

- Prognozujemy znorm. zysk netto w latach 2016-2017p na poziomie PLN 4.5m oraz PLN 6.1m
- Znorn. 2016p P/E 9.6x oraz 2016p znorn. EV/EBITDA 6.0x
- Stopa dywidendy 5.8% w 2016p i 6.7% w 2017p

Wzrost i dywidenda

Grupa Mex zarządza 28 restauracjami skupionymi w trzech konceptach gastronomicznych. Zgodnie ze strategią spółki głównym motorem wzrostu Mex będzie rozwój konceptu Pijalni Wódki i Piwa, charakteryzujący się niskimi nakładami inwestycyjnymi i wysoką rentownością, co determinuje szybki okres zwrotu inwestycji. Uznając potencjał polskiego rynku gastronomicznego, a w szczególności segmentu bistro oczekujemy wzrostu sieci PWiP o 5 lokali w 2016p i po 6 w 2017-2018p, co w połączeniu z rozwojem konceptu PanKejk przełoży się wg naszych szacunków na wzrost przychodów o 81% do PLN 95m w 2018p wobec PLN 52m w 2015 r. Dzięki rozwojowi lokali w 100% własnych, w najlepszych lokalizacjach, oczekujemy wzrostu znorm. zysku netto o 52% r/r w 2016p do PLN 4.5m i do PLN 7.5m w 2018p (wzrost 154% względem 2015 r.). Na naszych prognozach Mex wyceniany jest na mnożnikach znorn. P/E 9.6x w 2016p, 7.1x w 2017p i 5.7x w 2018p, z dwucyfrowym dyskontem do spółek porównywalnych. Dodatkowo ujemny cykl konwersji gotówki, silny bilans i wypracowany model rozwoju sieci z wykorzystaniem finansowania zewnętrznego (inwestor zewnętrzny, kredyt bankowy) pozwala Mex na wypłatę wysokich dywidend. W 2016p spółka wypłaci DPS 0.33 (DY: 5.8%), a w latach 2017-2018 oczekujemy DPS PLN 0.38 (6.7%) i DPS PLN 0.50 (8.9%). Wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową dla Mex na poziomie PLN 11.2/akcję (99% powyżej obecnej ceny rynkowej).

Rozwój dopracowanego modelu biznesowego Pijalni Wódki i Piwa. Od 2011 r. Mex rozwija z sukcesem model biznesowy Pijalni Wódki Piwa, który charakteryzuje się wysoką rentownością oraz szybkim okresem zwrotu z inwestycji. Rozwój sieci oparty jest o unikatowy system franczyzowy w dwóch modelach: 1) z inwestorem zewnętrznym, który ogranicza ryzyko inwestycyjne Grupy i 2) lokale własne w najlepszych lokalizacjach dużych miast. Uważamy, że pozycja lidera i wypracowane przewagi konkurencyjne pozwolą PWiP być jednym z głównych beneficjentów segmentu bistro w Polsce.

Wzrost zysku netto do PLN 7.5m w 2018 r. Dzięki oczekiwanym 5 nowym otwarciom Pijalni w 2016 r. oraz 6 w 2017 i 2018 r. oraz w wyniku rosnącego udziału najbardziej rentownego konceptu (Pijalnia) oraz lokali własnych w strukturze grupy, oczekujemy wzrostu EBITDA o 34% r/r do PLN 7.5m w 2016p (3% powyżej prognozy zarządu), o 28% do PLN 9.6m w 2017p (19% powyżej prognozy zarządu) i o 22% do PLN 11.8m w 2018p (32% powyżej prognozy zarządu). Jednocześnie oczekujemy wzrostu znorm. zysku netto z PLN 3.0m w 2015 r. do PLN 7.5m w 2018 r.

Silny bilans i stopa dywidendy min. 5%. Dzięki ujemnemu cyklowi konwersji gotówki i stabilnej generacji przepływów pieniężnych, a także modelowi rozwoju sieci opartemu o finansowanie zewnętrzne – inwestorów zewnętrznych lub kredyt bankowy, zarząd Mex zadeklarował politykę dywidendową opartą o min. stopę dywidendy 5%.

Wycena. Wyceniamy Mex dwoma metodami: porównawczą na PLN 11.6/akcję (30% wagi) i DCF z g: 0% i WACC: 10.5%-11.8% na PLN 9.0/akcję (70% wagi). Wyznaczamy 12 miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 11.2/akcję, 99% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Mex: Prognozy i wskaźniki (PLNm)

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody	47.6	52.3	63.7	78.6	94.8
Znorn. EBITDA	3.5	5.4	7.5	9.6	11.8
Znorn. zysk netto	1.4	3.0	4.5	6.1	7.5
Znorn. P/E	26.3x	14.6x	9.6x	7.1x	0.0x
Znorn. EV/EBITDA	12.9x	8.6x	6.0x	4.5x	0.2x
DY* (%)	0.0%	5.8%	6.7%	8.9%	10.4%

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

Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	11.2
Cena bieżąca (PLN)	5.7
Potencjał wzrostu/spadku	99%
Min (52T)	3.0
Max (52T)	5.7
Liczba akcji (m)	7.7
Kapitalizacja (PLNm)	43.3
Dług netto (4Q15, PLNm)	2.8
EV (PLNm)	46.1
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	45

Akcjonariat*	%
Milduks Limited	37.8%
Raimita Limited	12.3%
Joanna Kowalewska	8.6%
Andrzej Domżał	8.6%
Pozostali	32.8%

*według stanu na 12.05.2016 r.

Opis spółki

Grupa Mex zarządza 28 restauracjami skupionymi w trzech konceptach gastronomicznych. Flagową siecią spółki są Pijalnia Wódki i Piwa (bistro z ofertą tanich przekąsek i alkoholi), których obecnie funkcjonuje na rynku 19. Ponadto Mex jest właścicielem marek gastronomicznych The Mexican – restauracji serwującej typowe dania kuchni meksykańskiej, oraz PanKejk – lokalu, którego głównym daniem są naleśniki. Wszystkie restauracje działają w autorskim systemie franczyzowym.

Mex vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, analizy Vestor DM

Piotr Raciborski
Analityk Akcji

Doradca Inwestycyjny, nr licencji 514

(+48) 22 378 9195

Piotr.Raciborski@vestor.pl

Piotr Nawrocki, CFA

Dyrektor Działu Analiz

(+48) 22 378 9214

Piotr.Nawrocki@vestor.pl

Mex Polska

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody ze sprzedaży	42.6	47.6	52.3	63.7	78.6	94.8
Koszty sprzedaż	-36.6	-41.8	-44.9	-54.1	-66.9	-81.1
Zysk brutto ze sprzedaży	5.9	5.8	7.4	9.7	11.8	13.7
Koszty ogólnego zarządu	-4.2	-4.1	-3.5	-3.7	-3.8	-4.0
EBITDA	3.6	1.4	5.6	7.5	9.6	11.8
Znorm. EBITDA*	3.6	3.5	5.4	7.5	9.6	11.8
Amortyzacja	1.8	1.8	1.5	1.6	1.8	2.2
EBIT	1.8	-0.4	4.1	5.9	7.9	9.6
Znorm. EBIT*	1.8	1.7	3.9	5.9	7.9	9.6
Koszty finansowe netto	-0.5	-0.5	0.3	-0.4	-0.3	-0.3
Zysk przed opodatkowaniem	1.3	-1.0	4.4	5.6	7.5	9.3
Podatek dochodowy	-0.7	-0.1	-0.3	-0.7	-1.1	-1.8
Udziały mniejszości	1.1	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	1.8	-0.7	4.2	4.8	6.4	7.5
Znorm. zysk netto**	1.9	1.4	3.0	4.5	6.1	7.5
Bilans (PLNm)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Rzeczowe aktywa trwałe	13.1	8.3	8.0	9.1	10.9	12.5
Wartości niematerialne i prawne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wartość firmy	1.0	0.3	9.1	9.1	9.1	9.1
Inne aktywa trwałe	4.0	4.3	3.7	3.7	3.7	3.7
Środki pieniężne i ekwiwalenty	1.3	1.9	4.5	5.3	6.3	8.2
Należności handlowe	0.6	0.8	0.9	1.1	1.4	1.7
Zapasy	0.4	0.8	1.1	1.3	1.6	1.9
Inne aktywa obrotowe	2.4	4.0	0.7	0.7	0.7	0.7
Aktywa razem	22.7	20.4	27.9	30.3	33.8	37.9
Zadłużenie	7.4	5.9	8.5	7.9	7.1	6.6
Zobowiązania handlowe	3.1	3.0	2.8	3.4	4.2	5.1
Pozostałe zobowiązania krótkoterm.	1.3	3.2	2.3	2.3	2.3	2.3
Rezerwa na zobowiązania	0.6	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
Inne zobowiązania długoterminowe	0.8	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2
Kapitały własne	9.6	7.1	13.4	15.8	19.2	23.0
Udziały mniejszości	-0.5	0.4	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Pasywa	22.7	20.4	27.9	30.3	33.8	37.9
Kapitał obrotowy	-2.1	-1.5	-0.8	-1.0	-1.2	-1.5
Dług netto	5.5	2.3	2.8	1.4	-0.4	-2.8
Przepływy pieniężne (PLNm)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Zysk brutto	1.3	-1.0	4.4	5.6	7.5	9.3
Podatek dochodowy	-0.2	-0.1	-0.3	-0.7	-1.1	-1.8
Amortyzacja	1.8	1.8	1.5	1.6	1.8	2.2
Zmiany w kapitale obrotowym	0.0	0.2	-0.1	0.2	0.2	0.3
Inne zmiany	1.4	2.1	-0.3	0.3	0.3	0.3
Przepływy z działalności operacyjnej	4.3	3.0	5.2	6.9	8.7	10.2
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-0.4	-0.7	-0.7	-2.7	-3.7	-3.7
Inne przepływy inwestycyjne	0.0	0.0	-4.1	0.1	0.1	0.1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0.4	-0.7	-4.9	-2.6	-3.6	-3.7
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	-4.4	-1.0	2.2	-0.6	-0.8	-0.5
Odsetki zapłacone	-0.8	-0.6	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	-2.5	-2.9	-3.8
Pozostałe przepływy	1.2	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	-3.9	-1.6	2.2	-3.5	-4.0	-4.7
Zmiana gotówki	0.0	0.7	2.5	0.8	1.1	1.9
Wskaźniki	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Dynamiki wzrostu						
Wzrost przychodów (%)	5%	12%	10%	22%	23%	21%
Wzrost znorm. EBITDA (%)	376%	-4%	55%	39%	28%	22%
Wzrost znorm. zysku netto (%)	n.a.	n.a.	119%	52%	35%	24%
Marże						
Marża brutto ze sprzedaży (%)	13.9%	12.2%	14.1%	15.2%	15.0%	14.5%
Znorm. marża EBITDA (%)	8.5%	7.3%	10.3%	11.8%	12.3%	12.4%
Znorm. marża EBIT (%)	4.3%	3.6%	7.5%	9.3%	10.0%	10.2%
Znorm. marża zysku netto (%)	4.5%	2.9%	5.7%	7.1%	7.7%	8.0%
Dźwignia i stopy zwrotu						
Dług netto/Znorm. EBITDA (x)	1.5x	0.7x	0.5x	0.2x	0.0x	-0.2x
Dług netto/aktywa (%)	24%	11%	10%	5%	-1%	-7%
Dług netto/kapitały własne (%)	58%	32%	21%	9%	-2%	-12%
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	2.3x	-0.7x	7.8x	15.8x	22.6x	30.0x
Cykl rotacji gotówki (dni)	-21.6	-13.6	-7.9	-7.9	-7.9	-7.9
Znorm. ROE (%)	20%	19%	22%	29%	32%	33%
Znorm. ROA (%)	8.5%	6.7%	10.6%	14.9%	18.0%	19.9%

Wskaźniki wyceny	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Znorm. P/E (x)	22.5	26.3	14.6	9.6	7.1	5.7
Znorm. EV/EBITDA (x)	13.6	12.9	8.6	6.0	4.5	3.5
EV/Sprzedaż (x)	1.2	1.0	0.9	0.7	0.5	0.4
P/Sprzedaż (x)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
P/BV (x)	n.m.	n.m.	3.2	2.7	2.2	1.9
Stopa dywidendy (%)***	0.0%	0.0%	5.8%	6.7%	8.9%	10.4%

Restauracje	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Pijalnia Wódki i Piwa	11	14	17	22	28	34
The Mexican	8	8	8	8	8	8
PanKejk	0	1	1	2	4	6
Suma	19	23	26	32	40	48

Analiza scenariuszy	EBITDA	Zysk netto	TP		
	2016p	2017p	2016p	2017p	
Optymistyczny	7.7	10.2	4.9	6.8	14.0
Bazowy	7.5	9.6	4.8	6.4	11.2
Konserwatywny	6.4	6.6	4.0	4.2	5.0

Mex Polska: Analiza scenariuszy

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

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

Główne ryzyka dla naszych prognoz

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

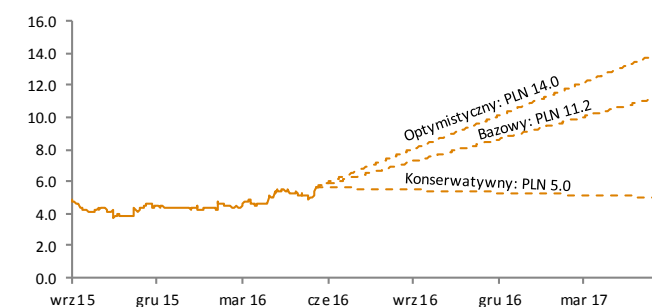
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

*Wynik znorm. o zdarzenia jednorazowe

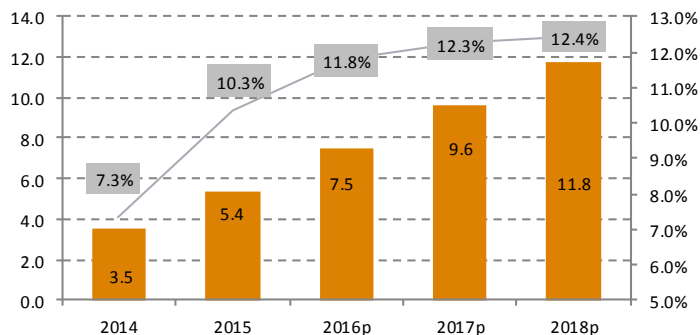
** Wynik znorm. o zdarzenia jednorazowe oraz odchylenia od 19% stopy podatkowej

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

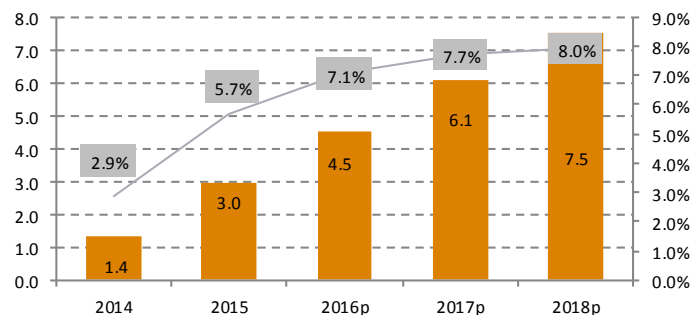
Mex Polska: Analiza scenariuszy



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



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



Główne ryzyka dla naszych prognoz

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

Podsumowanie inwestycyjne

Polski prekursor i lider koncepcji bistro. Grupa Mex zarządza 28 restauracjami skupionymi w trzech conceptach gastronomicznych. Flagową siecią spółki są Pijalnie Wódki i Piwa (bistro z ofertą tanich przekąsek i alkoholi), których obecnie funkcjonuje na rynku 19. Ponadto Mex jest właścicielem marek gastronomicznych The Mexican – restauracji serwującej typowe dania kuchni meksykańskiej oraz naleśnikarni PanKejk. Wszystkie restauracje działają w autorskim systemie franczyzowym.

Pijalnie Wódki i Piwa – sprawdzony koncept z ponadprzeciętnymi zwrotami i perspektywą rozwoju. Pijalnie Wódki i Piwa to flagowy koncept Grupy Mex rozwijany od 2011 r. Idea segmentu bistro Pijalni Wódki i Piwa została sformułowana w oparciu o 1) proste menu bazujące na atrakcyjnych, stałych cenach alkoholi i zakąsek 2) swobodną, niezobowiązującą atmosferę i wystrój inspirowany czasami PRL-u 3) lokalizację przy ruchliwych ulicach centrów miast. Dzięki uważnej selekcji lokali, a także zdobytemu przez zarząd doświadczeniu spółka wypracowała korzystny model biznesowy charakteryzujący się z jednej strony niskimi nakładami inwestycyjnymi (ok. PLN 300k inwestycji początkowej) a z drugiej strony wysoką rentownością, co determinuje szybki okres zwrotu inwestycji (według spółki, w oparciu o dotychczasowe dane, trwający maksymalnie do 1 roku). Z uwagi na duży potencjał formuły bistro głównym założeniem strategii Grupy Mex jest intensywny rozwój sieci Pijalni Wódki i Piwa, w systemie franczyzowym z wykorzystaniem finansowania zewnętrznego: 1) ze środków pozyskanych od inwestorów zewnętrznych – udziałowców mniejszościowych spółki celowej prowadzącej dany lokal (w średnich i mniejszych miastach) oraz 2) z kredytów bankowych (lokale „własne” o najwyższej rentowności, w najkorzystniejszych lokalizacjach). Obecnie w koncepcji Pijalni funkcjonuje 8 lokali w formule pierwszej i 11 lokali w formule drugiej.

Unikatowy model franczyzy. W wyniku historycznych problemów z płynnością na potrzeby rozwoju sieci Pijalni Wódki i Piwa, Mex opracował unikatowy system franczyzowy. W tym modelu franczyzowym Mex Master (spółka zależna w 100% od Mex Polska) obejmuje 51% udziałów w spółce celowej, a zewnętrzny inwestor 49%. Inwestor zewnętrzny zapewnia środki w formie pożyczki, które w 100% pokrywają nakłady inwestycyjne niezbędne do uruchomienia lokalu. Pożyczka jest spłacana w pierwszej kolejności z wolnych przepływów pieniężnych generowanych przez nowy lokal. Na koniec 2015 r. model franczyzowy z inwestorem zewnętrznym funkcjonował w oparciu o 4 sprawdzonych inwestorów w 7 lokalizacjach. Co więcej spółka z jednej strony odbiera deklaracje od dotychczasowych inwestorów o chęci poszerzenia współpracy z Grupą Mex o kolejne lokalizacje, a z drugiej odnotowuje duże zainteresowanie nowych inwestorów zewnętrznych.

