

RAPORT ANALITYCZNY MEX POLSKA S.A. Z SIEDZIBĄ W ŁODZI

WYCENA: 5.44 PLN / 1 AKCJA

DATA UDOSTĘPNIENIA: 26.11.2025 R., GODZ.: 19:00:00



OPRACOWANIE:

INC | DOM
MAKLERSKI

ANALITYK:
DR ALBERT TRĄPCZYŃSKI

SPIS TREŚCI

| | | |
|------|---|----|
| I. | Dane Spółki | 3 |
| II. | Podsumowanie | 4 |
| III. | Wycena | 8 |
| 1. | Wycena metodą dochodową | 8 |
| 1.1. | Wrażliwość wyceny na zmianę podstawowych parametrów | 15 |
| 2. | Wycena porównawcza | 16 |
| IV. | Profil Spółki i otoczenie rynkowe | 18 |
| 1. | Profil Spółki | 18 |
| 2. | Analiza branży | 26 |
| 3. | Wybrane dane finansowe | 31 |
| 4. | Wybrane czynniki ryzyka | 34 |
| V. | Zastrzeżenia prawne | 37 |

I. Dane Spółki

Na dzień sporządzenia raportu, akcje spółki Mex Polska S.A. z siedzibą w Łodzi („Spółka”, ticker: MEX) pozostają notowane w obrocie zorganizowanym na rynku głównym GPW w Warszawie.

| Podstawowe dane finansowe | | | |
|-----------------------------------|--------|---------|-----------|
| Dane w tys. PLN | 2023 | 2024 | 1-3Q 2025 |
| Przychody ze sprzedaży | 95.425 | 106.922 | 93.329 |
| Zysk operacyjny | 6.269 | 5.622 | 10.681 |
| Zysk netto | 4.383 | 3.032 | 462 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 7.593 | 6.613 | 6.109 |

Źródło: Raporty okresowe Spółki

| Podstawowe dane rynkowe |
|--|
| Ticker: MEX |
| Rynek notowań: Rynek Główny GPW |
| Sektor: Gastronomia / Zarządzanie siecią restauracji |
| Cena zamknięcia 26/11/2025 (w PLN): 3,63 |
| 52 tyg. min/max (PLN): 3,07 / 4,22 |
| Liczba akcji (mln szt.): 7.665.436 |
| Kapitalizacja (mln PLN): 27,8 |
| Free-float: 27.75% |
| Średnie obroty na sesję (3M, w szt): 2.279 |

Źródło: Stooq.pl

II. Podsumowanie

Wycenę spółki Mex Polska S.A. oparto się na dwóch metodach: dochodowej (DCF) oraz porównawczej. Szacowana wartość godziwa akcji Mex Polska wynosi 5,44 zł. Dla porównania, kurs zamknięcia akcji na dzień 26 listopada 2025 to 3,63 zł, co sugeruje istotny potencjał wzrostu (+49.8%).

Podsumowanie wyceny

| | Waga | Wycena |
|---------------------------------------|------|----------------|
| Wycena DCF | 90% | 5,10 zł |
| Wycena porównawcza | 10% | 8,48 zł |
| Wycena 1 akcji Mex Polska S.A. | | 5,44 zł |

Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

Profil działalności i model biznesowy

Mex Polska S.A. jest polską grupą gastronomiczną, zarządzająca wielomarkowym portfolio (60 lokali na koniec 2024). Portfolio Spółki obejmuje różne formaty: bary/bistra typu Pijalnia Wódki i Piwa czy Chicas & Gorillas (low-cost, barowe koncepty z opcją franczyzy), casual dining – restauracje tematyczne The Mexican, Prosty Temat, PanKejk (pełna obsługa kelnerska) oraz fast-casual pizza (Pizzanova). Model biznesowy łączy lokale własne i franczyzowe (szczególnie w segmencie bistro); na koniec 2024 r. sieć liczyła 60 lokali (45 własnych i 15 franczyzowych), a do 2029 r. planowane jest rozszerzenie do 90 (ok. 65 własnych + 25 franczyzowych). Spółka uzyskuje przychody głównie ze sprzedaży usług gastronomicznych i towarów (żywność, napoje) w zarządzanych restauracjach. Mex Polska od dekady skupia się na rozwoju skalowalnego biznesu sieciowego – po restrukturyzacji przeprowadzonej w latach 2012–2014 koncentruje się na dochodowych markach i łączy strategię szybkich barów oraz restauracji, co zapewnia równowagę między wzrostem sprzedaży a generowaniem gotówki.

Strategia rozwoju

Strategia zakłada dynamiczną ekspansję sieci – średnio 6 nowych otwarć rocznie w latach 2024–2029. Plany obejmują zarówno duże restauracje (The Mexican, Prosty Temat, PanKejk) jak i mniejsze puby/bistra (Pijalnia Wódki i Piwa, Chicas & Gorillas), dzięki czemu portfolio pozostaje zdywersyfikowane. Zakłada się, że średnio co czwarty nowy lokal będzie otwierany przez franczyzobiorców (1-2 z 6 rocznie) – wówczas inwestycje związane z otwarciem lokalu ponosi partner, co ogranicza nakłady Mex Polska. Pozostałe 4-5 lokali rocznie to inwestycje własne spółki. Zgodnie z przyjętą strategią, łączna liczba lokali wzrośnie z 60 do 90 w 2029 r., co implikuje wzrost o 50%. Doświadczenie z I połowy 2025 (4 nowych otwarć w ok. 8 mies. – zrealizowanie celu rocznego) pokazuje zdolność realizacji strategii.



Źródło: Dom Maklerski INC

Ekspansja oznacza również znaczące nakłady inwestycyjne: średnio 4,2 mln zł rocznie na nowe lokale (ok. 17,3 mln zł łącznie w 2025–2029). Koszt pojedynczej pełnowymiarowej restauracji to ok. 1,5 mln zł (np. The Mexican), natomiast pub typu Pijalnia 0,7–0,8 mln zł. Nakłady podtrzymaniowe (remonty, wymiana wyposażenia) oszacowano konserwatywnie na 1% przychodów (ok. 1–1,5 mln zł rocznie). Spółka finansuje rozwój głównie ze środków własnych – generuje dodatnie przepływy operacyjne, a dzięki bardzo niskiemu zadłużeniu wskaźnik dług netto/EBITDA utrzymuje się poniżej 0,5x. Polityka zakłada niskie wykorzystanie kredytu i pełne wykorzystanie własnego cash-flow do inwestycji; ewentualny dług bankowy jest umiarkowany i odnawialny (linia kredytowa).

Charakterystyka rynku i konkurencja

Rynek gastronomiczny w Polsce jest bardzo duży i wciąż rośnie. Po pandemii sektor odbija – w 2023 r. wartość rynku gastronomicznego (restauracje, bary, kawiarnie itp.) osiągnęła 76,7 mld zł, +18,6% r/r (ok. 31,3 mld zł sprzedaży w lokalach, +40% vs 2022). W 2024 r. sektor dalej się rozwijał (szac. +9% nominalnie). Prognozy zakładają utrzymanie solidnego tempa (ok. +8% rocznie w latach 2022–2027), wspieranego przez powrót turystów, rosnące płace i odbudowę oszczędności konsumentów. Polacy coraz częściej jedzą poza domem – w 2024 r. 74% spożywało posiłki w lokalach, a 60% korzystało z dostaw lub dań na wynos. Średni rachunek w lokalu wzrasta – na początku 2025 r. wyniósł ok. 64 zł (+13–21% r/r). Dzięki temu przychody branży rosą obecnie w tempie 8–9% rocznie.

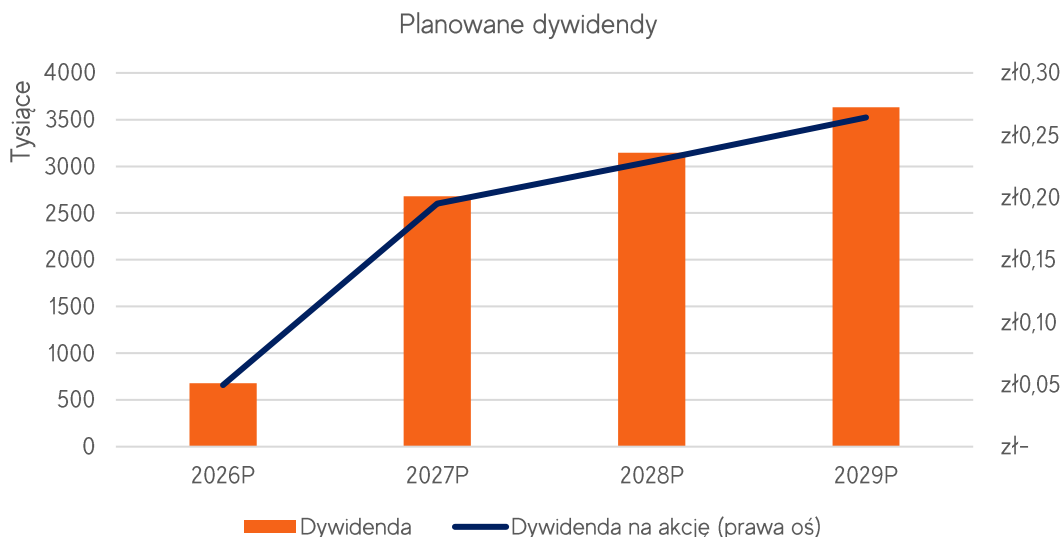
Rynek jest bardzo rozdrobniony: na koniec 2024 r. działało blisko 99 tys. lokali gastronomicznych w Polsce. Tylko 28% to restauracje z obsługą kelnerską, a 26% bary (w tym fast foody); resztę stanowią mniejsze punkty gastronomiczne (np. food trucki) i stołówki. Sieci restauracyjne i franczyzowe to wciąż niewielki ułamek – np. lider branży (McDonald's) ma 546 lokali (ok. 0,5% placówek w kraju). Jednocześnie popularność franczyzy rośnie: w ostatnich latach coraz więcej przedsiębiorców wchodzi w gotowe koncepty sieciowe, co przyciąga inwestorów (przykładem jest rozwój sieci Domino's Pizza do ok. 200 lokali). Ogólnie jednak rynek pozostaje bardzo konkurencyjny – dominują mali, niezależni gracze, a walkę o klienta prowadzi się głównie lokalnie. W konsekwencji sukces zależy od atrakcyjnej lokalizacji, rozpoznawalnego konceptu i właściwej strategii cenowej/marketingowej.

Kluczowe założenia przychodowe i kosztowe

Podstawowym czynnikiem wzrostu przychodów jest ekspansja sieci. W scenariuszu bazowym przyjęto średnioroczny wzrost liczby lokali o 6 (z 60 do ok. 90 w latach 2024–2029) oraz umiarkowany wzrost sprzedaży like-for-like w istniejących lokalach. Łączna dynamika przychodów prognozowana jest na +10,1% średniorocznie (2024–2029) – przychody 2025 ok. 118 mln zł (+12% vs 2024). Tempo wzrostu sprzedaży stopniowo spada z powodu rosnącej bazy, do poziomu 9–10% w 2029 (przy założeniu stabilnej inflacji cen gastronomicznych i braku nowych lockdownów).

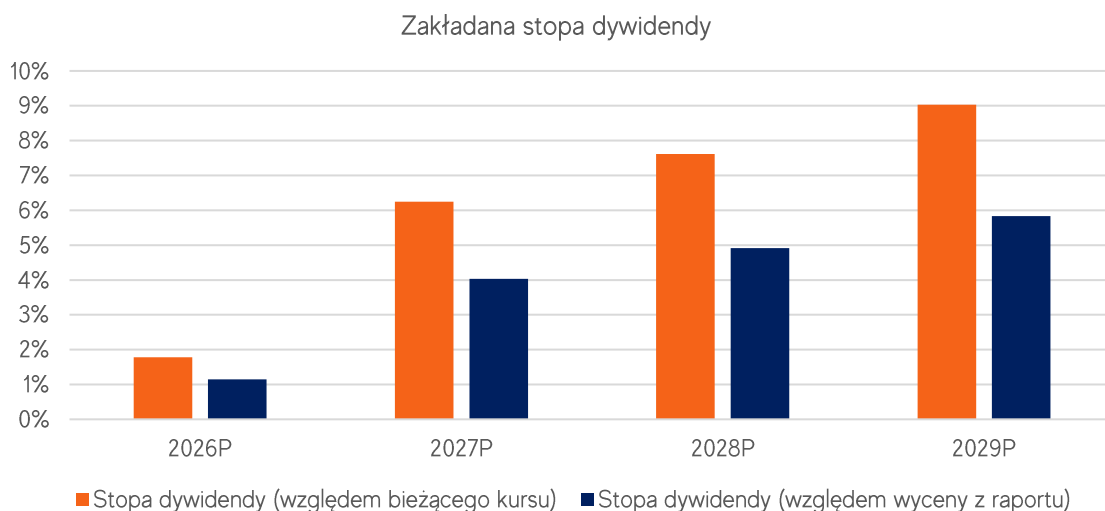
Po stronie kosztów zakłada się inflację cen żywności, energii oraz kosztów płac na poziomie ok. 6% rocznie w pierwszych latach, następnie stabilizację poziomu jednostkowych kosztów. Dzięki efektowi skali i optymalizacji procesów spółka spodziewa się poprawy marż w przyszłości. W modelu przyjęto, że realne koszty najmu będą utrzymywały się na stałym poziomie 8% przychodów, natomiast pozostałe koszty administracyjno-sprzedażowe (centrala, marketing, IT) rosą wolniej niż sprzedaż (ok. 3% przychodów i spadkowa relacja).

W efekcie marże EBITDA i EBIT mają rosnąć w prognozowanym okresie – np. marża EBITDA (MSSF16) wzrasta z 14,5% w 2024 do 15% w 2027 i 16% w 2029. Marża netto (zysk netto/sprzedaż) według założeń rośnie z ok. 2,8% w 2024 do 6% w 2027 i 7% w 2029. Odbudowa rentowności wynika ze wzrostu udziału dojrzałych, stabilnych lokali w miksie oraz braku nowych negatywnych impulsów kosztowych. Spółka wprowadziła politykę dywidendową zakładającą wypłatę 30% zysku netto z roku poprzedniego, finansowaną w całości z nadwyżkowego wolnego przepływu pieniężnego. Założenie to pozostaje neutralne dla wartości operacyjnej (EV) i nie wpływa na zdolność inwestycyjną ani na poziom zadłużenia spółki, a jego wpływ na wycenę akcji odzwierciedlany jest wyłącznie poprzez przepływy do akcjonariuszy.



Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

Na podstawie sporządzonych w ramach modelu finansowego prognoz, opracowano symulację stopy dywidendy w dwóch ujęciach – w odniesieniu do bieżącego kursu akcji (3,63 zł) oraz do ceny wynikającej z przeprowadzonej wyceny (5,44 zł).



Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

W zakresie finansowania – Mex Polska ogranicza się do niewielkiego zadłużenia. Spółka generuje dodatnie FCF, które pokrywają znaczną część CAPEX. Negatywny kapitał obrotowy netto (krótkie terminy płatności od dostawców i niskie zapasy) dodatkowo wspiera przepływy pieniężne. W modelu DCF przyjęto WACC 14,55%, wynikający z założeń: 5,25% obligacje 10-letnie, 5,75% premia za ryzyko rynkowe, beta 1,23, premia za niską kapitalizację 1,25%, premia za niską płynność 1,50%. Prognoza finansowa obejmuje lata 2025-2029, a po 2029 zakładany jest stabilny wzrost FCF na poziomie inflacji NBP (2,5% realnie).

Ryzyka i wyzwania

Mex Polska funkcjonuje w wymagającym otoczeniu, co niesie ze sobą kilka istotnych ryzyk. Do najważniejszych należą ryzyko wykonania strategii ekspansji – konieczność pozyskania atrakcyjnych lokalizacji i chętnych franczyzobiorców; niewywiązanie się z planu 6 otwarć/rok mogłoby zahamować tempo wzrostu sprzedaży. Czynnikiem ryzyka są też silne presje kosztowe. Wysoka inflacja cen żywności, energii czy wzrost płac (przy niskim bezrobociu) zmuszają do podnoszenia cen lub ograniczania marż. Rosnące czynsze (waloryzowane inflacją) oraz koszty usług dodatkowo obciążają rentowność.

