

Mex Polska – kupuj

(aktualizacja raportu)

3 października 2019 r., 08:00

Niedoceniony potencjał

Aktualizujemy naszą rekomendację dla akcji Mex Polska, podtrzymując wcześniejsze zalecenie „kupuj”. Nową 12-miesięczną cenę docelową dla tych walerów ustaliliśmy na poziomie 6,91 zł.

Pomimo istotnej poprawy wyników finansowych odnotowanej w I połowie 2019 roku (w tym okresie m.in. przychody ze sprzedaży Grupy wzrosły o 14,2% rdr, a porównywalne wyniki EBITDA i netto, uwzględniające zastosowanie standardu MSSF 16, odpowiednio o 16,9% i 91,4% rdr), a także obiecujących perspektyw na przyszłość, notowania akcji Mex Polska odznaczają się słabością na tle całego rynku. Naszym zdaniem może to stwarzać dobrą okazję dla inwestorów w nieco dłuższym terminie.

Jak zakładamy, motorem napędowym wyników Grupy Mex Polska w kolejnych latach będzie szybko powiększająca się sieć franczyzowa bistr „Pijalnia Wódki i Piwa” przy jednoczesnym dalszym stopniowym rozwoju placówek własnych. Zwracamy przy tym uwagę, że na koniec września br. otwarty został pierwszy lokal Emitenta poza granicami Polski. W naszej prognozie z ostrożności nie uwzględniamy kolejnych otwarć na rynku niemieckim, choć w przyszłości rozwój zagraniczny potencjalnie może stać się dodatkowym istotnym czynnikiem wpływającym pozytywnie na wyniki i wycenę Spółki.

Z drugiej strony, wśród czynników, które w naszej opinii mogą ciążyć na wynikach Grupy Mex Polska, wymienić należy przede wszystkim utrzymująca się presję płacową (choć przynajmniej częściowo powinno być to kompensowane poprzez systematyczny wzrost cen dań i napojów serwowanych w lokalach). Jednocześnie w naszej wycenie uwzględniamy potencjalne rozwodnienie kapitału wynikające z przyjętego programu motywacyjnego Spółki na lata 2019-2021 (zakładamy z tego tytułu emisję łącznie blisko 1 mln nowych akcji). Ponadto koszt realizowanego programu motywacyjnego obniżyć może istotnie wyniki finansowe Grupy za lata 2019-2021 (według naszych szacunków może on wynosić ok. 0,8-1,2 mln zł rocznie), co może mieć również wpływ na kwotę wypłacanej dywidendy za te lata.

Wycena akcji:

Cena bieżąca (02.10.2019 r.)	2,88 zł
12-miesięczna cena docelowa	6,91 zł
Potencjał wzrostu	139,8%

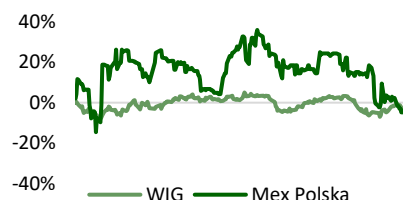
Informacje o spółce:

Mex Polska S.A. wraz z innymi spółkami z Grupy Kapitałowej rozwija na terenie Polski sieć lokali gastronomicznych pod szyldami takimi jak: „The Mexican”, „Pijalnia Wódki i Piwa”, „Prosty Temat”, „Nocny Temat” oraz „PanKejk”.

Akcjonariat:

Milduks Limited	29,22%
Raimita Limited	3,76%
Joanna Kowalewska	8,55%
Andrzej Domżał	8,55%
Quercus TFI	5,11%
Pozostali	44,81%

Stopy zwrotu (ostatnie 12 miesięcy):



Poprzednia rekomendacja:

2019-04-15 **zalecenie: „kupuj”**
cena docelowa: 7,07 zł

Analitycy:

Paweł Juszcak, CFA, MPW
 Członek Zarządu, Analityk
pjuszcak@domanaliz.pl

Prognozy i wskaźniki*

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży	58,9	64,4	66,5	72,9	80,6	84,6	88,3	90,8
EBITDA	6,0	5,9	6,1	6,6	7,4	7,7	8,1	8,4
EBIT	4,4	4,8	4,7	5,1	5,6	5,9	6,3	6,5
Wynik netto	3,7	3,7	3,2	4,1	4,6	4,9	5,2	5,4
EPS**	0,49 zł	0,48 zł	0,42 zł	0,54 zł	0,57 zł	0,58 zł	0,60 zł	0,62 zł
DPS**	0,33 zł	0,32 zł	0,17 zł	0,19 zł	0,14 zł	0,18 zł	0,22 zł	0,30 zł
Stopa dywidendy**	5,0%	4,6%	3,9%	6,0%	4,9%	6,3%	7,6%	10,4%

*Prognoza wyników na lata 2019-2023 skorygowana o wpływ nowego standardu MSSF 16, a także o szacowane koszty związane z realizacją programu motywacyjnego Spółki.

**Z uwzględnieniem szacowanej liczby nowo emitowanych akcji w związku z realizacją programu motywacyjnego Spółki.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta oraz szacunków Domu Analiz SII.

Spis treści

Podsumowanie wyceny	3
Wycena metodą DCF	4
Kluczowe założenia przyjęte w prognozach i wycenie	4
Prognoza wyników finansowych	6
Model DCF	7
Zmiana założeń w modelu	9
Wycena metodą porównawczą	10
Analiza otoczenia	11
Otoczenie makroekonomiczne	11
Rynek restauracyjny	14
Podsumowanie działalności Mex Polska w minionym okresie	16
Wyniki finansowe w I półroczu 2019 roku	18
Kluczowe czynniki ryzyka	23
Dodatkowe objaśnienia i zastrzeżenia prawne	24

Podsumowanie wyceny

Do wyceny Spółki Mex Polska wykorzystaliśmy 2 metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą. Dla wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych ustaliliśmy wagę 90%. Ze względu na brak odpowiedniej grupy porównawczej dla wyceny metodą porównawczą przypisana została natomiast waga 10%.

