceny	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p
Przychody ze sprzedaży	47.6	52.3	60.0	75.8	95.4	115.7	Znorm. P/E (x)	35.8	19.9	14.9	9.8	8.0	6.7
Koszty sprzedaż	-41.8	-44.9	-50.8	-63.0	-79.6	-97.0	Znorm. EV/EBITDA (x)	17.4	11.5	9.0	6.5	5.3	4.3
Zysk brutto ze sprzedaży	5.8	7.4	9.2	12.9	15.8	18.7	EV/Sprzedaż (x)	1.3	1.2	1.0	0.8	0.6	0.5
Koszty ogólnego zarządu	-4.1	-3.5	-4.3	-5.0	-6.3	-7.5	P/Sprzedaż (x)	1.2	1.1	1.0	0.8	0.6	0.5
EBITDA	1.4	5.6	6.9	9.3	11.3	13.4	P/BV (x)	n.m.	4.3	3.8	3.1	2.6	2.2
Znorm. EBITDA*	3.5	5.4	6.9	9.3	11.3	13.4	Stopa dywidendy (%)***	0.0%	4.3%	4.3%	6.3%	7.5%	9.0%
Amortyzacja	1.8	1.5	1.6	1.4	1.8	2.1	Restauracje						
EBIT	-0.4	4.1	5.3	7.8	9.5	11.3	Pijalnia Wódki i Piwa	14	17	21	27	33	38
Znorm. EBIT*	1.7	3.9	5.3	7.8	9.5	11.3	The Mexican	8	8	8	8	8	8
Koszty finansowe netto	-0.5	0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	PanKejk	1	1	1	4	7	10
Zysk przed opodatkowaniem	-1.0	4.4	4.9	7.4	9.1	10.9	Suma	23	26	30	39	48	56
Podatek dochodowy	-0.1	-0.3	-0.6	-1.3	-1.7	-2.1	Mex Polska: Przychody 2014-19p (PLNm)						
Udziały mniejszości	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0							
Zysk netto	-0.7	4.2	4.2	6.2	7.4	8.8	Mex Polska: Znorm. EBITDA i znorm. marża EBITDA (PLNm, %)						
Znorm. zysk netto**	1.4	3.0	3.9	6.0	7.4	8.8							
Bilans (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p	Mex Polska: Znorm. zysk netto i znorm. marża netto (PLNm, %)						
Rzeczowe aktywa trwałe	8.3	8.0	8.9	10.6	14.3	16.6							
Wartości niematerialne i prawne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	Główne ryzyka dla naszych prognoz Głównymi ryzykami dla naszej rekomendacji są: (1) wolniejsze tempo rozwoju organicznego spółki, (2) ryzyko wejścia konkurencji, (3) ryzyko załamania koniunktury, (4) ryzyko reputacyjne						
Wartość firmy	0.3	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	*Wynik znorm. o zdarzenia jednorazowe ** Wynik znorm. o zdarzenia jednorazowe oraz odchylenia od 19% stopy podatkowej ***Dywidenda i stopa dyw. z zysku netto za dany rok						
Inne aktywa trwałe	4.3	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	Strona 2						
Środki pieniężne i ekwiwalenty	1.9	4.5	4.2	5.7	5.7	7.8							
Należności handlowe	0.8	0.9	1.5	1.9	2.4	2.9							
Zapasy	0.8	1.1	1.0	1.3	1.6	2.0							
Inne aktywa obrotowe	4.0	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7							
Aktywa razem	20.4	27.9	29.2	32.9	37.5	42.7							
Zadłużenie	5.9	8.5	8.1	7.5	7.5	7.4							
Zobowiązania handlowe	3.0	2.8	2.8	3.5	4.4	5.3							
Pozostałe zobowiązania krótkoterm.	3.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3							
Rezerwa na zobowiązania	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6							
Inne zobowiązania długoterminowe	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2							
Kapitały własne	7.1	13.4	15.2	18.8	22.5	26.9							
Udziały mniejszości	0.4	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2							
Pasywa	20.4	27.9	29.2	32.9	37.5	42.7							
Kapitał obrotowy	-1.5	-0.8	-0.3	-0.3	-0.4	-0.5							
Dług netto	2.3	2.8	2.7	0.6	0.6	-1.6							
Przepływy pieniężne (PLNm)	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p							
Zysk brutto	-1.0	4.4	4.9	7.4	9.1	10.9							
Podatek dochodowy	-0.1	-0.3	-0.6	-1.3	-1.7	-2.1							
Amortyzacja	1.8	1.5	1.6	1.4	1.8	2.1							
Zmiany w kapitale obrotowym	0.2	-0.1	-0.6	0.0	0.1	0.1							
Inne zmiany	2.1	-0.3	0.4	0.3	0.3	0.3							
Przepływy z działalności operacyjnej	3.0	5.2	5.6	8.0	9.6	11.4							
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-0.7	-0.7	-2.6	-3.1	-5.5	-4.4							
Inne przepływy inwestycyjne	0.0	-4.1	0.1	0.1	0.1	0.1							
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0.7	-4.9	-2.5	0.1	-5.5	-4.4							
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0							
Zmiany netto zadłużenia	-1.0	2.2	-0.4	-0.6	-0.1	-0.1							
Odsetki zapłacone	-0.6	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4							
Dywidendy	0.0	0.0	-2.5	-2.5	-3.7	-4.4							
Pozostałe przepływy	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0							
Przepływy z działalności finansowej	-1.6	2.2	-3.3	-3.5	-4.1	-4.9							
Zmiana gotówki	0.7	2.5	-0.2	1.5	0.0	2.1							
Wskaźniki	2014	2015	2016p	2017p	2018p	2019p							
Dynamiki wzrostu													
Wzrost przychodów (%)	12%	10%	14.7%	26.5%	25.8%	21.3%							
Wzrost znorm. EBITDA (%)	-4%	55%	27%	34%	22%	19%							
Wzrost znorm. zysku netto (%)	n.a.	119%	33%	53%	23%	19%							
Marże													
Marża brutto ze sprzedaży (%)	12.2%	14.1%	15.3%	16.9%	16.6%	16.2%							
Znorm. marża EBITDA (%)	7.3%	10.3%	11.5%	12.2%	11.9%	11.6%							
Znorm. marża EBIT (%)	3.6%	7.5%	8.8%	10.3%	10.0%	9.7%							
Znorm. marża zysku netto (%)	2.9%	5.7%	6.6%	7.9%	7.7%	7.6%							
Dźwignia i stopy zwrotu													
Dług netto/Znorm. EBITDA (x)	0.7x	0.5x	0.4x	0.1x	0.1x	-0.12x							
Dług netto/aktywa (%)	11%	10%	9%	2%	2%	-4%							
Dług netto/kapitały własne (%)	32%	21%	18%	3%	3%	-6%							
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	-0.7x	7.8x	12.9x	19.8x	24.7x	29.7x							
Cykl rotacji gotówki (dni)	-13.6	-7.9	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5							
Znorm. ROE (%)	19%	22%	26%	32%	33%	33%							
Znorm. ROA (%)	6.7%	10.6%	13.5%	18.3%	19.7%	20.6%							