Zewnętrzne warunki gospodarcze również mogą ograniczać popyt. Sektor gastronomiczny jest wrażliwy na cykl koniunktury – pogorszenie makroekonomiczne (spadek PKB, wysoka inflacja przy stagnacji płac) obniża siłę nabywczą konsumentów, co przekłada się na mniejsze wydatki na wyjścia do restauracji. Dodatkowo, długotrwałe negatywne zjawiska (np. kryzys pandemiczny czy wojna) mogą zmniejszyć ruch turystów i zmniejszyć frekwencję w lokalach. Warunki pogodowe mają znaczenie sezonowe (np. chłodna wiosna 2025 ograniczyła ogródki letnie), co może pogarszać wyniki przy niesprzyjającej aurze.

Na rynku panuje ostra konkurencja. Chociaż segmenty, w których działa Mex (bistra i restauracje casual dining), rosną szybko, mają niskie bariery wejścia – pojawia się wiele lokalnych konceptów i tanich formatów (np. food trucki). W razie agresywniejszej polityki cenowej lub błędnych decyzji produktowych spółka może stracić część klientów. Dodatkowo, zmiany regulacyjne (np. przepisy alkoholowe, podatkowe) mogą wpłynąć na działalność – niestabilne otoczenie prawne jest wskazywane jako potencjalne zagrożenie dla branży gastronomicznej.

Podsumowując, Mex Polska dysponuje solidnym modelem biznesowym i znacznym potencjałem wzrostu dzięki ekspansji sieci i rosnącemu popytowi na gastronomię. Jednocześnie sukces strategii będzie zależał od umiejętności realizacji planu otwarć, kontrolowania kosztów operacyjnych oraz radzenia sobie z wysoką konkurencją i wrażliwością sektora na czynniki zewnętrzne.

III. Wycena

1. Wycena metodą dochodową

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) została sporządzona w oparciu o projekcję przepływów pieniężnych generowanych przez Mex Polska S.A. w okresie do końca 2029 roku. Wartość bieżąca przepływów obliczono dyskontując stopą średnioważonego kosztu kapitału (WACC), który został oszacowany jako przy uwzględnieniu rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,25%), premii za ryzyko związane z rynkiem akcji (5,75%), premii za wielkość (1,25%) oraz premii za niższą płynność (1,50%).

Założenia do modelu wyceny, wariant bazowy:

- **Wzrost sieci lokali i przychodów**

Ekspansja sieci: Zgodnie ze strategią Mex Polska planowane jest 6 nowych otwarć lokali rocznie w horyzoncie prognozy. Otwierane będą zarówno restauracje pełnoserwisowe (np. The Mexican, Prosty Temat, PanKejk) jak i puby z segmentu bistro (tanie lokale typu Pijalnia Wódki i Piwa czy Chicas & Gorillas) – spółka posiada zdyswersyfikowane portfolio konceptów trafiających w różne segmenty rynku. Założono, że łączna liczba lokali własnych wzrośnie z 60 na koniec 2024 r. do ok. 90 w 2029 r., przy utrzymaniu tempa 6 nowych otwarć rocznie. Prognoza przewiduje, że z tego średnio 2 lokale rocznie będą otwierane we współpracy z inwestorami (franczyzobiorcami) – te punkty nie wymagają nakładów inwestycyjnych Mex Polska. Pozostałe 4 otwarcia rocznie to inwestycje własne spółki. Spodziewane są niewielkie zamknięcia (konserwatywnie przyjęto brak netto zamknięć, zakładając, że spółka utrzyma wysoką skuteczność ekspansji).

Dynamika sprzedaży: Głównym motorem wzrostu przychodów jest ekspansja sieci – nowe lokale generują dodatkowe wpływy. Dodatkowo istniejące restauracje zakładamy, że odnotują umiarkowany wzrost sprzedaży like-for-like (efekt rosnącego popytu i lekkiego wzrostu cen). Średnioroczna dynamika przychodów w latach 2024–2029 została założona na poziomie ok. +10,1% (scenariusz bazowy). Jest to zgodne z deklaracjami zarządu – spółka również spodziewa się średnio 10-12% rocznego wzrostu sprzedaży w horyzoncie 5 lat w scenariuszu bazowym. Przykładowo, na 2025 r. prognozujemy przychody ok. 118 mln zł (vs. 106,7 mln zł w 2024, +11,2% r/r), uwzględniając 15% wzrost w I połowie 2025. W kolejnych latach tempo stopniowo łagodnieje do 9-10% rocznie pod koniec okresu (przy większej bazie przychodów). Założenia te uwzględniają utrzymujące się dobre otoczenie popytowe na usługi gastronomiczne w Polsce oraz brak kolejnych zakłóceń (np. lockdownów).

Komentując bieżące dane finansowe Spółki należy podkreślić, że wyniki wypracowane w pierwszej połowie roku są niereferencyjne z uwagi na wyjątkowo niesprzyjające otoczenie pogodowe w drugim kwartale (czynniki pogodowe) oraz kumulację otwarć lokali, których liczba w ostatnich kwartałach przekraczała trajektorię wynikającą z przyjętej przez Zarząd strategii rozwoju. Zanim nowootwarte lokale zaczną generować przychody na poziomie potencjału, mija przynajmniej kilka miesięcy, co utrzymywało marżę pod presją. W przygotowanym modelu przyjęto, że w przyszłości tempo ekspansji się ustabilizuje i tym samym wyniki Spółki będą miały bardziej liniowy charakter.

- **Koszty operacyjne i marże**

Koszty zmienne: Koszt sprzedawanych produktów (żywność, napoje) oraz koszty personalne rosną proporcjonalnie do skali działalności, z uwzględnieniem inflacji kosztów (presja płac i cen surowców była odczuwalna w 2024). W modelu założono umiarkowaną normalizację inflacji – jednostkowe koszty surowców i pracy rosną początkowo w tempie 6%, następnie stabilizują się. Spółka dzięki większej skali będzie jednak optymalizować koszty i zwiększać efektywność, co przełoży się na poprawę marż.

Koszty stałe: Koszty najmu lokali są istotnym elementem działalności. W sprawozdaniach zgodnych z MSSF16 czynsze ujmowane są jako amortyzacja i odsetki, co podnosi raportowaną marżę EBITDA, ale obniża zysk netto (w 2024 wpływ MSSF16 utrudniał interpretację wyników). Dla celów projekcji przyjęto, że realne koszty najmu utrzymują się na stałym poziomie 8% przychodów, choć w rachunku wyników EBITDA (MSSF16) ta pozycja nie występuje bezpośrednio. Pozostałe koszty administracyjne i sprzedażowe (marketing, IT, centrala) początkowo stanowią ok. 2,5% przychodów i rosną wolniej niż przychody – efekt skali pozwala rozłożyć koszty centrali na większą sieć.

Marże: W scenariuszu bazowym rentowność stopniowo się poprawia wraz z dojrzewaniem nowych lokali i efektami skali. Prognozowana marża EBITDA (MSSF16) rośnie z ok. 14.2% w 2024 r. do 15.1% w 2027 r. (oraz 16.2% w 2029 r.). Marża EBIT zwiększa się bardziej dynamicznie, ponieważ amortyzacja (w tym amortyzacja praw do użytkowania lokali z MSSF16) rośnie wolniej niż EBITDA. Z kolei marża netto (raportowany zysk netto / sprzedaż) zgodnie z przygotowanym modelem odbuduje się z 3.1% w 2024 (obniżonej przez inflację kosztów i wpływ MSSF16) do ok. 4.8% w 2027 i 5.5% w 2029. Poprawa rentowności bazuje na zakładanym braku nowych negatywnych szoków kosztowych oraz na wzroście udziału dojrzałych, dochodowych lokali w miksie (nowe punkty w pierwszym roku zwykle mają niższą rentowność, która rośnie po osiągnięciu stabilnej sprzedaży).

Podatek: W modelu przyjęto efektywną stopę podatkową na poziomie 11%, wynikającą ze struktury organizacyjnej Grupy Mex Polska. Poszczególne projekty restauracyjne są realizowane w ramach osobnych spółek zależnych (spółek celowych), z których zdecydowana większość korzysta z obniżonej stawki CIT 9% dostępnej dla małych podatników. Ze względu na rozproszenie działalności operacyjnej pomiędzy podmioty o preferencyjnej stawce podatkowej oraz niewielką skalę działalności jednostki dominującej, efektywna stopa podatkowa całej Grupy jest niższa od standardowej stawki CIT 19% i stabilizuje się w przedziale 10–12%.

Pracujący kapitał obrotowy: Branża gastronomiczna charakteryzuje się ujemnym i niskim względem generowanych przychodów ze sprzedaży kapitałem obrotowym – wpływy gotówkowe ze sprzedaży są natychmiastowe (brak należności kredytowych od klientów), zapasy utrzymywane na niskim poziomie (świeże produkty, częste dostawy just-in-time), natomiast dostawcy często dają krótkie terminy płatności. W efekcie kapitał obrotowy netto jest ujemny i będzie oscylował na zbliżonym poziomie w relacji do skali działalności. Przyjęto konserwatywnie, że wartość Kapitału Obrotowego Netto (należności + zapasy – zobowiązania operacyjne) stanowi stałe -0.5% przychodów. Wraz ze wzrostem sprzedaży rośnie więc absolutna wartość ujemnego KON, co oznacza dodatni wpływ na przepływy pieniężne (np. wraz z otwieraniem nowych lokali wzrastają zobowiązania wobec dostawców i utrzymywane zaliczki, finansując część wzrostu).

- **Nakłady inwestycyjne (CAPEX)**

Nakłady inwestycyjne na ekspansję: Rozwój sieci lokali własnych wymaga istotnych inwestycji w wyposażenie i adaptację nowych punktów. Zgodnie z informacjami zarządu, koszt otwarcia nowej restauracji pełnoserwisowej wynosi średnio 1,5 mln PLN, podczas gdy uruchomienie pubu Pijalnia Wódki i Piwa to średnio 800 tys. PLN. Mniejsze koncepty typu bistro są zatem około dwukrotnie tańsze w uruchomieniu niż pełnowymiarowe restauracje. W modelu przyjęto, że rocznie spółka otwiera 1–2 restauracje i 4–5 Pijalni (łącznie 6 nowych punktów). Średni roczny CAPEX rozwojowy oszacowano na 4,2 mln PLN – odpowiada to mieszance inwestycji (np. 1 większa restauracja × 1,5 mln + 4 puby × 0,7 mln = 4,3 mln; lub w innym roku 2 restauracje + 4 puby, z czego część franczyzowa, itd.). Zwracamy uwagę, że w zależności od struktury otwarć kwota ta może się wahać. Dla potrzeb modelu przyjęto uśrednioną wartość – łączny CAPEX inwestycyjny 2025–2029 wyniesie 18,6 mln PLN, finansując otwarcie łącznie 30 nowych własnych lokali. Co ważne, część nakładów inwestycyjnych może być przenoszona na franczyzobiorców – spółka już korzystała z takiego modelu i planuje go kontynuować. W praktyce oznacza to, że np. 2 z 6 nowych lokali rocznie mogą być otwarte przez partnerów, bez inwestycji ze strony Mex Polska. Nasze prognozy uwzględniają tę kwestię: CAPEX w latach, gdy więcej otwarć przypadnie na franczyzę, będzie nieco niższy, a przy większym udziale lokali własnych – wyższy (w okolicy 5 mln PLN/rok).

CAPEX odtworzeniowy: Istniejące lokale wymagają okresowych remontów i inwestycji odtworzeniowych (np. wymiana wyposażenia kuchni, odświeżenie wystroju). Szacujemy konserwatywnie, że nakłady podtrzymawcze stanowią 1% przychodów rocznie. Zgodnie z polityką rachunkowości Spółki ujmowane są w modelu ujęto je w pozycji CAPEX, co przekłada się na ok. 1-1,5 mln PLN łącznych wydatków odtworzeniowych w okresie 2025–2029. Razem z CAPEX rozwojowym daje to sumaryczne wydatki inwestycyjne spółki na poziomie 5–6% przychodów rocznie, w zależności od struktury otwarć lokali.

- **Finansowanie działalności i parametry wyceny**

Struktura finansowania: Spółka finansuje ekspansję głównie ze środków własnych, przy niskim poziomie zadłużenia odsetkowego. Mex Polska wypracowuje dodatnie przepływy operacyjne, które w dużej mierze pokrywają nakłady inwestycyjne na nowe lokale. W razie potrzeby spółka korzysta z odnawialnej linii kredytowej (limit zapewniony przez BNP Paribas). W efekcie dług finansowy Mex Polska jest niewielki i stanowi znikomą część bilansu (co potwierdza zarówno zarząd, jak i niezależna analiza). Prognozy zakładają utrzymanie tej

polityki: wskaźnik netto dług/EBITDA pozostanie <0,5x przez cały okres, a koszty odsetkowe będą niskie i stałe w horyzoncie prognozy. Wzrost stóp procentowych nie stanowi istotnego zagrożenia – niskie zadłużenie ogranicza wrażliwość wyników na koszt kapitału obcego. Potencjalny wzrost wykorzystania długu przewidywany jest tylko w scenariuszu przyspieszonej ekspansji (gdy pojawi się wyjątkowo dużo atrakcyjnych lokalizacji jednocześnie).

Wypłata dywidendy: Model uwzględnia wdrożenie polityki dywidendowej zakładającej wypłatę 30% zysku netto za rok poprzedni. Wypłata dywidendy jest finansowana w 100% z nadwyżkowego wolnego przepływu pieniężnego, dzięki czemu nie wymaga zwiększenia zadłużenia, nie ogranicza CAPEX ani nie wpływa na poziom kapitału obrotowego. Tym samym polityka dywidendowa pozostaje neutralna dla wartości operacyjnej spółki (EV), a jej wpływ na wycenę akcji odzwierciedlany jest wyłącznie w przepływach do akcjonariuszy (FCFE) lub korekcie Equity Value.

WACC: Do dyskontowania przepływów pieniężnych przyjęto średnioważony koszt kapitału na poziomie 14.55%. Stopa ta wynika z następujących założeń: stopa wolna od ryzyka 5,25% (rentowność polskich 10-latek), premia za ryzyko rynku akcji 5,75%, beta lewara spółki 1,23 (spółka jest mała, ale działa w dość odpornej branży konsumenckiej), premia za niską kapitalizację 1,25% i premia za niższą płynność 1,5%. Koszt kapitału obcego szacujemy na 6,8% przed opodatkowaniem i 4,25% po podatku. Udział długu w strukturze finansowania Spółki pozostaje niski na poziomie 4,8% i zakładamy, że pozostanie stały w okresie prognozy. Założono stały WACC w całym okresie prognozy.

Okres prognozy i wartość rezydualna: Szczegółowa prognoza finansowa obejmuje okres 2025 – 2029 r. (pełne lata 2025–2029). Prognozę rozpoczynamy od października 2025, co obejmuje łącznie 5 lat + trzy miesiące; dla uproszczenia prezentujemy dane w ujęciu rocznym 2025–2029 (traktując cały 2025 jako całość roku – przychody 2025 są znane za 3 kwartały). Okres rezydualny (po 2029) zakłada dalsze istnienie spółki i stabilny wzrost na dojrzałym poziomie. Ponieważ do 2029 r. Mex Polska wciąż będzie miała potencjał ekspansji krajowej (sieć 90 lokali vs. kilkaset możliwych) ale tempo może spadać, przyjęto konserwatywny, wzrost realny FCF w okresie rezydualnym na poziomie długoterminowego celu inflacyjnego NBP ($g = 2,5\%$). Oznacza to, że po 2029 spółka rośnie tylko na poziomie równoważącym inflację i utrzymuje zdolność generowania wolnych przepływów na poziomie zbliżonym do ostatniego roku prognozy.

Ujęcie MSSF16: Wycena DCF oparta jest na przepływach pieniężnych dostępnych dla wszystkich dostawców kapitału (FCFF). W związku z MSSF16, w rachunku wyników EBITDA jest podwyższona (brak czynszów), a wydatki z tytułu czynszów pojawiają się jako spłata leasingu w przepływach finansowych. Dla spójności, w modelu DCF ujmujemy realne wydatki na czynsze jako obciążenie operacyjne przy wyznaczaniu wolnych przepływów – tj. traktujemy czynsze jak koszt operacyjny (pomniejszając FCFF). Powyższy zabieg sprawia, że wolne przepływy nie są zawyżone i zachowana jest zgodność z podejściem, jakie zastosowano w metodzie porównawczej (gdzie mnożniki EV/EBITDA czy P/E implikują uwzględnienie kosztów najmu w analizie).