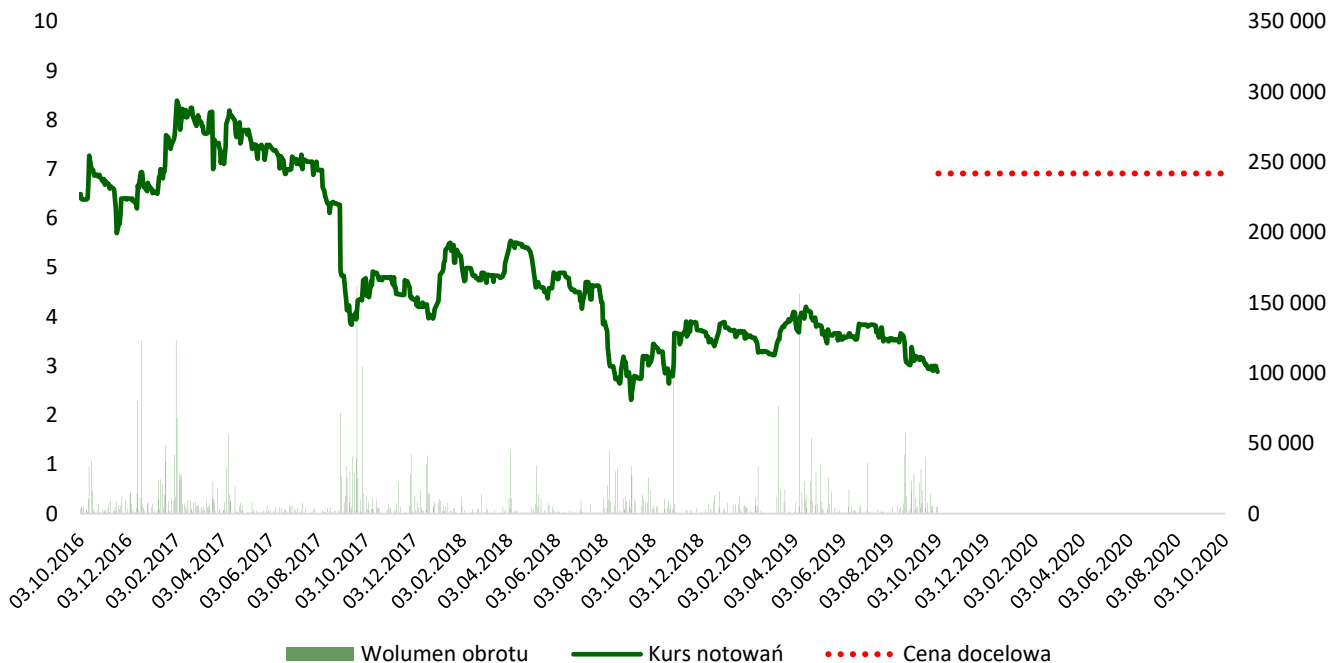
Uwzględniając powyższe, oszacowana przez nas wycena jednej akcji Mex Polska w perspektywie 12-miesięcznej wynosi 6,91 zł.

Wynik wyceny akcji Mex Polska S.A.	
Wynik wyceny metodą DCF	6,70 zł
<i>Waga w końcowej wycenie</i>	<i>90%</i>
Wynik wyceny metodą porównawczą	8,73 zł
<i>Waga w końcowej wycenie</i>	<i>10%</i>
Wycena końcowa 1 akcji	6,91 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Jednocześnie zwracamy uwagę na niską płynność notowań akcji Mex Polska. Wyceny przedstawione w niniejszej rekomendacji nie uwzględniają ewentualnego dodatkowego dyskonta z tytułu braku płynności.

Notowania Mex Polska i wycena końcowa



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW oraz szacunków Domu Analiz SII.

Wycena metodą DCF

Wycenę akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 5-letniej prognozy wolnych przepływów pieniężnych przynależnych właścicielom kapitału własnego i wierzycielom (FCFF).

Na podstawie metody DCF docelową 12-miesięczną wycenę kapitału własnego Mex Polska oszacowaliśmy na poziomie 58,1 mln zł, co w przeliczeniu na 1 akcję daje wartość 6,70 zł.

Kluczowe założenia przyjęte w prognozach i wycenie

Nasze prognozy i wycenę opieramy na następujących założeniach:

- oczekujemy, że w kolejnych latach ogólna sytuacja gospodarcza w Polsce pozostanie dobra, a rosnące dochody konsumentów sprzyjać będą firmom działającym na rynku restauracyjnym;
- zakładamy, że w całym 2019 roku otwartych zostanie 9 nowych lokali „Pijalnia Wódki i Piwa”, z czego 8 w modelu franczyzowym i 1 jako lokal własny (zwracamy uwagę, że od początku bieżącego roku do końca września uruchomionych zostało 5 placówek franczyzowych, a także 1 lokal własny, zatem na pozostałą część roku oczekujemy otworzyć jeszcze 3 placówki franczyzowych). Na dalsze lata prognozy zakładamy jednak stopniowe spowolnienie tempa otwarć, tj. do 5 w 2020 roku, 3 w 2021 roku oraz do 2 rocznie w latach 2022-2023 w przypadku modelu franczyzowego. Dodatkowo, ze względu na trudności ze znalezieniem atrakcyjnych lokalizacji w większych miastach, założyliśmy tylko jedno otwarcie lokalu „Pijalnia Wódki i Piwa” jako placówki własnej (w modelu przyjęto, że otwarcie to nastąpi w 2022 roku);
- we wrześniu 2019 roku Spółka uruchomiła pierwszą placówkę gastronomiczną poza granicami naszego kraju, tj. w Berlinie otwarte zostało bistro „Pijalnia Wódki i Piwa” (otwarcie to zostało uwzględnione w prognozach, o których mowa w punkcie powyżej). Zakładamy, że lokal ten notować będzie wartościowo wyższe przychody w porównaniu do placówek tego samego konceptu funkcjonujących w Polsce (ze względu na ofertę w euro), jednak równocześnie ponosić będzie wyższe koszty bieżącej działalności (m.in. z tytułu najmu i wynagrodzeń). Z ostrożności póki co w prognozie zakładamy brak dalszych otwarć placówek na rynku niemieckim;
- zgodnie z planami Zarządu zakładamy, że jeszcze w 2019 roku otwarta zostanie kolejna restauracja „The Mexican” (jako lokal własny). Na kolejne lata prognozy konserwatywnie zakładamy, że liczba tego typu lokali nie zmieni się, a więc funkcjonować będzie 7 takich restauracji;
- dla restauracji „PanKejk” przyjęliśmy założenie, że do 2023 roku liczba placówek zwiększy się z 4 do 6 (zakładamy po jednym otwarciu w 2020 i 2022 roku), a dla nowego konceptu „Prosty Temat” do 4 lokali (trzecie otwarcie w 2020 roku oraz kolejne w 2021 roku). Jednocześnie założyliśmy, że wszystkie te restauracje zostaną otwarte jako lokale własne (choć zwracamy uwagę, że Emitent nie wyklucza w przyszłości rozwoju sieci „PanKejk” z udziałem inwestorów zewnętrznych);
- w naszej prognozie uwzględniliśmy fakt, że nowe lokale potrzebują minimum kilku miesięcy na osiągnięcie swojego pełnego potencjału. Jednocześnie założyliśmy, że lokale otwierane w mniejszych miastach (w naszych prognozach są to bistra „Pijalnia Wódki i Piwa” w modelu franczyzowym) co do zasady generują mniejsze przychody niż placówki w większych miastach;
- naszym zdaniem Spółka w dalszym ciągu odczuwać będzie presję płacową, a jednocześnie negatywnie na rentowność sprzedaży mogą wpływać rosnące ceny surowców spożywczych. Zakładamy, że wpływ ten będzie częściowo niwelowany poprzez systematyczne podwyższanie cen sprzedawanych towarów, a w mniejszym stopniu również poprzez optymalizację wielkości oraz składu serwowanych dań i napojów. Zgodnie z naszymi założeniami w dłuższej perspektywie relacja wszystkich kosztów operacyjnych do przychodów nieco jednak się poprawi ze względu na rozwój modelu franczyzowego, w którym otwierane są niektóre placówki Grupy;
- oczekujemy, że wskaźniki rotacji kapitału obrotowego kształtować się będą na podobnych poziomach jak w poprzednich latach;

- tempo wzrostu wolnych przepływów pieniężnych (g) po okresie prognozy ustaliliśmy na poziomie 1%;
- szacujemy, że na otwarcie nowych restauracji „PanKejk”, „Prosty Temat” i „The Mexican” potrzebne jest około 0,7-1,1 mln zł. W przypadku bistr „Pijalnia Wódki i Piwa” przyjmujemy CAPEX na jeden lokal równy 0,3-0,5 mln zł, przy czym zwracamy uwagę, że zdecydowana większość nowych lokali tego konceptu zgodnie z naszą prognozą ma powstać w modelu franczyzowym, który nie wymaga od Grupy Mex Polska ponoszenia nakładów inwestycyjnych;
- założyliśmy, że wydatki inwestycyjne w okresie rezydualnym zrównają się z wartością amortyzacji;
- część spółek z Grupy Kapitałowej Mex Polska od początku 2019 roku korzysta z preferencyjnej stawki podatku dochodowego na poziomie 9%. W naszym modelu przyjęliśmy założenie, że efektywna stopa podatkowa dla Grupy w kolejnych latach wynosić będzie 14%;
- wartość długu netto Grupy przyjęto według szacowanego stanu na dzień 30 czerwca 2019 roku.

Przedstawione przez nas w kolejnych podrozdziałach prognoza wyników finansowych oraz model DCF oparte zostały na wartościach oczyszczonych o wpływ wprowadzenia standardu MSSF 16.

Do kalkulacji średnioważonego kosztu kapitału wykorzystano wartość premii za ryzyko kapitału własnego według obliczeń A. Damodarana (aktualizacja danych na styczeń 2019 roku)¹, tj. około 7,1%. Stopa wolna od ryzyka ustalona została na stałym poziomie 2,5%, zbliżonym do bieżącej rentowności 10-letnich krajowych obligacji skarbowych.