Główną zaletą tego modelu dla Grupy Mex jest brak ponoszonych nakładów inwestycyjnych na otwarcie nowej lokalizacji przy jednoczesnym zachowaniu kontroli nad spółką i lokalem, nawet w przypadku chęci inwestora wycofania się ze współpracy. Spółka nie ponosi również żadnego ryzyka związanego z inwestycją – bistro otwierane są poprzez spółki celowe, poprzez które m.in. wynajmowany jest lokal. Model ten minimalizuje też ryzyko inwestycyjne Mex w przypadku niepowodzenia jako, że inwestycja początkowa jest w 100% finansowana ze środków pochodzących od inwestora zewnętrznego.

Strategia: Dalszy rozwój konceptu Pijalni głównym motorem wzrostu Mex.

Zgodnie z opublikowaną w styczniu 2016 r. strategią spółki głównym motorem rozwoju na najbliższe lata będzie sieć Pijalni Wódki i Piwa. Spółka oczekuje przeprowadzenia przynajmniej 4 otwarć lokali franczyzowych rocznie w latach 2016-2019 przy udziale inwestora zewnętrznego. Dodatkowo zgodnie z zapowiedziami prezesa spółki, Mex zamierza w najbardziej atrakcyjnych lokalizacjach, takich jak Warszawa, Kraków czy inne duże miasta,

równolegle rozwijać sieć lokali w 100% własnych przy wykorzystaniu dostępnego finansowania bankowego. Potwierdzeniem słów prezesa był fakt, iż w kwietniu 2016 r. Grupa Mex otworzyła Pijalnię własną, bez udziału inwestora zewnętrznego w perspektywicznej lokalizacji w Warszawie przy ul. Parkingowej/Nowogrodzkiej. Dodatkowo plany ekspansji sieci lokali „własnych” zostały zasygnalizowane w 2015 r. poprzez odkupienie 48% udziałów od inwestora zewnętrznego w funkcjonujących już 4 lokalach franczyzowych. Zyski generowane dla Mex przez jeden lokal otwarty z wykorzystaniem kredytów bankowych w bardzo dobrej lokalizacji mogą być równe zyskom nawet z czterech lokali franczyzowych otwieranych w mniejszych miastach wspólnie z inwestorem zewnętrznym. Zwracamy uwagę, iż prognozy finansowe opublikowane w styczniu 2016 r. w strategii nie zawierały planów rozwoju lokalizacji bez udziału inwestora zewnętrznego oraz rozwoju konceptu PanKejk. Zarząd Mex ocenia, iż w średnim terminie widzi możliwość rozbudowy sieci Pijalni do 50 placówek (w tym 20 własnych i 30 z inwestorem zewnętrznym) przy zachowaniu dotychczasowych poziomów rentowności.

Ze względu na wstępną fazę rozwoju i szerokie grono potencjalnych klientów uznajemy koncept bistro za jeden z najbardziej perspektywicznych segmentów polskiego rynku gastronomicznego. Potwierdzeniem potencjału segmentu bistro jest zainteresowanie ze strony konkurencji Grupy Mex. W maju 2016 r. rada nadzorcza Sfinksa wyraziła akceptację dotyczącą planów akwizycji marek gastronomicznych „Meta Seta Galareta”, „Meta Disco” i „Funky Jim”. Obecnie poza Pijalniami Wódki i Piwa na rynku działa sieć Ministerstwo Śledzia i Wódki z 21 lokalami (głównie w małych miastach jak Mińsk Mazowiecki, Wodzisław Śląski, Mysłowice), Meta Seta Galareta (5 lokali), PRL Klub (2 lokale) oraz wiele pojedynczych lokali.

Prognozujemy wzrost znorm. zysku netto do PLN 7.5m w 2018 r. Oczekujemy, że w koncepcie Pijalni spółka otworzy 5 lokali w 2016p, 6 lokali w 2017p i 6 lokali w 2018p, z czego 2 nowe lokale rocznie będą lokalami „własnymi”, kontrolowanymi w 100% przez spółkę. Dodatkowo po sprawdzeniu konceptu PanKejk w lokalizacji w Łodzi, zakładamy dalszy rozwój sieci o 1 otwarcie w 2016 r. oraz po 2 w 2017 i 2018 r. Dzięki nowym otwarciom oczekujemy wzrostu przychodów w 2016p o 21.8% r/r do PLN 63.7m (9% powyżej prognozy zarządu), o 23.4% do PLN 78.6m w 2017p (19% powyżej prognozy zarządu) i o 20.5% do PLN 94.8m w 2018p (29% powyżej prognozy zarządu). W wyniku korzystniejszego sales mixu – rosnącego udziału najbardziej rentownego konceptu (Pijalnie) oraz lokali własnych w najbardziej prestiżowych lokalizacjach spodziewamy się wzrostu znorm. marży EBITDA z 10.3% w 2015 r. do 11.8% w 2016p., 12.3% w 2017p i 12.4% w 2018p. Prognozujemy EBITDA spółki w latach 2016-2018p na poziomie PLN 7.5m, PLN 9.6m i PLN 11.8m. Na poziomie wyniku netto oczekujemy w latach 2016-2017p odpowiednio PLN 4.8m (14% powyżej prognozy zarządu), PLN 6.4m (33% powyżej prognozy zarządu) oraz PLN 7.5m (38% powyżej prognozy zarządu).

Dobre zarządzanie kapitałem obrotowym i silny bilans umożliwiają dynamiczny i bezpieczny rozwój... Dzięki dobrym warunkom handlowym i współpracy z dostawcami, oraz szybkiej rotacji towarów Grupa Mex charakteryzuje się ujemnym cyklem konwersji gotówki na poziomie -8 dni. W efekcie korzystnego systemu zarządzania kapitałem obrotowym, a także dzięki konceptom wymagającym niskich nakładów inwestycyjnych oraz wykorzystaniu modelu współpracy z inwestorem zewnętrznym (który w 100% pokrywa capex na otwarcie restauracji) spółka w ostatnich latach sukcesywnie poprawiała swoją pozycję bilansową i na koniec 2015 r. zmniejszyła dług netto do PLN 2.8m (dług netto/znorm. EBITDA 0.5x na koniec 2015 r.) wobec PLN 8.8m w 2012 r. Silny bilans i wysokie operacyjne przepływy pieniężne umożliwiają spółce realizację otwarć nowych Pijalni w najlepszych lokalizacjach w systemie lokali „własnych” oraz rozwój nowego, sprawdzonego konceptu jakim jest PanKejk. Szybkie okresy zwrotu nowych lokali powodują, że pomimo dynamicznego rozwoju sieci

spodziewamy się dalszego spadku pozycji długu netto spółki do PLN 1.4m w 2016p i PLN - 0.4m w 2017p.

... i wypłatę dywidendy. Silny bilans oraz sprawdzony model rozwoju sieci przy wykorzystaniu finansowania zewnętrznego (inwestor zewnętrzny lub kredyt bankowy) pozwalają Mex na wypłaty pokaźnych dywidend. W swojej strategii spółka zakłada, że począwszy od 2016 r. (z zysków 2015 r.) będzie corocznie wypłacać dywidendę na poziomie zapewniającym inwestorom stopę dywidendy nie niższą niż 5%. Potwierdzeniem realizacji polityki dywidendowej jest rekomendacja zarządu z 23 maja 2016 r., dotycząca wypłaty DPS 0.33 (DY: 5.8%) z zysku za 2015 r.

W naszych prognozach zakładamy stopę wypłaty dywidendy w latach 2016-2018p na poziomie 60% zysku netto z roku poprzedniego, co przekłada się na wypłatę dywidendy w wysokości PLN 2.5m (zgodnie z rekomendacją zarządu, stopa dywidendy 5.8%) w 2016p, PLN 2.9m (DY: 6.7%) w 2017p oraz PLN 3.8m (DY: 8.9%) w 2018p.

Sprawny zarząd sprawdzony w ciężkich czasach – restrukturyzacja zakończona w 2015 r. W 2012 r. w związku z nierentownością testowanych przez spółkę koncepcji lokali premium (restauracja Browar de Brasil, restauracja Kameralna, kluby muzyczne) oraz zaangażowaniem w obligacje spółki ALTERCO postawionej w stan upadłości, Mex znalazł się w trudnej sytuacji płynnościowej i wykazał rekordową w swojej historii stratę netto na poziomie PLN 9.5m. Dzięki podjętym w latach 2012-2015 przez zarząd spółki działaniom restrukturyzacyjnym polegającym na wycofaniu się z nierentownych lokali gastronomicznych i skoncentrowaniu się na rozwoju flagowej sieci grupy – Pijalni Wódki i Piwa udało się spółce wygenerować w 2015 r. znorn. zysk netto na poziomie PLN 3.0m (wzrost 119% r/r).

PanKejk – nowy koncept o wielkim potencjale. PanKejk to restauracja specjalizująca się w różnego typu naleśnikach – od tradycyjnych podawanych z białym serem i różnymi dodatkami, z mięsem, warzywami, aż po te nawiązujące do kuchni innych krajów Europy, smaków azjatyckich i amerykańskich. Marka skierowana jest głównie do młodych ludzi, co determinuje przystępną dla konsumentów politykę cenową. Restauracja powstała w 2014 r. w Łódzkiej CH Manufaktura. Koncepcja okazała się na tyle udana, że spółka analizuje rynek pod względem możliwości rozwoju konceptu PanKejk, w systemie restauracji „własnych”. Restauracje PanKejk charakteryzują się niższymi wymaganiami dotyczącymi lokalizacji i niższymi nakładami inwestycyjnymi od lokali The Mexican, co w połączeniu z rosnącą popularnością i rentownością obecnie funkcjonującego lokalu, sprawia, że PanKejk może stać się główną siecią spółki w segmencie casual dining.

Dobre perspektywy polskiego rynku gastronomicznego. Rynek usług gastronomicznych w Polsce według danych GUS charakteryzuje się stabilnym trendem wzrostowym, przy CAGR 2007-2014 na poziomie 4.9%. Na koniec 2014 r. przychody z działalności gastronomicznej wyniosły blisko PLN 28.3mld i były wyższe o 8% r/r. Wzrasta zarówno częstotliwość wizyt w lokalach gastronomicznych, jak i średni rachunek płacony przez klientów co w efekcie wpływa na wzrost udziału wydatków na restauracje w budżecie domowym Polaków. Według danych GUS w latach 2007-2014 udział ten wzrósł o 2.3pp. i na koniec 2014 r. osiągnął 4.2%. Pomimo obserwowanego wzrostu wydatków na usługi gastronomiczne udział wydatków na restauracje i hotele w Polsce w dalszym ciągu pozostaje jednym z najniższych w Europie.

Wycena na poziomie PLN 11.2/akcję, 99% powyżej obecnej ceny rynkowej. Wyceniamy Mex Polska używając 5 letniego modelu DCF oraz metody porównawczej. Szacując metodą porównawczą otrzymujemy wartość godziwą akcji w wysokości 11.6/akcję, natomiast z metody DCF otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 9.0/akcję. Obecną wartość godziwą akcji, określoną jako średnia ważona z wycen przeprowadzonych metodami DCF oraz porównawczą, wyznaczamy na poziomie PLN 9.8/akcję. Powiększając oszacowaną wartość o

koszt kapitału własnego na poziomie 14.6%, wyznaczamy 12 miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 11.2/akcję, 99% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Tabela 1. Mex Polska: Analiza SWOT

Silne Strony	Słabe Strony
- Rozpoznawalność marek: Pijalnia Wódki i Piwa oraz The Mexican - Korzystna struktura Grupy Kapitałowej minimalizująca ryzyka dla akcjonariuszy - Doświadczony i konsekwentny zarząd - Zbudowana wiarygodność u głównych dostawców i rosnąca siła przetargowa - Sieć sprawdzonych partnerów biznesowych - inwestorów - Unikalność konceptu w segmencie bistro - Dobrze rozwinięty system franczyzowy - Sprawdzony system selekcji lokali - Sieć sprawdzonych inwestorów - franczyzobiorców - Duża pojemność rynku dla rozwoju konceptu Pijalni Wódki i Piwa oraz PanKejk - Polityka dywidendowa zakładająca wypłatę dywidendy na poziomie zapewniającym min. 5% stopy dywidendy - Ujemny cykl konwersji gotówki - Stabilna sytuacja finansowa i niskie zadłużenie - Brak ryzyka kursowego czynszów	- Brak zintegrowanego systemu sprzedaży - Brak długoterminowych kontraktów, które zapewniałyby stałość cen dostarczanych produktów - Brak programów lojalnościowych - Niska bariera wejścia
Szanse	Zagrożenia
- Nowe lokale „własne” o wyższej rentowności w koncepcji Pijalni Wódki i Piwa - Rozwój konceptu PanKejk - Zmiana modelu żywieniowego i wzrost częstotliwości wizyt w restauracjach - Rosnąca siła nabywcy klienta detalicznego w Polsce m.in. dzięki stymulacji fiskalnej rządu (np. program 500+)	- Ryzyko wzmożonej konkurencji z zagranicy w segment casual dining i bistro - Trudności ze znalezieniem właściwych lokalizacji dla nowych lokali - Wolniejszy niż zakładany rozwój sieci restauracji - Ryzyko utraty koncesji na sprzedaż napojów alkoholowych i wzrostu akcyzy - Wzrost kosztów z tytułu najmu lokali - Presja na marżę z tytułu wzrostu cen produktów żywnościowych i kosztów pracy - Ryzyko załamania koniunktury gospodarczej

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wycena

Wyceniamy Mex Polska używając 5-letniego modelu DCF oraz metody porównawczej. Szacując metodą porównawczą otrzymujemy wartość godziwą akcji w wysokości 11.6/akcję, natomiast z metody DCF otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 9.0/akcję. Obecną wartość godziwą akcji, określoną jako średnia ważona z wycen przeprowadzonych metodami DCF oraz porównawczą, wyznaczamy na poziomie PLN 9.8/akcję. Powiększając oszacowaną wartość o koszt kapitału własnego na poziomie 14.6%, wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 11.2/akcję, 99% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Tabela 2. Mex Polska: Podsumowanie wyceny.

Metoda	Wycena	Waga
Metoda porównawcza	11.6	30%
Metoda DCF	9.0	70%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	9.8	
Koszt kapitału własnego (%)	14.6%	
12M cena docelowa	11.2	
Obecna cena	5.7	
Potencjał wzrostu/spadku (%)	99%	

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.
- Zdelewarowana beta na poziomie 2.3x oraz 1.7x w okresie rezydualnym.

Tabela 3. Mex Polska: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2016p-2020p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	4.5%
Beta zalewarowana	2.3	1.7
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego	14.6%	13.2%
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	4.5%
Marża na zadłużeniu	1.5%	1.5%
Koszt długu	4.8%	6.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	3.9%	4.9%
% D	38.3%	16.6%
% E	61.7%	83.4%
WACC	10.5%	11.8%

Źródło: szacunki Vestor DM

Tabela 4. Mex Polska: Wycena DCF

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	>2020p
Przychody	63.7	78.6	94.8	108.5	120.1	
- Zmiana r/r	22%	23%	21%	15%	11%	
Znorm. EBITDA	7.5	9.6	11.8	13.1	13.8	
- marża EBITDA	11.8%	12.3%	12.4%	12.0%	11.5%	
Znorm. EBIT	5.9	7.9	9.6	10.5	11.0	
Podatek od EBIT	-0.8	-1.2	-1.8	-2.0	-2.1	
NOPAT	5.2	6.7	7.8	8.5	8.9	8.9
- marża NOPAT	8.1%	8.5%	8.2%	7.9%	7.4%	
Amortyzacja	1.6	1.8	2.2	2.5	2.8	2.8
Zmiany w kapitale obrotowym	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	
Capex	-2.7	-3.7	-3.7	-3.2	-3.4	-2.8
Wolne przepływy finansowe	4.3	5.0	6.5	8.1	8.6	8.9
Czynnik dyskontowy (%)	94%	85%	77%	70%	63%	
Wartość bieżąca FCF	4.0	4.3	5.0	5.7	5.4	
Wartość bieżąca FCF 2016-2020	24.4					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	47					
Wartość przedsiębiorstwa	71.9					
Kapitały mniejszości	-0.2					
Dług netto na koniec 2015	2.8					
Wartość kapitału własnego	69.3					
Liczba akcji (m)	7.7					
Wartość godziwa na akcję (PLN)	9.0					

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Analiza wrażliwości wyceny DCF

Dokonaliśmy analizy wrażliwości wyceny metodą DCF na zmianę 4 parametrów: stopy wzrostu w okresie rezydualnym, stopy wolnej od ryzyka w okresie rezydualnym, współczynnika beta oraz premii za ryzyko rynkowe.