- **Prognozowany rachunek zysków i strat (RZiS) 2024–2029**

Przychody: Punktem wyjścia są dane za 2024 rok – sprzedaż 106,7 mln PLN. Na 2025 prognozujemy wzrost do 119 mln PLN (+11.3% r/r), zgodnie z omawianą dynamiką i wynikami I półrocza 2025 (+15% r/r). W kolejnych latach przychody rosną w tempie malejącym od 10.6% (2026) do 9.2% (2029), osiągając ok. 173 mln PLN w 2029. Wzrost napędzają głównie nowe otwarcia (ekspansja sieci o 50% w ciągu 5 lat), przy umiarkowanej poprawie średnich obrotów na lokal (założono 4,00% rocznego wzrostu sprzedaży LFL dzięki wzrostowi popytu i lekkiej inflacji cen). Poniższa tabela przedstawia kluczowe pozycje RZiS:

| Wskaźnik/Dane (mln PLN) | 2024 | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P |
|-------------------------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży | 106.9 | 118.4 | 130.4 | 144.8 | 158.8 | 173.4 |
| Dynamika przychodów (%) | - | +11.3% | +10.6% | +10.1% | +9.6% | +9.2% |
| EBITDA (MSSF16) | 14,6 | 13,2 | 19,3 | 22,3 | 25,1 | 28,2 |

| Wskaźnik/Dane (mln PLN) | 2024 | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Marża EBITDA (%) | 14,24% | 11,08% | 14,85% | 15,28% | 15,71% | 16,15% |
| Amortyzacja (w tym MSSF16) | 10,7 | 11,9 | 13,2 | 14,5 | 15,9 | 17,3 |
| Zysk operacyjny (EBIT) | 3,9 | 1,3 | 6,1 | 7,8 | 9,3 | 10,9 |
| Marża EBIT (%) | 4,24% | 1,10% | 4,66% | 5,39% | 5,83% | 6,26% |
| Koszty finansowe (netto) | 1,5 | 1,2 | 1,0 | 0,8 | 0,7 | 0,7 |
| - w tym odsetki od leasingu ¹ | (1,3) | (1,1) | (0,9) | (0,8) | (0,7) | (0,6) |
| Zysk przed opodatkowaniem | 3,6 | 1,2 | 5,9 | 7,7 | 9,2 | 10,7 |
| Podatek dochodowy | 0,5 | 0,1 | 0,7 | 0,8 | 1,0 | 1,2 |
| Zysk netto | 3,1 | 1,1 | 5,3 | 6,9 | 8,1 | 9,5 |
| Marża netto (%) | 3,10% | 0,91% | 4,02% | 4,74% | 5,13% | 5,47% |

¹ Odsetki od leasingu (MSSF16) – nieuwzględniane w EBITDA, ale obciążają wynik finansowy netto. Spółka ma marginalne odsetki od kredytów (dług bankowy minimalny), stąd niemal całość kosztów finansowych to leasingi.

Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

Komentarz do wyników: W 2024 r. spółka odczuła silny wzrost kosztów (presja płac, droższe surowce) – zysk netto spadł do 3,08 mln zł (marża 3,1%). W kolejnych latach, mimo dalszej ekspansji (która początkowo obciąża wyniki – nowe lokale potrzebują czasu, by osiągnąć pełnię potencjału), rentowność rośnie. Marża EBITDA wzrasta do 16% w 2027 dzięki efektowi skali i optymalizacjom. Rosnąca amortyzacja (efekt inwestycji w nowe punkty oraz ujęcia leasingów) jest kompensowana przez jeszcze szybszy wzrost EBITDA – stąd marża EBIT rośnie z 4,2% do ponad 6,3%. Zysk netto wzrasta do 9,5 mln zł w 2029 (marża ok. 5,5%), co oznacza wygenerowanie znacznej wartości dodanej w porównaniu do stanu obecnego. Uważamy te poziomy za osiągalne dzięki dojrzewaniu nowych restauracji otwieranych w latach 2023–2026 (które po 2–3 latach działalności osiągną docelowe przychody i rentowność), a także dzięki potencjalnemu lekkiemu odwróceniu niekorzystnych trendów inflacyjnych (stopniowe wygasanie wysokiej inflacji płac i cen).

Prognoza przepływów pieniężnych i wycena DCF

Przepływy operacyjne: Mex Polska generuje solidne przepływy z działalności operacyjnej. W modelu zakładamy, że EBIT w całości przekłada się na NOPAT ($EBIT \cdot (1 - 11\%)$), który wraz z amortyzacją stanowi główną część przepływów operacyjnych. Dodatni wpływ na CFO ma ujemny kapitał obrotowy netto – wraz ze wzrostem skali zmiana KON jest ujemna, co dodaje 60–70 tys. zł rocznie do przepływów (np. w 2025 i 2026 spółka finansuje część wzrostu przez zwiększenie zobowiązań wobec dostawców i niewielkie saldo zaliczek od franczyzobiorców). W efekcie, pomimo intensywnych inwestycji, spółka utrzymuje dodatnie przepływy gotówkowe. Nie przewidujemy wypłaty dywidendy w okresie prognozy – założono, że całe nadwyżki finansowe są reinwestowane (co jest spójne z deklarowaną strategią dynamicznej ekspansji sieci).

Nakłady inwestycyjne (CAPEX): Jak omówiono, roczny CAPEX rozwojowy wyniesie średnio 4,2 mln zł, plus 1,2–1,6 mln odtworzeniowego. Łącznie wydatki inwestycyjne w prognozie pochłaniają od 60% do 80% wypracowanych przepływów operacyjnych w danym roku – spółka reinwestuje znaczną część gotówki w rozwój. Niemniej, dzięki wspomnianemu efektowi skali i kapitałowi obrotowemu, wolne przepływy pieniężne (FCFF) pozostają dodatnie od 2026 r. W 2025 wolne przepływy są bliskie zeru (duży CAPEX przy jeszcze niewielkim wzroście CFO), ale w miarę wzrostu EBITDA udział inwestycji w CFO spada i FCFF rośnie. Poniżej przedstawiono wyliczenie *Free Cash Flow* w okresie szczegółowej prognozy (uwzględniając korektę o czynsze – tzn. traktujemy wydatki leasingowe jako operacyjne):

| (mln PLN) | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P |
|--|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| EBIT | 1 310 632 | 6 139 619 | 7 815 381 | 9 255 687 | 10 860 721 |
| NOPAT = EBIT * (1-11%) | 1 166 462 | 5 464 260 | 6 955 689 | 8 237 561 | 9 666 042 |
| Amortyzacja | 11 898 287 | 13 161 669 | 14 486 610 | 15 877 325 | 17 338 039 |
| EBITDA (operacyjny cash earnings) | 15 222 893 | 14 733 621 | 19 544 341 | 22 138 32 | 24 950 264 |
| Δ Kapitał obrotowy netto | -61 614 | -64 542 | -67 687 | -71 047 | -74 623 |
| Czynsze (wyd. operacyjne) | -9 018 630 | -10 529 335 | -11 589 288 | -12 701 860 | -13 870 431 |
| CAPEX (łącznie rozw. + odtw.) | -3 589 829 | -6 716 167 | -6 048 661 | -6 287 732 | -5 633 804 |
| Wolny przepływ pieniężny (FCFF) | 489 591 | 1 315 886 | 3 736 664 | 5 054 247 | 7 425 223 |

Nota: Czynsze ujmujemy tu jako wydatki operacyjne (mimo ujęcia zgodnie z MSSF16 w przepływach finansowych sprawozdania) – pozwala to właściwie odzwierciedlić dostępny wolny cash flow spółki. Wydatki czynszowe oszacowano jako 8% przychodów rocznie, rosnące wraz ze sprzedażą (uwzględniając nowe lokalizacje).

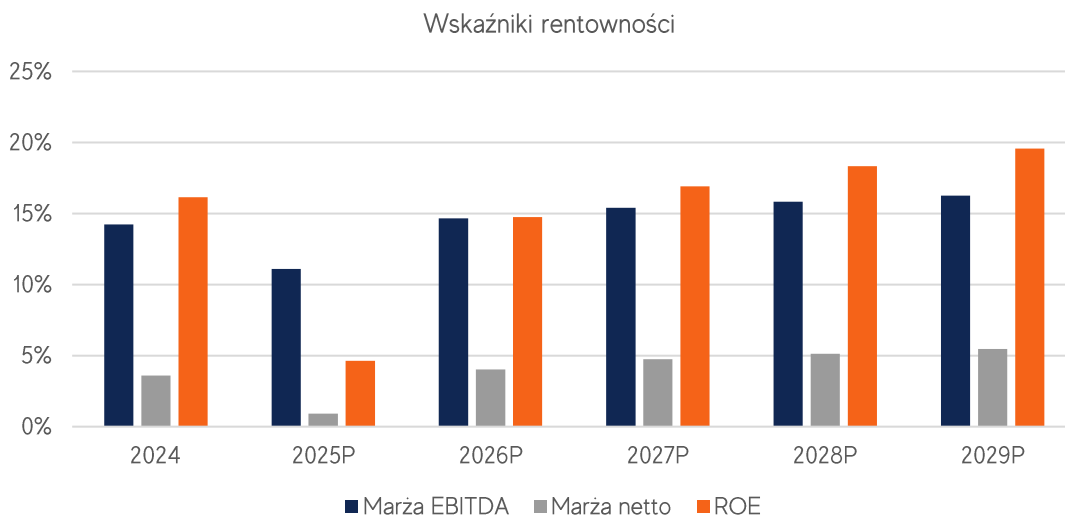
Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

Zgodnie z powyższym, wolne przepływy finansowe zwiększają się w miarę jak nowo otwarte punkty stają się dojrzałe i generują nadwyżki. Łączny zdyskontowany FCFF za lata 2025–2029 posłuży do wyceny metodą DCF.

Kluczowe wskaźniki KPI (2024–2029)

Na koniec przedstawiamy zestaw kluczowych mierników efektywności, obrazujących sytuację finansową i operacyjną Mex Polska w prognozowanym okresie:

- **Liczba lokali:** 2024: 60 (ok. 45 własnych + 15 franczyzowych); 2029: 90 (ok. 65 własnych + 25 franczyzowych). Sieć rośnie o 50% w 5 lat, zgodnie ze strategią +6 otwarć rocznie. Udział franczyz pozostaje na poziomie 25% całości (założono, że co czwarty nowy lokal to franczyza).
- **Średnie roczne przychody na lokal własny:** ok. 1,76 mln PLN w 2024, nieznacznie rosnące do 1,98 mln w 2029 (większe restauracje generują 2,5–3 mln rocznie, Pijalnie 1,5 mln, stąd średnia ważona 1,8 mln). Stabilny wzrost LFL i optymalizacja oferty pozwala zwiększać tę średnią o 2% rocznie.
- **Marża EBITDA (MSSF16):** 2024: 14,2%; 2027: 15,4%; 2029: 16,3%. Trend wyraźnie rosnący dzięki efektowi skali i dojrzewaniu nowych punktów (które po okresie rozruchu osiągają wyższe marże).
- **Marża netto:** 2024: 3,1%; 2027: 4,7%; 2029: 5,5%. Zgodnie z przygotowanym modelem z prognozą, zysk netto rośnie ponad trzykrotnie (z 3,1 mln zł do 9,5 mln zł), co przekłada się na poprawę rentowności dla właścicieli kapitału. Marża netto nie wraca do poziomów sprzed wzrostu kosztów (dla porównania w 2022 wyniósł 8,9%).
- **Planowane dywidendy:** przyjmując plan przekazywania akcjonariuszom 30% skonsolidowanego zysku netto za rok poprzedzający wypłatę. Przyjmując prognozowane w ramach modelu wartości generowanego zysku netto, w kolejnych latach dywidenda wyniesie: 730 tys. zł w roku 2026, 1.652 tys. zł w roku 2027, 2.016 tys. zł w 2028 oraz 2.395 tys. zł w roku 2029.
- **ROE (zwrot na kapitale własnym):** 2024: 13,5%; 2027: 18,4%; 2029: 19,6%. Wzrost zyskowności i zatrzymanie całości zarobków w spółce (kapitał rośnie jedynie o skumulowane zyski) powoduje, że rentowność kapitału znacząco się poprawia. Model zakłada brak dywidend, więc całkowity zysk powiększa kapitały.



Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

- **ROIC (zwrot z zainwestowanego kapitału):** 2024: 9%; 2027: 12%; 2029: 13%. Liczony jako NOPAT względem zainwestowanego kapitału (kapitał własny + dług odsetkowy – gotówka), wskaźnik ten pokazuje, że już od 2026 r. Sytuacja, w której ROIC przewyższa koszt kapitału świadczy to tworzeniu wartości – nowe inwestycje przynoszą stopę zwrotu powyżej wymaganego kosztu kapitału, co buduje wartość dla akcjonariuszy. Negatywny kapitał obrotowy dodatkowo podbija ROIC (mniej kapitału jest związane w działalności).
- **Wskaźniki zadłużenia:** Dług netto / EBITDA utrzymuje się <0,5x (w praktyce spółka ma więcej gotówki niż długu w większości okresu; ewentualne chwilowe zadłużenie z tytułu kredytu jest spłacane z bieżących wpływów). Pokrycie odsetek (EBITDA / odsetki) jest bardzo wysokie – powyżej 10x w całym okresie, dzięki niskim kosztom odsetkowym. Udział długu odsetkowego w sumie bilansowej pozostaje znikomy, rzędu kilku procent, co potwierdza konserwatywną politykę finansową spółki.

Tabelę z kluczowymi obliczeniami w zakresie przepływów pieniężnych oraz kalkulacji średnioważonego kosztu kapitału przedstawiono poniżej:

Wycena Metodą Dochodową

| | 2025p | 2026p | 2027p | 2028p | 2029p |
|--|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Sprzedaż | 118 982 873 | 131 616 690 | 144 866 104 | 158 773 250 | 173 380 389 |
| EBIT | 1 310 632 | 6 139 619 | 7 815 381 | 9 255 687 | 10 860 721 |
| Podatek od EBIT | -144 169 | -675 358 | -859 692 | -1 018 126 | -1 194 679 |
| <i>Podatek [%]</i> | 11% | 11% | 11% | 11% | 11% |
| NOPAT | 1 166 462 | 5 464 260 | 6 955 689 | 8 237 561 | 9 666 042 |
| Amortyzacja | 11 898 287 | 13 161 669 | 14 486 610 | 15 877 325 | 17 338 039 |
| Czynsze (korekta amortyzacji) | -9 518 630 | -10 529 335 | -11 589 288 | -12 701 860 | -13 870 431 |
| Zmiana kapitału obrotowego | -61 614 | -64 542 | -67 687 | -71 047 | -74 623 |
| Nakłady inwestycyjne | -2 994 914 | -6 716 167 | -6 048 661 | -6 287 732 | -5 633 804 |
| FCFF | 489 591 | 1 315 886 | 3 736 664 | 5 054 247 | 7 425 223 |
| <i>Dywidenda (30% zysku netto)</i> | 0 | -323 239 | -1 585 878 | -2 060 007 | -2 444 568 |
| <i>FCFE po dywidendzie (poglądowo)</i> | 489 591 | 1 639 124 | 5 322 542 | 7 114 254 | 9 869 791 |
| WACC | 14,55% | 14,55% | 14,55% | 14,55% | 14,55% |
| Czynnik dyskontujący | 1,00 | 1,15 | 1,31 | 1,50 | 1,72 |
| PV FCFF | 489 591 | 1 148 740 | 2 847 680 | 3 362 537 | 4 312 446 |
| Suma PV FCFF | 12 160 993 | | | | |
| Wzrost terminalny | 2,5% | | | | |
| Wartość rezydualna (RV) | 37 281 703 | | | | |
| PV RV | 21 652 592 | | | | |
| Wartość przedsiębiorstwa | 33 813 585 | | | | |
| <i>Udział PV RV w EV</i> | 64,04% | | | | |
| Dług netto | -5 287 680 | | | | |
| Aktywa nieoperacyjne | 0 | | | | |
| Wartość kapitałów własnych | 39 101 265 | | | | |
| Liczba akcji | 7.665.436 | | | | |
| Wartość na akcję | 5,10 zł | | | | |

Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

Wyznaczenie WACC

| | |
|-------------------------------------|---------------|
| Udział KO | 5% |
| Udział KW | 95% |
| Kapitał obcy | |
| Koszt długu | 6,80% |
| Podatek | 19% |
| Koszt długu po opodatkowaniu | 4,25% |
| Kapitał własny | |
| Stopa wolna od ryzyka | 5,25% |
| Premia rynkowa | 5,75% |
| Współczynnik Beta | 1,23 |
| Premia za płynność | 1,5% |
| Premia za wielkość | 1,25% |
| Koszt kapitału własnego | 15,07% |
| WACC | 14,55% |

Źródło: Oszacowania własne Dom Maklerski INC S.A., Useful Data Sets (nyu.edu)

1.1. Wrażliwość wyceny na zmianę podstawowych parametrów

Z punktu widzenia wartości bieżącej prowadzonej działalności, istotne znaczenie mają parametry dotyczące dynamiki wzrostu przychodów oraz kształtowania się dynamiki wzrostu głównych pozycji kosztowych dotyczących wynagrodzeń oraz zużycia materiałów gastronomicznych i energii.