17 czerwca 2019 roku Zwyczajne Walne Zgromadzenie Mex Polska podjęło uchwałę w sprawie przyjęcia programu motywacyjnego Spółki na lata 2019-2021, a także związaną z tym uchwałę w sprawie emisji warrantów subskrypcyjnych uprawniających do objęcia akcji serii F z pozbawieniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy. Zgodnie z ich treścią realizacja rzeczonoego programu motywacyjnego polega na nieodpłatnej emisji nie więcej niż 1.149.813 imiennych warrantów subskrypcyjnych, skierowanej do członków Zarządu oraz przewodniczącego Rady Nadzorczej Spółki. Każdy z warrantów subskrypcyjnych uprawniać będzie do objęcia w terminie do 17 czerwca 2029 roku jednej akcji serii F po cenie emisyjnej 0,1 zł. W konsekwencji na podstawie proponowanego programu motywacyjnego w kolejnych latach wyemitowanych może zostać 1.149.813 nowych akcji Mex Polska, co stanowi 15% dotychczasowego kapitału zakładowego Spółki. Warranty subskrypcyjne emitowane mają być w trzech transzach (maksymalnie 383.271 warrantów w ramach jednej transzy), po jednej po upływie każdego roku obrotowego objętego programem (2019, 2020 i 2021). Jednym z kluczowych warunków nabycia prawa do objęcia warrantów subskrypcyjnych jest realizacja w poszczególnych latach obrotowych celów finansowych wyznaczonych w programie motywacyjnym, opartych na wzroście zysku lub wyniku EBITDA Grupy Mex Polska w stosunku do roku poprzedniego. Cele te podzielone zostały na 4 warianty (wzrost odpowiednio o co najmniej: 20%, 15%, 10% i 5%), których osiągnięcie warunkuje liczbę warrantów, która może zostać wyemitowana w ramach danej transzy (dla wariantu 1. jest to maksymalnie 383.271 warrantów, a dla wariantu 4. maksymalnie 268.290 warrantów). Warto także zwrócić uwagę, że na potrzeby programu motywacyjnego zysk netto i wynik EBITDA bieżącego roku są powiększane o ewentualne zrealizowane w poprzedzających latach trwania programu nadwyżki ponad zakładany w wariantie 1. wzrost o co najmniej 20% (przez co warrantów mogą zostać przydzielone również za potencjalnie słabszy rok, o ile w poprzedzających latach nadwyżka była wystarczająco duża). Obecnie trudno jest oszacować dokładny wpływ tego programu motywacyjnego na wyniki finansowe Emitenta (póki co takich oszacowań nie dokonała również sama Spółka), dlatego prognozy przedstawione w niniejszej rekomendacji nie uwzględniają kosztów realizacji programu motywacyjnego, które mogą obciążyć wyniki finansowe Grupy Mex Polska za 2019, 2020 i 2021 rok (naszym zdaniem koszty te mogą wynieść łącznie ponad 3 mln zł).

Poza negatywnym wpływem na wyniki finansowe Grupy Mex Polska realizacja programu motywacyjnego będzie się wiązać także z emisją nowych akcji (w modelu przyjęliśmy, że prawa wynikające ze wszystkich emitowanych warrantów subskrypcyjnych realizowane będą od razu po ich objęciu). Zgodnie z naszymi prognozami w 2019 roku zrealizowany zostanie wariant 1. opisany w treści uchwały walnego zgromadzenia w sprawie przyjęcia programu motywacyjnego, co wiązać się będzie z emisją 383.271 nowych akcji w 2020 roku. Jednocześnie nasze szacunki zakładają emisję 344.944 akcji w 2021 roku (realizacja wariantu 2.) oraz 268.290 akcji w 2022 roku (realizacja wariantu 4.).

¹ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Prognoza wyników finansowych

Historyczne wyniki finansowe oraz ich prognozy*

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	58,9	64,4	66,5	72,9	80,6	84,6	88,3	90,8
Koszty operacyjne	54,9	60,2	62,5	68,0	74,9	78,7	82,1	84,3
EBITDA	6,0	5,9	6,1	6,6	7,4	7,7	8,1	8,4
EBIT	4,4	4,8	4,7	5,1	5,6	5,9	6,3	6,5
Działalność finansowa	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Wynik brutto	4,3	4,6	4,4	4,8	5,4	5,7	6,0	6,3
Wynik netto	3,7	3,7	3,2	4,1	4,6	4,9	5,2	5,4
EPS**	0,49 zł	0,48 zł	0,42 zł	0,54 zł	0,57 zł	0,58 zł	0,60 zł	0,62 zł
DPS**	0,33 zł	0,32 zł	0,17 zł	0,19 zł	0,14 zł	0,18 zł	0,22 zł	0,30 zł
Stopa dywidendy**	5,0%	4,6%	3,9%	6,0%	4,9%	6,3%	7,6%	10,4%

*Prognoza wyników na lata 2019-2023 skorygowana o wpływ nowego standardu MSSF 16, a także o szacowane koszty związane z realizacją programu motywacyjnego Spółki.

**Z uwzględnieniem szacowanej liczby nowo emitowanych akcji w związku z realizacją programu motywacyjnego Spółki.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta oraz szacunków Domu Analiz SII.

Historyczne dynamiki i marże oraz ich prognozy*

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Dynamika wyników:								
Przychody ze sprzedaży	12,6%	9,4%	3,3%	9,6%	10,5%	5,0%	4,4%	2,8%
Wynik EBITDA	7,7%	-1,5%	2,7%	8,7%	10,8%	5,1%	5,0%	3,4%
Wynik EBIT	8,2%	7,3%	-2,2%	9,5%	10,6%	5,1%	5,3%	3,7%
Wynik netto	-8,1%	-0,5%	-14,2%	29,6%	11,9%	5,9%	6,1%	3,8%
Marże:								
Marża EBITDA	10,3%	9,2%	9,2%	9,1%	9,1%	9,1%	9,2%	9,2%
Marża EBIT	7,5%	7,4%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%
Marża netto	6,3%	5,8%	4,8%	5,7%	5,7%	5,8%	5,9%	5,9%

*Prognoza wyników na lata 2019-2023 skorygowana o wpływ nowego standardu MSSF 16, a także o szacowane koszty związane z realizacją programu motywacyjnego Spółki.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta oraz szacunków Domu Analiz SII.