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

*Wynik znorm. o zdarzenia jednorazowe

** Wynik znorm. o zdarzenia jednorazowe oraz odchylenia od 19% stopy podatkowej

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

Aktualizacja strategii

Na początku grudnia Mex dokonał aktualizacji strategii spółki. Nowa strategia potwierdza główne kierunki rozwoju zakładane zarówno w obecnych jak i poprzednich naszych prognozach. W nowej strategii Mex w dalszym ciągu stawia na rozwój najbardziej rentownego konceptu grupy – tj. Pijalni Wódki i Piwa, przy jednoczesnym wejściu w segment naleśnikarni PanKejk, której koncept został już przetestowany w pierwszym lokalu otworzonym w 2014 r. w Łodzi. Do końca 2019 r. Mex zamierza zwiększyć liczbę PWiP z 21 do 36 placówek oraz PanKejk z 1 do 10 placówek. Spółka nie zakłada rozwoju sieci The Mexican, niemniej nie wyklucza nowych otwarć w przypadku pojawienia się atrakcyjnych lokalizacji. Spółka oczekuje, że na koniec 2019 r. będzie posiadać łącznie 54 lokale w 3 konceptach gastronomicznych (wobec 31 obecnie).

- **Intensyfikacja działań w zakresie rozwoju Pijalni Wódki i Piwa.** Głównym celem strategii w dalszym ciągu pozostaje rozwój najwyższej marżowego konceptu Pijalnia Wódki i Piwa. Spółka planuje rozwój nowych lokali w tempie 5 otwarć rocznie do 2019 r. (wobec 4 zakładanych poprzednio). Spółka planuje otwarcia zarówno jako lokale własne jak i z inwestorem zewnętrznym, przy czym te pierwsze będą otwierane w centrach dużych miast, z kolei dla drugich przewidziany jest rozwój w miastach mniejszych.
- **Koncentracja na rozwoju konceptu PanKejk.** Do tej pory spółka nie zakładała rozwoju konceptu PanKejk (wariant I poprzedniej strategii przewidywał rozwój Pijalni Wódki i Piwa, wariant II - Pijalni Wódki i Piwa oraz The Mexican). W zaktualizowanej strategii spółka postawiła na rozwój sieci PanKejk. Pierwszy lokal został otwarty we wrześniu 2014 r. w CH Manufaktura w Łodzi. Koncept udowodnił swoją rentowność w wymagających warunkach wysokiego czynszu, a kolejne lokale mają być otwierane na korzystniejszych warunkach czynszowych jako lokale wolnostojące. Lokalizacja pierwszej naleśnikarni podyktowana była dostępnością lokalu po restauracji Browar de Brasil. Z początkiem stycznia 2017 r. spółka otworzyła kolejny lokal PanKejk w Poznaniu i według wypowiedzi zarządu od początku został bardzo dobrze przyjęty na rynku. Strategia Mex zakłada otwieranie 3 lokali PanKejk rocznie, w formule lokali własnych.
- **Spółka nie zakłada nowych otwarć The Mexican.** Mex nie zakłada obecnie rozwoju restauracji The Mexican, chociaż nie wyklucza nowych otwarć w przypadku pojawienia się atrakcyjnych lokalizacji. Koncept The Mexican charakteryzuje się wyższymi nakładami, większymi wymaganiami w zakresie doboru lokalizacji a ponadto niższą rentownością niż PWiP i PanKejk, w związku z czym spółka postawiła na rozwój najbardziej rentownych konceptów.
- **Finansowanie inwestycji.** Spółka otwiera lokalizacje zarówno jako własne, jak i z inwestorem zewnętrznym. W przypadku inwestycji z inwestorem zewnętrznym całość nakładów na otwarcie finansowane jest przez inwestora w ramach udzielanej pożyczki do spółki celowej, która spłacana jest w pierwszej kolejności z przepływów generowanych przez lokal. W strategii spółka zakłada rozwój PanKejk bez inwestora zewnętrznego, natomiast PWiP w obydwu formułach. Oczekujemy, że zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami zarządu 2 lokale PWiP rocznie będą otwierane w systemie własnym, pozostałe z inwestorem zewnętrznym. Na rozwój spółka planuje przeznaczyć w latach 2017-2019p PLN 8m, przy czym spodziewamy się, że w prognozach założono ok. PLN 300k nakładów na otwarcie jednego lokalu PWiP, oraz ok. PLN 700k na otwarcie PanKejk.

Tabela 1. Mex Polska: Zaktualizowana strategia (PLNm)

	2017			2018			2019		
	Nowe	Poprz.*	Zmiana	Nowe	Poprz.*	Zmiana	Nowe	Poprz.*	Zmiana
Otwarcia (l.p.)									
PWiP	5	4	+1	5	4	+1	5	4	+1
The Mexican	0	0		0	0		0	0	
PanKejk	3	0	+3	3	0	+3	3	0	+3
Przychody	72.9	65.9	11%	88.7	73.5	21%	104.1	81.0	28%
Koszty dział. op.	65.4	59.5	10%	79.3	66.3	20%	92.9	73.1	27%
Zysk ze sprzedaży	7.4	6.4	16%	9.5	7.2	32%	11.2	7.9	41%
EBITDA	8.9	8.1	9%	11.0	8.9	23%	12.9	9.7	33%
EBIT	7.4	6.4	17%	9.2	7.1	29%	10.9	7.9	38%
Zysk brutto	7.0	6.0	18%	8.8	6.7	31%	10.4	7.5	39%
Zysk netto	5.7	4.8	18%	7.1	5.5	31%	8.5	6.1	39%

Źródło: Dane spółki, Vestor DM, *prognozy zarządu w wariantcie I.