Tabela 5. Mex Polska: Analiza wrażliwości wyceny DCF

		Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)						
		-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%
Stopa wolna od ryzyka w okresie rezydualnym (%)	3.0%	9.0	9.3	9.6	9.9	10.3	10.7	11.1
	3.5%	8.8	9.0	9.3	9.6	9.9	10.3	10.7
	4.0%	8.6	8.8	9.0	9.3	9.6	9.9	10.3
	4.5%	8.3	8.6	8.8	9.0	9.3	9.6	9.9
	5.0%	8.2	8.3	8.6	8.8	9.0	9.3	9.6
	5.5%	8.0	8.2	8.4	8.6	8.8	9.1	9.3
	6.0%	7.8	8.0	8.2	8.4	8.6	8.8	9.1
		Zdelewarowana beta						
		1.2x	1.3x	1.4x	1.5x	1.6x	1.7x	1.8x
Premia za ryzyko	2.0%	14.2	13.7	13.2	12.7	12.2	11.7	11.3
	3.0%	12.6	12.1	11.5	11.1	10.6	10.2	9.8
	4.0%	11.4	10.9	10.4	9.9	9.5	9.1	8.7
	5.0%	10.4	9.9	9.5	9.0	8.6	8.3	7.9
	6.0%	9.7	9.2	8.8	8.4	8.0	7.7	7.3
	7.0%	9.1	8.6	8.2	7.8	7.5	7.2	6.9
	8.0%	8.6	8.1	7.7	7.4	7.0	6.7	6.5

Źródło: szacunki Vestor DM

Wycena metodą porównawczą

W wycenie uwzględnionych zostało 19 spółek zagranicznych oraz 2 spółki krajowe (Amrest i Sfinks). 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 9.6x w 2016p i 7.1x w 2017p oraz mnożnikach znorm. EV/EBITDA odpowiednio 6.0x i 4.5x, co implikuje dwucyfrowe dyskonta do spółek porównywalnych. W wycenie przykładamy równe wagi dla mnożników znorm. P/E oraz znorm. EV/EBITDA na lata 2016-2017p. Jednocześnie w wycenie przykładamy równą wagę do polskich i zagranicznych spółek porównywalnych. Wartość godziwa akcji oszacowana metodą porównawczą wynosi PLN 11.6/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
			2016p	2017p	2016p	2017p	2016p	2016p	2015-2017p	2016p
Mex	5.7	43.3	9.6	7.1	6.0	4.5	6.7%	11.8%	43%	0.2
Polskie spółki porównywalne:										
Mediana			22.5	16.5	9.4	7.6	0.0	0.1	0.2	2.3
Premia/Dyskonto			-67%	-70%	-48%	-55%				
Amrest Holdings	233.0	4 943	29.4	23.5	11.6	9.9	0.8%	13.3%	10%	1.6
Sfinks Polska	3.4	103	15.6	9.4	7.3	5.4	n.a.	11.2%	38%	3.0
Zagraniczne spółki porównywalne:										
Mediana			22.5	19.1	8.9	8.4	2.0%	15.2%	10.1%	0.8
Premia/Dyskonto			-57%	-63%	-33%	-47%				
Mcdonald's	123.9	429 493	22.3	20.0	14.3	13.8	3.0%	38.1%	6%	2.7
Yum! Brands	82.4	132 594	22.5	19.9	13.6	12.9	2.3%	22.6%	8%	2.5
Darden Restaurants	65.8	32 912	18.7	16.5	9.0	8.5	3.1%	13.7%	-16%	0.2
Wendy's	10.4	10 900	26.9	24.4	12.9	13.2	2.4%	28.4%	-20%	5.9
Brinker International	44.5	9 789	12.6	12.6	7.4	7.7	2.9%	14.9%	-2%	2.3
Buffalo Wild Wings	141.5	10 522	24.6	20.6	8.6	7.3	0.0%	15.2%	15%	0.1
Bloomin' Brands	19.0	8 618	13.7	12.0	7.2	6.8	1.5%	10.6%	18%	2.5
Mitchells & Butlers	299.7	7 194	8.2	7.8	7.1	7.0	2.6%	21.1%	24%	4.4
Autogrill	8.1	9 116	25.6	21.2	6.6	6.0	1.7%	9.0%	24%	1.5
Papa John's	63.1	9 282	26.4	23.6	n.a.	n.a.	1.2%	11.0%	13%	n.a.
Cheesecake Factory	49.8	9 530	18.5	16.8	8.8	8.4	1.7%	12.3%	10%	0.2
Restaurant Group	373.5	4 361	12.7	12.4	6.7	6.6	4.3%	16.8%	-5%	0.3
Domino's Pizza Group	1057.0	10 160	27.0	24.5	19.6	17.6	2.3%	24.4%	21%	-0.3
Fiesta Restaurant Group	24.9	2 645	16.5	14.6	7.2	6.3	n.a.	14.0%	9%	0.7
Do & Co	97.5	4 187	30.7	24.5	10.1	9.1	1.1%	10.5%	10%	0.0
Patisserie Holdings	355.5	2 064	26.3	22.8	15.9	13.6	0.8%	20.5%	18%	-0.6
Berjaya Food	1.9	688	24.5	19.1	10.7	8.7	2.0%	14.6%	-54%	1.9
Ibersol	10.8	952	14.1	11.5	7.0	5.9	0.8%	15.5%	28%	0.7
Tasty	172.0	533	23.2	15.9	13.1	9.7	n.a.	15.3%	53%	0.9
Implikowana wycena			13.2	14.1	8.8	10.2				
Waga			25%	25%	25%	25%				
Implikowana cena akcji	11.6									

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

Analiza scenariuszowa

Poza scenariuszem bazowym, którego założenia zostały szczegółowo omówione w sekcji „Prognozy finansowe” stworzyliśmy dwa alternatywne scenariusze: optymistyczny i konserwatywny, w których uwzględniliśmy różne dynamiki wzrostu sprzedaży LFL oraz liczby otwieranych lokali w kolejnych latach.

W scenariuszu bazowym założyliśmy:

- otwarcie 5 lokali w 2016p, po 6 w latach 2017-2018p i po 4 lokale w 2019-2020p dla konceptu Pijalni. Dodatkowo zakładamy, że spółka otworzy 1 PanKejk w 2016p oraz będzie otwierać 2 lokale tego typu rocznie w latach 2017-2020p.
- CAGR średnich przychodów na restaurację w latach 2016-2020 na poziomie -0.1%, głównie z uwagi na wzrost liczby lokali Pijalnia Wódki i Piwa z udziałem inwestora zewnętrznego, charakteryzujących się niższymi przychodami niż restauracje własne.

Tabela 7. Mex Polska: Scenariusz bazowy

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	2016	2017	2018	2019	2020
Liczba otwarć	6	8	8	6	6
PWIP	5	6	6	4	4
własne	2	2	2	1	1
franczyzowe	3	4	4	3	3
The Mexican	0	0	0	0	0
PanKejk	1	2	2	2	2
Przychody	63.7	78.6	94.8	108.5	120.1
EBIT	5.9	7.9	9.6	10.5	11.0
EBITDA	7.5	9.6	11.8	13.1	13.8
Zysk netto	4.8	6.4	7.5	8.3	8.7
Dług/EBITDA	1.1	0.7	0.6	0.5	0.4
P/E (x)	9.6	7.1	5.7	5.2	5.0
EV/EBITDA (x)	6.0	4.5	3.5	2.9	2.5
DCF (PLN/akcję)			9.0		

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Scenariusz optymistyczny

W scenariuszu optymistycznym zakładamy:

- wzrost sieci Pijalnia Wódki i Piwa co roku o 6 nowych lokali w latach 2016-2020, w tym po 2 lokale własne i 4 z inwestorem zewnętrznym oraz rozwój konceptu PanKejk w tempie 1 nowy lokal w 2016p i po 2 nowe w latach 2017-2020p. Nie zakładamy rozwoju restauracji The Mexican.
- CAGR 2016-2020p średnich przychodów na restaurację na poziomie 1.2%.

Przy powyższych założeniach, 12M wycena docelowa Mex w scenariuszu optymistycznym została ustalona na poziomie PLN 14.0/akcję.

Tabela 8. Mex Polska: Scenariusz optymistyczny

	2016	2017	2018	2019	2020
Liczba otwarć	7	8	8	8	8
PWIP	6	6	6	6	6
własne	2	2	2	2	2
franczyzowe	4	4	4	4	4
The Mexican	0	0	0	0	0
PanKejk	1	2	2	2	2
Przychody	65.1	82.0	99.9	118.3	137.3
EBIT	6.1	8.4	10.7	13.1	15.7
EBITDA	7.7	10.2	12.9	15.7	18.7
Zysk netto	4.9	6.8	8.4	10.4	12.4
Dług/EBITDA	1.1	0.7	0.5	0.4	0.4
P/E	9.4	6.7	5.1	4.2	3.5
EV/EBITDA	5.9	4.2	3.1	2.2	1.6
DCF			12.2		

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Scenariusz konserwatywny

W scenariuszu konserwatywnym zakładamy:

- wzrost sieci Pijalnia Wódki i Piwa o 3 nowe lokale w 2016p i po 2 w latach 2017-2018p. Nie zakładamy rozwoju konceptu PanKejk i The Mexican.
- CAGR 2016-2020p średnich przychodów na restaurację na poziomie -0.1%.

Przy powyższych założeniach, 12M wycena docelowa Mex w scenariuszu konserwatywnym została ustalona na poziomie PLN 5.0/akcję.

Tabela 9. Mex Polska: Scenariusz konserwatywny

	2016	2017	2018	2019	2020
Liczba otwarć	3	2	2	0	0
PWIP	3	2	2	0	0
własne	1	1	1	0	0
franczyzowe	2	1	1	0	0
The Mexican	0	0	0	0	0
PanKejk	0	0	0	0	0
Przychody	59.9	64.7	68.5	70.2	69.8
EBIT	4.9	5.2	5.1	4.7	3.9
EBITDA	6.4	6.6	6.7	6.3	5.6
Zysk netto	4.0	4.2	4.0	3.7	3.1
Dług/EBITDA	1.1	0.7	0.6	0.5	0.5
P/E	11.7	10.9	10.9	11.8	14.0
EV/EBITDA	6.9	6.3	5.9	5.8	6.2
DCF			4.4		

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

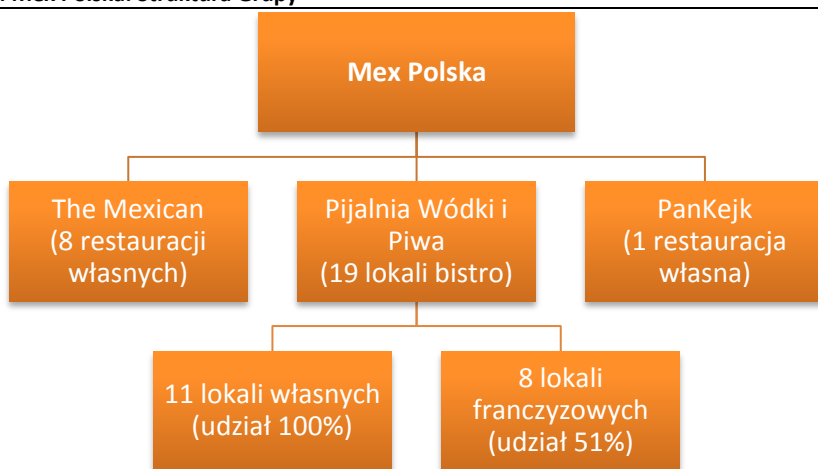
Model biznesowy

Opis spółki

Grupa Mex zarządza ogólnopolską siecią 28 restauracji działających w 3 koncepcjach:

1. The Mexican – 8 restauracji w segmencie casual dining serwujących dania kuchni meksykańskiej.
2. Pijalnia Wódki i Piwa – 19 lokali w formie bistro, z czego w 11 spółkach Mex bezpośrednio i pośrednio posiada 100% udziałów, a pozostałe działają we współpracy z inwestorem zewnętrznym.
3. PanKejk – 1 restauracja w segmencie casual dining, z ofertą opartą przede wszystkim na dużym wyborze naleśników.

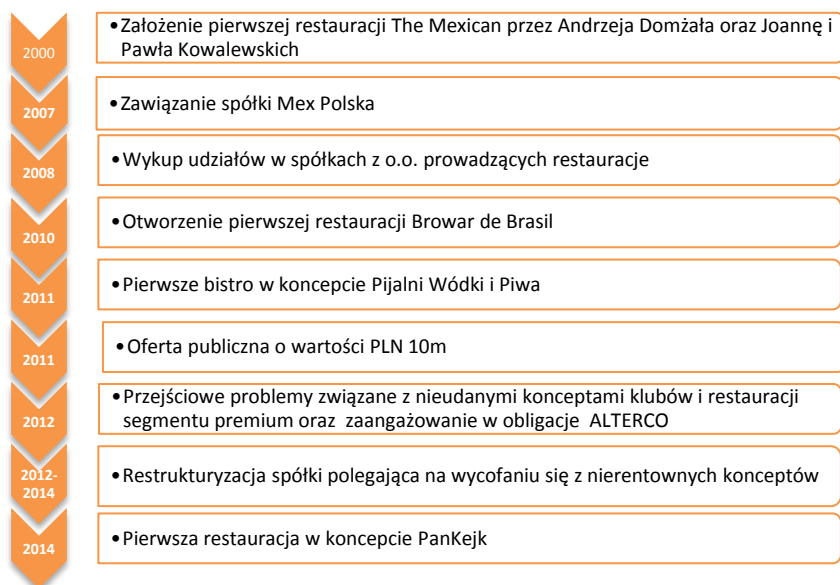
Rysunek 1. Mex Polska: Struktura Grupy*



Źródło: Dane Spółki, Vestor DM; *stan na 26.04. 2016 r.

Historia spółki

Rysunek 2. Mex Polska: Historia spółki – kluczowe daty



Źródło: Dane Spółki, Vestor DM

Udana restrukturyzacja i powrót do rentowności po przejściowych problemach

W 2012 r. w związku z nierentownością m.in. restauracji Browar de Brasil, klubów muzycznych oraz zaangażowaniem w obligacje spółki ALTERCO postawionej w stan upadłości (ALTERCO S.A. to spółka zajmująca się inwestycjami w sektorze nieruchomości), Mex znalazł się w trudnej sytuacji płynnościowej i w wyniku odpisów aktualizujących wartości inwestycji odniósł stratę netto na poziomie PLN 9.5m.

W 2012 r. zarząd Mex podjął działania restrukturyzacyjne, polegające na zorientowaniu działalności na dwóch conceptach: The Mexican i nowoutworzonych Pijalniach a wycofaniu się z działalności w nierentownych conceptach. Mex dokonał sprzedaży klubu Bed we Wrocławiu, wydzierżawił klub Bedroom w Łodzi oraz zawiesił działalność Browar de Brasil w Łodzi. Zarząd szacuje, że wycofanie się z nierentownej działalności przełożyło się na oszczędności na poziomie PLN 1.6m rocznie. W sierpniu 2013 r. spółka całkowicie wycofała się z działalności w segmencie klubów muzycznych (zaprzestano prowadzenia działalności ostatniego z klubów – Opera Club w Warszawie). W 2014 r. na miejscu łódzkiego Browar de Brasil otworzyła naleśnikarnię PanKejk i całkowicie wycofała się z conceptu Browar de Brasil, dokonując wydzierżawienia podmiotowi zewnętrznemu ostatniego lokalu w Warszawie oraz - poprzez sprzedaż części posiadanego pakietu akcji spółki ASE - zaniechała działalność związaną z restauracją Kameralna.

Koncepcja restauracji

The Mexican. Jedyna w Polsce sieć restauracji specjalizujących się w kuchni meksykańskiej. Pierwsze lokale powstały w latach 2000-2002 w Warszawie, Łodzi i Poznaniu. Obecnie grupa zarządza 8 restauracjami The Mexican, które są zlokalizowane w centrach dużych polskich miast (Warszawa – 2, Łódź – 2, Poznań – 1, Kraków – 1, Wrocław – 1, Sopot – 1). Restauracje należą do segmentu casual dining i charakteryzują się bogatą ofertą kulinarną opartą na recepturach kuchni meksykańskiej, obejmującą takie potrawy jak fajitas, tacos, burritos, dania kuchni tex-mex, a także ryby i owoce morza, zupy, przystawki oraz desery. Oferta skierowana jest do średniozamożnych klientów, a średnia wysokość rachunku na osobę wynosi PLN 30-47, w zależności od lokalizacji. Wnętrza restauracji zostały wystandaryzowane, a wszystkie lokale The Mexican cechuje unikatowy wystrój meksykański z charakterystyczną, ciepłą kolorystyką wewnątrz i dużą ilością oryginalnych elementów dekoracyjnych.

Sieć The Mexican plasuje się w segmencie casual dining, który łącząc w sobie proste dania o niewygórowanej cenie oraz obsługę kelnerską, jest kompromisem między fast foodami, a ekskluzywnymi restauracjami. Segment casual dining charakteryzuje się względnie wysokim nasyceniem na polskim rynku gastronomicznym. Funkcjonują na nim sieci takie jak Bierhalle, Sfinks, Readys, Chłopskie Jadło, Zapieček czy pizzerie Dominium, Pizza Hut.

Rysunek 3. Wnętrze restauracji The Mexican



Źródło: Spółka

Rysunek 4. Wnętrze bistro Pijalnia Wódki i Piwa



Źródło: Spółka

Pijalnia Wódki i Piwa. Sieć gastronomiczna typu bistro, serwująca proste przekąski i napoje alkoholowe nawiązująca w swoim wystroju, ofercie kulinarnej, a także niezobowiązującej formule obsługi do czasów PRL-u. Menu obejmuje typowe przekąski lat 60-70. XX w., tj. śledzik, zimne nóżki, czy tatar. Ceny w ofercie zostały ustalone na poziomie PLN 4 (za napoje) i PLN 8 (za przekąski). Pierwszy lokal Pijalni Wódki i Piwa powstał w 2011 r. w Krakowie. Obecnie spółka posiada 19 bistro, zlokalizowanych m.in. w Warszawie (4 lokale), Katowicach (1), Krakowie (3), Poznaniu (2), Wrocławiu (2).

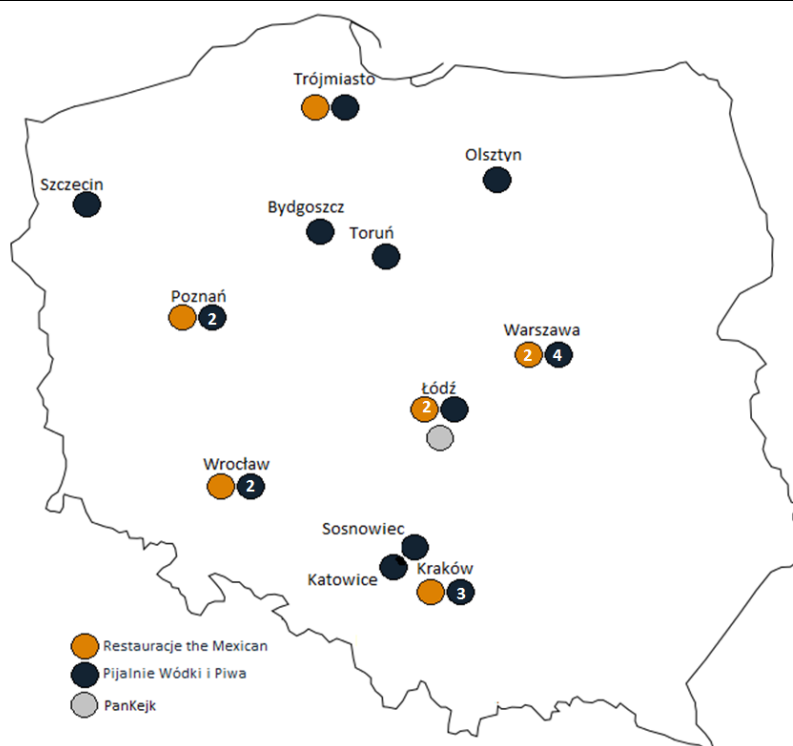
Idea segmentu bistro Pijalni Wódki i Piwa została sformułowana w oparciu o 1) proste menu bazujące na atrakcyjnych, stałych cenach alkoholi i zakąsek 2) swobodną, niezobowiązującą atmosferę i starannie dopracowany wystrój inspirowany czasami PRL-u 3) lokalizację przy ruchliwych ulicach centrów miast. Lokale typu bistro cieszą się rosnącą popularnością polskich konsumentów, a koncept wpisuje się w większe makro trendy, takie jak wzrost popularności konsumpcji alkoholu poza domem. Koncepcje bistro charakteryzują się niskimi nakładami inwestycyjnymi (nakłady inwestycyjne na lokal Pijalni Wódki i Piwa to ok. PLN 300k), a także wysoką rentownością i niskimi kosztami stałymi ze względu na 1) małą powierzchnię lokali, 2) mniejsze zatrudnienie (brak kuchni i dań przygotowywanych na miejscu), 3) sales mix złożony w znacznej większości z wysokomarżowej sprzedaży alkoholu i

napojów. Koncepcja bistro jest stosunkowo nowym pomysłem na polskim rynku. Istnieje duży potencjał rozwoju sieci tego typu. Poza Pijalniami Wódki i Piwa na rynku działa sieć Ministerstwo Śledzia i Wódki z 21 lokalami, Meta Seta Galareta (5 lokali), PRL Klub (2 lokale) oraz wiele pojedynczych lokali.