Model DCF

Kalkulacja średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	>2023P
Stopa wolna od ryzyka	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Beta	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,4
Premia za ryzyko kapitału własnego	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Koszt kapitału własnego	14,7%	14,3%	14,1%	13,9%	13,8%	12,4%
Premia za ryzyko długu	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Udział kapitału własnego	80,8%	84,5%	87,5%	90,0%	90,7%	91,9%
Udział długu	19,2%	15,5%	12,5%	10,0%	9,3%	8,1%
WACC	12,7%	12,8%	12,9%	12,9%	13,0%	11,8%

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wolnych przepływów pieniężnych (FCFF)

(mln zł)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	>2023P
EBIT	5,1	5,6	5,9	6,3	6,5	
Efektywna stopa podatkowa	14%	14%	14%	14%	14%	
NOPLAT	4,4	4,9	5,1	5,4	5,6	
Amortyzacja	1,5	1,7	1,8	1,9	1,9	
CAPEX	2,3	1,5	0,9	1,1	0,3	
Zmiana KON	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1	
FCFF	3,3	4,8	5,8	5,8	7,1	5,5
Zdyskontowane FCFF (DFCFF)	3,1	4,0	4,2	3,8	4,1	

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wartości 1 akcji

Suma DFCFF (mln zł)	19,3
Tempo wzrostu po okresie prognozy (g)	1%
Wartość rezydualna – RV (mln zł)	51,4
Zdyskontowana wartość rezydualna (mln zł)	31,2
Wartość firmy – EV (mln zł)	50,5
Dług netto (mln zł)	0,6
Wartość kapitału własnego – EqV (mln zł)	49,9
Liczba akcji (mln)*	8,662
Wartość 1 akcji na dzień 30.06.2019 r.	5,76 zł
Wartość 1 akcji na dzień 03.10.2019 r.	5,94 zł
12-miesięczna cena docelowa 1 akcji	6,70 zł

*Z uwzględnieniem szacowanej liczby nowo emitowanych akcji w związku z realizacją programu motywacyjnego Spółki.

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wrażliwość modelu DCF: tempo wzrostu po okresie prognozy i premia za ryzyko kapitału własnego

		Tempo wzrostu po okresie prognozy								
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Premia za ryzyko kapitału własnego	5,1%	7,26	7,53	7,82	8,15	8,52	8,93	9,40	9,95	10,58
	5,6%	6,88	7,12	7,37	7,65	7,97	8,32	8,71	9,16	9,68
	6,1%	6,55	6,75	6,97	7,22	7,49	7,79	8,13	8,50	8,93
	6,6%	6,25	6,43	6,62	6,84	7,07	7,33	7,62	7,94	8,30
	7,1%	5,98	6,14	6,31	6,50	6,70	6,93	7,18	7,46	7,76
	7,6%	5,73	5,87	6,03	6,19	6,38	6,58	6,79	7,03	7,30
	8,1%	5,51	5,63	5,77	5,92	6,08	6,26	6,45	6,66	6,89

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wrażliwość modelu DCF: beta po okresie prognozy i premia za ryzyko kapitału własnego

		Beta po okresie prognozy								
		1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0
Premia za ryzyko kapitału własnego	5,1%	9,55	9,00	8,52	8,09	7,70	7,36	7,05	6,77	6,52
	5,6%	8,95	8,42	7,97	7,56	7,20	6,88	6,59	6,33	6,10
	6,1%	8,42	7,92	7,49	7,11	6,77	6,47	6,20	5,95	5,73
	6,6%	7,96	7,48	7,07	6,71	6,39	6,10	5,85	5,62	5,42
	7,1%	7,55	7,10	6,70	6,36	6,06	5,79	5,55	5,33	5,14
	7,6%	7,18	6,75	6,38	6,05	5,76	5,51	5,28	5,08	4,90
	8,1%	6,85	6,44	6,08	5,77	5,50	5,26	5,04	4,85	4,68

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wrażliwość modelu DCF: beta po okresie prognozy i tempo wzrostu po okresie prognozy

		Beta po okresie prognozy								
		1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0
Tempo wzrostu po okresie prognozy	-1,0%	6,58	6,26	5,98	5,72	5,49	5,29	5,10	4,93	4,78
	-0,5%	6,79	6,44	6,14	5,86	5,62	5,40	5,20	5,02	4,86
	0,0%	7,02	6,64	6,31	6,01	5,75	5,52	5,31	5,12	4,95
	0,5%	7,27	6,86	6,50	6,18	5,90	5,65	5,42	5,22	5,04
	1,0%	7,55	7,10	6,70	6,36	6,06	5,79	5,55	5,33	5,14
	1,5%	7,85	7,36	6,93	6,56	6,23	5,94	5,68	5,45	5,25
	2,0%	8,20	7,65	7,18	6,77	6,42	6,10	5,83	5,58	5,36
	2,5%	8,59	7,98	7,46	7,01	6,62	6,28	5,98	5,72	5,48
	3,0%	9,03	8,34	7,76	7,27	6,85	6,48	6,15	5,87	5,61