W celu weryfikacji wrażliwości uzyskanej wyceny na zmiany kluczowych parametrów, przygotowano dwa dodatkowe warianty wyceny metodą dochodową – konserwatywny i optymistyczny, różniące się założeniami odnośnie do tempa otwierania nowych lokali oraz dynamiki wzrostu przychodów z lokali już istniejących po stronie przychodowej oraz udziału kosztów wynagrodzeń, zużycia materiałów i energii oraz dynamiki ich wzrostu po stronie kosztowej.

W wariantcie konserwatywnym dokonano obniżenia liczby rocznie otwieranych lokali do 5, przy jednoczesnym obniżeniu dynamiki wzrostu przychodów z lokali już istniejących o 1 p. p. Na poziomie kosztów dokonano podwyższenia udziału w przychodach kosztów wynagrodzeń i kosztów materiałowych o 2 p. p. oraz podniesiono dynamikę wzrostu tych pozycji kosztowych o 1 p.p. W efekcie powyższych zmian, wycena jednej akcji Mex Polska spadła do poziomu 3,59 PLN.

Wariant optymistyczny uwzględnił natomiast podwyższenie tempa otwierania nowych lokali do 7 rocznie. Dynamikę wzrostu przychodów podniesiono o 1 p.p., udział głównych pozycji kosztowych w przychodach obniżono o 2 p. p, przy zmniejszeniu ich dynamiki wzrostu o 1 p.p. Powyższe modyfikacje, spowodowały wzrost wartości jednej akcji do ceny 6,75 PLN. W wariantcie bazowym wycena akcji pozostaje niezmienną: 5,10 PLN.

Wycena na akcję w 3 wariantach prognoz

| | |
|-----------------------|---------|
| Wariant konserwatywny | 3,59 zł |
| Wariant bazowy | 5,10 zł |
| Wariant optymistyczny | 6,75 zł |

Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

Ponadto, dokonano weryfikacji wrażliwości wyceny Spółki na zmiany podstawowych parametrów modelu w zakresie stopy średnioważonego kosztu kapitału oraz stopy wzrostu w okresie rezydualnym.

Aktualna wartość kapitałów własnych (w PLN) w zależności od wzrostu terminalnego i WACC

| | WACC | | | | |
|-------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 13,55% | 14,05% | 14,55% | 15,05% | 15,55% |
| 2,00% | 39 535 976 | 38 027 630 | 38 027 630 | 35 354 037 | 34 163 580 |
| 2,25% | 40 109 419 | 38 547 096 | 38 101 096 | 35 784 794 | 34 557 684 |
| 2,50% | 40 708 809 | 39 389 050 | 39 101 50 | 36 232 712 | 34 966 889 |
| 2,75% | 41 335 949 | 39 654 984 | 39 654 984 | 36 698 837 | 35 392 077 |
| Wzrost terminalny 3,00% | 41 992 811 | 40 246 525 | 40 246 525 | 37 184 305 | 35 834 206 |

Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

2. Wycena porównawcza

- Uzupełniająco w stosunku do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych opracowano również wycenę Spółki przy wykorzystaniu metody porównawczej, w ramach której wartość akcji wyznaczana jest w oparciu o rynkowe wyceny porównywalnych podmiotów notowanych na globalnych rynkach akcji.
- W wycenie porównawczej wykorzystano trzy powszechnie stosowane mnożniki wyceny: EV/S (Enterprise Value to Sales – wartość przedsiębiorstwa/przychody ze sprzedaży), EV/EBITDA (Enterprise Value to Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization – wartość przedsiębiorstwa/zysk operacyjny przed amortyzacją), P/E (Price to Earnings – cena/zysk), każdemu z nich nadając równą wagę (33%). Następnie, wskaźniki obliczono w oparciu o dwa ujęcie – zarówno wskaźniki typu forward (dla roku 2026), jak i w ujęciu LTM (Last Twelve Months – za ostatnie 12 miesięcy).
- Obliczając wartość Spółki posłużono się prognozami wyników finansowych dla roku 2026.
- Dokonując selekcji spółek porównywalnych, wybrano spółki z branży gastronomicznej notowane na GPW: AmRest Holdings (operator m.in. KFC, Pizza Hut, Burger King – największa polska spółka gastronomiczna, działająca globalnie) oraz Sfinks Polska (dawniej sieć restauracji Sphinx, obecnie po restrukturyzacji). Niestety bezpośrednich porównywalnych spółek na GPW o zbliżonym profilu brakuje – Sfinks zmienił model biznesowy, zaś AmRest to podmiot o znacznie większej skali i zdywersyfikowany geograficznie. Mimo to, zestawienie tych podmiotów daje pewien obraz lokalnego rynku.
- Wśród globalnych podmiotów porównywalnych dla Mex Polska wybrano przedstawicieli różnych segmentów gastronomii – od sieci fast food i QSR (quick service restaurants), przez casual dining, po firmy z branży dostaw jedzenia.
- W praktyce, model Spółki dość istotnie różni się od grupy porównawczej, w związku z czym obniżono wagę dla metody porównawczej w końcowej kalkulacji wyceny, która w procesie wyceny ma charakter raczej nadania kontekstu branżowego dla działalności Spółki.

Wycena porównawcza

| Spółka | LTM | | | Forward | | |
|---|----------------|-------------------|---------------|----------------|-------------------|---------------|
| | EV/EBITDA | EV/Sales | P/E | EV/EBITDA | EV/Sales | P/E |
| AmRest Holdings SA | 5 | 0,8 | 82,5 | 5 | 0,75 | 13,7 |
| Sfinks Polska SA | 16,6 | 0,95 | - | 15,8 | 0,7 | - |
| McDonald's | 18,5 | 10,3 | 26 | 16 | 10 | 23 |
| Domino's Pizza | 18 | 3,8 | 18,1 | 12,5 | 2,5 | 17,7 |
| Yum! Brands | 14,7 | 5,6 | 19 | 15 | 4,9 | 18 |
| Darden Restaurants | 11,2 | 1,2 | 18 | 12 | 1,1 | 16 |
| Bloomin' Brands | 5,4 | 0,5 | 11 | 6 | 0,6 | 10 |
| Shake Shack | 12 | 3,15 | - | 38 | 2,5 | 39 |
| Delivery Hero | 13 | 0,5 | 22 | 18 | 0,4 | 66 |
| Just Eat Takeaway | 27 | 0,9 | - | 21 | 0,7 | 101 |
| Mediana | 13,85 | 1,075 | 19 | 12,5 | 0,925 | 18 |
| Mex Polska SA | 4,50 | 0,70 | 30,80 | 4,00 | 0,65 | 11,20 |
| Premia/dyskonto | -75% | -69% | 0,18 | -75% | -62% | -42% |
| Wycena wg wskaźnika | 210 837 065 zł | 127 906 588 zł | 36 746 255 zł | 177 141 701 zł | 110 059 157 zł | 34 812 242 zł |
| Waga wskaźnika | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% |
| Wycena 1 akcji wg wskaźników (PLN) | | 125 986 677,81 zł | | | 109 763 981,91 zł | |
| Waga wskaźnika | | 50% | | | 50% | |
| Wycena końcowa 1 akcji (PLN) | 8,48 zł | | | | | |

Źródło: Dom Maklerski INC S.A., Bloomberg

Mex Polska jest nieporównywalnie mniejsza od globalnych gigantów. Jej 107 mln zł rocznych przychodów (2024) to równowartość ok. \$26 mln – podczas gdy McDonald's osiąga ok. \$26 mld sprzedaży, a nawet regionalny

AmRest ponad 10 mld zł. Mała skala wpływa na niższą wycenę – globalni inwestorzy preferują duże, płynne spółki o ugruntowanej pozycji. Mimo to Mex Polska dynamicznie rośnie (plan 6 nowych lokali rocznie, obecnie 60 lokali) i zagospodarowuje nisze (puby, casual dining w Polsce).

Pod względem marż Mex Polska radzi sobie zaskakująco dobrze: marża EBITDA 14% (2024) jest zbliżona do poziomów sieci casual dining z USA (Darden 15–16%) i nieodległa od AmRestu (ok. 16–17%). Marże netto są jednak bardzo niskie – ok. 2–3% – przez wysokie koszty finansowe MSSF16 i amortyzację ekspansji. Dla porównania, dojrzałe globalne sieci osiągają kilkunastoprocentowe rentowności netto (np. McDonald's 32% netto, Domino's 12%). Mex Polska reinwestuje zyski w rozwój, co obniża bieżący wynik netto, ale prognozy zakładają poprawę (strategia ma podnieść marżę EBITDA do 17.8% i marżę netto 6.2% do 2027). Mex Polska, operując na własnych lokalach, osiąga umiarkowany zwrot na kapitale, lecz istotne jest utrzymanie dyscypliny inwestycyjnej przy dalszej ekspansji (na plus: niski poziom zadłużenia odsetkowego i możliwość franczyzy części lokali).

IV. Profil Spółki i otoczenie rynkowe

1. Profil Spółki

Historia Spółki

| Rok | Wydarzenie |
|---------------|--|
| 2000-2002 | Pierwsze restauracje: założyciele – Paweł Kowalewski, Joanna Kowalewska oraz Andrzej Domżał – uruchomili w Łodzi restaurację w koncepcie meksykańskim, która później stała się marką The Mexican. |
| 2007 | Narodziła się idea scalania działalności gastronomicznej w formie holdingu – powstanie spółki „Mex Polska”. |
| 14 luty 2008 | Oficjalna data rejestracji spółki Mex Polska S.A. jako podmiotu z siedzibą w Łodzi. |
| 2010 | Rozszerzenie portfela: uruchomienie marki Browar de Brasil (restauracja z kuchnią brazylijską i własnym browarem) w Łodzi. |
| 2011 | Debiut nowego konceptu barowo-bistro: Pijalnia Wódki i Piwa (stylizowany na PRL), pierwszy lokal – początki franchise. W tym roku spółka przygotowała również ofertę publiczną akcji. |
| 25 maj 2012 | Debiut giełdowy Mex Polska S.A. na głównym rynku Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) – wprowadzenie akcji spółki do obrotu. |
| 2012–2014 | Restrukturyzacja: wycofywanie się z nierentownych konceptów, skupienie na kluczowych markach (The Mexican, Pijalnia). Zmiany w strategii operacyjnej. |
| Od 2015 | Ekspansja poprzez modele franczyzowe i własne w brandach barowo-bistro (Pijalnia), rozwój casual dining (The Mexican) i wprowadzanie nowych konceptów (PanKejk, Chicas & Gorillas, Prosty Temat,). Portfolio zaczyna być rozbudowywane o kolejne marki. |
| 2024–2028 | Strategia Grupy: średnio 6 nowych otwarć rocznie, dalsze skalowanie portfolio, optymalizacja rentowności operacyjnej i ekspansja w formatach wysokomarżowych. (komunikat korporacyjny) |
| 2025 (I poł.) | Realizacja sześciu nowych otwarć w ciągu 8 miesięcy (m.in. The Mexican we Wrocławiu, Prosty Temat w Krakowie, Pijalnia w Jarosławiu, Zamościu) – potwierdzenie zdolności ekspansji. |

Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

Kluczowe obserwacje dla inwestora

- Spółka przeszła od operowania pojedynczym lokalem (początkowo The Mexican) do holdingu zarządzającego różnorodnym portfelem marek gastronomicznych – co świadczy o zdolności przekształcenia przedsięwzięcia restauracyjnego w skalowalny biznes sieciowy.
- Debiut giełdowy w 2012 roku umożliwił pozyskanie kapitału zewnętrznego na rozwój ekspansji sieciowej.
- Po fazie ekspansji pojawiła się konieczność restrukturyzacji (2012–2014) – wycofanie się z nierentownych konceptów wskazuje na selekcję marek i modelu operacyjnego.
- Od połowy dekady grupa skupia się na dwóch głównych osiach rozwoju: niskokosztowe bary/bistro (franczyza) oraz koncepty casual dining – co tworzy profil firmy zarówno wzrostowej, jak i generującej cash-flow w modelu powtarzalnym.

Mex Polska S.A. to krajowa grupa gastronomiczna, notowana na GPW, zarządzająca portfelem ponad 60 lokali w Polsce. Model działalności opiera się na strategii multibrandowej, łączącej formaty:

- **bistro / shot-bary** (Pijalnia Wódki i Piwa, Chicas & Gorillas),
- **casual dining / restauracje tematyczne** (The Mexican, Prosty Temat),
- **fast-casual pizza** (Pizzanova).

Grafika: Mapa lokalizacji restauracji zarządzanych przez grupę Mex Polska



Źródło: Spółka

Grupa rozwija zarówno lokale własne, jak i franczyzowe (przede wszystkim w segmencie barowym). Strategia na lata 2024–2028 zakłada średnio ok. 6 nowych otwarć rocznie, przy jednoczesnej poprawie rentowności operacyjnej i selektywnym alokowaniu CAPEX do formatów o najwyższej stopie zwrotu. Plan ekspansji jest już materializowany – w I połowie 2025 otwarto 6 nowych lokali, a roczny cel liczby otwarć został zrealizowany w ciągu ok. 8 miesięcy. Krótkoterminowy nacisk na rozwój (koszty otwarć i wynajmu) oraz niekorzystne warunki pogodowe (chłodna wiosna 2025) wywierają presję na wynik netto, natomiast zarząd podkreśla odporność modelu i potencjał dalszej skalowalności w średnim terminie.

The Mexican – restauracje tex-mex casual dining

Profil segmentu:

The Mexican to dojrzały, flagowy koncept casual dining z kuchnią tex-mex, obecny w największych miastach. Format oparty jest na pełnej obsłudze kelnerskiej, rozbudowanym menu i silnie zdefiniowanej oprawie tematycznej. Koncept adresuje segment „destination dining” – wizyty okazjonalne (kolacje, spotkania ze znajomymi, turyści).

Ekonomia jednostkowa i CAPEX:

- wysoki próg wejścia – CAPEX na otwarciu nowego lokalu rzędu 0,8–1,2 mln zł,
- wyższe koszty stałe (pełna kuchnia, personel, duży metraż, czynsz w topowych lokalizacjach),
- relatywnie wysokie przychody na jednostkę (duży ruch, sprzedaż wysokomarżowych napojów),
- niższa marża netto niż w formatach barowych z uwagi na strukturę kosztów.

Cechy inwestycyjne segmentu:

Cykliczność: wyraźna sezonowość (szczyt w sezonie turystycznym), wrażliwość na koniunkturę konsumencką powyżej barów bistro.

Skalowalność: dobra, ale ograniczona do dużych aglomeracji i atrakcyjnych lokalizacji; ekspansja raczej selektywna niż masowa.

Ryzyko: rosnące koszty pracy i surowców, presja na utrzymanie jakości i doświadczenia gościa; dłuższy okres zwrotu z inwestycji.

Franczyza: format odpowiedni dla kapitałowo silnych franczyzobiorców; atrakcyjny brand z 20-letnim track recordem, ale o wyższym ryzyku operacyjnym niż Pijalnia.

Pijalnia Wódki i Piwa – kluczowy generator cash flow w segmencie bistro

Profil segmentu:

Pijalnia Wódki i Piwa to największy i najbardziej rozpoznawalny koncept Grupy, funkcjonujący jako niskokosztowy shot-bar w klimacie PRL. Sieć obejmuje kilkadziesiąt lokali w całej Polsce, głównie w modelu franczyzowym. Oferta jest świadomie uproszczona (podstawowe alkohole i kilka klasycznych przekąsek), a funkcjonowanie lokali oparte jest na wysokiej rotacji klientów i niskiej jednostkowej cenie.