Potencjał segmentu bistro został również dostrzeżony przez konkurencję Grupy Mex. W maju 2016 r. rada nadzorcza Sfinksa wyraziła akceptację dotyczącą planów akwizycji marek gastronomicznych „Meta Seta Galareta”, „Meta Disco” i „Funky Jim”, które zarządzane są przez spółki Cafe Contact i Inwento.

PanKejk. Restauracja specjalizująca się w różnego typu naleśnikach – od tradycyjnych podawanych z białym serem i różnymi dodatkami, z mięsem, warzywami, aż po te nawiązujące do kuchni innych krajów Europy, smaków azjatyckich i amerykańskich. Oprócz naleśników w ofercie PanKejk można znaleźć sałatki, zupy desery oraz napoje (m.in. lemoniady, świeżo wyciskane soki, napoje alkoholowe). Obecnie grupa prowadzi jedną restaurację tego typu, która powstała w 2014 r., na miejscu zamkniętego Browar de Brasil, w łódzkim CH „Manufaktura”. Jest to świeży, perspektywiczny, charakteryzujący się niskimi cenami, koncept na polskim rynku, który można postrzegać jako połączenie historycznych barów mlecznych z nowoczesnymi restauracjami typu pizzerie itp. O atrakcyjności tego konceptu świadczy sukces naleśnikarni Manekin, która prowadzi już 10 lokali w całej Polsce, w tym od 2013 r. również w Warszawie.

Rysunek 5. Mex Polska: Sieć restauracji The Mexican i Pijalni Wódki i Piwa



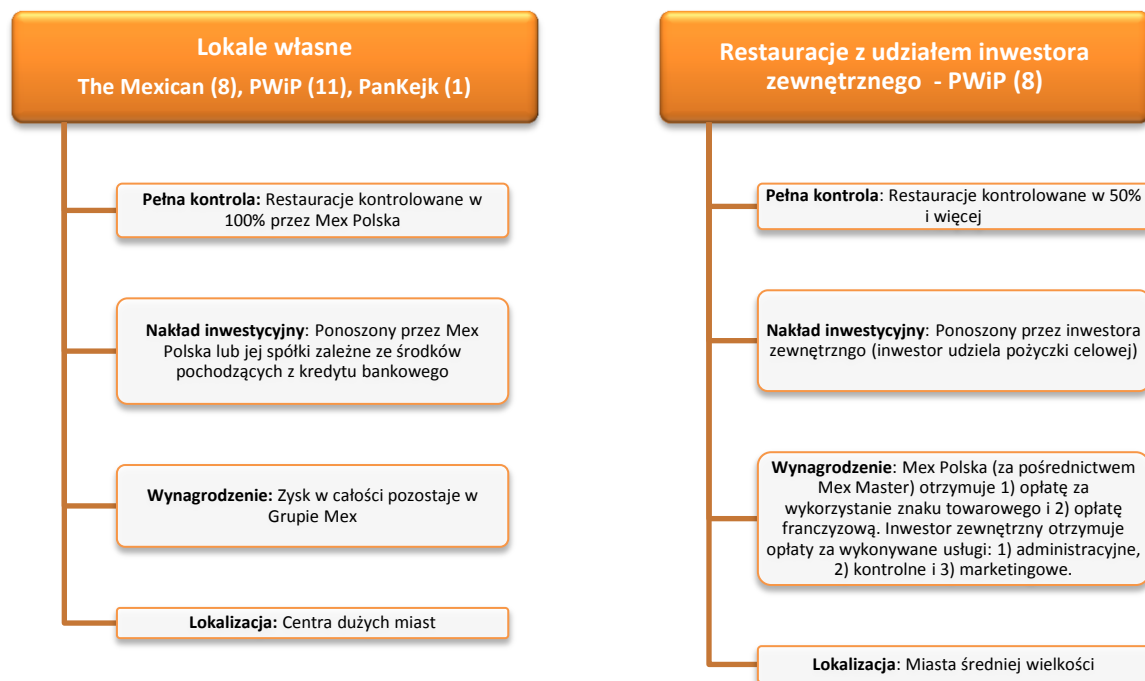
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

System zarządzania siecią

Na dzień 26.04.2016 r. Grupa Mex Polska zarządzała 28 lokalami w 2 systemach zarządzania:

1. Lokale własne oraz franczyzowe, w których spółka kontroluje 100% udziałów,
2. Lokale franczyzowe kontrolowane w 51% przez Mex.

Rysunek 6. Mex Polska: Systemy zarządzania restauracjami



Źródło: Spółka, Vestor DM

System franczyzowy z udziałem inwestora zewnętrznego. Model franczyzowy – typowy dla bistro Pijalnia Wódki i Piwa – został ukształtowany na gruncie problemów jakie spółka przechodziła w 2012 r. Zarząd widząc konieczność rozwoju sieci powołał spółkę Mex Master, która na mocy podpisanej w 2012 r. umowy masterfranczyzy zobowiązała się do rozwoju konceptu „Pijalnia Wódki i Piwa” z udziałem inwestorów zewnętrznych poprzez tworzenie z nimi spółek franczyzowych. W tym systemie franczyzowym z udziałem inwestora zewnętrznego, inwestor posiada 49% udziałów w spółce celowej, pozostałe 51% należy do Mex Master (spółki zależnej Mex Polska). Inwestor zewnętrzny odpowiada za zapewnienie 100% środków finansowych wymaganych do otwarcia lokalu (inwestor udziela pożyczki spółce celowej) i wstępny wybór lokalizacji. Pożyczka spłacana jest w pierwszej kolejności z wolnych przepływów pieniężnych generowanych przez lokal po jego otwarciu. Mex Master odpowiada za weryfikację lokalizacji (dokonywanej także przy konsultacji ze strategicznymi partnerami handlowymi), negocjację umów najmu, przeprowadzenie procesu adaptacji lokalu, rekrutację osób zarządzających oraz personelu i uruchomienie lokalu. Mex odpowiedzialny jest również za zapewnienie korzystnych warunków współpracy ze strategicznymi dostawcami produktów. W tym modelu Mex Polska otrzymuje od spółki celowej opłatę franczyzową i licencyjną za wykorzystanie znaku towarowego za pośrednictwem Mex Master, a inwestor prowadzi czynności administracyjne, kontrolne i marketingowe, za wykonywanie których otrzymuje wynagrodzenie. Wyżej wymienione opłaty są uzależnione od przychodów oraz wygenerowanego wyniku.

Główną zaletą modelu franczyzowego dla Grupy Mex jest brak ponoszonych nakładów inwestycyjnych na otwarcie nowej lokalizacji przy jednoczesnym zachowaniu kontroli nad spółką i lokalem, nawet w przypadku chęci inwestora wycofania się ze współpracy. Spółka nie ponosi również żadnego ryzyka związanego z inwestycją – bistro otwierane są poprzez spółki celowe, poprzez które m.in. wynajmowany jest lokal. Jeżeli lokalizacja nie sprawdzi się, a w efekcie generowanych strat spółka utraci płynność, Mex może ogłosić jej upadłość bez

negatywnego wpływu na działalność Grupy (ponieważ inwestycja była finansowana w całości ze środków inwestora zewnętrznego).

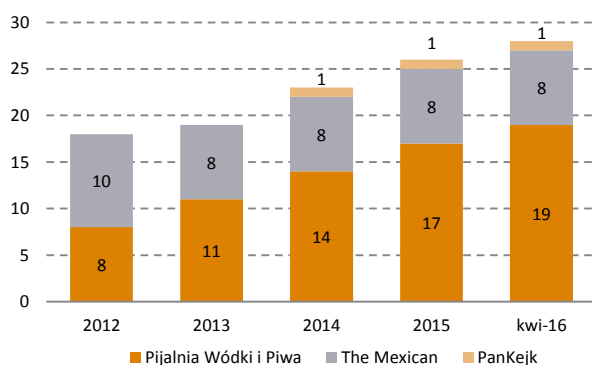
Tabela 10. Korzyści systemu franczyzowego Mex

Zalety dla Grupy Mex	Zalety dla inwestora zewnętrznego
- Pełna kontrola nad lokalami franczyzowymi dzięki większościowemu udziałowi w spółce celowej - Gotowe propozycje lokalizacji - Finansowanie otwarć ze środków inwestora zewnętrznego - Brak ryzyka inwestycyjnego w efekcie braku zaangażowania środków własnych oraz pełną realizację inwestycji poprzez celową spółkę z.o.o.	- Krótki okres odzyskiwania zaangażowanych środków (historycznie do 1 roku) - Brak opłat franczyzowych w okresie zwrotu nakładów inwestycyjnych (pożyczki) - Finansowanie części wyposażenia lokalu przez partnerów Mex

Źródło: Vestor DM

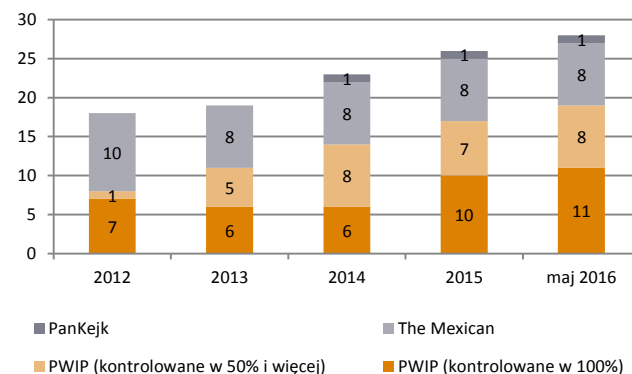
Restauracje własne oraz franczyzowe ze 100% udziału Mex Polska. Koncepcja rozwoju sieci restauracji własnych zaczęła być kontynuowana wraz z odzyskaniem płynności finansowej, którą Grupa postanowiła wykorzystać w celu zwiększania rentowności zarządzanych przez siebie restauracji. W efekcie w 2015 r. Mex Polska odkupiła udziały w pięciu spółkach zarządzających lokalami PWiP, funkcjonujących do tej pory w systemie franczyzowym z udziałem inwestora zewnętrznego. Koncepcja Pijalni Wódki i Piwa w formie lokali własnych będzie rozwijana w najlepszych lokalizacjach, w dużych miastach. Inwestycje realizowane będą przy użyciu finansowania zewnętrznego – kredytów bankowych.

Wykres 1. Liczba restauracji w latach 2012 - kwiecień 2016 r.



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 2. Restauracje w podziale na system zarządzania (kwiecień 2016 r.)



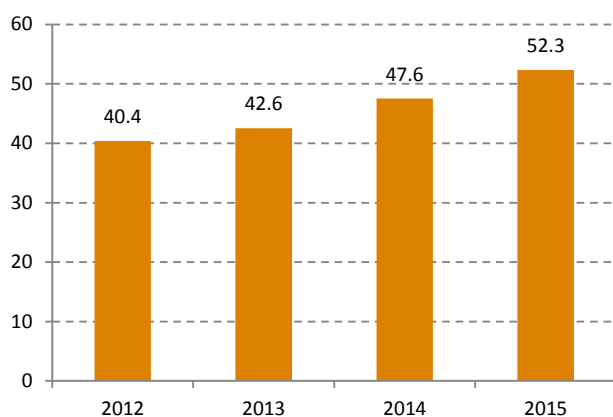
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wyniki finansowe 2012-2015

Przychody. Spółka generuje 2 rodzaje przychodów: przychody gastronomiczne generowane przez restauracje oraz przychody wynikające z realizacji wolumenów sprzedaży na podstawie umów o współpracy z głównymi dostawcami. Przychody spółki w 2015 r. wyniosły PLN 52.3m (wzrost 10% r/r), co w głównej mierze jest efektem rozwoju sieci lokali: w 2015 r. sieć powiększyła się o 3 nowe podmioty, zarządzane w systemie franczyzy z udziałem inwestora zewnętrznego. Zwracamy uwagę, że 2014 r. uwzględnia przychody restauracji Kameralna i Browar de Brasil w kwocie PLN 2.9m, z działalności których spółka wycofała się z końcem 2014 r. Wyłączając tę wartość spółka zanotowała wzrost sprzedaży o 17.1% r/r.

Wykres 3. Przychody w latach 2012-2015

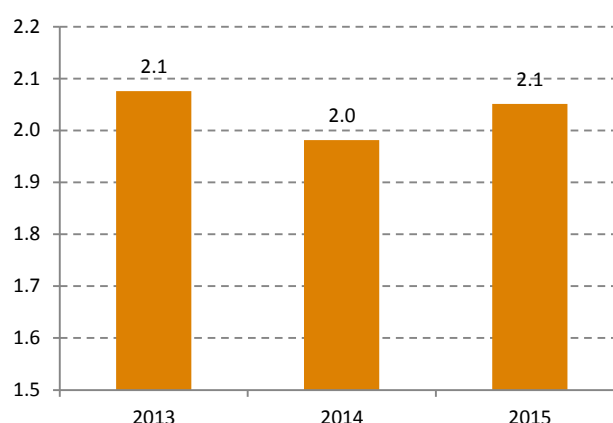
PLNm



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 4. Średnie przychody na restaurację w latach 2013-2015

PLNm



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Rentowność. Największą grupę kosztów Mex Polska stanowią koszty materiałów i energii, w skład których wchodzi zużycie materiałów spożywczych i alkoholi. Łączna wartość zużytych materiałów i energii w 2015 r. wynosiła PLN 22m i stanowiła 42% wartości sprzedaży. Kolejną grupą pod względem wielkości kosztów były wynagrodzenia w wysokości PLN 12.5m oraz koszty usług obcych, które wyniosły PLN 10m (19.3% wartości sprzedaży).

Tabela 11. Koszty rodzajowe Mex Polska w 2015 r.

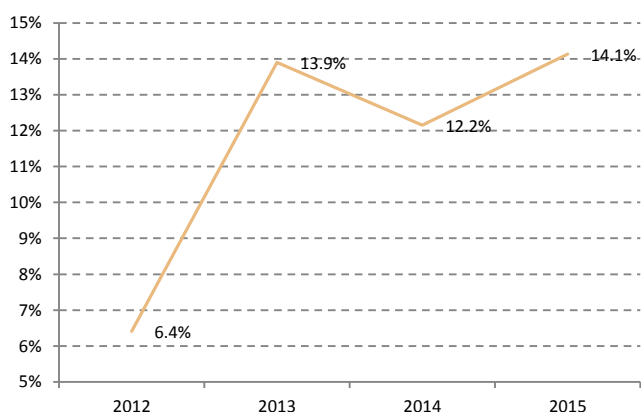
Rodzaj kosztów	% sprzedaży
Zużycie materiałów i energii	42.0%
Wynagrodzenia	23.8%
Usługi obce	19.3%
Pozostałe	7.6%

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

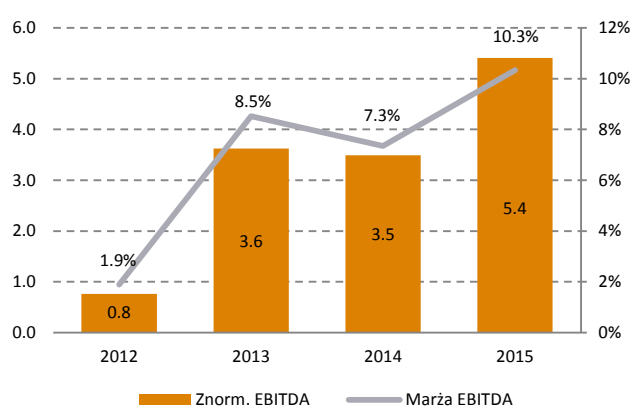
W latach 2012-2014 w wyniku działań restrukturyzacyjnych wyniki spółki były obciążone przez zdarzenia jednorazowe jak. np. PLN 3.8m odpisu aktualizującego nakłady na klub Bedroom i restaurację Browar de Brasil.

Rok 2015 r. był i pierwszym pełnym okresem obrotowym po zakończonej restrukturyzacji, gdzie widoczne były efekty likwidacji nierentownych lokali gastronomicznych. W 2015 r. Mex Polska wygenerowała znorm. EBITDA na poziomie PLN 5.4m vs. PLN 3.5m w 2014 r. Znrm. marża EBITDA wyniosła w 2015 r. 10.3% vs. 7.3% w 2014 r. Na wzrost rentowności spółki wpływ miało przejęcie udziałów w 4 spółkach franczyzowych zarządzających lokalami Pijalni Wódki i Piwa i przejście na formułę 100% własności, a także wyższy udział w sprzedaży sieci bistro, która jest najbardziej rentowną koncepcją grupy.