- **Prognozy zarządu podwyższone o 18% na poziomie zysku netto w 2017 r.** Wraz ze zintensyfikowaniem rozwoju grupy Mex, spółka podwyższa prognozy przychodów (w stosunku do wariantu I poprzedniej strategii) w latach 2017 – 2019 o 11% w 2017p do PLN 72.9m (25% r/r), o 21% w 2018p do PLN 88.7m (22% r/r) oraz o 28% w 2019p do PLN 104.0m (17% r/r). Jednocześnie z każdego nowootwieranego lokalu PWiP i PanKejk spółka oczekuje dodatkowego obrotu rzędu odpowiednio PLN 1.5 – 2.1m. Przy stabilnym poziomie rentowności operacyjnej i marży zysku netto na poziomie 7.8% - 8.1%, Mex Polska dokonała podwyższenia prognoz zysku netto o 18% w 2017p do PLN 5.7m, o 31% w 2018p do PLN 7.1m i o 39% w 2019p do PLN 8.5m.
- **Polityka dywidendy podtrzymana.** Spółka podtrzymuje dotychczasową politykę dywidendy, która zakłada stopę dywidendy na poziomie nie mniejszym niż 5%. Jednocześnie zarząd nie wyklucza rekomendacji przeznaczenia większej części lub nawet 100% zysku netto na wypłatę dywidendy, jeżeli sytuacja finansowa spółki na to pozwoli.

Prognoza wyników 4Q16

- Prognozujemy przychody w 4Q16 na poziomie PLN 16.25m (+21% r/r), dzięki rozwojowi sieci gastronomicznych spółki.
- Szacujemy EBITDA spółki na PLN 2.0m w 4Q16 (+75% r/r), przy rentowności 12.2%.
- Oczekujemy kosztów finansowych netto PLN 0.1m w 4Q16p, porównywalnie r/r.
- Przy szacowanej efektywnej stopie podatkowej na poziomie 19.0%, prognozujemy zysk netto 4Q16 na poziomie PLN 1.4m (+35% r/r).
- Szacujemy dług netto na koniec 4Q16 na poziomie PLN 2.7m wobec PLN 3.9m na koniec 3Q16 i PLN 2.8m na koniec 4Q15.
- W całym 2016p oczekujemy przychodów na poziomie PLN 60.0m (+15% r/r), znorm. EBITDA PLN 6.9m (+27% r/r) oraz zysku netto PLN 4.2m (+0% r/r). Jednocześnie uwzględniając normalizację zysku netto o odchylenia od 19% stopy podatkowej oraz zysk ze sprzedaży udziałów w 2015 r. oczekiwany przez nas zysk netto implikuje wzrost o 33% r/r.

W 4Q16 prognozujemy EBITDA PLN 2m, wzrost 75% r/r

Tabela 2. Mex Polska – Prognoza wyników 4Q16

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	r/r	FY2016
Przychody	13.49	12.55	14.92	16.25	16.25	21%	59.97
Koszty sprzedanych produktów	-11.82	-10.86	-12.71	-13.64	-13.57	15%	-50.78
Zysk brutto na sprzedaży	1.67	1.69	2.21	2.61	2.69	61%	9.20
Marża	12.4%	13.5%	14.8%	16.0%	16.5%	4.2pp	15.3%
Zysk netto na sprzedaży	0.76	0.76	1.20	1.42	1.54	102%	4.92
Marża	5.6%	6.1%	8.0%	8.7%	9.5%	3.8pp	8.2%
EBIT	0.77	0.81	1.42	1.51	1.54	100%	5.28
Marża	5.7%	6.4%	9.5%	9.3%	9.5%	3.8p.p	8.8%
EBITDA	1.14	1.19	1.78	1.92	1.98	75%	6.9
Marża	8.4%	9.5%	11.9%	11.8%	12.2%	3.8pp	11.5%
Zysk netto	1.03	0.75	0.90	1.20	1.39	35%	4.24
Znorm. zysk netto *	0.54	0.58	1.06	1.13	1.17	114%	3.94

*Zysk netto znormalizowany o udziały mniejszości i odchylenia od efektywnej stawki podatkowej.

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM.

Przychody. Prognozujemy 4Q16 przychody na poziomie PLN 16.25m (+21% r/r), co implikuje roczną prognozę 2016p w wysokości PLN 60m (+15% r/r). W 4Q16p oczekujemy pozytywnego wpływu 3 nowych lokali własnych Pijalni Wódki i Piwa otwartych w 2Q i 3Q16 do wyniku grupy (lokale własne charakteryzujące się według naszych szacunków wyższym obrotem). Prognozowany wzrost przychodów r/r jest efektem ogólnego rozwoju sieci gastronomicznej spółki – na koniec 2016 r. funkcjonowało 21 lokali PWiP wobec 17 rok wcześniej. Tym samym Mex zrealizował poziom zapowiadanych przez siebie (i zakładanych w naszych prognozach) nowych otwarć lokali PWiP, przy czym dokonał o 1 więcej otwarcie lokalu własnego i 1 mniej otwarcie lokalu z inwestorem zewnętrznym. Dodatkowo w wynikach za 2016 r. oczekujemy pozytywnego wpływu ze wzrostu obrotów lokalu PanKejk. Po 9M16 spółka wykonała 73% naszej prognozy przychodów.

Rentowność. W 4Q16p oczekujemy PLN 2.0m EBITDA (+75% r/r, 3% kw/kw), przy marży 12.2% i PLN 6.9m w 2016p (+23% r/r i +27% r/r wobec znorm. EBITDA w 2015 r.), przy marży 11.5%. Spodziewany wzrost rentowności EBITDA r/r jest wynikiem wzrostu skali działalności, głównie liczby lokali własnych PWiP charakteryzujących się wyższą rentownością (13 lokali własnych w 4Q16 vs. 10 w 4Q15) oraz poprawy marży w koncepcie PanKejk. Jednocześnie wraz z ogólnym rozwojem sieci gastronomicznych spółki oczekujemy wzrostu kosztów ogólnego zarządu. Po zwiększonych kosztach ogólnego zarządu w 9M16 (PLN 150k

ponadprzeciętnych kosztów związanych z nowymi otwarciami), w 4Q16p zakładamy dodatkowe PLN 50k z tytułu wdrożenia nowego konceptu PanKejk i otwarcia w styczniu 2017 r. lokalu w Poznaniu. Szacujemy wzrost kosztów ogólnego zarządu o 21% r/r (koszty SG&A na poziomie 7.1% przychodów). W konsekwencji oczekujemy rentowności znorm. EBITDA na poziomie 11.5% w 2016p, o 1.1 p.p więcej niż w 2015 r.