Ekonomia jednostkowa i CAPEX:

- niski CAPEX wejścia (zwykle kilkadziesiąt–kilkaset tys. zł, istotnie poniżej restauracji casual dining),
- symboliczne opłaty licencyjne i niska opłata bieżąca (procent od obrotu),
- wysoka marża brutto na sprzedaży dzięki efektowi skali przy zakupie alkoholu i nieskomplikowanej ofercie,
- krótki okres zwrotu – przy typowych parametrach lokal osiąga zwrot w <2 lata.

Cechy inwestycyjne segmentu:

Cykliczność: niska; format częściowo antycykliczny (migracja klientów z droższych lokali do tańszych barów w okresie spowolnienia).

Skalowalność: bardzo wysoka; prosty, powtarzalny koncept możliwy do wdrożenia także w mniejszych miastach.

Ryzyka: wiodącym czynnikiem ryzyka są zmiany regulacyjne (lokalne ograniczenia sprzedaży alkoholu, godziny otwarcia, polityka samorządów), oraz ryzyko reputacyjne związane z bezpieczeństwem.

Franczyza: jeden z najbardziej atrakcyjnych projektów franczyzowych na rynku gastronomicznym w Polsce – niski próg wejścia, szybki zwrot, silny brand i wsparcie operacyjne. Segment bistro, którego kluczową częścią jest Pijalnia, pozostaje najbardziej rentownym obszarem działalności Grupy.

Prosty Temat – nowoczesny all-day casual dining w fazie skalowania**Profil segmentu:**

Prosty Temat to miejski koncept all-day dining (śniadanie–lunch–kolacja) skierowany do klientów z dużych miast, poszukujących nowoczesnego, „instagramowalnego” miejsca o szerokiej ofercie. Lokale zlokalizowane są w wysokoprestizowych punktach (Sopot, centrum Warszawy, centrum Krakowa) i funkcjonują wyłącznie jako lokale własne.

Ekonomia i rola w portfolio:

- CAPEX umiarkowanie wysoki (pełna kuchnia i dopracowany design, lecz niższy niż w The Mexican),
- szerokie wykorzystanie lokalu w ciągu dnia (wiele „turnusów” – śniadania, lunch, kolacje),
- dywersyfikacja przychodów względem formatów strictly wieczorno–barowych.

Cechy inwestycyjne segmentu:

Cykliczność: rozłożona na różne pory dnia; sezonowość głównie turystyczna.

Skalowalność: umiarkowana – wymaga silnego zaplecza operacyjnego oraz topowych lokalizacji w dużych miastach.

Ryzyka: wysoka złożoność operacyjna (szerokie menu, długie godziny pracy, większe zapotrzebowanie kadrowe) oraz konkurencja z niezależnymi konceptami casual dining.

Franczyza: na obecnym etapie koncept dopracowywany jest w modelu własnym; potencjalna przyszła franczyza byłaby targetowana raczej do doświadczonych operatorów gastronomicznych.

Chicas & Gorillas – nowoczesny shot–bar budujący udział w młodszej grupie demograficznej**Profil segmentu:**

Chicas & Gorillas to nowy koncept shot–baru zbudowany wokół pop–artowego, „social media friendly” brandingu, adresowany do młodszych klientów (Gen Z, młodzi dorośli). Ekonomia modelu jest zbliżona do Pijalni – brak kuchni, prosta oferta napojów, wysoka rotacja, niewielki metraż.

Cechy inwestycyjne segmentu:

Cykliczność: porównywalna z Pijalnią – traffic skupiony głównie w godzinach wieczornych i weekendy, niewielka sezonowość.

Skalowalność: wysoka – format łatwo replikowalny w większości dużych miast z rozwiniętą sceną nocną.

Potencjał: koncept komplementarny wobec Pijalni; pozwala Grupie zwiększać udział w segmencie bistro i zabezpiecza się na wypadek starzenia się formuły PRL-owskiej.

Ryzyka i franczyza: ryzyka regulacyjne i reputacyjne analogiczne do Pijalni; obecnie brak franczyzy, ale w razie otwarcia model prawdopodobnie będzie silnie pożądanym przez inwestorów szukających modowego, wysokomarżowego konceptu barowego.

PanKejk – koncept all-day breakfast / brunch w fazie wczesnej skalowalności

Profil segmentu:

PanKejk to rozwijany przez Grupę nowoczesny koncept gastronomiczny typu all-day breakfast / brunch, oparty na menu skoncentrowanym na pankejkach, naleśnikach, śniadaniach, deserach i lekkich daniach comfort food. Format adresuje szeroką grupę odbiorców – od rodzin po młodych dorosłych – i charakteryzuje się wysoką powtarzalnością wizyt oraz atrakcyjną ekspozycją na ruch dzienny (śniadania, lunche, popołudniowe spotkania). Marka funkcjonuje w kilku głównych miastach (Łódź, Gdańsk, Kraków) i jest przygotowywana do możliwej dalszej ekspansji sieciowej.

Ekonomia i profil ryzyka:

- **wysoka częstotliwość odwiedzin** – format dzienny cechuje mniejsza sezonowość niż restauracje okazjonalne; naturalna przewaga w godzinach nieobsługiwanych przez bary i casual dining,
- **umiarkowany CAPEX** – koncept wymaga dopracowanego designu oraz kuchni o średniej złożoności, ale jest istotnie mniej kapitałochłonny niż klasyczne restauracje z pełną kuchnią,
- **wysoka pracochłonność** – szerokie menu i długie godziny otwarcia wymagają odpowiedniego zarządzania personelem i food costem,
- **ryzyka operacyjne** – stabilność jakości produktu (świeże, krótkoterminowe surowce), konieczność utrzymania atrakcyjności wizualnej i doświadczenia gościa,
- **lokalizacja kluczowa dla sukcesu** – najlepsze wyniki osiągane są w ruchliwych ulicach handlowych i prestiżowych centrach miast, co wpływa na poziom czynszu.

Cechy inwestycyjne segmentu:

Cykliczność: Niska–średnia. Lokalizacje all-day breakfast wykazują stabilne obroty przez cały rok, z lekką sezonowością turystyczną. Format jest w mniejszym stopniu zależny od koniunktury makro niż restauracje okazjonalne.

Skalowalność: Umiarkowanie wysoka. Format jest powtarzalny i dobrze wpisuje się w trend lokali dziennych, jednak wymaga dopracowanej obsługi operacyjnej i silnej kontroli jakości. Skalowalność rośnie wraz z postępującą standaryzacją procesów.

Potencjał: PanKejk może stać się znaczącym elementem segmentu all-day Grupy dzięki:

- rosnącemu popytowi na kawiarniano-śniadaniowe koncepty,
- popularności kategorii brunchu w grupie młodych dorosłych i rodzin,
- relatywnie niskiej bariery wejścia (w porównaniu do restauracji okazjonalnych),
- synergii w lokalizacjach z ruchem turystycznym i handlowym.

Marka wzmacnia dywersyfikację czasową portfela Grupy (większa ekspozycja na ruch dzienny), co uzupełnia modele wieczorne (Pijalnia, Chicas & Gorillas).

Franczyza: Potencjalnie atrakcyjna. Format cechuje się:

- przewidywalną ekonomią jednostkową,

- koncepcją łatwo komunikowalną,
- umiarkowanym CAPEX,
- szeroką grupą odbiorców.

Ewentualne uruchomienie modelu franczyzowego wymaga pełnego domknięcia standaryzacji i operacyjnej manualizacji – etap obecnie rozwijany.

Rola PanKejk w portfelu Mex Polska

PanKejk stanowi ważny element strategii multibrandowej:

- zapewnia ekspozycję na segment śniadaniowo-deserowy,
- zwiększa dywersyfikację czasową (ruch dzienny vs wieczorny),
- wpisuje się w trend miejskich lokali all-day,
- umożliwia rozwój przy zachowaniu umiarkowanego poziomu inwestycji jednostkowych,
- ma potencjał rozszerzenia portfela o kolejny format z wysoką częstotliwością wizyt.

Spoko Taco – szybki, niskokosztowy koncept fast-casual tex-mex o wysokiej skalowalności.

Spoko Taco to nowy koncept Grupy Mex Polska, osadzony w segmencie fast-casual tex-mex, którego oferta opiera się na prostych, szybko serwowanych daniach meksykańskich (taco, quesadilla, burrito, bowle). Format jest pozycjonowany jako nowoczesny, street-foodowy, o niskiej złożoności operacyjnej i dużej powtarzalności produkcji.

Koncept rozwijany jest w miastach z dużym udziałem ruchu młodych konsumentów (studenci, pracownicy biurowi, ruch pieszy), a jego celem jest obsługa segmentu lunchowego i wieczornego przy zachowaniu szybkiej obsługi (time-to-serve krótszy niż w casual dining).

Ekonomia i profil ryzyka:

- **niski-umiarkowany CAPEX** – format fast-casual wymaga ograniczonego zaplecza kuchennego, bazuje na prostych strefach wydawczych i standaryzacji procesów;
- **wysoka efektywność metrażu** – niewielkie lokale (lub moduły food-court) pozwalają na szybkie osiągnięcie rentowności;
- **wysoka powtarzalność produktu** – menu oparte na powtarzalnych komponentach i półproduktach redukuje ryzyko operacyjne;
- **umiejętne zarządzanie food cost** – kluczowe w segmencie tex-mex: ceny mięsa, warzyw i produktów świeżych mogą wywoływać presję marżową;
- **ryzyka konkurencyjne** – segment fast-casual tex-mex jest obecnie jednym z najszybciej rosnących w Polsce (wzrost street food), ale jednocześnie niskie bariery wejścia zwiększają presję ze strony lokalnych operatorów.

Cechy inwestycyjne segmentu

Cykliczność: Niska-umiarkowana. Popyt na dania szybkie (taco/burrito) cechuje duża stabilność i silna ekspozycja na pory dnia o wysokim ruchu (lunch + wieczór). Sezonowość ograniczona, szczególnie w lokalizacjach miejskich.

Skalowalność: Wysoka. Format fast-casual z natury jest skalowalny, oparty na prostych procesach i ustandaryzowanych recepturach. Spoko Taco ma potencjał do replikacji w wielu miastach, w tym w mniejszych rynkach z dużą populacją studentów.

Potencjał: Duży. Koncept może stać się ważnym filarem segmentu fast-casual Grupy, definiując uzupełnienie między casual dining (The Mexican) a segmentami barowymi. Format odpowiada na trend rosnącego zapotrzebowania na szybkie, jakościowe jedzenie tex-mex, stanowiąc atrakcyjny „entry point” dla młodszych klientów.

Franczyza: Perspektywiczna, ale zależna od dopracowania pełnej standaryzacji. Sieci fast-casual są naturalnymi kandydatami do franczyzy dzięki:

- prostej technologii kuchni,
- relatywnie niskim nakładom inwestycyjnym,
- wysokiej powtarzalności produktu.

Warunkiem jest jednak domknięcie modelu operacyjnego przy pierwszych lokalach.

Rola Spoko Taco w portfelu Grupy Mex Polska

Spoko Taco jest konceptem komplementarnym wobec obecnych marek Grupy:

- uzupełnia The Mexican, oferując tańszą, szybszą i bardziej codzienną alternatywę w kuchni tex-mex,
- zwiększa dywersyfikację czasową (lunch + wieczór),
- wprowadza Grupę w segment, który ma najniższą barierę skalowania i najszerszy rynek docelowy,
- wzmacnia portfolio marek skierowanych do Gen Z oraz młodych dorosłych, segmentu z najwyższą częstotliwością jedzenia poza domem.

Podsumowanie inwestorskie

Spoko Taco to lekki, skalowalny i nowoczesny koncept fast-casual, który może stać się jednym z najwydajniejszych kapitałowo formatów w portfelu Mex Polska – szczególnie w segmencie lunchowym i młodych konsumentów.

Pizzanova

Pizzanova to nowy koncept Grupy Mex Polska w segmencie fast-casual pizza, oparty na pełnej personalizacji produktu. Marka zadebiutowała w 2023 roku i działa obecnie w dwóch lokalach pilotażowych (Łódź – Piotrkowska, Kraków – Stolarska). Jej wyróżnikiem jest model „create-your-own-pizza” – gość sam dobiera składniki w stałej cenie, co pozycjonuje Pizzanova jako nowoczesną alternatywę wobec klasycznych pizzerii i sieci delivery.

Koncept łączy cechy pizzerii artisan z szybkością fast-casual (wypiek ~3 min), dzięki czemu obsługuje zarówno ruch lunchowy, jak i wieczorny. Format wzmacnia lifestyle’owy charakter brandu poprzez współpracę z młodymi artystami (projekty graficzne, murale, branding), co odróżnia koncept od tradycyjnych sieci i nadaje mu unikalny profil „pizza + sztuka”.

Ekonomia i profil ryzyka

- **umiarkowany CAPEX** – potrzebny specjalistyczny piec, ale lokale są kompaktowe i o ograniczonym zapleczu kuchennym;
- **wysoka efektywność metrażu** – format mieści się w małych lokalach / punktach ulicznych, co przyspiesza dojście do rentowności;
- **wysoka powtarzalność operacyjna, mimo customizacji** – standard ciasta, sosów i procedur produkcyjnych zapewnia stabilność procesu;
- **złożoność food cost** – szeroka gama składników wymaga optymalnego zarządzania rotacją i zaopatrzeniem;
- **ryzyka konkurencyjne** – segment pizzy ma wysoką konkurencję (sieci + lokalne pizzerie), jednak Pizzanova wyróżnia się unikalnym modelem DIY.

Cechy inwestycyjne segmentu

Cykliczność: Niska-umiarkowana. Pizza jest kategorią całoroczną, o stabilnym popycie i silnej ekspozycji na weekendy oraz dostawy. Sezonowość ograniczona, kanały dine-in / delivery wzajemnie się bilansują.

Skalowalność: Wysoka. Technologia szybkiego wypieku, powtarzalność procesów oraz mały moduł lokalowy sprzyjają replikacji konceptu. Skalowanie możliwe zarówno w ulicznych lokalach, jak i centrach handlowych.

Potencjał: Duży. Pizzanova może stać się w Grupie głównym filarem segmentu fast-casual pizza – odpowiada na rosnące zainteresowanie produktami „craft, quick & customizable”. Rosnący trend personalizacji żywności dodatkowo wzmacnia atrakcyjność konceptu.

Franczyza: Perspektywiczna po domknięciu pilotażu. Możliwa dzięki ustandaryzowanej technologii, relatywnie niskim nakładom inwestycyjnym oraz wysokiej powtarzalności podstawowych procesów. Kluczowe w tym zakresie będzie dopracowanie modelu food cost i logistyki przy większej sieci.

Rola Pizzanova w portfelu Grupy Mex Polska

Pizzanova jest konceptem komplementarnym wobec obecnych marek Grupy: wprowadza Mex Polska w segment fast-casual pizza z wysokim potencjałem skalowania, przyciąga młodych konsumentów i ruch wieczorny, zwiększa dywersyfikację formatów poza tex-mex i segment barowy, wzmacnia wizerunek Grupy jako operatora nowoczesnych, autorskich konceptów.

Podsumowanie inwestorskie

Pizzanova to nowoczesny, skalowalny koncept fast-casual pizza z unikalnym modelem pełnej personalizacji i silnym potencjałem lifestyle’owym. Może stać się jedną z najbardziej perspektywicznych marek ekspansyjnych w portfelu Mex Polska, szczególnie w dużych miastach i lokalizacjach o wysokim ruchu młodych konsumentów.

Struktura Grupy Kapitałowej spółki Mex Polska S.A.