Wykres 5. Rentowność brutto ze sprzedaży



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

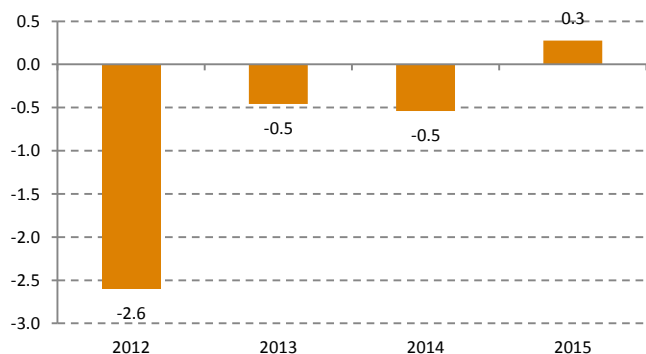
Wykres 6. Rentowność znorm. EBITDA w latach 2012-2015
PLNm, %


Źródło: Dane spółki, Vestor DM

W roku 2012 r. Grupa Mex odnotowała wysokie koszty finansowe netto w kwocie PLN 2.6m związane przede wszystkim z upadłością spółki Alterco. Aktualizacja wartości obligacji Alterco wyniosła PLN 1.67m i obciążyła wyniki 2012 r. Znorm. zysk netto w 2015 r. wyniósł PLN 3.0m wobec PLN 1.4m w 2014 r. (marża 5.7% vs 2.9%). Poza dokonanyymi odpisami aktualizującymi wartość nakładów inwestycyjnych, zysk netto w 2014 r. był obciążony stratą na działalności zaniechanej w wysokości PLN 0.9m, głównie z tytułu odpisów związanych z restauracją Kameralna zarządzaną przez spółkę ASE, której udziały grupa sprzedała w 2015 r.

Wykres 7. Koszty finansowe netto lat 2012-2015.

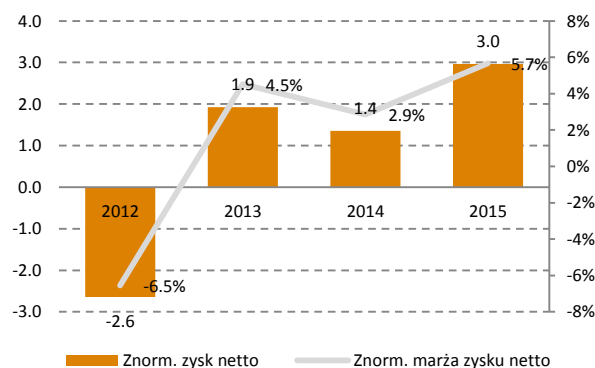
PLNm



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 8. Znorm. zysk netto i marża netto w latach 2012-2015.

PLNm



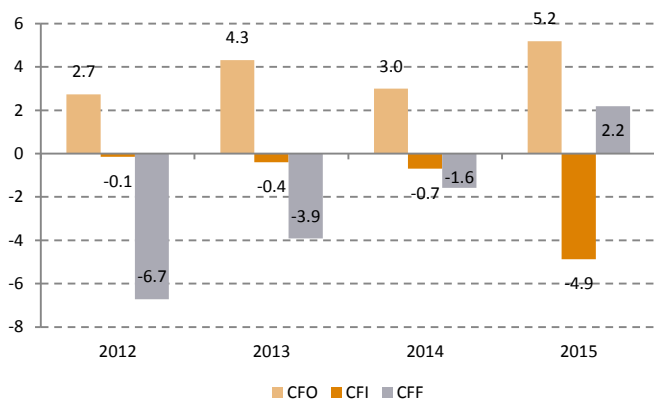
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Przepływy operacyjne. Przepływy z działalności operacyjnej w 2015 r. wyniosły PLN 5.2m i były o 73% wyższe niż w 2014 r. (PLN 3.0). Spółka efektywnie zarządza kapitałem obrotowym o czym świadczy ujemny cykl konwersji gotówki na poziomie - 8 dni w 2015 r. Należności handlowe wyniosły w 2015 r. PLN 0.9m i wynikały głównie z tytułu umów o współpracy handlowej z dostawcami. Zobowiązania handlowe w wysokości PLN 2.8m stanowią natomiast kredyty kupieckie, jakie spółki celowe posiadają u swoich dostawców. W 2015 r. Mex zanotował dodatnie przepływy pieniężne z działalności finansowej w wysokości PLN 2.2m (vs PLN - 1.6m w 2014 r. i PLN - 3.9m w 2013 r.), na co wpływ miało otrzymanie kredytów i pożyczek w wysokości PLN 4.1m w 2015r. (vs. PLN 1.1m w 2014 r.). Ze względu na odkup udziałów w 4 podmiotach zależnych prowadzących Pijalnie Wódki i Piwa (Mex Bistro I, Mex

Bistro II, Mex Bistro V i Mex Bistro IX) spółka odnotowała w 2015 r. wysokie ujemne przepływy z działalności inwestycyjnej w wysokości PLN 4.9m.

Wykres 9. Przepływy pieniężne w latach 2012-2015

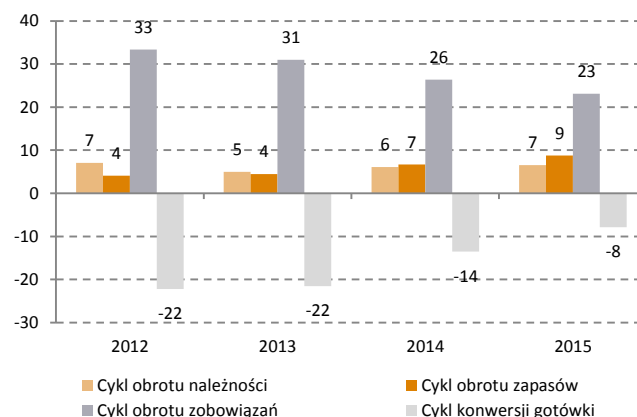
PLNm



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

Wykres 10. Cykl konwersji gotówki w latach 2012-2015

w dniach

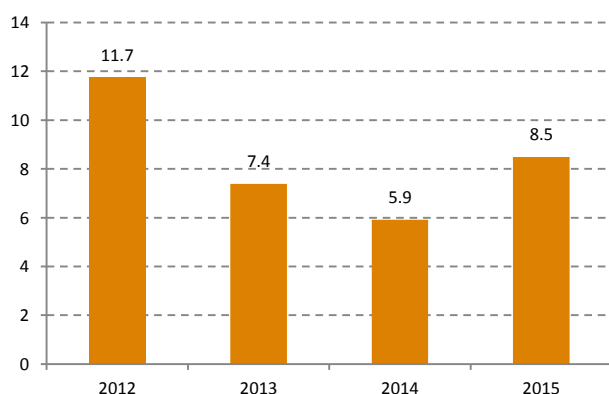


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

Zadłużenie. Całkowita wartość zadłużenia spółki na koniec 2015 r. wynosiła PLN 8.5m i była o 43% wyższa niż 2014 r. (PLN 5.9m). Wzrost długu był spowodowany zaciągnięciem kredytu inwestycyjnego na kwotę PLN 3m z przeznaczeniem na zakup udziałów w 4 spółkach Mex Bistro. Zadłużenie spółki na koniec 2015 r. składało się przede wszystkim ze zobowiązania z tytułu umowy pożyczki od osób fizycznych (PLN 3.5m), zobowiązania z tytułu kredytów bankowych (PLN 4.4m) oraz pozostałych zobowiązań finansowych, do których należą zobowiązania z tytułu leasingu finansowego w wysokości PLN 0.5m. W celu ograniczenia ryzyka braku spłaty zobowiązań spółka dokonała restrukturyzacji posiadanego zadłużenia, polegającej na obniżeniu oprocentowania kredytu mBank i pożyczki od osoby fizycznej oraz na wydłużeniu terminów ich spłaty.

Wykres 11. Dług brutto w latach 2012-2015

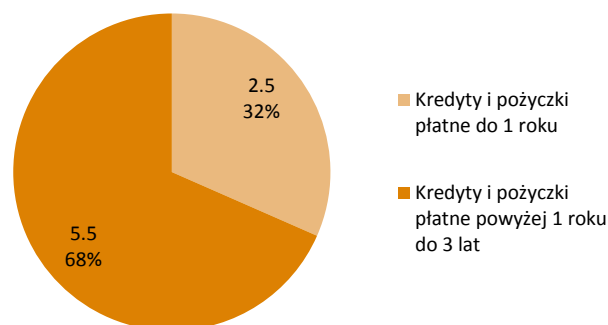
PLNm



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 12. Struktura zadłużenia na koniec 2015 r.

PLNm, %



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wyniki finansowe 1Q2016

- Przychody w 1Q2016 wyniosły PLN 12.6m (wzrost 7.9% r/r).
- Zysk brutto ze sprzedaży w 1Q2016 wyniósł PLN 1.7m (marża 13.5% vs 15.1% w 1Q2015), a koszty ogólnego zarządu i sprzedaży wyniosły PLN 0.9m (spadek 9.6% r/r).
- Znorm. EBITDA wyniosła PLN 1.2m (marża 9.5% vs. 9.5% rok wcześniej), a EBIT PLN 0.8m (marża 6.4% vs. znorm. marża EBIT 6.3% w 1Q2015).
- Zysk netto był równy PLN 0.7m (spadek 39.4% r/r), a znorm. zysk netto w wysokości PLN 0.6m (wzrost 44% r/r).
- Na spadek wyników r/r wpływ miały występujące w 1Q2015 zdarzenia jednorazowe: 1) zwrot podatku VAT w wysokości PLN 0.2m, 2) PLN 0.7m z tytułu sprzedaży udziałów w spółce ASE. Ponadto na wyniki spółki wpływ miał spadek przychodów związany z okresem Świąt Wielkanocnych, które w 2016 r. miały miejsce w 1Q, a w 2015 r. w 2Q.

Tabela 12. Mex Polska: Wyniki finansowe 1Q2016

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	% r/r	% kw/kw
Przychody	11.6	12.6	14.6	13.5	12.6	7.9%	-6.9%
EBIT	1.0	0.9	1.4	0.8	0.8	-15.0%	5.1%
EBIT znorm.*	0.7	0.9	1.7	0.6	0.8	9.8%	42.4%
EBITDA	1.3	1.4	1.8	1.1	1.2	-9.3%	5.1%
EBITDA znorm.*	1.1	1.4	2.0	0.9	1.2	8.3%	27.8%
Zysk netto	1.2	0.7	1.3	1.0	0.7	-39.4%	-27.1%
Znorm. zysk netto**	0.4	0.6	1.2	0.8	0.6	44.0%	-30.5%
Marża EBITDA znorm.	9.5%	10.8%	13.8%	6.9%	9.5%		
Marża EBIT znorm.	6.3%	7.5%	11.3%	4.2%	6.4%		
Marża zysku netto znorm.	3.3%	4.6%	8.3%	5.9%	4.4%		

*EBITDA znormalizowana o straty PLN 0.2m z odzyskanego podatku VAT w 1Q15; ** Zysk netto znormalizowany o uzyskany przychody finansowe w 1Q15 z tytułu sprzedaży udziałów w spółce ASE (zarządzającej restauracją Kameralna) na kwotę PLN 0.7m, zwrot podatku VAT o wartości PLN 0.2m oraz odchylenia od 19% stawki podatkowej;

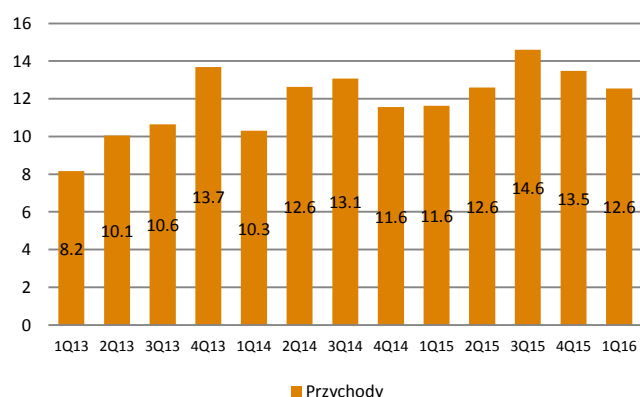
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Przychody i rozwój sieci restauracji

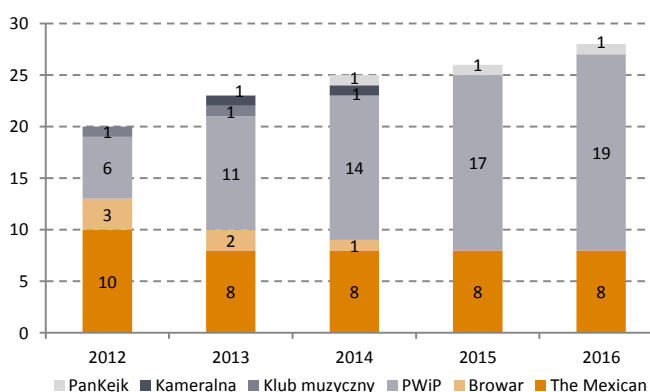
Przychody w 1Q2016 wyniosły PLN 12.6m vs. PLN 11.6m w 1Q2015 (wzrost 7.9% r/r). Na wzrost przychodów miał wpływ wzrost liczby lokali Pijalnia Wódki i Piwa z 14 na koniec 1Q2015 do 19 w 1Q2016. Ponadto na wyniki wpływ miały Święta Wielkanocne, które w 2016 r. miały wpływ na wyniki pierwszego kwartału, natomiast w 2015 r. drugiego kwartału. Spółka szacuje, że obroty w 1Q2016 byłyby wyższe o ok. PLN 0.4m, gdyby nie wystąpienie Świąt Wielkanocnych. Dodatkowo wyższy byłby wynik EBIT o ok. PLN 0.15m oraz zysk netto o ok. PLN 0.12m.

Wykres 13. Przychody w okresie 1Q2013-1Q2016

PLNm



Wykres 14. Liczba restauracji w latach 2013 - kwiecień 2016*



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

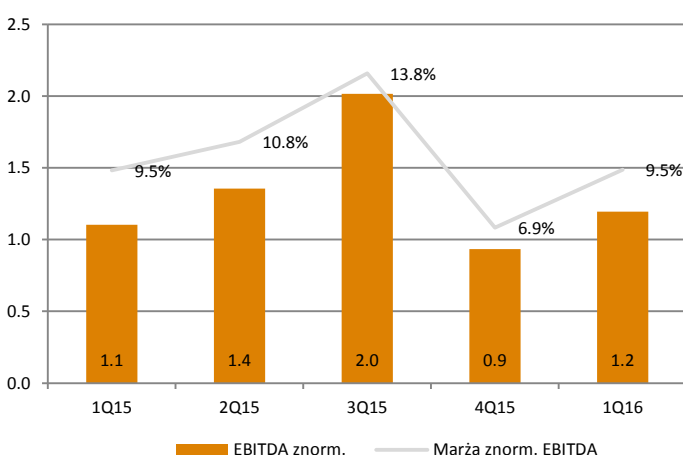
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM; * dane na koniec grudnia lat 2012-2015 oraz koniec kwietnia 2016 r.

Rentowność

Zysk brutto ze sprzedaży w 1Q2016 wyniósł PLN 1.7m (marża 13.5% vs 15.1% w 1Q2015), a koszty ogólnego zarządu i sprzedaży wyniosły PLN 0.9m (spadek 9.6% r/r). Znrm. EBITDA wyniosła PLN 1.2m (marża 9.5% vs. znrm. marża EBITDA 9.5% rok wcześniej), a znrm. EBIT PLN 0.8m (marża 6.4% vs. znrm. marża EBIT 6.3% w 1Q2016). Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły w 1Q2016 PLN 0.1m vs PLN 0.2m (głównie w wyniku odzyskania podatku VAT) w 1Q2015. Koszty finansowe netto wyniosły w 1Q2016 PLN -0.1 (vs PLN 0.6 w 1Q2015). Nie uwzględniając zmian w strukturze grupy kapitałowej w 1Q2015 (przychód finansowy na kwotę PLN 0.7m), koszty finansowe netto wyniosłyby PLN -0.2 i byłyby porównywalne r/r. Zysk netto zaraportowany osiągnął poziom PLN 0.7m (spadek 39.4% r/r), a znrm. zysk netto PLN 0.6m (wzrost 44% r/r).

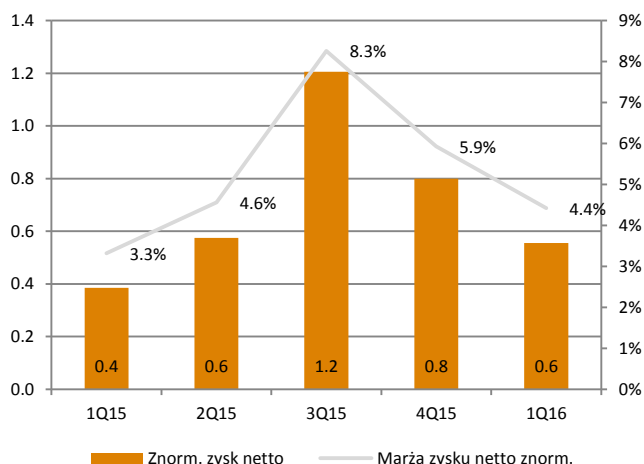
Wykres 15. Znrm. EBITDA oraz marża EBITDA w okresie 1Q2015-1Q2016.

PLNm



Wykres 16. Znrm. zysk netto oraz marża netto w okresie 1Q2015-1Q2016.

PLNm



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Przepływy operacyjne i zadłużenie

Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły PLN 0.5m vs. PLN 1.4m w 1Q2015. Ich spadek był spowodowany głównie zmianą stanu zobowiązań do PLN -0.7 w 1Q2016 vs PLN 0.6m w 1Q2015. Przepływy z działalności inwestycyjnej wyniosły PLN -0.6m i wynikały głównie z poniesienia przez spółkę wydatków inwestycyjnych w związku z otwarciem Pijalni Wódki i Piwa w Warszawie przy ul. Parkingowej/Nowogrodzkiej. Dług netto na koniec 1Q2016 wyniósł PLN 3.2m vs. PLN 2.8m na koniec 4Q2015 i PLN 1.0m na koniec 1Q2015. Wskaźnik dług netto/12mEBITDA wzrósł do poziomu 0.6x w 1Q2016 z 0.5x na koniec 4Q15.

Podsumowanie

Znormalizowane wyniki 1Q2016 charakteryzują się znacznym wzrostem sprzedaży oraz rentowności w ujęciu r/r. Zwracamy uwagę, że na wyniki okresu porównywalnego 2015 r. wpływ miały zdarzenia jednorazowe: zwrot podatku VAT oraz przychody finansowe ze zbycia udziałów w spółce ASE. Ponadto na wyniki spółki wpływ miał spadek przychodów związany z okresem Świąt Wielkanocnych, które w 2016 r. miały miejsce w 1Q, a w 2015 r. w 2Q.