Zysk netto. W 4Q16p oczekujemy kosztów finansowych netto na poziomie PLN 0.1m (porównywalnie r/r). Przy zakładanej efektywnej stopie podatkowej 19% i zyskach mniejszości na poziomie PLN -0.22m prognozujemy zysk netto na poziomie PLN 1.39m (+35% r/r). Uwzględniając normalizację zysku netto o odchylenia od 19% stopy podatkowej i zyski mniejszości szacujemy znorm. zysk netto 4Q16p na poziomie PLN 1.17m (+114% r/r), co jednocześnie implikuje naszą roczną prognozę znorm. zysku netto 2016p na PLN 3.9m (+33% r/r).

Przepływy pieniężne i dług netto. W 2016p oczekujemy dodatnich przepływów z działalności operacyjnej na poziomie PLN 5.6m (vs. PLN 5.2m w 2015 r.). Pomimo intensywnego rozwoju spółki o nowe lokale, prognozujemy ogólny spadek znorm. długu netto do PLN 2.7m na koniec 2016p (wobec PLN 2.8m w 2015 r.), ze względu na korzystny model finansowania nowych lokali. Na koniec 4Q16p prognozujemy wskaźnik dług netto/EBITDA na poziomie 0.4x wobec 0.5x na koniec 4Q15. Prognozujemy nieznaczne pogorszenie cyklu konwersji gotówki do -4 dni (z -8 w 2015 r.), m.in. ze względu na nieznaczny spadek cyklu rotacji zobowiązań. Pomimo oczekiwanego spadku, ujemny cykl konwersji gotówki świadczy o efektywnie gospodarowanym kapitale obrotowym.

Zmiana prognoz

Opublikowana w grudniu 2016 r. nowa strategia spółki stanowi potwierdzenie głównych założeń dla naszych prognoz Mex Polska i jej oczekiwanego dynamicznego wzrostu wyników rzędu kilkudziesięciu procent r/r w kolejnych latach. W związku z tym nowa strategia i wyniki 3Q16 implikują nieznaczne zmiany naszych prognoz.

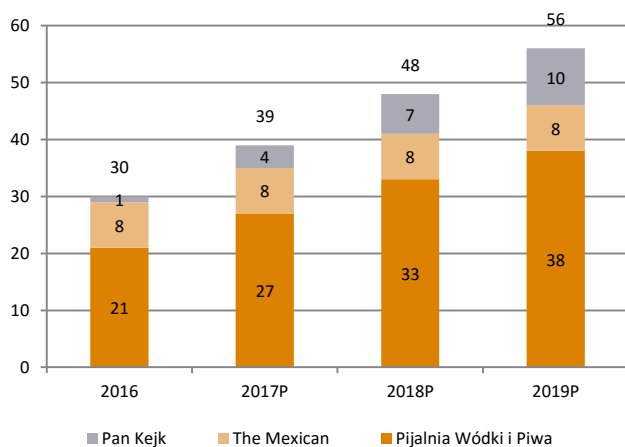
Tabela 3. Mex Polska: Zmiana prognoz finansowych na lata 2016-19p (PLNm)

	2016p				2017p				2018p				2019p			
	Obecne	Zmiana	r/r	vs. poprz. strategia	Obecne	Zmiana	r/r	vs. nowa strategia	Obecne	Zmiana	r/r	vs. nowa strategia	Obecne	Zmiana	r/r	vs. nowa strategia
Przychody	60.0	-6.6%	14.7%	2.6%	75.8	-3.2%	26.5%	4.1%	95.4	0.9%	25.8%	7.5%	115.7	5.6%	21.3%	11.2%
EBITDA	6.9	-9.0%	22.7%	-5.6%	9.3	-5.1%	34.5%	4.6%	11.3	-4.5%	22.2%	3.1%	13.4	1.7%	18.7%	3.9%
EBIT	5.3	-11.9%	28.6%	-6.3%	7.8	-2.3%	48.3%	5.5%	9.5	-2.0%	21.5%	3.4%	11.3	5.3%	18.5%	3.5%
Zysk netto	4.2	-11.4%	0.5%	0.2%	6.2	-4.3%	45.5%	8.2%	7.4	-2.8%	19.8%	3.6%	8.8	4.8%	19.4%	4.3%
Marża EBITDA	11.5%	-0.3pp	+0.8pp	-1.0pp	12.2%	-0.2pp	+0.7pp	+0.1pp	11.9%	-0.7pp	-0.3pp	-0.5pp	11.6%	-0.5pp	-0.3pp	-0.8pp
Marża netto	7.1%	-0.4pp	-1.0pp	-0.2pp	8.1%	-0.1pp	+1.1pp	+0.3pp	7.7%	-0.3pp	-0.4pp	-0.3pp	7.6%	-0.1pp	-0.1pp	-0.5pp