MEX POLSKA S.A.

| | |
|-----|--|
| ├── | Jednostki zależne (100% / większość) |
| │ | ├── Villa Sp. z o.o. |
| │ | ├── Villa Łódź Sp. z o.o. |
| │ | ├── Cafe II Sp. z o.o. |
| │ | ├── Cafe Bis Sp. z o.o. |
| │ | ├── Mex P Sp. z o.o. |
| │ | ├── Mag Sp. z o.o. |
| │ | ├── Mex K Sp. z o.o. |
| │ | ├── AAD Sp. z o.o. |
| │ | ├── Mex Partner Sp. z o.o. |
| │ | ├── Mex Master Sp. z o.o. |
| │ | ├── Mex Bistro XIV Sp. z o.o. (51%) |
| │ | ├── ... (pozostałe spółki zależne) |
| ├── | Jednostki objęte kontrolą operacyjną (franczyza) |
| │ | ├── Mex Zgoda Sp. z o.o. |
| │ | ├── Mex Sopot Sp. z o.o. |
| │ | ├── Mex Łódź Manufaktura Sp. z o.o. |
| │ | ├── Mex Poznań Sp. z o.o. |
| ├── | Podmioty powiązane osobowo – niekonsolidowane |
| │ | ├── Anado Sp. z o.o. (likwidacja) |
| │ | ├── AD Andrzej Domżał |
| │ | ├── Enterprise Support Premium Sp. z o.o. |

Źródło: Spółka

Struktura akcjonariatu

| Akcjonariusz | Liczba akcji | % kapitału akcyjnego | Liczba głosów | % głosów |
|---|---------------------|----------------------|------------------|-------------|
| Porozumienie Akcjonariuszy w tym*: | 3.832.690 | 49,9996% | 3.832.690 | 49,9996% |
| * Andrzej Domżał wraz z Milduks Limited | 2.889.169 | 37,6909% | 2.889.169 | 37,6909% |
| * Paweł Kowalewski wraz z Raimita Limited | 943.521 | 12,3088% | 943.521 | 12,3088% |
| Quercus TFI S.A. | 458.448 | 5,98% | 458.448 | 5,98% |
| Mezzo Capital Sp. z o. o. | 480.000 | 6,26% | 480.000 | 6,26% |
| Familiar S.A., SICAV-SIF | 763.300 | 9,96% | 763.300 | 9,96% |
| Pozostali | 2.130.998 | 27,80% | 2.130.998 | 27,80% |
| Razem | 7 665 436,00 | 100% | 7 665 436 | 100% |

Źródło: Raport śródroczny Spółki

2. Analiza branży

Wielkość rynku i tempo wzrostu

Branża usług gastronomicznych w Polsce po okresie pandemii COVID-19 weszła ponownie na ścieżkę wzrostu. W 2023 r. rynek gastronomiczny odzyskał poziom sprzedaży porównywalny z rokiem 2019, osiągając ok. 31,3 mld zł, co oznacza wzrost o 40% względem 2022 r. Według danych GUS, całkowita wartość polskiego rynku gastronomicznego (obejmującego restauracje, bary, punkty gastronomiczne i stołówki) wyniosła w 2023 r. aż 76,7 mld zł, rosnąc nominalnie o 18,6% rok do roku (w ujęciu realnym +4,2%)¹. Dynamiczne odbicie to efekt odłożonego popytu po zniesieniu lockdownów oraz wysokiej inflacji cen w gastronomii. Co istotne, 2024 r. przyniósł dalszy wzrost – szacunkowo ok. 9% nominalnie – i po raz pierwszy od pandemii również wzrost realny², sygnalizując trwałą poprawę kondycji sektora. Prognozy na lata 2022–2027 zakładają utrzymanie solidnego tempa ekspansji rynku HoReCa (hotele, restauracje, catering) na średnim poziomie 8% rocznie³. Wsparciem są czynniki makroekonomiczne, takie jak powrót turystów, rekordowy wzrost wynagrodzeń w Polsce oraz stopniowe odbudowywanie oszczędności konsumentów uszczuplonych wcześniejszą inflacją.

KORZYSTANIE Z USŁUG HORECA W POLSCE, OGÓŁ POLAKÓW (%), 2024



Rosnąca skala rynku znajduje odzwierciedlenie w zachowaniach konsumentów. Polacy częściej stołują się poza domem – w 2024 r. aż 74% deklaruje korzystanie z usług gastronomicznych na miejscu w lokalu, a 60% kupowało jedzenie lub napoje na wynos (o 4 p.p. więcej niż rok wcześniej)⁴. Oznacza to, że większość społeczeństwa regularnie korzysta z oferty gastronomicznej. Powrót do biur i normalizacji życia sprzyja jedzeniu „na mieście” – np. wiele osób ponownie nabywa posiłki w drodze z i do pracy⁵. Mimo wciąż odczuwalnej presji inflacyjnej, konsumenci są skłonni wydawać więcej na jakość i doświadczenia kulinarne. Średnia wartość rachunku w lokalach gastronomicznych wzrosła na początku 2025 r. do ponad 64 zł (wzrost o 13–21% rok do roku, zależnie od typu lokalu), co wynika zarówno z wyższych cen menu, jak i gotowości klientów do płacenia za lepsze produkty i atmosferę. W efekcie przychody sektora rosną obecnie w tempie ok. 8–9% rocznie, a branża odrabia straty z lat 2020–2021 i przechodzi z fazy przetrwania do fazy stabilnego rozwoju.

Struktura rynku

Polski rynek gastronomiczny cechuje się bardzo rozdrobnioną strukturą i dużą liczbą podmiotów. W 2023 r. funkcjonowało szacunkowo 93,3 tys. placówek gastronomicznych (stałych i sezonowych), zaś pod koniec 2024 r. liczba ta przekroczyła 99 tys. lokali. Wśród nich ok. 28% stanowiły restauracje z obsługą kelnerską, 26,2% bary (w tym fast foody), 40,4% różnego rodzaju mniejsze punkty gastronomiczne (np. budki z jedzeniem, food

¹ <https://biznes.pap.pl/wiadomosci/firmy/w-2023-roku-rynek-gastronomiczny-wzrosł-o-186-proc-do-767-mld-zł-gus>

² <https://poradnikhandlowca.com.pl/artykuly/raport-pmr-rynek-horeca-w-polsce-2025-sektor-gastronomii-rosnie-lecz-nie-bez-przeszkod>

³ <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Mex-Polska-ocenia-ze-rynek-gastronomiczny-wraca-do-kondycji-sprzed-pandemii-8654852.html>

⁴ <https://poradnikhandlowca.com.pl/artykuly/raport-pmr-rynek-horeca-w-polsce-2025-sektor-gastronomii-rosnie-lecz-nie-bez-przeszkod>

⁵ <https://gastrowiedza.pl/wiadomosci-gastronomiczne/polska-gastronomia-w-2025-roku>

trucki), a 5,4% stołówki zakładowe i szkolne⁶. Co ważne, 2023 rok przyniósł wzrost liczby lokali o ponad 11% – przybywało wszystkich kategorii obiektów (restauracji +10,3%, barów +10,1%, punktów szybkiej obsługi +13%). Odbudowa branży zachęciła przedsiębiorców do ponownych inwestycji w gastronomię – nowe lokale otwierają się zarówno w dużych miastach, jak i mniejszych miejscowościach. Widać napływ nowych konceptów, francyz oraz formatów mobilnych (np. food trucki), a także większą różnorodność oferowanych kuchni tematycznych czy niszowych.

Pomimo ogromnej liczby podmiotów, rynek pozostaje słabo skonsolidowany – dominuje segment niezależnych, pojedynczych restauracji. Zorganizowane sieci (posiadające wiele lokali, w tym francyzowych) stanowią wciąż niewielki ułamek całości pod względem liczby placówek. Szacunki wskazują, że w 2020 r. działało w Polsce ok. 191 sieci gastronomicznych rozwijanych poprzez francyzę, skupiających łącznie ok. 4,8 tys. lokali⁷. Nawet największe sieci obejmują tylko fragment rynku – przykładowo lider, McDonald's, posiadał na koniec 2023 r. 546 restauracji w Polsce, co stanowi zaledwie ~0,5% ogółu placówek gastronomicznych w kraju. Inne duże sieci międzynarodowe, jak KFC czy Starbucks, również dysponują kilkuset lokalizacjami każda, podczas gdy zdecydowana większość restauracji to biznesy indywidualne. Należy jednak zauważyć, że znaczenie sieci sukcesywnie rośnie. Franczyza stała się kluczowym modelem ekspansji – coraz więcej przedsiębiorców wybiera sprawdzone koncepty sieciowe, aby sprostać rosnącym wymaganiom klientów i zmniejszyć ryzyko biznesowe. W ostatnich latach doszło także do pierwszych poważniejszych transakcji konsolidacyjnych. Przykładowo, operator Domino's Pizza przejął konkurencyjną sieć pizzerii, zwiększając skalę do ok. 200 lokali w kraju. Generalnie jednak poziom konsolidacji pozostaje niski, a rynek wciąż charakteryzuje się ostrą konkurencją rozproszonych graczy i walką o klienta na poziomie lokalnym.

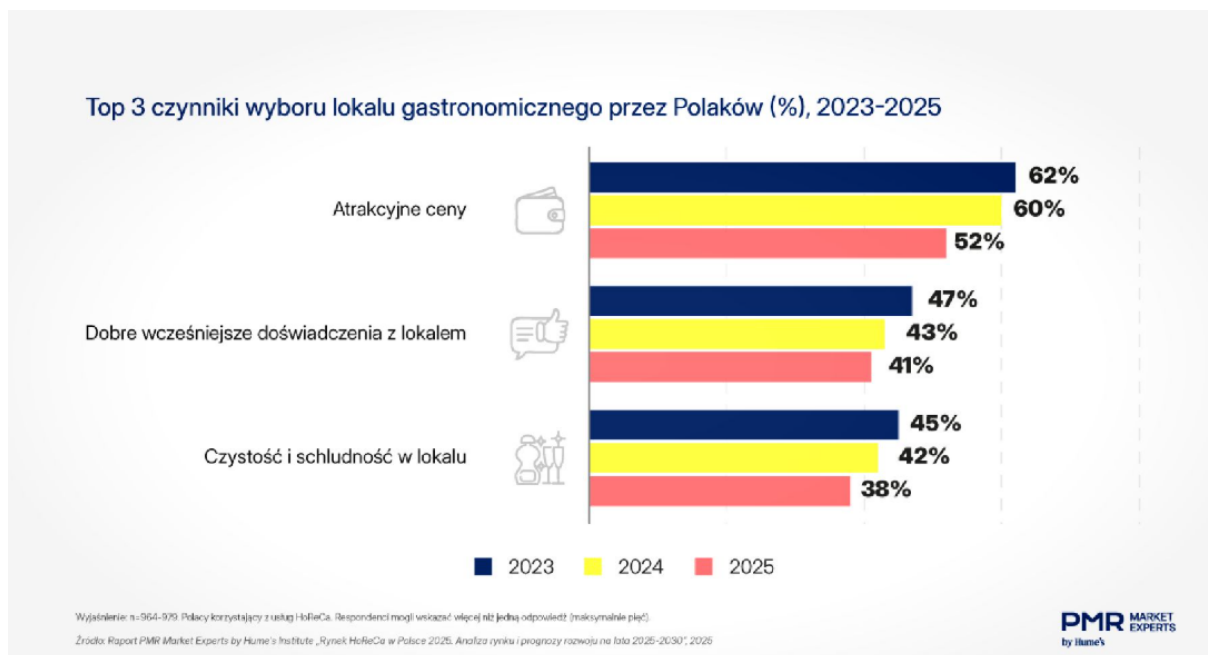
Trendy konsumenckie

Preferencje i zachowania konsumentów na rynku gastronomicznym ulegają istotnym przeobrażeniom, na co wpływ mają zarówno czynniki ekonomiczne, jak i społeczne. Z jednej strony Polacy coraz bardziej cenią jakość, atmosferę i różnorodność doświadczeń kulinarnych, z drugiej – pozostają wrażliwi na ceny i w okresach niepewności finansowej ograniczają wydatki „na mieście”. Badania⁸ z 2025 r. pokazują, że choć atrakcyjna cena nadal jest najczęściej wskazywanym kryterium wyboru lokalu, to jej znaczenie nieco spadło (z 60% konsumentów HoReCa wymieniających cenę w 2024 r. do 52% w 2025 r.). Rośnie natomiast rola dobrych wcześniejszych doświadczeń, rekomendacji oraz higieny i estetyki miejsca. Wynika to m.in. z faktu, że klienci po okresie lockdownu bardziej doceniają społeczną i rekreacyjną funkcję wyjścia do restauracji. Dla większości Polaków wizyta w lokalu to nie tylko zaspokojenie głodu, ale okazja do spotkań towarzyskich – aspekt, którego sklepy spożywcze oferujące dania gotowe nie są w stanie zastąpić.

⁶ <https://biznes.pap.pl/wiadomosci/firmy/w-2023-roku-rynek-gastronomiczny-wzroslo-o-186-proc-do-767-mln-zl-gus>

⁷ <https://www.wiadomoscihandlowe.pl/horeca-i-qsr/fraczyza-napedza-rozwoj-sieci-gastronomicznych-w-polsce-2407220>

⁸ <https://www.inwestycje.plus/rynek-horeca-w-polsce-2025-analiza-i-perspektywy-rozwoju-raport>



Źródło: Raport PMR Market Experts

Rosnące wymagania klientów przejawiają się także w nowych trendach kulinarnych. Coraz popularniejsze są wyspecjalizowane kuchnie tematyczne (np. regionalne, etniczne, wegetariańskie) oraz koncepty typu „premium” oferujące unikalne doznania. Następuje pewna „premiumizacja” rynku – mimo inflacji segment restauracji wyższego szczebla ma się dobrze, bo zamożniejsi goście są skłonni płacić więcej, oczekując najwyższej jakości⁹. W menu częściej pojawiają się dania z lokalnych, świeżych składników i propozycje sezonowe, co odpowiada trendom prozdrowotnym i ekologicznym. Restauratorzy stawiają na lokalne produkty, koncepcje zero-waste i zrównoważoną gastronomię, wiedząc że klienci są coraz bardziej świadomi wpływu żywności na zdrowie i środowisko. Równocześnie obserwuje się rozwój formuł rozrywkowo-gastronomicznych – nowe miejsca łączą funkcje restauracji, kawiarni, klubu czy przestrzeni eventowej. Tzw. lokale multifunkcyjne (show gastronomy) przyciągają klientów poszukujących czegoś więcej niż tradycyjny posiłek – przykładem są koncepty w dużych miastach oferujące jednocześnie kuchnię, muzykę na żywo, występy artystyczne itp. Tego typu innowacje wpisują się w zmieniające się oczekiwania młodszych pokoleń konsumentów.

Digitalizacja i wygoda stały się kolejnym filarem zmian konsumenckich. Pandemia przyspieszyła upowszechnienie zamawiania jedzenia online i usług dowozu. Dziś delivery oraz oferta na wynos pozostają ważną częścią rynku – 60% Polaków regularnie kupuje posiłki na wynos, a dostawy do domu zapewniają już nie tylko pizzerie czy fast-foody, ale też restauracje fine dining. Popularne stały się aplikacje mobilne agregatorów oraz systemy rezerwacji online. Młodsze generacje (millenials, Gen Z) wręcz uzależniają wybór lokalu od opinii w internecie – ponad połowa osób <30 lat sprawdza recenzje w mediach społecznościowych przed pierwszą wizytą w restauracji. Restauratorzy odpowiadają na te zmiany, inwestując w programy lojalnościowe, marketing w social media i automatyzację obsługi. Wiele firm wprowadza np. kioski samoobsługowe, elektroniczne systemy zamówień czy roboty wspomagające pracę kuchni, aby podnieść wydajność i sprostać oczekiwaniu szybkiej obsługi. Jednocześnie na rynku HoReCa wyrasta konkurencja alternatywna – sklepy convenience i stacje benzynowe coraz szerzej oferują gotowe dania i przekąski (tzw. food-to-go), po które sięga okazjonalnie aż 96% konsumentów. Chociaż większość Polaków uważa, że jakość takich produktów nie dorównuje daniom z restauracji, to ich wygoda stanowi realne wyzwanie dla tradycyjnej gastronomii w segmencie szybkich posiłków¹⁰.

Warto podkreślić, że kondycja finansowa konsumentów pozostaje kluczowym czynnikiem determinującym popyt. W okresie wysokiej inflacji wielu klientów ograniczało częstotliwość jedzenia poza domem – usługi gastronomiczne były jedną z pierwszych kategorii, na których oszczędzano¹⁰. Obecnie jednak sytuacja się

⁹ <https://retailnet.pl/2022/01/20/wywiad-maciej-zakowski-ekspert-rynku-gastronomicznego-ekologia-to-tez-ekonomia>

¹⁰ <https://www.inwestycje.plus/rynek-horeca-w-polsce-2025-analiza-i-perspektywy-rozwoju-raport>

poprawia: dzięki wzrostom płac i spadkowi inflacji ogólnej skłonność do nadmiernego oszczędzania maleje¹¹. Polacy powoli wracają do dawnych nawyków spędzania wolnego czasu w lokalach, choć czynią to rozsądniej, szukając optymalnej relacji jakości do ceny. Można zaobserwować np. zmianę struktury zamówień – przy droższym menu goście częściej rezygnują z dodatków (przystawek, deserów, kolejnych drinków), zadowolając się daniem głównym, ale nie rezygnują całkowicie z wychodzenia do restauracji. Ogólnym trendem jest większa świadomość i ostrożność konsumenta, który oczekuje dobrej jakości za uczciwą cenę. Dla restauratorów oznacza to konieczność ciągłego balansowania między utrzymaniem rentowności a zapewnieniem atrakcyjnej oferty – stąd popularność promocji lunchowych, ofert happy hours czy sezonowych akcji specjalnych, które przyciągają gości pomimo rosnących cen.