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Zmiana założeń w modelu

Wobec naszych prognoz przedstawionych w raporcie z 15 kwietnia 2019 roku zmieniliśmy nieco założenia co do liczby otwarć poszczególnych lokali w kolejnych latach. Po pierwsze, uwzględniliśmy otwarcie bistra „Pijalnia Wódki i Piwa” w Berlinie jako lokalu własnego, co miało miejsce pod koniec września br. Po drugie, mając na uwadze zapowiedzi Spółki, przyjęliśmy otwarcie kolejnej restauracji „The Mexican” pod koniec 2019 roku. Po trzecie, założyliśmy, że w 2020 roku powstanie kolejna restauracja „Prosty Temat” (nowo rozwijany koncept został pozytywnie przyjęty przez klientów, a ponadto wydaje się, że w jego przypadku lokalizacja w miejscach o największym natężeniu ruchu nie jest kluczowa, co powinno ułatwić poszukiwanie lokalu pod wynajem). Jednocześnie przyjęliśmy jednak, że liczba restauracji „PanKejk” w 2019 roku i 2021 roku nie zmieni się, podczas gdy wcześniej zakładaliśmy po jednym otwarciu na te lata, co związane jest z problemami ze znalezieniem odpowiednich lokalizacji dla tego konceptu (w tym przypadku zakładamy, że pod uwagę brane są jedynie lokale w miejscach o dużym natężeniu ruchu pieszych). Nieznacznie zwiększyliśmy także zakładaną liczbę lokali „Pijalnia Wódki i Piwa” w modelu franczyzowym (5 nowych lokali w 2020 roku wobec poprzednio zakładanych 4 otwarć).

Zmiana założeń co do liczby funkcjonujących restauracji Grupy względem raportu z 15 kwietnia 2019 roku

(mln zł)	2019P			2020P			2021P			2022P			2023P		
	nowe	stare	zmiana	nowe	stare	zmiana	nowe	stare	zmiana	nowe	stare	zmiana	nowe	stare	zmiana
„The Mexican”	7	6	+1	7	6	+1	7	6	+1	7	6	+1	7	6	+1
„PanKejk”	4	5	-1	5	6	-1	5	7	-2	6	8	-2	6	8	-2
„PWiP” – własne	21	20	+1	21	20	+1	21	20	+1	22	21	+1	22	21	+1
„PWiP” – franczyza	13	13	0	18	17	+1	21	20	+1	23	22	+1	25	24	+1
„Nocny Temat”	1	1	0	1	1	0	1	1	0	1	1	0	1	1	0
„Prosty Temat”	2	2	0	3	2	+1	4	3	+1	4	3	+1	4	3	+1
SUMA	48	47	+1	55	52	+3	59	57	+2	63	61	+2	65	63	+2

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Poza zmianą założeń co do liczby funkcjonujących restauracji w kolejnych latach nieznacznie podwyższyliśmy także szacowane przychody ze sprzedaży generowane przez poszczególne placówki (m.in. ze względu na wysoką dynamikę przychodów Grupy odnotowaną w I półroczu br., a także otwarcie pierwszego lokalu poza Polską). Wszystko to ma przełożenie na nasze prognozy przychodów, kosztów i zysków, a także wydatków inwestycyjnych i kapitału obrotowego netto, a w konsekwencji również na wartości wolnych przepływów pieniężnych FCFF w okresie prognozy. Wśród innych zmian w naszym modelu wymienić można także obniżenie stopy wolnej od ryzyka z poziomu 3% do 2,5%, przez co obecnie zakładane przez nas poziomy WACC wynoszą 11,8%-13%, podczas gdy wcześniej było to 12,2%-13,5%.

Zmiana prognoz finansowych Grupy względem raportu z 15 kwietnia 2019 roku*

(mln zł)	2019P			2020P			2021P			2022P			2023P		
	nowe	stare	zmiana	nowe	stare	zmiana	nowe	stare	zmiana	nowe	stare	zmiana	nowe	stare	zmiana
Przychody ze sprzedaży	72,9	70,3	+2,7	80,6	74,8	+5,8	84,6	78,5	+6,1	88,3	83,2	+5,2	90,8	85,6	+5,2
EBITDA	6,6	6,4	+0,3	7,4	7,0	+0,3	7,7	7,4	+0,3	8,1	7,9	+0,2	8,4	8,1	+0,3
EBIT	5,1	4,8	+0,3	5,6	5,4	+0,3	5,9	5,7	+0,3	6,3	6,0	+0,2	6,5	6,1	+0,3
Wynik netto	4,1	3,9	+0,2	4,6	4,4	+0,2	4,9	4,7	+0,2	5,2	5,0	+0,2	5,4	5,1	+0,3
NOPLAT	4,4	4,1	+0,2	4,9	4,6	+0,2	5,1	4,9	+0,2	5,4	5,2	+0,2	5,6	5,3	+0,3
CAPEX	2,3	1,9	+0,5	1,5	0,9	+0,6	0,9	1,5	+0,2	1,1	1,1	0	0,3	0,3	0
Zmiana KON	0,3	0,3	0	0,3	0,2	+0,2	0,3	0,3	0	0,3	0,3	0	0,1	0,1	0
FCFF	3,3	3,5	-0,2	4,8	5,3	-0,5	5,8	4,9	+0,9	5,8	5,6	+0,2	7,1	6,9	+0,2

**Prognoza wyników na lata 2019-2023 skorygowana o wpływ nowego standardu MSSF 16, a także o szacowane koszty związane z realizacją programu motywacyjnego Spółki.

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wycena metodą porównawczą

Na rynku publicznym praktycznie brak jest spółek w dużym stopniu porównywalnych do Mex Polska.

Poniżej przedstawione zostały spółki o zbliżonym profilu działalności do Grupy Kapitałowej Mex Polska, w tym 2 podmioty notowane na polskim rynku kapitałowym oraz 14 spółek zagranicznych. Wskaźniki rynkowe obliczono na podstawie historycznych wyników finansowych za ostatnie 4 raportowane kwartały.