Źródło: Szacunki Vestor DM

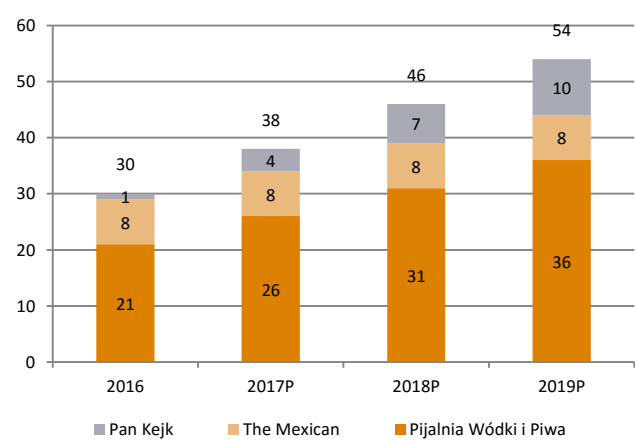
Otwarcia restauracji. W 2016 r. Mex poszerzył sieć zarządzanych przez siebie lokali o 5 PWiP, w tym 3 własne (Warszawa, Kraków, Łódź) i o 2 lokale z inwestorem zewnętrznym (Bydgoszcz, Lublin). Jednocześnie spółka zamknęła lokal w Warszawie na ul. Mazowieckiej. Naszym zdaniem zamknięcie tego lokalu odbyło się bez konsekwencji finansowych dla grupy z uwagi na 1) prowadzenie lokalu w systemie z inwestorem zewnętrznym, 2) znikomy wpływ lokalu na wynik spółki (w związku z problemami koncesyjnymi lokal ten funkcjonował średnio 2 dni w tygodniu). Lokal na ul. Mazowieckiej był jedynym lokalem, który miał trudności z uzyskaniem koncesji od początku swojej działalności, w związku z czym nie widzimy tego typu ryzyka dla innych lokali PWiP. W kolejnych latach prognozy podtrzymujemy nasze oczekiwania otworzyć PWiP na poziomie 6 PWiP rocznie, w tym 2 własne i 4 z inwestorem w latach 2017-2018p oraz 5 rocznie w kolejnych latach prognozy (wobec 5 rocznie zakładanych przez spółkę przez cały okres). Dla konceptu PanKejk natomiast podwyższamy nasze założenia dla nowych otwarć lokali do 3 lokali PanKejk rocznie (wobec 2 poprzednio i 3 zakładanych przez spółkę). W naszych prognozach nadal nie zakładamy otwarć kolejnych restauracji The Mexican, co jest zgodne z aktualną strategią spółki.

Wykres 1. Vestor: Liczba lokali w latach 2016 – 2019p



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 2. Prognoza zarządu: Liczba lokali w latach 2016 – 2019p



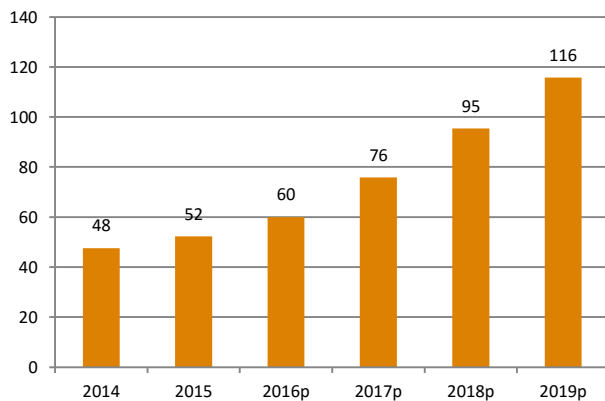
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Przychody. Oczekujemy przyspieszenia tempa wzrostu przychodów Mex Polska z uwagi na:

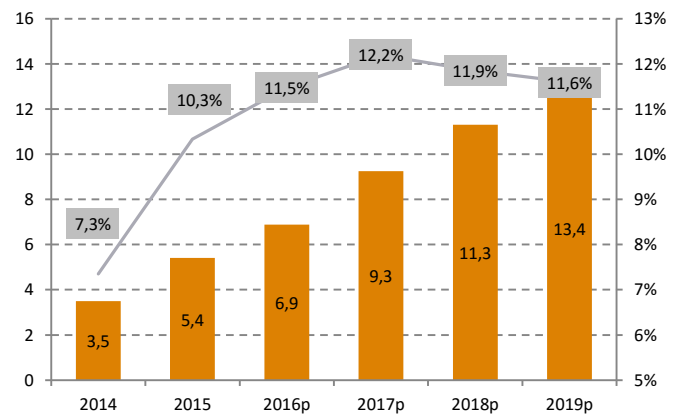
- 1) Rozwój sieci gastronomicznych spółki,
- 2) Pozytywne trendy w branży gastronomicznej oraz wsparcie czynników makroekonomicznych.

Przy powyżej opisanym tempie rozwoju sieci gastronomicznej Mex Polska, zmieniamy nasze prognozy przychodów o -3.2% w 2017p do PLN 75.8m (+26% r/r, 4% powyżej prognozy zarządu), o +0.9% w 2018p do PLN 95.4m (+26% r/r, 7% powyżej prognozy zarządu) i o +5.6% w 2019p do PLN 115.7m (+21% r/r, 11% powyżej prognoz zarządu), przy średniorocznym tempie wzrostu 2016-19 na poziomie 24%. W naszych prognozach zakładamy płaskie L-F-L dla PWiP i The Mexican. W sieci PanKejk oczekujemy natomiast dynamicznych wzrostów przychodów ze względu na rozwój sieci gastronomicznej (3 lokale rocznie wobec 1 lokalu funkcjonującego obecnie). Oczekujemy, że otwarty w styczniu lokal w Poznaniu docelowo będzie generował ok. 150% przychodów łódzkiej naleśnikarni, z uwagi na większą liczbę miejsc w lokalu (ok. 160 w Poznaniu vs. ok. 110 w Łodzi). Według wypowiedzi zarządu już na obecnym etapie lokal ten charakteryzuje się wyższym poziomem obrotu w stosunku do porównywalnego okresu lokalu PanKejk w Łodzi. Spodziewamy się, że wzrost obrotów we wszystkich sieciach gastronomicznych spółki będą wspierały pozytywne czynniki makroekonomiczne: nastroje w branży (rosnąca częstotliwość odwiedzania lokali przez Polaków, pozytywny impuls ze strony spadającej stopy bezrobocia, wzrostu wynagrodzeń, czy programu 500+).