Bariery wejścia

Wejście na rynek gastronomiczny jest stosunkowo łatwe w sensie formalnym – założenie małej restauracji lub baru nie wymaga koncesji (poza zezwoleniem na alkohol) ani zaawansowanych technologii, a kapitał potrzebny do startu bywa relatywnie niewielki w porównaniu z innymi branżami. Dlatego co roku pojawia się wiele nowych inicjatyw kulinarnych. Bariery jest jednak utrzymanie się na rynku i osiągnięcie rentowności w dłuższym horyzoncie. Wskaźnik niepowodzeń świeżo otwartych lokali pozostaje wysoki – znaczna część nowych restauracji zamyka się już po kilku-kilkunastu miesiącach działalności¹². Główne przyczyny to niedoszacowanie kosztów, brak doświadczenia i niewłaściwa lokalizacja. Wielu początkujących restauratorów rozpoczyna biznes bez dogłębnej analizy rynku, bez przemyślanego konceptu czy strategii marketingowej oraz bez zabezpieczonego kapitału obrotowego na trudniejsze czasy. W rezultacie, gdy pojawiają się pierwsze problemy – niższa frekwencja, wyższe koszty niż zakładano – biznes szybko traci płynność.

Na bariery wejścia w gastronomii składają się także rosnące wyzwania operacyjne. Koszty prowadzenia lokalu znacząco wzrosły w ostatnich latach – zdrożały produkty spożywcze, energia, a także czynsze najmu (indeksowane kursem euro). Udział kosztów stałych w przychodach jest wysoki, co oznacza, że nowy lokal potrzebuje odpowiedniego wolumenu sprzedaży, by pokryć koszty. Zwłaszcza pierwszy okres działalności bywa krytyczny, zanim marka zbuduje bazę stałych klientów. Kolejną barierą jest sytuacja na rynku pracy – gastronomia boryka się z niedoborem wykwalifikowanego personelu i dużą rotacją kadr. Wiele lokali ma trudność z rekrutacją kucharzy, kelnerów czy barmanów, a oczekiwania płacowe w sektorze poszybowały w górę (inflacja płac). Dla nowych graczy oznacza to konieczność oferowania atrakcyjnych warunków pracy, szkoleń czy premii, by zatrzymać pracowników. Część restauracji zmuszona jest nawet skracać godziny otwarcia z braku obsady.

Nie bez znaczenia są też wymogi prawno-sanitarne – każdy punkt gastronomiczny podlega kontroli Sanepidu i musi spełnić rygorystyczne normy higieny oraz BHP przy przygotowywaniu żywności. Uzyskanie koncesji na sprzedaż alkoholu wymaga zaś dopełnienia procedur administracyjnych i spełnienia lokalnych limitów. Choć same regulacje nie blokują wejścia na rynek, ich spełnienie generuje dodatkowe koszty (np. inwestycje w odpowiednie wyposażenie kuchni, systemy wentylacji, szkolenia z HACCP). Nowy przedsiębiorca musi też poradzić sobie z biurokracją związaną z zatrudnianiem pracowników, rozliczeniami podatkowymi (VAT, podatek od sprzedaży napojów alkoholowych itp.) oraz z rosnącymi wymaganiami co do ekologii (np. selekcja odpadów, ograniczenia plastikowych opakowań). Te czynniki łącznie powodują, że gastronomia – choć pozornie dostępna dla każdego pasjonata gotowania – w praktyce stawia wysokie bariery efektywnego wejścia i przetrwania.

Aby odnieść sukces, nowi gracze muszą dysponować dobrym pomysłem na koncept i wyróżnikiem na tle konkurencji, a także odpowiednim zapleczem finansowym pozwalającym przetrwać fazę rozruchu bez kompromisów na jakości. Pomocne bywa wsparcie doświadczonych doradców branżowych – obserwuje się rozwój usług konsultingowych dla gastronomii, które pomagają zoptymalizować menu, kontrolować food cost czy efektywnie wypromować lokal. Wiele nowych restauracji wybiera też model franczyzowy – przystąpienie do sieci z ugruntowaną marką i know-how obniża ryzyko porażki. Niemniej, nawet działając pod znanym

¹¹ <https://poradnikhandlowca.com.pl/artykuly/raport-pmr-rynek-horeca-w-polsce-2025-sektor-gastronomii-rosnie-lecz-nie-bez-przeszkod>

¹² <https://gastrowiedza.pl/wiadomosci-gastronomiczne/polska-gastronomia-w-2025-roku>

szylde, trzeba mierzyć się z wyzwaniami lokalnego rynku: zmiennym popytem sezonowym, konkurencją w okolicy czy zmieniającymi się trendami kulinarnymi.

Kierunki rozwoju

Patrząc w przyszłość, polski rynek gastronomiczny ma wciąż znaczący potencjał wzrostowy. Spożycie poza domem per capita jest w Polsce wciąż mniejsze niż w Europie Zachodniej, co przy rosnących dochodach stwarza przestrzeń do dalszego zwiększania wydatków na gastronomię. Utrzymujący się trend urbanizacyjny i szybkie tempo życia sprzyjają popytowi na wygodne formy posiłków (stąd rozwój segmentu fast casual, dostaw i cateringu dietetycznego). Jednocześnie zmiany demograficzne – np. bogacenie się klasy średniej i wchodzenie w dorosłość pokolenia wychowanego w dobrobycie – będą napędzać popyt na zróżnicowane formaty gastronomiczne, od niedrogich barów i street foodu po wyszukane restauracje autorskie. Można spodziewać się postępującej profesjonalizacji i konsolidacji branży. Sieci restauracyjne prawdopodobnie zwiększą swój udział w rynku dzięki ekspansji franczyz oraz inwestycjom zewnętrznym. Już teraz globalni operatorzy i fundusze wykazują rosnące zainteresowanie polskim rynkiem – wejście dużego kapitału może przyspieszyć modernizację sektora i podnieść standardy obsługi. Z drugiej strony niezależni restauratorzy nadal będą odgrywać ważną rolę, zwłaszcza w kształtowaniu lokalnego kolorytu i niszowych trendów kulinarnych.

Kluczowe wyzwania pozostaną związane z kosztami i personelem. Restauracje będą musiały szukać nowych sposobów na zwiększanie efektywności – m.in. poprzez automatyzację procesów, lepsze zarządzanie menu (food cost) i redukcję marnotrawstwa żywności. Rozwijać się będzie segment technologii gastronomicznych (FoodTech) wspierających biznes – od inteligentnych systemów zarządzania zapasami po aplikacje do analizy preferencji klientów. Równie istotna stanie się elastyczność modelu biznesowego – zdolność do szybkiego dostosowania oferty (np. wprowadzenia menu roślinnego, opcji dietetycznych) oraz wielokanałowość (obsługa na miejscu, na wynos, w dostawie). Konsumenci będą oczekiwać spójnego doświadczenia we wszystkich tych kanałach.

Mex Polska, operując w relatywnie odpornej niszy rynku (puby i casual dining), zdaje się dobrze wpisywać w opisane tendencje. Grupa zbudowała zdywersyfikowane portfolio koncepcji gastronomicznych trafiających w różne segmenty popytu – od niedrogich pubów (sieć Pijalnia Wódki i Piwa) generujących wysokie obroty z napojów, po restauracje casual dining (The Mexican, Prosty Temat, PanKejk itp.) przyciągające rodziny i młodszych klientów. Dzięki temu spółka może korzystać z utrzymującego się popytu zarówno na rozrywkę i nightlife, jak i na rodzinne wyjścia do lokali. Polityka rozsądnych cen połączona z unikalnym wystrojem i klimatem jej lokali przekłada się na lojalność klientów nawet w czasach wysokiej inflacji. Jednocześnie Mex Polska – jako sieć – korzysta z efektu skali przy zakupach zaopatrzenia i standaryzacji operacji, co pomaga łagodzić wpływ rosnących kosztów. Firma aktywnie rozwija się poprzez otwarcia nowych lokali (około kilka rocznie) oraz współpracę z franczyzobiorcami, co pozwala szybko zagospodarowywać pojawiające się nisze na rynku.

3. Wybrane dane finansowe

Na podstawie publikowanych przez Spółkę raportów okresowych rocznych oraz kwartalnych, sporządzono zestawienia danych finansowych, prezentując wybrane pozycje bilansu oraz rachunku zysków i strat.

Bilans

| AKTYWA | 31.12.2023 | 21.12.2024 | 30.09.2025 |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|
| Aktywa trwałe | 53 532 725 | 67 781 834 | 73 644 680 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 9 269 137 | 13 531 369 | 16 275 420 |
| Aktywa z tytułu prawa do użytkowania | 32 493 287 | 41 122 445 | 44 386 439 |
| Wartości niematerialne | 137 400 | 122 601 | 168 455 |
| Wartość firmy | 8 353 792 | 8 432 936 | 8 432 936 |
| Pozostałe długoterminowe aktywa finansowe | 503 356 | 486 028 | 10 000 |
| Aktywa z tytułu podatku odroczonego | 1 496 711 | 1 956 763 | 2 496 507 |
| Należności długoterminowe | 1 279 042 | 2 126 269 | 1 873 478 |
| Pozostałe aktywa długoterminowe- rozliczenia międzyokresowe | - | 3 423 | 1 446 |
| Aktywa obrotowe | 12 023 448 | 12 470 393 | 12 161 787 |
| Zapasy | 1 725 382 | 1 834 692 | 1 891 398 |
| Należności handlowe | 1 173 844 | 1 077 813 | 1 469 300 |
| Należności z tytułu podatków | 562 105 | 1 200 526 | 464 964 |
| Pozostałe należności | 540 486 | 1 384 190 | 1 438 310 |
| Pozostałe aktywa finansowe | 116 505 | 7 453 | 7 453 |
| Rozliczenia międzyokresowe krótkoterminowe | 311 184 | 351 807 | 782 099 |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty | 7 593 942 | 6 613 912 | 6 108 263 |
| Aktywa zaklasyfikowane, jako przeznaczone do sprzedaży | - | - | - |
| AKTYWA RAZEM | 65 556 173 | 80 252 227 | 85 806 467 |

| PASYWA | 31.12.2023 | 31.12.2024 | 30.09.2025 |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|
| Kapitał własny | 16 643 121 | 17 050 869 | 16 222 909 |
| Kapitał podstawowy | 766 544 | 766 544 | 766 544 |
| Kapitały zapasowe | 14 346 752 | 15 556 377 | 19 928 634 |
| Pozostałe kapitały zapasowe | - | - | - |
| Zyski zatrzymane (straty nie pokryte) | -3 743 044 | -3 212 451 | -6 009 992 |
| Wynik finansowy bieżącego okresu | 3 851 485 | 2 431 502 | 461 665 |
| Różnice kursowe z konsolidacji | - | - | - |
| Kapitały przypadające akcjonariuszom podmiotu dominującego | 15 221 736 | 15 541 972 | 15 146 850 |
| Kapitały przypadające udziałom niesprawującym kontroli | 1 421 384 | 1 508 898 | 1 076 058 |
| Zobowiązanie długoterminowe | 30 443 366 | 40 982 998 | 43 682 233 |
| Kredyty i pożyczki | - | 1 001 448 | 366 339 |
| Rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego | 488 949 | 580 544 | 575 144 |
| Zobowiązania długoterminowe finansowe | 29 536 500 | 37 781 006 | 41 168 917 |
| Pozostałe zobowiązania długoterminowe | - | - | - |
| Rozliczenia międzyokresowe przychodów | 417 917 | 1 620 000 | 1 571 833 |
| Rezerwy na świadczenia emerytalne i podobne | - | - | - |
| Pozostałe rezerwy | - | - | - |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 18 469 687 | 22 218 360 | 25 901 326 |
| Kredyty i pożyczki | 1 454 820 | 2 170 912 | 4 911 627 |
| Zobowiązania finansowe | 7 405 342 | 8 958 256 | 8 381 229 |
| Zobowiązania handlowe | 3 026 804 | 3 458 731 | 3 205 254 |
| Zobowiązania podatkowe | 2 206 156 | 2 689 943 | 3 315 795 |
| Pozostałe zobowiązania | 2 238 918 | 3 153 315 | 3 712 556 |
| Rozliczenia międzyokresowe | 1 382 611 | 1 208 462 | 1 608 083 |
| Rezerwy na świadczenia emerytalne i podobne | 444 008 | 438 185 | 622 686 |
| Pozostałe rezerwy | 311 028 | 140 555 | 144 095 |
| Zobowiązania bezpośrednio związane z aktywami klasyfikowanymi jako przeznaczone do sprzedaży | - | - | - |
| PASYWA RAZEM | 65 556 173 | 80 252 227 | 85 806 467 |

Źródło: Spółka

Rachunek Zysków i Strat

| Wyszczególnienie | 01.01.2023 – 31.12.2023 | 01.01.2024 – 31.12.2024 | 1.01.2025 – 30.09.2025 |
|--|-------------------------|-------------------------|------------------------|
| Przychody ze sprzedaży | 95 424 582 | 106 922 064 | 93 328 852 |
| Koszty własny sprzedaży | 80 304 439 | 91 420 882 | 82 647 351 |
| Zysk (strata) brutto na sprzedaży | 15 120 143 | 15 501 182 | 10 681 502 |
| Koszty sprzedaży | - | - | - |
| Koszty ogólnego zarządu | 9 905 330 | 10 970 495 | 8 907 635 |
| Pozostałe przychody operacyjne | 1 611 437 | 1 640 682 | 1 628 256 |
| Pozostałe koszty operacyjne | 556 757 | 549 169 | 370 322 |
| Zysk (strata) na działalności operacyjnej | 6 269 494 | 5 622 200 | 3 031 800 |
| Przychody finansowe | 636 200 | 339 870 | 17 291 |
| Koszty finansowe | 2 091 535 | 2 647 539 | 2 649 268 |
| Zysk (strata) brutto przed opodatkowaniem | 4 814 159 | 3 314 531 | 399 823 |
| Podatek dochodowy | 430 792 | 282 159 | 69 002 |
| Zysk (strata) netto z działalności kontynuowanej | 4 383 367 | 3 032 372 | 468 826 |
| Zysk (strata) z działalności zaniechanej | - | - | - |
| Zysk (strata) netto | 4 383 367 | 3 032 372 | 399 824 |
| z tego: | | | |
| Zysk (strata) przypadający udziałom niesprawującym kontroli | 531 882 | 600 869 | 7 160 |
| Zysk (strata) netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej | 3 851 485 | 2 431 502 | 461 665 |

Źródło: Spółka

4. Wybrane czynniki ryzyka

Ryzyka finansowe

- **Presja marżowa i zyskowności:** Wysoka inflacja przekłada się na wzrost kosztów operacyjnych (surowce, media, czynsze), zmuszając lokale do ograniczania marż poprzez podwyżki cen lub cięcie kosztów. Dodatkowo intensywna ekspansja sieci w 2024–2025 (otwarcie 11 własnych lokali bistro) obciążyła wyniki – spółka odnotowała w I poł.2025 ok. 1,71 mln zł strat związanych z „ścieżką dojścia” nowych restauracji do rentowności. Skumulowane nakłady i niższa rentowność mogą osłabić płynność i zwiększyć zapotrzebowanie na finansowanie, szczególnie jeśli wzrosną stopy procentowe czy koszty kredytu.
- **Wzrost zobowiązań podatkowych:** Niezgodność i częste zmiany przepisów podatkowych („Polski Ład” itp.) zwiększają niepewność obciążeń fiskalnych. Spółka wskazuje, że niestabilny system podatkowy może podnieść efektywne opodatkowanie podmiotów z grupy i pogorszyć wynik netto. Ponadto ewentualne wymogi gwarancyjne (np. realizacja zobowiązań warunkowych) mogłyby narazić Grupę na dodatkowe wydatki (choć Zarząd obecnie nie widzi przesłanek do takich zobowiązań).
- **Spory z akcjonariuszami:** Emitent pozostaje w sporze z jednym z istotnych akcjonariuszy (ok. 10% udziału w kapitale), który podnosi zarzuty dotyczące zgodności działań Zarządu z interesem Spółki, w szczególności w zakresie poziomu wynagrodzeń władz. Konflikt ten doprowadził do szeregu działań formalnych, obejmujących: pytania z art. 428 k.s.h., wezwanie do naprawienia szkody, wnioski o powołanie rewidenta do spraw szczególnych oraz wnioski o zwołanie walnych zgromadzeń. Eskalacja sporu może skutkować:
 - dalszymi działaniami prawnymi ze strony akcjonariusza,
 - zaskarżaniem uchwał walnych zgromadzeń,
 - presją na zmiany w składzie władz,
 - utrzymującym się stanem napięcia w relacjach właścicielskich.