Kapitalizacja, wartość EV i wskaźniki rynkowe spółek porównywalnych

	Kapitalizacja (mln EUR)	EV (mln EUR)	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/S
AmRest Holdings SE	2 225,74	2 821,5	14,66	34,28	1,60
Sfinks SA	5,4	14 559	7,54	-611,76	0,36
Autogrill SpA	2 260,3	2 959,3	4,83	15,41	0,61
Bloomin' Brands Inc.	1 504,2	2 555,5	7,76	17,46	0,68
Brinker International Inc.	1 451,6	2 552,3	7,37	12,09	0,87
Chuy's Holdings Inc.	376,3	365,5	17,74	188,38	0,97
Del Taco Restaurants Inc.	346,7	476,5	9,67	18,55	1,02
Domino's Pizza Group Plc	1 322,7	1 590,7	19,71	25,86	2,60
DP Eurasia NV	138,2	174,1	7,49	17,59	1,16
Fiesta Restaurant Group Inc.	259,2	311,5	-6,04	-5,06	2,15
Noodles & Company	228,5	266,3	11,34	90,09	0,63
Papa John's International Inc.	1 522,7	1 843,3	46,33	-687,73	1,35
Tasty Plc	5,2	7,6	5,09	-14,76	0,15
Texas Roadhouse Inc.	3 343,8	3 211,2	12,09	19,24	1,36
The Restaurant Group Plc	784,6	1 137,3	9,96	-27,55	1,16
The Wendy's Company	4 216,3	6 363,7	17,47	25,76	4,23
Mediana			9,82	17,53	1,09
Mex Polska S.A.			3,57	4,48	0,32
<i>Premia/dyskonto</i>			<i>-63,7%</i>	<i>-74,5%</i>	<i>-70,6%</i>

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych spółek.

Wyceny cząstkowe, ich wagi oraz końcowa implikowana wycena 1 akcji Mex Polska S.A.*

	Wyceny cząstkowe	Wagi
EV/EBITDA	7,13 zł	33%
EV/EBIT	10,17 zł	33%
EV/S	8,90 zł	33%

Wycena 1 akcji
8,73 zł

*Z uwzględnieniem szacowanej liczby nowo emitowanych akcji w związku z realizacją programu motywacyjnego Spółki.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych spółek.

Analiza otoczenia

Otoczenie makroekonomiczne

Roczne tempo wzrostu gospodarczego w Polsce pozostaje relatywnie wysokie pomimo nieznacznego jego obniżenia w ostatnich kwartałach. Według wstępnego szacunku Głównego Urzędu Statystycznego w II kw. 2019 roku PKB naszego kraju zwiększył się realnie rok do roku o 4,5% wobec wzrostu o 4,7% kwartał wcześniej oraz o 5,3% w analogicznym okresie rok wcześniej. Głównym czynnikiem wzrostu pozostaje popyt krajowy, w tym przede wszystkim konsumpcja, wspierana przez niskie bezrobocie, systematycznie rosnące płace, utrzymujące się dobre nastroje konsumentów, a także rosnący kredyt konsumpcyjny. W ostatnim czasie ważnym czynnikiem wzrostu PKB są również inwestycje, w tym zarówno publiczne, jak i prywatne. Te pierwsze jednak spowolniły ze względu na obniżenie dynamiki nakładów jednostek samorządu terytorialnego po ich silnym wzroście w 2018 roku, wynikającym z realizacji wielu projektów inwestycyjnych przed wyborami samorządowymi. Z kolei wzrost nakładów przedsiębiorstw wyraźnie przyspieszył, m.in. dzięki rosnącemu wykorzystaniu środków unijnych przeznaczonych na inwestycje infrastrukturalne.

W II kw. 2019 roku popyt krajowy zwiększył się w skali roku o 4,8% wobec 4,2% kwartał wcześniej, a na to przyspieszenie miał wpływ większy wzrost akumulacji brutto, który wyniósł 7,5% wobec 3,2% w I kw. 2019 roku. Tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe jednak nieco spadło, tj. do 9% wobec 12,6% kwartał wcześniej. Jednocześnie spożycie ogółem wzrosło w tempie 4,1% wobec 4,4% kwartał wcześniej. W sektorze gospodarstw domowych dynamika spożycia wyniosła 4,4% i była wyższa niż w I kw. 2019 roku o 0,5 p.p. Z kolei tempo spożycia publicznego wyniosło w II kw. 2019 roku 3,4% wobec 6,4% kwartał wcześniej. Wpływ eksportu netto na wzrost gospodarczy Polski był w II kw. 2019 roku neutralny wobec dodatniego wpływu na poziomie 0,7 p.p. kwartał wcześniej.