Rentowność. W latach 2017-2019p oczekujemy wyniku EBITDA na poziomie odpowiednio PLN 9.3m (+34% r/r), PLN 11.3m (+22% r/r) oraz PLN 13.4m (+ 19% r/r). Nasze prognozy są odpowiednio o 5%, 3% i 4% wyższe od prognoz zarządu i jednocześnie po dostosowaniu do wyższych kosztów ogólnego zarządu nieznacznie niższe od poprzednich prognoz Vestor DM (-5%, -4% i +2%). Nasze prognozy implikują marżę EBITDA na poziomie odpowiednio 12.2%, 11.9% i 11.6% w latach 2017-19p wobec zakładanej przez Mex Polska marży 12.1%, 12.4% i 12.4%. Na 2017p oczekujemy wzrostu marży EBITDA r/r o 0.8p.p., na co wpływ będą miały 1) wpływ 3 lokali własnych otwartych w 2016p, 2) poprawa rentowności konceptu PanKejk (zakładamy, że nowe lokale będą charakteryzować się dużo niższymi kosztami stałymi (koszty czynszów) niż lokal w Łodzi). W latach 2018-2019p zakładamy nieznaczną presję na marżę EBITDA w Pijalniach Wódki i Piwa, ze względu na krótkoterminowe rozwodnienie rentowności z tytułu nowych otwarć. Jednocześnie w latach 2017-2019p oczekujemy systematycznego nominalnego wzrostu kosztów ogólnego zarządu, będącego wynikiem wzrostu sieci gastronomicznej spółki. Po zwiększonych kosztach w 2016p z tytułu nowych otwarć i wprowadzenia konceptu PanKejk, oczekujemy obniżenia wskaźnika narzut kosztów SG&A na przychody z 7.1% w 2016p do 6.4% w 2019p.

Wykres 3. Prognoza przychodów w latach 2017-2019p
 PLNm


Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 4. Prognoza znorm. EBITDA (lewa oś) i znorm. marży EBITDA (prawa oś) w latach 2017-2019p (PLNm, %)


Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Koszty finansowe i zysk netto. W efekcie zmiany powyższych założeń dostosowujemy nasze prognozy zysku netto w latach 2017-19p. Oczekujemy kosztów finansowych netto przeciętnie na poziomie ok. PLN 0.4m rocznie. Wraz ze stopniowym zakończeniem okresu rozliczania historycznych strat przez spółkę, oczekujemy wzrostu efektywnej stawki podatkowej do 17% w 2017p i 19% w kolejnych latach prognozy. W związku z tym, prognozujemy zysk netto na 2017-19p na poziomie PLN 6.2m (+45% r/r), PLN 7.4m (+20% r/r) i PLN 8.8m (+19% r/r) odpowiednio o 8%, 4% i 4% powyżej prognoz zarządu. Jednocześnie normalizując zysk netto o odchylenia od 19% stopy podatkowej i zyski mniejszości oczekujemy znorm. zysku netto na poziomie PLN 6.0m (+53% r/r) w 2017p, PLN 7.4m (+23% r/r) w 2018p i PLN 8.8m (+19% r/r) w 2019p.

Wycena

Podwyższamy naszą 12-miesięczną cenę docelową do PLN 11.9/akcję z PLN 11.4/akcję poprzednio. Wyceniamy Mex Polska z wykorzystaniem dwóch metod wyceny: 5-letniego modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metody porównawczej. Wycenę porównawczą oparliśmy o grupę 19 spółek zagranicznych oraz AmRest. W związku z dużymi różnicami modelu biznesowego Mex i spółek porównywalnych zmniejszamy wagę dla metody porównawczej do 10% (z 30% wcześniej). Przy koszcie kapitału własnego na poziomie 12.9%, średnia ważona z przyjętych metod implikuje 12M cenę docelową akcji Mex Polska na poziomie PLN 11.9 za akcję, 54% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Tabela 4. Mex Polska: Podsumowanie wyceny.

Metoda	Wycena	Waga
Metoda porównawcza	13.9	10%
Metoda DCF	10.1	90%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	10.5	
Koszt kapitału własnego (%)	12.9%	
12M cena docelowa	11.9	
Obecna cena	7.7	
Potencjał wzrostu/spadku (%)	54%	

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wycena metodą DCF

Założenia naszego modelu DCF są następujące:

- Do kalkulacji wartości rezydualnej zakładamy stopę wzrostu rezydualnego na poziomie 0%.
- Stosujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.3% w okresie prognozy oraz 4.5% w okresie rezydualnym.
- Zalewarowana beta na poziomie 2.1x oraz 1.8x w okresie rezydualnym.
- W modelu DCF dokonujemy obniżenia Equity Risk Premium (ERP) do 4.5% z 5%, zgodnie z przyjętym parametrem ERP przez Vestor DM.

Tabela 5. Mex Polska: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2017p-2021p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	4.5%
Beta zalewarowana	2.1	1.8
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
Koszt kapitału własnego	12.9%	12.4%
Koszt długu	5.7%	5.9%
Stopa opodatkowania	19%	19%
Koszt długu po podatku	4.6%	4.8%
% D	34.5%	17.9%
% E	65.5%	82.1%
WACC	10.1%	11.1%

Źródło: szacunki Vestor DM

Tabela 6. Mex Polska: Wycena DCF (PLNm)

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	>2021p
Przychody	60.0	75.8	95.4	115.7	134.0	152.0	
- Zmiana r/r	15%	26%	26%	21%	16%	13%	
Znorm. EBITDA	6.9	9.3	11.3	13.4	14.5	15.3	
- marża EBITDA	11.5%	12.2%	11.9%	11.6%	10.8%	10.1%	
Znorm. EBIT	5.3	7.8	9.5	11.3	12.0	12.5	
Podatek od EBIT	-0.7	-1.3	-1.8	-2.1	-2.3	-2.4	
NOPAT	4.6	6.5	7.7	9.1	9.7	10.2	10.2
- marża NOPAT	7.7%	8.6%	8.1%	7.9%	7.3%	6.7%	
Amortyzacja	1.6	1.4	1.8	2.1	2.5	2.8	2.8
Zmiany w kapitale obrotowym	-0.6	0.0	0.1	0.1	-0.6	-0.3	
Capex	-2.6	-3.1	-5.5	-4.4	-4.8	-4.9	-2.8
Wolne przepływy finansowe	3.1	4.9	4.1	7.0	6.8	7.8	10.2
Czynnik dyskontowy (%)		92%	83%	76%	69%	62%	
Wartość bieżąca FCF		4.5	3.4	5.3	4.7	4.8	
Wartość bieżąca FCF 2017-2021		22.7					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)		0.0%					
Zdyskontowana wartość rezydualna		57					
Wartość przedsiębiorstwa		80.0					
Kapitały mniejszości 4Q16p		-0.2					
Dług netto na koniec 4Q16p		2.7					
Wartość kapitału własnego		77.6					
Liczba akcji (m)		7.7					
Wartość godziwa na akcję (PLN)		10.1					

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Analiza wrażliwości wyceny DCF

Prezentujemy analizę wrażliwości wyceny metodą DCF na zmianę 2 parametrów: współczynnika beta oraz premii za ryzyko rynkowe (ERP). Zmiana parametru ERP z 5% do 4.5% implikuje wzrost ceny z PLN 9.4/akcję do PLN 10.1/akcję.