Konflikt korporacyjny tego typu może negatywnie oddziaływać na postrzeganie Spółki przez inwestorów finansowych oraz utrudniać realizację strategicznych decyzji wymagających stabilnego otoczenia ładu korporacyjnego.

Ryzyka operacyjne

- **Efektywność sieci restauracji:** Szybkie zwiększanie liczby lokali generuje ryzyko problemów operacyjnych (trudności w utrzymaniu jakości i standaryzacji, wydłużony okres zwrotu nakładów). Spółka intensywnie szuka lokalizacji i podpisuje umowy franczyzowe, jednak brak zainteresowania franczyzobiorców lub brak nowych atrakcyjnych lokalizacji może spowolnić rozwój sieci.
- **Koszty pracy i zakontraktowanych usług:** W warunkach bardzo niskiego bezrobocia i podwyżek płacy minimalnej, personel żąda wyższych wynagrodzeń. Grupa monitoruje presję płacową, ale wzrost płac i składek ZUS zwiększa koszty zatrudnienia. Jednocześnie rosnące stawki za media (energia, gaz) i koszty czynszów (waloryzowane wskaźnikiem inflacji) zmuszają lokale do renegotjacji umów lub podnoszenia cen oferowanych dań. Konieczność dostosowania grafików pracy i ograniczania godzin otwarcia może obniżyć przychody lokali.
- **Zarządzanie łańcuchem dostaw:** Rosnące ceny żywności wpływają na koszty gastronomii. Grupa próbuje dywersyfikować dostawców i zawierać długoterminowe kontrakty na media, jednak utrzymujące się szoki cenowe (np. surowce, energia) mogą wymusić dalsze podwyżki cen lub szukanie tańszych surowców, co z kolei wpływa na koszty składników i marże.
- **Czynniki sezonowe i klimatyczne:** Długotrwałe niekorzystne warunki pogodowe (chłodna wiosna 2025) istotnie ograniczyły frekwencję w ogródkach restauracyjnych, negatywnie obniżając przychody sezonowe. Klimatyczne anomalie (upały, deszcze) mogą podobnie wpływać na ruch klientów w placówkach (szczególnie bistro z ogródkami), co pogarsza wyniki w kwartale.

- **Zdarzenia epidemiczne:** Powrót zachorowań na COVID-19 lub inne choroby zakaźne wiąże się z ryzykiem nowych restrykcji lub obawy konsumentów. Zarząd wskazuje, że wzrost zachorowań wpłynie bezpośrednio na frekwencję i przychody lokali gastronomicznych. Wprowadzenie ograniczeń (np. limity gości, godziny otwarcia) czy spadek ruchu zewnętrznego zmniejszyłoby sprzedaż i pogłębiło straty.

Ryzyka rynkowe

- **Koniunktura gospodarcza:** Przychody grupy silnie zależą od ogólnej koniunktury – PKB, inflacji, poziomu bezrobocia i wynagrodzeń społeczeństwa. Pogorszenie wskaźników makro (spadek PKB lub wzrost inflacji przy stagnacji płac) redukuje popyt na usługi gastronomiczne. Wysoka inflacja obniża siłę nabywczą konsumentów, którzy mają ograniczony budżet na rozrywkę i wyżywienie poza domem; w efekcie nawet stabilna podaż może przynieść niższe obroty.
- **Zagrożenia geopolityczne:** Długotrwała wojna w Ukrainie i napięcia w regionie osłabiają nastroje konsumenckie i turystyczne. Informacje o zagrożeniach bezpieczeństwa mogą zniechęcać turystów z zagranicy, co przełoży się na mniejszą liczbę gości w lokalach. Jednocześnie wojna wpływa na inflację (droższe surowce), co dodatkowo obciąża koszty operacyjne. W perspektywie długoterminowej nieprzewidywalność rozwoju sytuacji geopolitycznej utrudnia planowanie działalności.
- **Konkurencja rynkowa:** Segment bistro i restauracyjny jest bardzo konkurencyjny – ryzyko pojawienia się nowych konceptów lub agresywna polityka cenowa konkurencji może wymusić większe inwestycje w marketing i zmiany oferty. Spółka minimalizuje to ryzyko poprzez szkolenia kadry i monitorowanie trendów, ale przy braku szybkiej reakcji mogłaby tracić część udziału w rynku.
- **Kanał dostaw (delivery):** Rosnące znaczenie sprzedaży online (Glovo itp.) wymaga efektywnego wykorzystania tego kanału. Opóźnienie w rozwoju sprzedaży z dowozem może ograniczać wzrost przychodów. Jednocześnie uzależnienie od pośredników (jako Glovo) wiąże się z kosztami prowizji, co obniża rentowność segmentu dostaw.

Ryzyka regulacyjne

- **Prawo pracy i ubezpieczeń:** Jednostronne podnoszenie płacy minimalnej oraz zmiany przepisów ZUS skutkują bezpośrednim wzrostem kosztów zatrudnienia. Zarząd widzi presję płacową wynikającą z bardzo niskiego bezrobocia, co wymusza podwyżki wynagrodzeń ponad inflację. Równocześnie nowe regulacje (np. pracownicze pakiety socjalne) mogą wymagać dodatkowych wydatków, a sankcje za naruszenia prawa pracy mogą wiązać się z ryzykiem reputacyjnym i kosztowym.
- **Przepisy sanitarno-epidemiologiczne:** Wprowadzenie obostrzeń sanitarnych w reakcji na zagrożenia zdrowotne (jak w czasie pandemii) może ograniczyć działalność lokali – m.in. skrócić godziny otwarcia lub wprowadzić limity gości. Spółka zwraca uwagę, że nawroty pandemii już teraz uważane są za potencjalne ryzyko spadku frekwencji. Każde zaostrzenie wymaga ponoszenia dodatkowych kosztów adaptacji do nowych wymogów (np. inwestycje w systemy wentylacji, dezynfekcji), co obniża efektywność operacyjną.
- **Regulacje branżowe:** Możliwe są nowe ograniczenia dotyczące reklamy i sprzedaży alkoholu oraz żywności (np. ustawy o zakazie reklamy produktów alkoholowych czy zmianie prawa gastronomicznego). Choć bezpośrednie komunikaty spółki tego nie poruszają, zaostrzenie takich przepisów może ograniczyć przychody segmentu barów i restauracji. Ponadto rosnące wymogi w zakresie raportowania niefinansowego (dyrektywy ESG) mogą skłonić spółkę do kosztownych zmian w sposobie raportowania i działania.

Ryzyka strategiczne

- **Tempo ekspansji:** Realizacja strategii rozwoju (6–7 nowych lokali rocznie) jest obciążona ryzykiem nieosiągnięcia planowanego tempa. Brak zainteresowania ze strony franczyzobiorców lub niesprzyjające warunki najmu atrakcyjnych lokalizacji mogą opóźnić otwarcia. Z kolei nadmiernie szybkie otwarcia bez wystarczającego przygotowania mogą dodatkowo obciążać EBIT i płynność.

- **Zależność od modelu franczyzowego:** Grupa stawia na rozwój sieci poprzez franczyzę. Ryzykiem jest spadek liczby nowych zgłoszeń franczyzobiorców (spółka publikuje nawet ogłoszenia rekrutacyjne), co może spowolnić wzrost opłat licencyjnych i opłat za znak towarowy. Ponadto zmiana lub pogorszenie jakości obsługi w lokalach franczyzowych może negatywnie wpłynąć na markę i sprzedaż całej sieci.
- **Reputacja i wizerunek marki:** Spółka rozszerza portfel marek (Pijalnia Wódki i Piwa, The Mexican, Spoko Taco, Prosty Temat), co z jednej strony dywersyfikuje ofertę, ale z drugiej wymaga spójnej komunikacji i jakości. Ewentualne potknięcia w jednym koncepcie (np. skandale dotyczące obsługi, alergije pokarmowe itp.) mogą przelać się negatywnie na inne marki.
- **Stabilność akcjonariatu:** W dniu r. porozumienie kluczowych akcjonariuszy kontroluje prawie 50% głosów (Andrzej Domżał, Paweł Kowalewski wraz ze spółkami powiązanymi). Taka koncentracja może utrudniać podejmowanie decyzji przez mniejszościowych inwestorów i rodzi ryzyko konfliktów interesów przy wyborze kierunku rozwoju.

V. Zastrzeżenia prawne

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został przygotowany na zlecenie Emitenta, w związku z czym nie został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i że nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejszy raport stanowi publikację handlową w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych Domu Maklerskiego INC S.A., jak również innych klientów Domu Maklerskiego INC S.A. upoważnionych do otrzymywania raportów analitycznych w oparciu o zawarte umowy. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Domu Maklerskiego INC S.A.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski INC S.A. Raport będzie publikowany na stronie internetowej Domu Maklerskiego INC S.A. oraz przekazywany indywidualnie do jego klientów.

Data sporządzenia materiału: 26 listopada 2025 r.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom Domu Maklerskiego INC S.A.: 26 listopada 2025 r. (19:00 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 26 listopada 2025 r. (19:00 CEST).

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują Domowi Maklerskiemu INC S.A.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a Dom Maklerski INC S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, Domu Maklerskiego INC S.A. lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego Dom Maklerski INC S.A. nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. Dom Maklerski INC S.A. nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie, ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może zredukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Ostateczna decyzja w zakresie dokonania określonych transakcji / inwestycji w oparciu o raport, w szczególności nabycia lub zbycia instrumentu finansowego lub powstrzymania się od dokonania takich transakcji / inwestycji, należy wyłącznie do inwestora.

W opinii Domu Maklerskiego INC S.A., niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski INC S.A. uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. Dom Maklerski INC S.A. nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Wybrane fragmenty raportu (opis rynku i działalności Spółki) sporządzono z wykorzystaniem narzędzi AI. Przedstawione prognozy

są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Dom Maklerski INC S.A. bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Dom Maklerski INC S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii Domu Maklerskiego INC S.A. niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. Dom Maklerski INC S.A. nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. Dom Maklerski INC S.A. nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez Dom Maklerski INC S.A. Dom Maklerski INC S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych raportów w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Raporty analityczne wydawane przez Dom Maklerski INC S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez Dom Maklerski INC S.A. raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym Domu Maklerskiego INC S.A.: [https://\(dminc.pl](https://(dminc.pl)

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO.

Raport został sporządzony przez Dom Maklerski INC S.A. na zlecenie Emitenta.

Raport przed publikacją został ujawniony Emitentowi w celu sprawdzenia zgodności ze zobowiązaniami prawnymi i nie został zmieniony w zakresie treści.

Dom Maklerski INC S.A. otrzymał od Emitenta wynagrodzenie stałe z tytułu sporządzenia niniejszego raportu, określone w umowie dotyczącej sporządzenia raportu analitycznego. Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia raportu należne od Domu Maklerskiego INC S.A. nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez Dom Maklerski INC S.A. na rzecz Emitenta.

Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od Domu Maklerskiego INC S.A. z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych Domu Maklerskiego INC S.A., w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

Emitent nie był dotychczas klientem domu maklerskiego. Dom Maklerski INC S.A., aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Inspektora Nadzoru. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w Domu Maklerskim INC S.A. jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim INC S.A.". Dom Maklerski INC S.A. stosuje wypracowane mechanizmy, aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w Domu Maklerskim INC S.A. lub innymi osobami. W szczególności struktura organizacyjna Domu Maklerskiego INC S.A. zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. Dom Maklerski INC S.A. dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. Dom Maklerski INC S.A. dba o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiągniętych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd Domu Maklerskiego INC S.A. ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premialne. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez Dom Maklerski INC S.A., jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, które były lub mogły być uzyskiwane przez Dom Maklerski INC S.A.

Dom Maklerski INC S.A. posiada wdrożony Regulamin świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych w Domu Maklerskim INC S.A. DM INC ujawnia w treści sporządzanych raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych raportów.

Zakazane jest przyjmowanie przez Dom Maklerski INC S.A. lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych (innych niż wynagrodzenie za sporządzenie raportu analitycznego) od podmiotów posiadających istotny interes w treści raportu, czy też proponowanie Emitentowi przez Dom Maklerski INC S.A. lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, raportu zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową przed rozpoczęciem jego dystrybucji, w celach innych niż weryfikacja zgodności działania Domu Maklerskiego INC S.A. z jego zobowiązaniami prawnymi.

Dom Maklerski INC S.A. 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 wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy Domu Maklerskiego INC S.A. lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Działu Doradztwa Inwestycyjnego i Analiz.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy Domem Maklerskim INC S.A. a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że Dom Maklerski INC S.A. może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Dom Maklerski INC S.A. jest nadzorowany przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Rozpowszechnianie lub powielanie raportu (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Domu Maklerskiego INC S.A. jest zabronione.

WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW ORAZ POJĘĆ:

Rotacja należności w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

Rotacja zapasów w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

Rotacja zobowiązań handlowych w dniach – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

Płynność bieżąca – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Płynność szybka – Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik pokrycia odsetek – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

Marża brutto na sprzedaży – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

EBIT – wynik na działalności operacyjnej

EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

Spółka, Emitent – Plot Twist S.A. z siedzibą w Krakowie

Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC – średni ważony koszt kapitału

CAGR – średnioroczny wzrost

Marża EBITDA – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBIT – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży. Marża zysku przed opodatkowaniem – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROS – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROIC – Procentowy stosunek wyniku na działalności operacyjnego do zainwestowanego kapitału

IC – Suma kapitału własnego i kapitału obcego (oprocentowanego)

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

DPS – Wysokość dywidendy przypadającej na 1 akcję.

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

CEPS – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji przypadający na 1 akcję.

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej

MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

Stopa dywidendy brutto – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonech.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NAS W RAPORCIE:

Metoda DCF (ang. discounted cash flow) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywanych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości)

WYKAZ ANALIZ LUB REKOMENDACJI WYDANYCH W CIAGU OSTATNICH 12 MIESIĘCY:

| <i>Spółka</i> | <i>Rekomendacja/ Analiza</i> | <i>Cena docelowa</i> | <i>Cena przy wydaniu</i> | <i>Typ rekomendacji</i> | <i>Data wydania</i> | <i>Sporządził</i> |
|---------------|----------------------------------|----------------------|------------------------------|-----------------------------|---------------------|-------------------|
| = | = | = | = | = | = | = |

OPIS STANOWISK:

Dom Maklerski INC S.A.

ul. Arcybiskupa Antoniego Baraniaka 6, 61- 131 Poznań

tel.: 61 845 50 00

biuro@dminc.pl

DZIAŁ DORADZTWA INWESTYCYJNEGO I ANALIZ

Dr hab. Paweł Śliwiński, prof. nadzw. UEP

Prezes Zarządu, Dyrektor Działu Doradztwa Inwestycyjnego i Analiz

Doradca Inwestycyjny, Makler Papierów Wartościowych

Pawel.Sliwinski@dminc.pl

Adrian Przymuszała

Makler Papierów Wartościowych

Adrian.Przymuszaala@dminc.pl

dr Albert Trąpczyński

Makler Papierów Wartościowych

Albert.Trapczynski@dminc.pl

Spółka:

Mex Polska S.A.
ul. Polskiej Organizacji Wojskowej 25,
90-248 ŁÓDŹ
KRS: 0000299283
www.mexpolska.pl

Firma Inwestycyjna:

Dom Maklerski INC S.A.
Ul. Abpa A. Baraniaka 6
61-131 Poznań
KRS: 0000371004
www.dminc.pl