Strategia

W styczniu 2016 r. Mex opublikował długoterminową strategię rozwoju, której głównymi elementami są:

- Koncentracja na rozwoju konceptu „Pijalnia Wódki i Piwa”, przede wszystkim w oparciu o inwestycje własne oraz w ramach systemu franczyzowego z inwestorem zewnętrznym. Zwiększenie liczby lokali gastronomicznych z 17 na koniec 2015 r. do 34 na koniec 2019 r.
- Możliwe powiększenie również sieci The Mexican z 8 do 16 na koniec 2019 r., przy znalezieniu wyjątkowo korzystnych warunków lokalizacyjnych.
- Nowe lokale rozwijane będą poprzez system własny oraz poprzez formułę we współpracy z inwestorami zewnętrznymi (49% udziału franczyzobiorcy i 51% udziału Mex Master).
- Wzrost przychodów ze sprzedaży do min. PLN 80m w 2019 r. z PLN 52.3m w 2015 r.
- Osiągnięcie ROI z inwestycji w nowe punkty gastronomiczne na poziomie nie niższym niż 30%. Oczekiwany okres zwrotu z nowo otwieranych lokali nie powinien być dłuższy niż rok w przypadku Pijalni Wódki i Piwa i 3 lata dla The Mexican.
- Obniżenie kosztów ogólnego zarządu w kolejnych latach z 8% od obrotu do 6%.
- Wypracowanie zysków pozwalających na wypłatę dywidendy na poziomie nie niższym niż DY 5%.

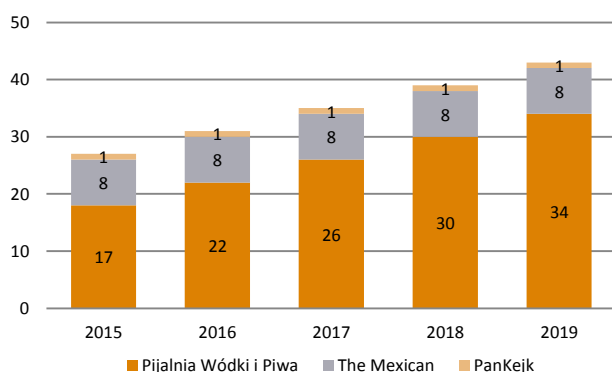
**Wzrost organiczny
głównie poprzez rozwój
konceptu Pijalnia Wódki i
Piwa**

W swojej strategii Mex Polska założył dwa warianty:

1. Stabilnego rozwoju – rozwój jedynie w segmencie Pijalnia Wódki i Piwa, w tempie 4 nowe lokale rocznie.
2. Pełnego rozwoju - poza rozwojem Pijalni Wódki i Piwa zakłada rozwój konceptu The Mexican w tempie 2 nowe lokale rocznie.

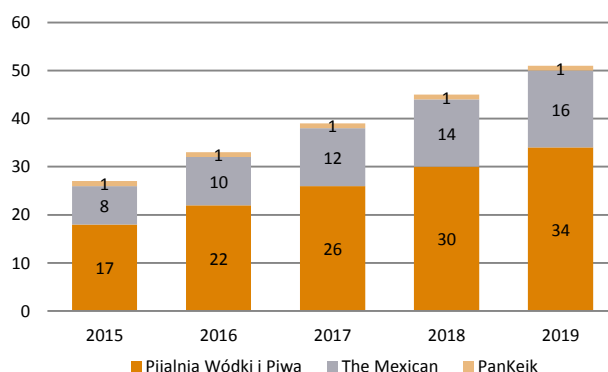
Zwracamy uwagę, iż w swoich prognozach spółka nie uwzględniła rozwoju konceptu naleśnikarni PanKejk, który dobrze przyjął się w bardzo wymagającej lokalizacji w Łodzi, a spółka z dużym prawdopodobieństwem postawi na jej rozwój w innych miastach. Dodatkowo spółka deklaruowała w strategii rozwój sieci poprzez otwarcia w formule własnej, lecz nie ujęła skutków tych otwarć w prognozach.

Wykres 17. Wariant nr I – Koncepcja stabilnego rozwoju



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 18. Wariant nr II – Koncepcja pełnego rozwoju



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Pijalnia Wódki i Piwa. Głównym motorem wzrostu dla spółki ma być w najbliższych latach rozwój sprawdzonego konceptu bistro Pijalnia Wódki i Piwa, przy czym we współpracy z inwestorem zewnętrznym będą otwierane lokale przede wszystkim w średniej wielkości miastach, (powyżej 100tys. mieszkańców). W szczególnie atrakcyjnych lokalizacjach dużych

miast spółka zamierza rozwijać koncept inwestycji własnej przy zaangażowaniu finansowania kredytowego, co - w ocenie spółki – przełoży się na wzrost wyników w przyszłości w stosunku do tych rozwijanych we współpracy z franczyzobiorcą. Z uwagi na szybki okres zwrotu zainwestowanego kapitału, tj. do 1 roku, Mex Polska nie ma problemu ze znalezieniem partnera finansowego. Już od początku 2016 r. spółka otworzyła 2 lokale bistro, w tym jeden jako inwestycję własną. Wymagania powierzchniowe potrzebne dla otwarcia lokalu Pijalni Wódki i Piwa wynoszą ok. 70m² - 100m². Nakłady inwestycyjne to kwota rzędu PLN 250-600tys. Projekt rozwoju konceptu będzie przebiegał dla spółki bezinwestycyjnie, tj. ze środków poszczególnych inwestorów lub udzielonych kredytów w przypadku restauracji samodzielnej.

The Mexican. W modelu pełnego rozwoju Mex Polska zakłada również rozwój konceptu The Mexican przy zaangażowaniu głównie środków finansowych z kredytu. Kwota jaką spółka zamierza przeznaczyć na ten cel to łącznie ok. PLN 7m. Otwarcie jednej restauracji The Mexican wymaga zaangażowania dużo wyższych środków rzędu PLN 0.8-1.2m, co wydłuża okres zwrotu nakładów do 3 lat, a tym samym staje się mniej atrakcyjny dla inwestorów zewnętrznych. Mex Polska planuje rozwój restauracji jedynie w przypadku znalezienia szczególnie atrakcyjnych lokalizacji. Stała liczba lokali The Mexican od 2013 r. pokazuje jednak, że spółka przesunęła rozwój konceptu na dalszy plan.

PanKejk. Mex Polska rozwija koncept PanKejk od 2014 r., w łódzkim CH Manufaktura. Restauracja zyskała dużą popularność, a koncept po niemal dwóch latach testów został przez spółkę uznany za sprawdzony w efekcie czego z dużym prawdopodobieństwem nastąpi dalszy jego rozwój. Średni nakład inwestycyjny konieczny do otwarcia restauracji PanKejk to ok. PLN 800tys.

łącznie do 2019 r. spółka zamierza zarządzać 34 lokalami Pijalnia Wódki i Piwa oraz w 8 lub 16 restauracjami The Mexican, odpowiednio w koncepcie stabilnego lub pełnego rozwoju. W opinii zarządu pojemność rynku dla obu konceptów jest duża i nie występuje ryzyko nasycenia rynku, w związku z czym docelowo w Polsce, przy zachowaniu obecnego poziomu rentowności, może funkcjonować ok. 50 Pijalni Wódki i Piwa oraz ok. 30 restauracji The Mexican.

Zauważamy jednak, że z uwagi na brak informacji o formacie PanKejk oraz otwarciach własnych bardzo możliwe są kolejne modyfikacje strategii i prognoz.

Tabela 13. Mex Polska: Wariant rozwoju I – prognozy zarządu

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	2016	2017	2018	2019
Otwarcia				
PWiP	5	4	4	4
The Mexican	0	0	0	0
PanKejk	0	0	0	0
 Przychody	58.4	65.9	73.5	81.0
Koszty działalności operacyjnej	52.8	59.5	66.3	73.1
Zysk ze sprzedaży	5.7	6.4	7.2	7.9
EBIT	5.6	6.4	7.1	7.9
Zysk brutto	5.2	6.0	6.7	7.5
Zysk netto	4.2	4.8	5.5	6.1
 EBITDA	7.3	8.1	8.9	9.7
Dług	4.2	2.6	0.9	0.1
Dług/EBITDA	0.6	0.3	0.1	0.0

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Tabela 14. Mex Polska: Wariant rozwoju II – prognozy zarządu
Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

	2016	2017	2018	2019
Otwarcia				
PWiP	5	4	4	4
The Mexican	2	2	2	2
Pankejk	0	0	0	0
Przychody	60.3	71.5	82.8	94.1
Koszty działalności operacyjnej	54.5	64.6	74.8	84.9
Zysk ze sprzedaży	5.8	6.9	8.0	9.1
EBIT	5.8	6.9	8.0	9.1
Zysk brutto	5.4	6.5	7.6	8.7
Zysk netto	4.4	5.2	6.1	7.0
EBITDA	7.6	8.9	10.2	11.5
Dług	5.6	5.0	3.9	3.3
Dług/EBITDA	0.7	0.6	0.4	0.3

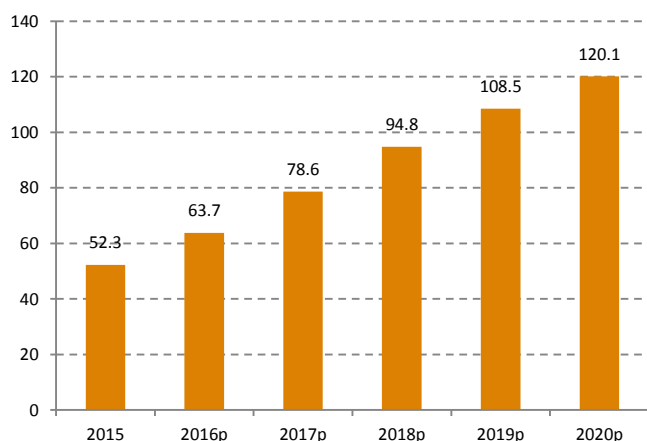
Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Prognozy finansowe

Rozwój sieci restauracji. Głównym motorem wzrostu wyników spółki będzie rozwój sieci Pijalni Wódki i Piwa. Oczekujemy, że spółka otworzy 5 lokali w 2016p, 6 lokali w 2017p i 6 lokali w 2018p. Zakładamy, że 2 nowe lokale rocznie kontrolowane będą w 100% przez spółkę, a reszta otwarć realizowana będzie z udziałem inwestora zewnętrznego. Dodatkowo po sprawdzeniu tego konceptu w lokalizacji w Łodzi zakładamy 1 otwarcie konceptu PanKejk w 2016 r. oraz po 2 w 2017 i 2018 r. Oczekujemy, że średnie przychody punktów Pijalni Wódki i Piwa wzrosną o 3.2% w 2016p, a następnie będą spadały w tempie 0.4% w 2017p i 1.2% w 2018p z uwagi na oczekiwany rozwój sieci franczyzowej poza głównymi polskimi miastami, w których naszym zdaniem, lokale generować będą niższą sprzedaż niż obecna sieć spółki. W sieciach The Mexican oraz PanKejk zakładamy średnioroczny wzrost przychodów restauracji porównywalnych o 1.7% w okresie 2016-2018p. Prognozujemy przychody w latach 2016-2018p na poziomie odpowiednio, PLN 63.7m (21.8% wzrostu r/r, 9% powyżej prognozy zarządu), PLN 78.6m (23.4% wzrostu r/r, 19% powyżej prognozy zarządu) i PLN 94.8m (20.5% wzrostu r/r, 29% powyżej prognozy zarządu).

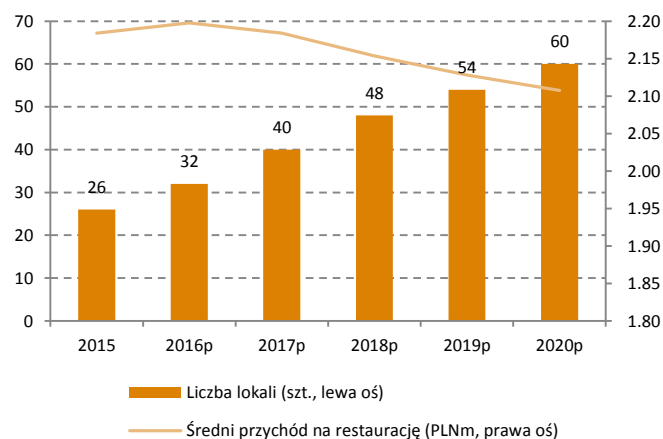
Wykres 19. Przychody w latach 2015-2020p

PLNm



Wykres 20. Liczba restauracji oraz średni przychód w latach 2015-2020p

PLNm, szt.



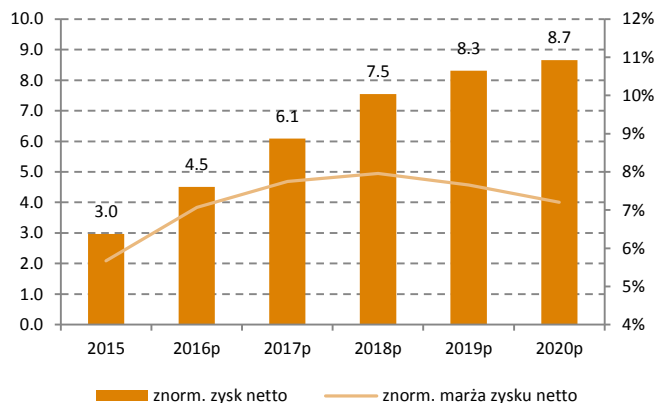
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Rentowność. Prognozujemy wzrost EBITDA restauracji z PLN 8.9m w 2015 r. (marża 16.9%) do PLN 11.3m w 2016p (marża 17.7%), PLN 13.5m w 2017p (17.2%) i PLN 15.9m w 2018p (16.8%). Oczekiwany przez nas wzrost rentowności operacyjnej spółki w latach 2016-2017p wynika głównie z korzystniejszego sales mixu – zakładamy dynamiczny wzrostu sieci Pijalni Wódki i Piwa, która jest najwyżej rentownym konceptem grupy, szczególnie w formule restauracji własnych. Oczekujemy, że koszty ogólnego zarządu i sprzedaży będą rosły w tempie 5.4% w 2016p i 4.3% rocznie w latach 2017-2018p oraz wyniosą odpowiednio PLN 3.8m, PLN 3.9m i PLN 4.1m. Prognozujemy EBITDA spółki w latach 2016-2018p na poziomie PLN 7.5m, PLN 9.6m i PLN 11.8m. Przy kosztach finansowych netto w latach 2016-2018p na poziomie PLN -0.4m, PLN -0.3m oraz PLN -0.3m prognozujemy zysk netto w latach 2016-2018p na poziomie PLN 4.8m (14% powyżej prognozy zarządu), PLN 6.4m (33% powyżej prognozy zarządu) oraz PLN 7.5m (38% powyżej prognozy zarządu).

Wykres 21. Znrm. zysk netto oraz znrm. marża netto w latach 2015-2020p

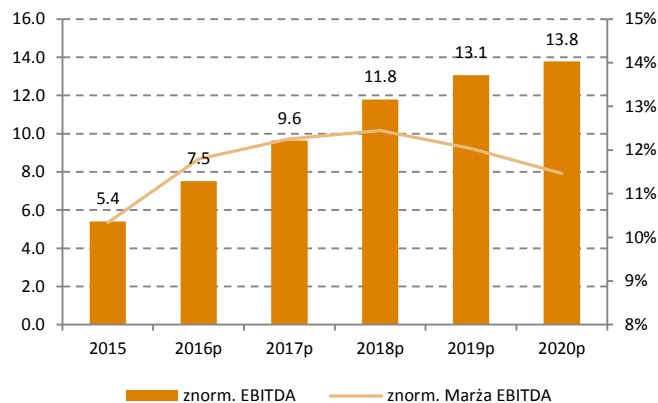
PLNm



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 22. Znrm. EBITDA oraz znrm. marża EBITDA w latach 2015-2020p

PLNm



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Tabela 15. Prognozy finansowe na lata 2016-2020p

Prognozy spółki	2016	2017	2018	2019	2020
Przychody	58.4	65.9	73.5	81.0	
EBIT	5.64	6.36	7.14	7.90	
EBITDA	7.29	8.11	8.92	9.70	
Zysk netto	4.2	4.8	5.5	6.1	
Liczba otwarć	5	4	4	4	
Dług/EBITDA	0.6	0.3	0.1	0.0	
Prognozy Vestor DM	2016	2017	2018	2019	2020
Przychody	63.7	78.6	94.8	108.5	120.1
EBIT	5.9	7.9	9.6	10.5	11.0
EBITDA	7.5	9.6	11.8	13.1	13.8
Zysk netto	4.8	6.4	7.5	8.3	8.7
Liczba otwarć	6	8	8	6	6
Dług/EBITDA	1.1	0.7	0.6	0.5	0.4
Vestor DM vs. prognozy spółki	2016	2017	2018	2019	2020
Przychody	9%	19%	29%	34%	
EBITDA	3%	19%	32%	35%	
Zysk netto	14%	33%	38%	37%	

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Zadłużenie i przepływy pieniężne. Prognozujemy przepływy operacyjne w latach 2016-2018p na poziomie PLN 6.9m, PLN 8.7m oraz PLN 10.2m. Przy założeniu rozwoju spółki w segmencie Pijalni Wódki i Piwa na poziomie 5 nowych restauracji w 2016p, 6 w 2017p i 6 w 2018p (w tym 2 nowe otwarcia lokali rocznie w 100% kontrolowane przez spółkę i reszta otwarć realizowana z udziałem inwestora zewnętrznego) oraz otwarciu 1 nowego lokalu PanKejk w 2016p i po 2 rocznie w 2017 i 2018 r., oraz przy założeniu początkowych nakładów koniecznych do otwarcia nowego lokalu PWIP w wysokości PLN 300k, prognozujemy całkowite nakłady inwestycyjne na poziomie PLN 2.7m w 2016p, PLN 3.7m w 2017p oraz PLN 3.7m w 2018p. Prognozujemy przepływy z działalności finansowej w latach 2016-2018p na poziomie odpowiednio PLN -3.5m, PLN -4.0m oraz PLN -4.7m.

Tabela 16. Przepływy pieniężne w latach 2015-2020p.