Tabela 7. Mex Polska: Analiza wrażliwości wyceny DCF

		Zdelewarowana beta						
		1.2x	1.3x	1.4x	1.5x	1.6x	1.7x	1.8x
Premia za ryzyko	3.0%	14.7	14.1	13.6	13.1	12.6	12.1	11.7
	3.5%	13.6	13.0	12.4	11.9	11.5	11.0	10.6
	4.0%	12.6	12.0	11.5	11.0	10.5	10.1	9.7
	4.5%	11.7	11.1	10.6	10.1	9.7	9.3	8.9
	5.0%	11.0	10.4	9.9	9.4	9.0	8.6	8.2
	5.5%	10.3	9.7	9.2	8.7	8.3	7.9	7.6
	6.0%	9.7	9.1	8.6	8.2	7.8	7.4	7.0

Źródło: szacunki Vestor DM

Wycena metodą porównawczą

W wycenie porównawczej uwzględnionych zostało 19 spółek zagranicznych oraz Amrest. Wykorzystane zostały konsensusy prognoz wyników dla spółek porównywalnych oraz szacunki Vestor DM dla Mex Polska. Na naszych prognozach Mex Polska notowany jest przy mnożnikach znorm. P/E 9.8x w 2017p i 8.0x w 2018p oraz mnożnikach znorm. EV/EBITDA odpowiednio 6.5x i 5.3x, co implikuje dwucyfrowe dyskonta do spółek porównywalnych. W wycenie przykładamy równe wagi dla mnożników znorm. P/E oraz znorm. EV/EBITDA na lata 2017-2018p. Wartość godziwa akcji oszacowana metodą porównawczą wynosi PLN 13.9/akcję.

Tabela 6. Mex Polska: Wycena porównawcza

Spółka	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)		EV/EBITDA (x)		Stopa dywidendy	Marża EBITDA	CAGR EPS	Dług netto/EBITDA
			2017p	2018p	2017p	2018p	2017p	2017p	2016-2018p	2017p
Mex	7.7	59	9.8	8.0	6.5	5.3	6.3%	12.2%	37%	0.1
Spółki porównywalne:										
Mediana			19.9	17.6	8.8	8.5	2.0%	14.4%	7.8%	1.3
Premia/Dyskonto			-51%	-55%	-27%	-38%				
Amrest Holdings Se	328.0	6 958	31.6	24.5	12.0	10.1	0.4%	12.9%	27%	1.3
Mcdonald'S Corp	122.5	407 579	19.9	18.5	13.2	13.1	3.1%	44.2%	2%	2.7
Yum! Brands Inc	65.4	96 223	23.3	20.8	16.3	16.4	2.6%	35.6%	3%	4.5
Darden Restaurants Inc	73.1	36 375	18.6	17.0	9.5	8.9	3.1%	13.8%	8%	0.2
Wendy'S Co/The	13.4	13 825	29.6	25.0	14.6	13.9	2.0%	33.7%	8%	5.9
Brinker International Inc	44.8	8 915	14.4	13.3	8.5	8.4	3.1%	13.5%	-13%	3.3
Buffalo Wild Wings Inc	150.1	10 943	23.0	20.0	8.5	8.7	0.0%	15.3%	8%	0.3
Bloomin' Brands Inc	17.0	7 166	11.9	11.4	6.6	6.4	1.8%	9.9%	1%	2.4
Mitchells & Butlers Plc	266.6	5 559	7.7	7.5	6.8	6.8	2.9%	20.2%	0%	4.3
Autogrill Spa	8.1	8 944	20.2	17.4	6.0	5.4	2.0%	9.2%	11%	1.2
Papa John'S Intl Inc	84.3	12 463	30.0	26.3	n.a.	n.a.	1.0%	11.6%	9%	n.a.
Cheesecake Factory Inc/The	59.9	11 388	19.6	17.7	n.a.	n.a.	1.7%	12.3%	5%	n.a.
Restaurant Group Plc	293.0	2 969	12.4	11.4	6.2	5.7	5.6%	14.9%	-4%	0.3
Domino'S Pizza Group Plc	362.3	9 007	23.7	21.3	17.2	15.3	2.5%	25.3%	12%	-0.2
Fiesta Restaurant Group	26.2	2 823	18.8	17.4	7.5	n.a.	n.a.	13.3%	15%	0.6
Do & Co Ag	58.0	2 444	21.8	20.1	6.9	6.6	1.6%	10.3%	-5%	0.6
Patisserie Holdings Plc	317.0	1 598	19.9	17.2	11.8	10.0	1.1%	21.6%	16%	-0.9
Berjaya Food Bhd	1.7	587	24.9	19.8	9.8	8.5	2.0%	13.8%	3%	2.2
Ibersol Sgps Sa	12.5	1 297	14.5	13.4	8.0	6.3	0.8%	15.7%	10%	1.6
Tasty Plc	132.5	399	16.6	13.1	9.1	7.7	n.a.	15.6%	28%	0.3
Implikowana wycena			15.6	16.9	10.6	12.5				
Waga			25%	25%	25%	25%				
Implikowana cena akcji	13.9									

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

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 ZOSTAŁY PRZEZ SPÓŁKĘ AUTORYZOWANE PRZED PUBLIKACJĄ. W POZOSTAŁYM ZAKRESIE INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIE VESTOR DM, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor DM z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor DM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

Vestor DM nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Vestor DM. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora odpowiednie, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor DM w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor DM oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej Vestor DM, Vestor DM oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej Vestor DM) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

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

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

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

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

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

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

DECYZJA O ZAKUPIE 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 wahanom 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 napotykać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

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

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

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

VESTOR DM INFORMUJE, ŻE WYNAGRODZENIE OTRZYMYWANE PRZEZ VESTOR DM ORAZ OSOBY SPORZĄDZAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ W SPOSÓB POŚREDNI ZALEŻNE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIWANYCH W RAMACH TRANSAKCI 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 dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta/Emitentów, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta/Emitentów („instrumenty finansowe”).