	2015	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Zysk brutto	4.4	5.6	7.5	9.3	10.3	10.7
Podatek dochodowy	-0.3	-0.7	-1.1	-1.8	-1.9	-2.0
Amortyzacja	1.5	1.6	1.8	2.2	2.5	2.8
Zmiany w kapitale obrotowym	-0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
Inne zmiany	-0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
Przepływy z działalności operacyjnej	5.2	6.9	8.7	10.2	11.3	11.9
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-0.7	-2.7	-3.7	-3.7	-3.2	-3.4
Inne przepływy inwestycyjne	-4.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4.9	-2.6	-3.6	-3.7	-3.1	-3.3
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	2.2	-0.6	-0.8	-0.5	-0.4	-0.1
Odsetki zapłacone	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
Dywidendy	0.0	-2.5	-2.9	-3.8	-4.5	-5.0
Pozostałe przepływy	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	2.2	-3.5	-4.0	-4.7	-5.2	-5.4
Zmiana gotówki	2.5	0.8	1.1	1.9	2.9	3.2

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Rynek usług gastronomicznych

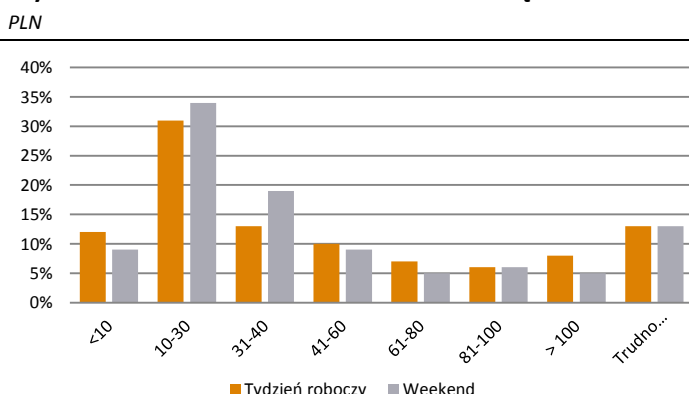
Wartość rynku HoReCa szacowana na PLN 28.4mld w 2014 r.

Wartość rynku HoReCa (rynek usług hotelarsko-gastronomicznych) według GfK wzrosła w 2014 r. o prawie 6% do PLN 28.4mld, podczas gdy liczba wszystkich punktów gastronomicznych w Polsce wzrosła w 2014 r. o 2% do 67 380. Liczba punktów HoReCa zanotowała wzrost o 2.5%, przy czym w segmencie restauracji był to wzrost o 3%, a segmencie pubów spadek o 2%.

Rosnąca liczba konsumentów korzystających z usług gastronomicznych oraz wzrost wartości średniego rachunku

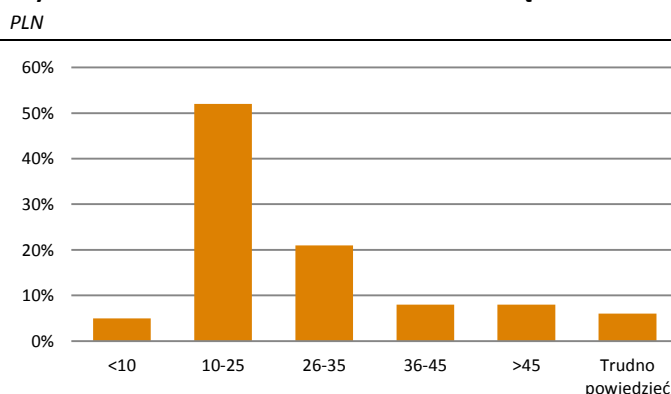
W roku 2014 wzrósł odsetek osób korzystających z usług gastronomicznych (46% w 2014 r. vs. 44% w 2013 r.). Według badań Makro Cash&Carry „Polska na Talerzu 2016” odsetek respondentów deklarujących korzystanie z lokali gastronomicznych przynajmniej raz w tygodniu (roboczym) wynosił 41%, a odsetek odwiedzających lokale przynajmniej raz w weekend wyniósł 22% (wobec 27% osób jadających przynajmniej 2-3 razy w miesiącu w 2015 r.). Średnia wartość rachunku na osobę w lokalach gastronomicznych wzrosła natomiast o ok. 48% z PLN 23 w 2015 r. do PLN 33-35 w 2016 r.

Wykres 23. Średnia wartość rachunku na osobę w 2016 r.



Źródło: Raport 2016 Makro Cash&Carry

Wykres 24. Średnia wartość rachunku na osobę w 2015 r.



Źródło: Raport 2015 Makro Cash&Carry

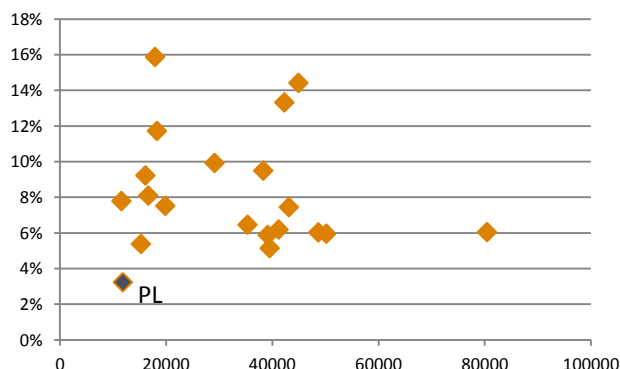
Rynek usług gastronomicznych w Polsce według danych GUS charakteryzuje się stabilnym trendem wzrostowym, przy CAGR 2007-2014 na poziomie 4.9%. Na koniec 2014 r. przychody z działalności gastronomicznej wyniosły blisko PLN 28.3mld i były wyższe o 8% r/r.

Wzrost udziału wydatków na restauracje w budżecie domowym

W tym samym czasie obserwowano również wzrost udziału wydatków na restauracje i hotele w wydatkach gospodarstw domowych ogółem. Według danych GUS w latach 2007-2014 udział ten wzrósł o 2.3% i na koniec 2014 r. osiągnął 4.2%. Pomimo obserwowanego wzrostu wydatków na usługi gastronomiczne udział wydatków na restauracje i hotele w Polsce w dalszym ciągu pozostaje jednym z najniższych w Europie.

Wykres 25. Europa: Udział wydatków na restauracje i hotele w wydatkach ogółem vs PKB na 1 mieszkańca

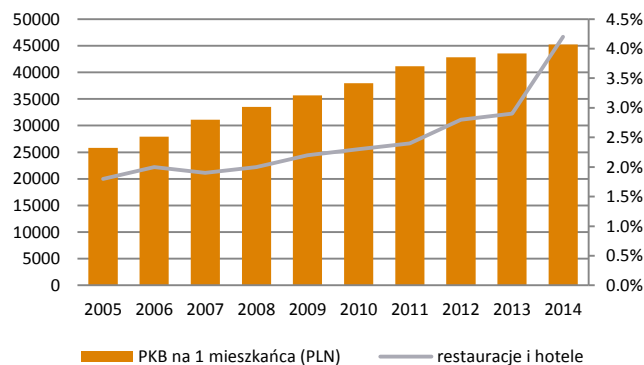
EUR



Źródło: OECD, Data World Bank

Wykres 26. Polska: Udział wydatków na restauracje i hotele w wydatkach ogółem vs PKB na 1 mieszkańca

PLN



Źródło: GUS, Rynek wewnętrzny

Tabela 17. Polska: miesięczne wydatki na 1 mieszkańca (PLN)

	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Jedzenie	184.8	194.1	202.1	215.8	231.1	240.1	246.1	254.1	263.9	264.4	263.3
Alkohol & papierosy	18	18.9	20	21.8	23.8	26.1	26.9	27.4	28.5	27.3	27.2
Odzież & obuwie	33.1	35	40.2	46.3	49.8	49.9	52.4	51.8	51.7	53.7	57.8
Wydatki mieszkaniowe	107.2	135.6	146.9	149.1	170.8	188	199.9	210.3	213.8	220.6	216.7
Wypożyczenie/meble	35.6	34.3	38	44.8	49.4	51.5	51.2	49.1	50.4	49.7	52.8
Zdrowie	26.6	34.7	36.6	40	43.7	47.9	47.4	50.4	52.7	53.9	54
Transport	59.6	61.5	65.3	75.5	91.1	92.7	94.8	97	102.9	102.4	99
Komunikacja	21.1	36.7	38.4	40.7	43	43.5	43.4	42.6	41.9	54.7	54.2
Rekreacja i kultura	40.1	47.3	53.2	61.5	71.9	76.4	79.8	81.8	85.6	69.2	70.1
Edukacja	8.6	9.1	10.4	11.1	11.3	11.4	12.8	12.5	12.4	12.5	12
Restauracje i Hotele	8.4	12.8	14.6	15.4	18.1	20.7	22.9	24.8	29.3	30.6	45.1
Inne	56.5	70.4	79.1	87.9	100.4	108.5	113.8	113.3	118	122.7	126.6
Razem	599.5	690.3	744.8	810	904.3	956.7	991.4	1015.1	1050.8	1061.7	1078.7

Źródło: GUS

Tabela 18. Polska: dynamika miesięcznych wydatków na 1 mieszkańca (YoY)

	2000/05	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2000/14 CAGR
Jedzenie	5.0%	4.1%	6.8%	7.1%	3.9%	2.5%	3.2%	3.8%	0.2%	-0.4%	2.6%
Alkohol & papierosy	4.8%	6.0%	9.3%	9.0%	9.4%	3.4%	1.7%	3.8%	-4.1%	-0.2%	3.0%
Odzież & obuwie	5.7%	14.8%	15.2%	7.5%	0.3%	4.8%	-1.1%	-0.2%	3.9%	7.6%	4.1%
Wydatki mieszkaniowe	26.5%	8.3%	1.5%	14.5%	10.1%	6.3%	5.2%	1.6%	3.2%	-1.7%	5.2%
Wypożyczenie/meble	-3.7%	10.7%	18.0%	10.2%	4.3%	-0.6%	-4.2%	2.7%	-1.4%	6.2%	2.9%
Zdrowie	30.4%	5.3%	9.4%	9.1%	9.7%	-1.0%	6.3%	4.5%	2.4%	0.0%	5.2%
Transport	3.2%	6.2%	15.6%	20.7%	1.8%	2.2%	2.4%	6.1%	-0.5%	-3.3%	3.7%
Komunikacja	74.2%	4.6%	6.0%	5.7%	1.1%	-0.1%	-1.9%	-1.6%	30.5%	-1.0%	7.0%
Rekreacja i kultura	17.9%	12.6%	15.7%	16.8%	6.2%	4.5%	2.5%	4.6%	-19.1%	1.3%	4.1%
Edukacja	5.3%	15.1%	6.6%	1.3%	1.4%	11.5%	-2.1%	-0.6%	1.0%	-4.4%	2.4%
Restauracje i Hotele	52.2%	14.3%	5.2%	17.5%	14.6%	10.7%	8.2%	17.8%	4.8%	47.2%	12.7%
Inne	24.7%	12.4%	11.1%	14.2%	8.0%	5.0%	-0.5%	4.1%	4.0%	3.2%	5.9%
Razem	15.1%	7.9%	8.7%	11.6%	5.8%	3.6%	2.4%	3.5%	1.0%	1.6%	4.3%

Źródło: GUS

Tabela 19. Polska: Udział wydatków gospodarstw domowych

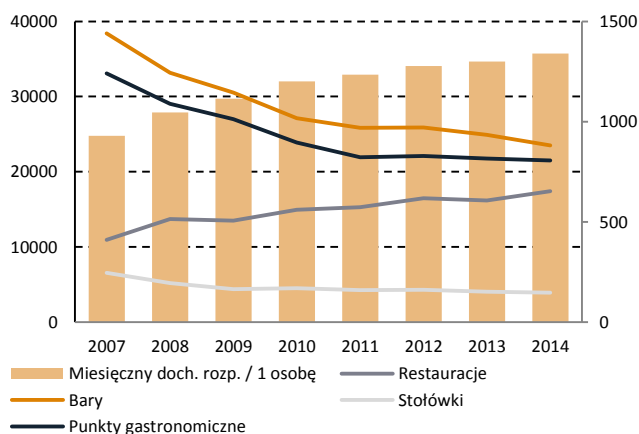
	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Jedzenie	30.8%	28.1%	27.1%	26.6%	25.6%	25.1%	24.8%	25.0%	25.1%	24.9%	24.4%
Alkohol & papierosy	3.0%	2.7%	2.7%	2.7%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.6%	2.5%
Odzież & obuwie	5.5%	5.1%	5.4%	5.7%	5.5%	5.2%	5.3%	5.1%	4.9%	5.1%	5.4%
Wydatki mieszkaniowe	17.9%	19.6%	19.7%	18.4%	18.9%	19.7%	20.2%	20.7%	20.3%	20.8%	20.1%
Wypożyczenie/meble	5.9%	5.0%	5.1%	5.5%	5.5%	5.4%	5.2%	4.8%	4.8%	4.7%	4.9%
Zdrowie	4.4%	5.0%	4.9%	4.9%	4.8%	5.0%	4.8%	5.0%	5.0%	5.1%	5.0%
Transport	9.9%	8.9%	8.8%	9.3%	10.1%	9.7%	9.6%	9.6%	9.8%	9.6%	9.2%
Komunikacja	3.5%	5.3%	5.2%	5.0%	4.8%	4.5%	4.4%	4.2%	4.0%	5.2%	5.0%
Rekreacja i kultura	6.7%	6.9%	7.1%	7.6%	8.0%	8.0%	8.0%	8.1%	8.1%	6.5%	6.5%
Edukacja	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%
Restauracje i Hotele	1.4%	1.9%	2.0%	1.9%	2.0%	2.2%	2.3%	2.4%	2.8%	2.9%	4.2%
Inne	9.4%	10.2%	10.6%	10.9%	11.1%	11.3%	11.5%	11.2%	11.2%	11.6%	11.7%
Razem	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Źródło: GUS

Wzrost ilości restauracji kosztem pozostałych punktów gastronomicznych

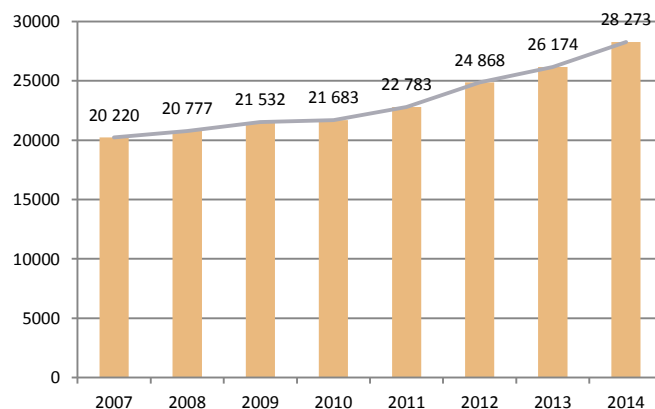
Według danych GUS na koniec 2014 r. na rynku funkcjonowało ponad 66 345 lokali gastronomicznych (stałych i sezonowych), z tego restauracje stanowiły 26.3%, bary 35.4%, stołówki 5.9% a pozostałe punkty gastronomiczne 32.4%. Ogólna liczba wszystkich lokali gastronomicznych wzrosła o 25.5% w latach 2007-2014, przy czym jedynym segmentem wzrostowym były w tym okresie restauracje, których liczba zwiększyła się o 59.4%. W tym samym okresie przeciętny miesięczny dochód rozporządzalny na 1 osobę wzrósł o 44.2%, co pozwala dostrzec tendencję do preferowania lokali o wyższym standardzie wraz ze wzrostem zamożności społeczeństwa.

Wykres 27. Ilość lokali w podziale na typy w latach 2007-2014.



Źródło: GUS, Rynek wewnętrzny

Wykres 28. Przychody ogółem z działalności gastronomicznej w Polsce w latach 2007-2014.

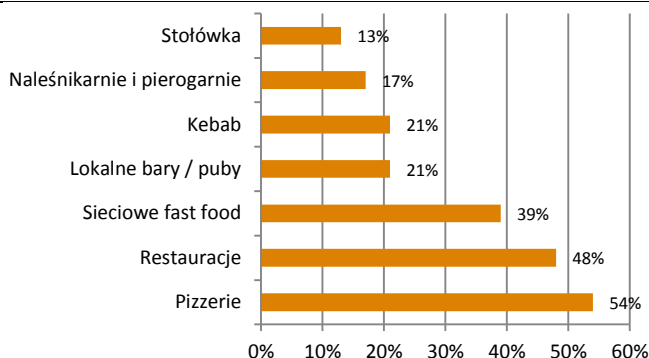


Źródło: GUS, Rynek wewnętrzny

Pizzerie, fast food i restauracje najpopularniejszymi konceptami gastronomicznymi.

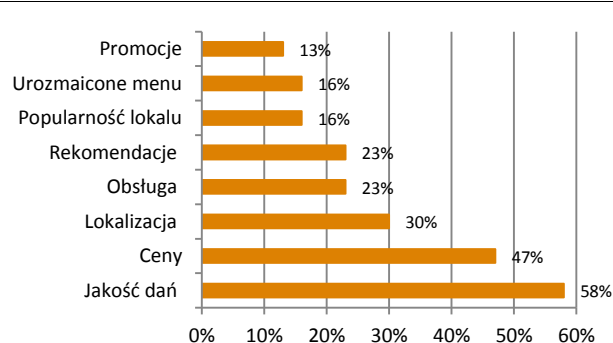
Według badań przeprowadzonych przez Makro Cash&Carry „Polska na Talerzu 2016” wynika, że najczęściej wybieranym segmentem gastronomicznym są pizzerie (70%), sieciowe fast food (61%) oraz restauracje (52%). Raport Makro Cash&Carry z 2015 r. pokazuje ponadto, że przy wyborze restauracji głównym kryterium była jakość posiłków, a za nią dalej - ich cena. Stosunek jakości do ceny jest jednak wyższy w segmencie restauracji, co wraz ze wzrostem dochodów rozporządzalnych potencjalnych konsumentów będzie mogło mieć wpływ na wzrost popularności konceptu restauracyjnego. Istotnym czynnikiem wyboru lokalu gastronomicznego pozostaje również jego lokalizacja. Dane GfK dowodzą, że tylko ok. 30% osób spośród odwiedzających lokale gastronomiczne jada w food courtach zlokalizowanych w centrach handlowych, co wynika z niskiej częstotliwości odwiedzania centrów handlowych oraz jest najczęściej związane z robieniem zakupów (71%).