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

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor DM mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje stanowiących więcej niż 0,5% wszystkich wyemitowanych akcji przez Emitenta.

Analitycy sporządzający niniejszy raport pozostają w stosunku pracy z Vestor DM na podstawie zawartej umowy o pracę. Analitycy Vestor DM działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

Vestor DM, członkowie jego organów ani pracownicy nie przyjmują jakiegokolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub na innej zasadzie) za jakiegokolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści.

Vestor DM nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

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

Z wyjątkiem zastrzeżeń wyrażonych powyżej niniejszy raport pozostaje w mocy przez okres 12 miesięcy, lecz nie dłużej niż do dnia wydania następnego raportu.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy, nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie, Vestor DM wydał: 1 rekomendację kupuj, 0 rekomendacji Akumuluj, 1 rekomendację Neutralnie, 0 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego, Vestor DM wydał 2 rekomendacje, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego, na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor DM, w okresie ostatnich 3 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 75 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu. W okresie kolejnych 12 miesięcy Vestor DM zamierza wydać co najmniej aktualizację niniejszego raportu.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich z nich.

NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIONYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM.

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

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

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

Vestor DM jest autorem tego dokumentu.

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

Copyright © 2017 Vestor DM Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

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

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

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

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

- i. Niezależność wynagrodzeń: Vestor DM zapobiega powstawaniu bezpośrednich zależności pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników wykonujących określone czynności z zakresu działalności maklerskiej, z wynagrodzeniem lub zyskami osiąganymi przez osoby wykonujące czynności innego rodzaju, które stanowią lub mogą stanowić źródło konfliktu interesów;

- ii. Efektywny nadzór: zapewnienie nadzoru nad pracownikami wykonującymi w ramach swoich podstawowych zadań czynności na rzecz i w imieniu klientów, w zakresie działalności prowadzonej przez Vestor DM, które to czynności powodują lub mogą powodować wystąpienie sprzeczności interesów pomiędzy klientami lub interesami klienta i Vestor DM, w tym:
 - system sprawozdawczości wewnętrznej zapewniający niezwłoczne informowanie osób odpowiedzialnych za nadzorowanie przestrzegania zasad określonych w Regulaminie o przypadku wystąpienia konfliktu interesów lub ryzyku jego powstania;
 - nadzór nad transakcjami własnymi dokonywanymi przez osoby powiązane, okresowe przeglądy i ocena skuteczności wdrożonych przez Vestor DM systemów kontrolnych i procedur; prowadzenie wymaganych prawem rejestrów oraz ewidencji, przede wszystkim rejestru konfliktów interesów związanych z istotnym ryzykiem naruszenia interesów klienta;
- iii. Odmowa działania: prawo odmowy przez Vestor DM podjęcia działań na rzecz klienta, jeżeli z uwagi na zaangażowanie w określone działania na rzecz innego klienta Vestor DM nie może skutecznie zarządzać potencjalnymi konfliktami interesów, bądź uniemożliwiają to ograniczenia prawne lub regulacje wewnętrzne;
- iv. Podział funkcji: organizacja zadań pracowników mająca na celu wyeliminowanie przypadków jednoczesnego lub bezpośrednio po sobie następującego wykonywania przez danego pracownika zadań w ramach różnych usług świadczonych przez Vestor DM, jeśli mogło by to mieć negatywny wpływ na prawidłowe zarządzanie konfliktami interesów;
- v. Chińskie mury: Vestor DM podejmuje wszelkie działania, aby zapobiegać przepływowi informacji pomiędzy osobami powiązanymi wykonującymi w ramach działalności prowadzonej przez Vestor DM określone czynności, które powodują lub mogą powodować powstanie konfliktu interesów, w przypadku, gdy taka wymiana informacji może zaszkodzić interesom klienta lub klientów, lub 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, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Wycena na podstawie mnożnika docelowego oparta jest na założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych mnożników cenowych. Do zalet tej metody można zaliczyć możliwość zastosowania jej do każdej spółki. Z drugiej jednak strony metoda ta jest bardzo subiektywna.

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny (15% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (70% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (15% prawdopodobieństwa). Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założenia znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

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

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

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

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

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV - cena/wartość księgową

BV - wartość księgową

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

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

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE – zwrot na kapitale własnym

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

COE – koszt kapitału własnego

L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

Definicje rekomendacji:

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

Akumuluj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 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:

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

Spółka	Data rekomendacji	Analityk	TP	Cena bieżąca na godz. upublicznienia rekomendacji	Rekomendacja	Time
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	6.5	Brak	12M
K2 Internet	2016-09-09	Adam Siniarski	21.5	13.6	Brak	12M
Vantage Development	2016-09-14	Marek Szymański	4.3	2.7	Brak	12M
Archicom	2016-09-15	Marek Szymański	22.5	14.7	Brak	12M
PKO BP	2016-09-19	Michał Fidelus	28	27.0	Neutralnie	12M
BZ WBK	2016-09-19	Michał Fidelus	314	310.5	Neutralnie	12M
mBank	2016-09-19	Michał Fidelus	308	344.1	Redukuj	12M
Millennium	2016-09-19	Michał Fidelus	5.1	5.6	Redukuj	12M
Getin Noble Bank	2016-09-19	Michał Fidelus	0.46	0.5	Redukuj	12M
Warimpex	2016-09-21	Marek Szymański	3.88	3.2	Brak	12M
Mex Polska	2016-09-26	Michał Mordel	11.4	6.3	Brak	12M
Mercator Medical	2016-10-07	Piotr Nawrocki	26.5	17.4	Brak	12M
OT Logistics	2016-10-14	Piotr Nawrocki	259	241	Brak	12M
PRÓCHNIK	2016-10-26	Marek Szymański	1.64	1.28	Brak	12M
MARVIPOL	2016-12-05	Marek Szymański	14.0	10.7	Brak	12M
Mercator Medical	2016-12-09	Aleksandra Jakubowska	27.2	18.8	Brak	12M
Eurocash	2017-01-11	Jakub Rafał	41	40.6	Trzymaj	12M
Pekao	2017-01-13	Michał Fidelus	147	128	Kupuj	12M