Wykres 29. Najczęściej wybierane typy lokali



Źródło: Raport 2015 Makro Cash&Carry

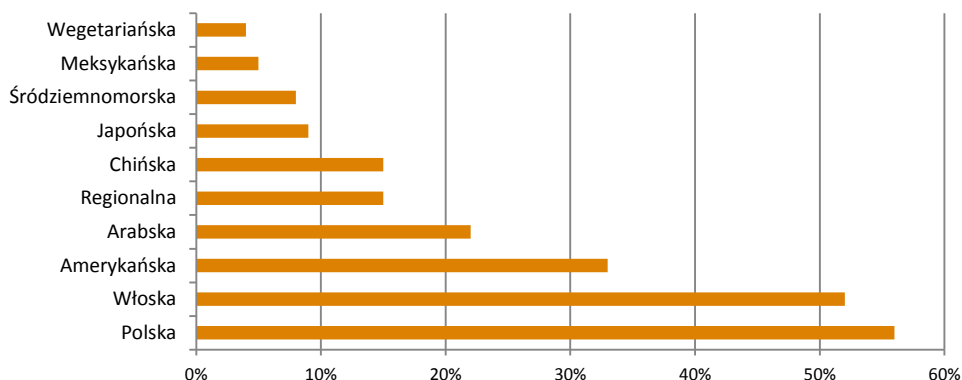
Wykres 30. Czynniki decydujące przy wyborze lokalu



Źródło: Raport 2015 Makro Cash&Carry

Według danych GfK lokale gastronomiczne w Polsce oferują głównie dania kuchni polskiej (48% punktów HoReCa). 7% stanowi kuchnia turecka, a po 6% kuchnia międzynarodowa i włoska. Badania przeprowadzone w 2015 r. przez Makro Cash&Carry pokazują, że w gustach konsumentów przeważają: dania kuchni polskiej (56%) i włoskiej (52%). Dania kuchni meksykańskiej są najczęściej wybierane wśród 5% respondentów.

Wykres 31. Najczęściej wybierane typy lokali w Polsce



Źródło: Makro Cash&Carry Polska na Talerzu 2015

Największą siecią restauracji typu casual dining w Polsce jest Sphinx posiadający w swoim portfelu 102 lokale, następnie Readys (11 lokali) oraz Chłopskie Jadło (10 lokali). Pozostałe sieci restauracyjne posiadają w portfelach poniżej 10 lokali. Wśród lokali typu bistro największą siecią jest Ministerstwo Wódki i Śledzia (21 lokali), a drugą pozycję, z 19 lokalami, zajmuje Pijalnia Wódki i Piwa.

Tabela 20. The Mexican: Konkurencja.

Nazwa	Segment	Liczba lokali w Polsce [05.2016 r.]
Sphinx	Restauracje	102
Readys	Restauracje	11
Chłopskie Jadło	Restauracje	10
Bierhalle	Restauracje	11
Zapiecek	Restauracje	8
Sioux	Restauracje	8**
Leśne Runo	Restauracje	6
Da Grasso	Pizzerie	Ok. 180
TelePizza	Pizzerie	120
Biesiadowo	Pizzerie	88
North Fish	Lunch bar	36*
Salad Story	Lunch bar	26
Nasz naleśnik	Lunch bar	14
McDonald's	Fast food	368
KFC	Fast food	207
Subway	Fast food	112

Źródło: GfK 2014, Vestor DM; *stan na 12.2015 r.; ** stan na 12.2014 r.

Tabela 21. Pijalnia Wódki i Piwa: Konkurencja.

Nazwa	Segment	Liczba lokali [05.2016 r.]
Ministerstwo Śledzia i Wódki	Bistro	22
Pijalnia Wódki i Piwa	Bistro	19
Seta Meta Galareta	Bistro	5
PRL Klub	Bistro	2

Źródło: Dane spółek, Vestor DM

Rok 2015 pozwala zaobserwować poprawę nastrojów restauratorów we wszystkich segmentach gastronomicznych w Polsce. Wskaźnik Barometru Nastrojów Restauratorów GfK zanotował znaczny wzrost m.in. w segmencie restauracji hotelowych (27 pkt, +11 pkt rdr), klubów (19 pkt, +5pkt rdr) oraz restauracji (18pkt, +11 pkt rdr). Również segment pubów, po negatywnych nastrojach obserwowanych w 2014 r. (-9pkt), zanotował poprawę wskaźnika do 11pkt w 2015 r.

Sieci gastronomiczne stawiają na dynamiczny rozwój.

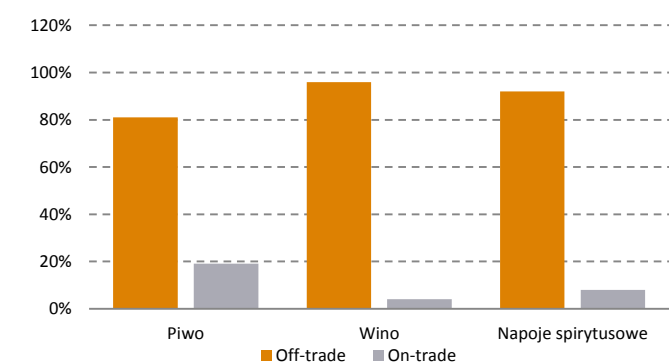
Rozwój portfeli restauracyjnych zapowiedziały największe sieci gastronomiczne. AmRest, do której należą takie marki jak Starbucks, KFC, czy Burger King w 2015 r. otworzył w Polsce m.in. 15 lokali KFC i 8 Pizza Hut. Intensywny rozwój planuje także w kolejnych latach. W roku 2016 chce zwiększyć liczbę restauracji o min. 140 lokali, głównie w Europie środkowo-wschodniej i Hiszpanii. W Polsce spółka zakłada rozwój organiczny oraz poprzez franczyzę powiększając portfel lokali Burger King do 200 do roku 2021 z ponad 40 obecnie. Mc Donald planuje dalszy rozwój w Polsce, który będzie skoncentrowany przede wszystkim przy trasach szybkiego ruchu i miastach średniej oraz mniejszej wielkości. Sfinks także widzi przestrzeń do rozwoju. W strategii na lata 2015-2020 zakłada podwojenie sprzedaży, głównie poprzez rozwój sieci Sphinx, ale również poprzez wzrost liczby lokali Chłopskiego Jadła do min. 20. We wrześniu 2015 r. na rynek polski weszła należąca do holdingu Berkshire Hathaway znana amerykańska sieć barów – Dairy Queen. Spółka w ciągu kolejnych 5 lat planuje otworzyć w Polsce 26 lokali.

Pomimo intensywnego trendu wzrostowego obserwowanego od 2000 r., rynek usług gastronomicznych ma potencjał do dalszego wzrostu. Udział wydatków na restauracje i hotele w wydatkach domowych na poziomie 4.2% w 2014 r. w dalszym ciągu znajduje się daleko poniżej średniej dla Europy (7.9%). Jak wynika z raportu PMR „Rynek HoReCa w Polsce 2016. Analiza rynku i prognozy rozwoju na lata 2016-2021” wartość rynku HoReCa w Polsce ma w dalszym ciągu rosnąć i osiągnąć w 2016 r. PLN 26.2mld, co oznaczałoby wzrost na poziomie 5.4% rdr (vs +4.6% rok wcześniej). Wysoka dynamika rozwoju rynku wynika przede wszystkim ze wzrastającej liczby konsumentów w segmencie usług gastronomicznych, a kolejnym czynnikiem wzrostu może okazać się program rządowy 500+, który pozwoli rodzinom, do tej pory nieposiadającym nadwyżek budżetowych, część z tych środków przeznaczyć na usługi gastronomiczne. Według prognoz PMR oznacza to napływ przynajmniej PLN 500m środków do segmentu HoReCa (czyli ok. 3% z uzyskanych środków pieniężnych).

Rynek napojów alkoholowych wart PLN 41.1mld w 2013 r.; wzrost popularności spożycia alkoholu poza domem.

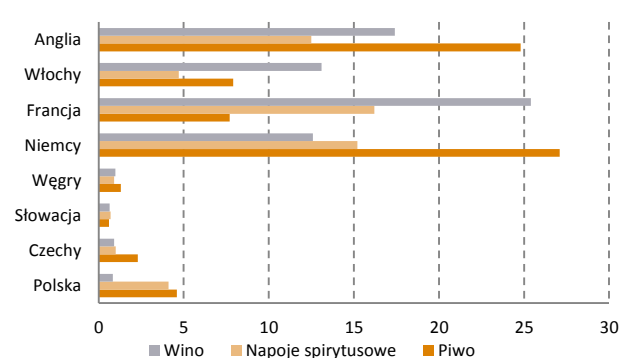
Według badań raportu KPMG „Rynek napojów alkoholowych w Polsce, 2014” rynek napojów alkoholowych osiągnął w 2013 r. wartość PLN 41.1mld. Większość dystrybucji napojów alkoholowych odbywa się kanałem off-trade, czyli poprzez sklepy stacjonarne, sklepy internetowe, czy stacje benzynowe. Udział kanału on-trade (puby, bary, restauracje, kluby, hotele, imprezy masowe) jest znacznie mniejszy, a jego popularność jest największa w przypadku dystrybucji piwa. Wolumen sprzedaży piwa kanałem on-trade w 2013 r. wyniósł 19%, w przypadku napojów spirytusowych - 8%, a w przypadku win – 4%.

Wykres 32. Struktura sprzedaży alkoholi kanałem off-trade i on-trade **Wykres 33. Sprzedaż alkoholi w 2013 r.**



Źródło: KPMG, Rynek napojów alkoholowych w Polsce

EURmld



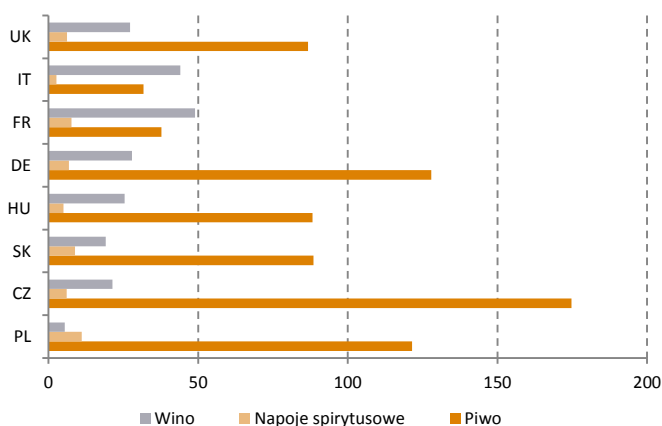
Źródło: KPMG, Rynek napojów alkoholowych w Polsce

Największą popularnością w dystrybucji piwa i napojów spirytusowych kanałem on-trade cieszy się segment pubów, barów i kawiarni. Odsetek osób, które korzystały z zakupu piwa w barach i kawiarniach, to 38%, w przypadku napojów spirytusowych 16%. W przypadku win za 96% wolumenu sprzedaży odpowiada kanał off-trade, w ramach którego wiodącym kanałem dystrybucji są dyskonty, z których korzysta 44% klientów. Kanał on-trade ma niewielkie znaczenie (4%), a wśród niego najbardziej popularne są restauracje. Odsetek osób nabywających wino w restauracjach wyniósł 12% w 2013 r.

Jak podaje KPMG, wg danych Euromonitor International, dystrybucja alkoholi kanałem on-trade w dalszym ciągu pozostaje jednym z najsłabszych w Europie. Badania KPMG pokazują jednak, że można oczekiwać poprawy znaczenia kanału on-trade, w szczególności w segmencie pubów, barów i kawiarni oraz w segmencie restauracji.

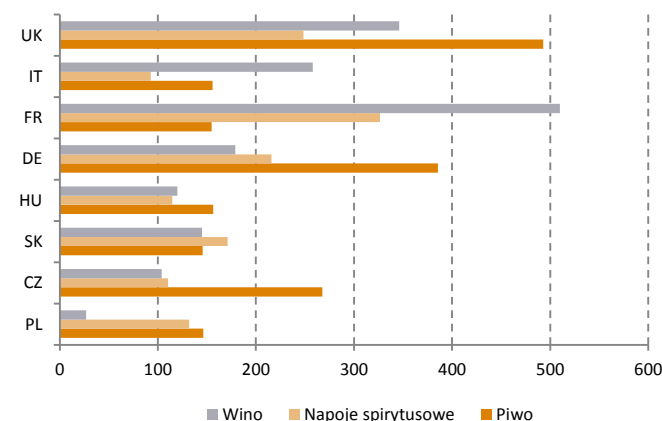
Wykres 34. Wolumen sprzedaży alkoholi na osobę w wieku uprawniającym do jego nabywania.

W litrach



Wykres 35. Sprzedaż alkoholi na osobę w wieku uprawniającym do jego nabywania.

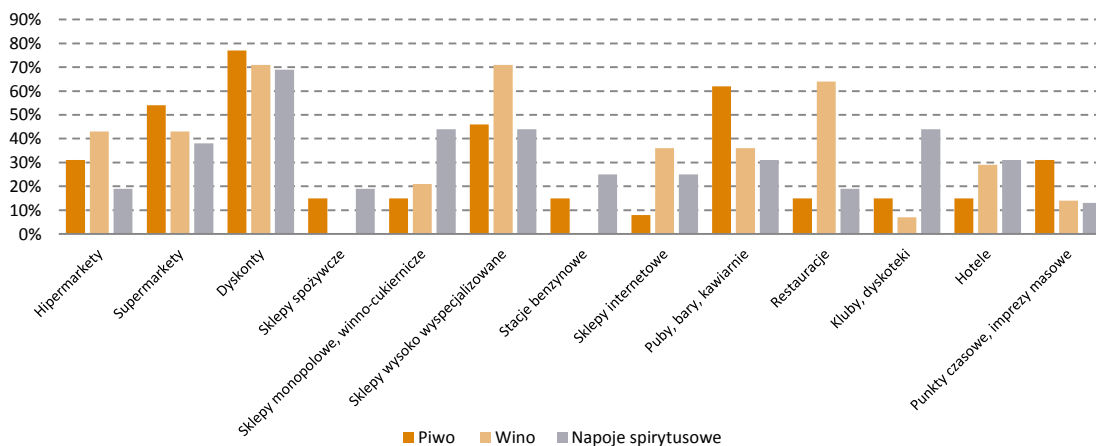
EUR



Źródło: KPMG, Rynek napojów alkoholowych w Polsce

Źródło: KPMG, Rynek napojów alkoholowych w Polsce

Wykres 36. Potencjał wzrostu kanałów dystrybucji detalicznej [2013]



Źródło: Rynek napojów alkoholowych w Polsce, 2013, KPMG ; *% spółek, które uznają wzrost na znaczeniu danego kanału dystrybucji (można było wskazać max. 3 kanały)

Oczekiwany wzrost cen żywności. W październiku 2015 r. pierwszy raz od maja 2014 r. odnotowany został wzrost cen żywności i napojów alkoholowych. Tendencja ta nie utrzymała się jednak długo, a w marcu 2016 r. ceny żywności i napojów alkoholowych zanotowały kolejny spadek o 1% r/r. Prognoza NBP zakłada wzrost ceny żywności o 1% w 2016 r. oraz 1.6% w 2017 r.

Wykres 37. Zmiana cen żywności w ujęciu r/r



Źródło: GUS, szacunki Vestor Dm

Ryzyka

Wolniejsze tempo rozwoju organicznego spółki. W naszych prognozach zakładamy rozwój sieci gastronomicznych Pijalnia Wódki i Piwa w tempie 5-6 lokalizacji rocznie, a dodatkowo również konceptu PanKejk (dwa otwarcia roczne). Zważywszy na konsekwencję zarządu i wysokie wymagania lokalizacyjne dla nowych punktów gastronomicznych istnieje ryzyko otwarcia mniejszej niż zakładana liczby lokali co w krótkim terminie negatywnie przekładałoby się na nasze prognozy.

Ryzyko niskiej bariery wejścia i konkurencji. Segment bistro, w którym działalność prowadzi Mex Polska, charakteryzuje się stosunkowo niskim nakładem kapitałowym na pojedynczy lokal. To, przy jednocześnie wysokiej popularności konceptu Pijalnia Wódki i Piwa i dużej pojemności rynku może zachęcać potencjalnych konkurentów do wejścia w branżę. W efekcie wzmożonej konkurencji istnieje ryzyko wolniejszego tempa rozwoju sieci lokali, z uwagi na ograniczoną ilość lokalizacji spełniających kryteria PWiP, jak również ryzyko spadków sprzedaży lokali porównywalnych. Obecnie bezpośrednią konkurencję dla spółki stanowią koncepcje takie jak Ministerstwo Śledzia i Wódki (22 lokale, proste przekąski i alkohole po cenie PLN 4 i PLN 8), PRL Klub (przekąski i alkohol PLN 5/szt.) czy Seta Meta Galareta.

Uważamy jednak, że polski segment bistro polskiego rynku gastronomicznego wciąż jest pojemny, szczególnie biorąc pod uwagę trendy makro jak zmiany trybu życia i wzrost popularności konsumpcji alkoholu poza domem, czy rosnące wydatki na usługi gastronomiczne oraz ich udział w budżecie Polaków.

Ryzyko załamania koniunktury. Rynek usług gastronomicznych cechuje wysoka podatność na zmiany dochodów rozporządzalnych klientów będących następstwem fluktuacji koniunkturalnych. W przypadku kryzysu ekonomicznego prawdopodobny jest wysoki spadek popytu na usługi gastronomiczne, prowadzący do spadku rentowności restauracji i zagrażający planom rozwoju organicznego spółki.

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. („Vestor”) z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 0000277384, NIP: 1080003081, REGON: 140943747, kapitał zakładowy 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 2014 r., poz. 1537; z późn. zm.).

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

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

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

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor 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 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. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, 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 w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor 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, Vestor 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) 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 i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor 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 INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

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

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

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. Vestor 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 nagle 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.

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.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Vestor nie świadczył na rzecz Emitenta usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w szczególności oferowania instrumentów finansowych.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Vestor nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta/Emitentów.

Vestor nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

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

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

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

Vestor 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 nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor 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.

Vestor otrzymywał w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymywał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta m.in. w zakresie wskazanym powyżej z tytułu świadczenia usługi Equity Research Partner oraz w zakresie opisanym powyżej.

Podmioty powiązane z Vestor lub Vestor 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 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 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.

Analitycy Vestor działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

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

Vestor 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.

Vestor podkreśla, że dokument ten ma być aktualizowany co najmniej raz w roku.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor wydał: 1 rekomendację kupuj, 2 rekomendacje Akumuluj, 7 rekomendacji Neutralnie, 7 rekomendacji Redukuj oraz 2 rekomendacje Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 13 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, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 63 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania 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, 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 do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor, 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 lub jego podmiotów powiązanych.

Vestor jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor. 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.

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

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 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 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 (20% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (60% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (20% 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 różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody uznać 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 księgowa

BV – wartość księgowa

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.

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

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor DM"), z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 Warszawa, 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.).

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

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor DM z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor DM. 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 właściwe, 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.

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

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

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

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. Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor DM.

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

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