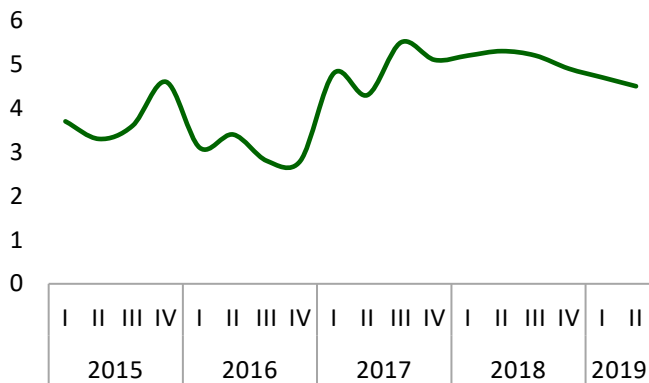
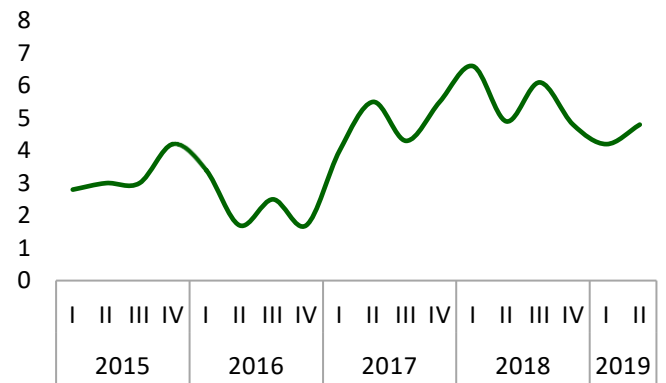
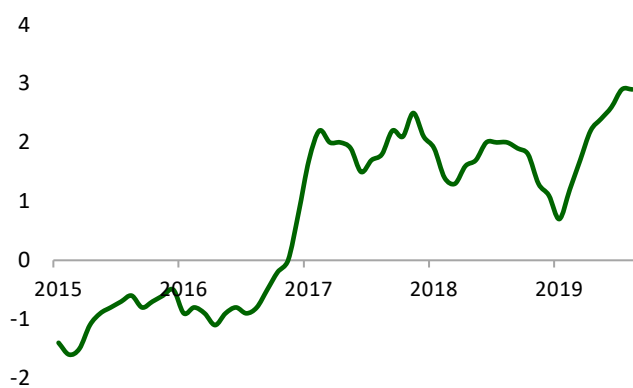
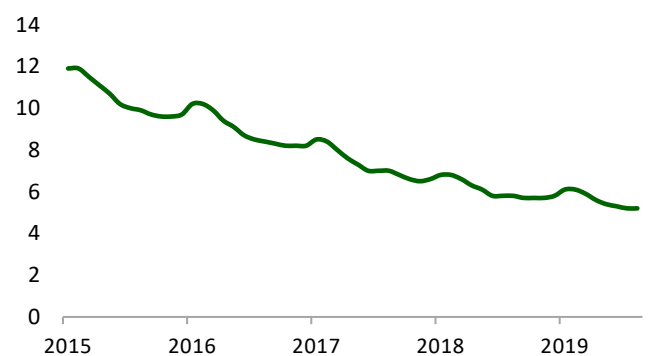
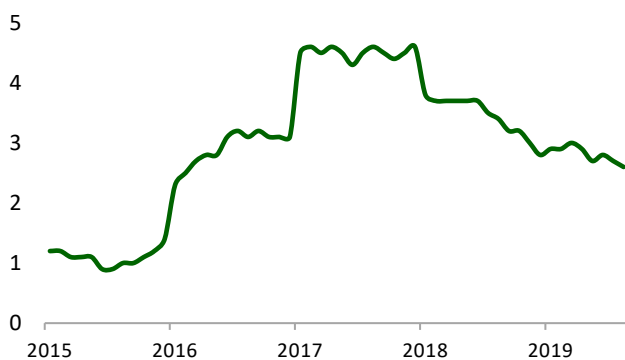
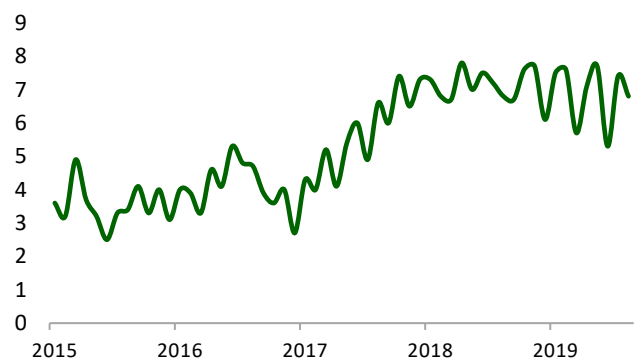
W ostatnich miesiącach dynamika zatrudnienia nieco spowolniła (do 2,6% rdr w sierpniu 2019 roku). Tempo wzrostu wynagrodzeń w ujęciu rocznym wciąż utrzymuje się jednak w okolicach 7%, wynosząc 6,8% w sierpniu br. wobec 7,4% miesiąc wcześniej oraz 6,8% rok wcześniej. Stopa bezrobocia od początku 2019 roku systematycznie spada, tj. z poziomu 6,1% w styczniu i lutym do 5,2% w sierpniu. Wzrost sprzedaży detalicznej w cenach bieżących sięgnął w sierpniu br. 6% wobec wzrostu o 7,4% miesiąc wcześniej oraz o 9% rok wcześniej. Jednocześnie utrzymują się bardzo dobre nastroje konsumentów – we wrześniu 2019 roku bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej (BWUK) ukształtował się na poziomie 10,2, a wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej (WWUK) na poziomie 7,0. Dynamika cen konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach wyraźnie się zwiększyła, tj. do 2,9% w lipcu i sierpniu, na co wpłynął przede wszystkim wzrost dynamiki cen żywności, a także inflacji bazowej w związku z utrzymującym się silnym popytem konsumpcyjnym w naszym kraju. Warto przy tym także zauważyć, że są to najwyższe odczyty od listopada 2012 roku.

Według najnowszej projekcji NBP, zaprezentowanej w dokumencie *Raport o inflacji – lipiec 2019 r.*, tempo wzrostu PKB Polski będzie w kolejnych latach stopniowo się obniżać. Przyczynić się do tego ma utrzymujące się osłabienie koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski, a także wyhamowanie absorpcji środków z budżetu UE po ich wysokim wykorzystaniu w 2018 roku, co negatywnie wpłynie na tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe. Z drugiej strony, skalę spowolnienia dynamiki popytu krajowego mają łagodzić wprowadzone oraz planowane przez rząd zmiany fiskalne, obejmujące wzrost wielkości świadczeń społecznych oraz spadek obciążeń podatkowych, podwyższając dynamikę spożycia prywatnego. Korzystnie na popyt krajowy ma oddziaływać również niski poziom stóp procentowych i związane z nim niskie koszty kredytu.

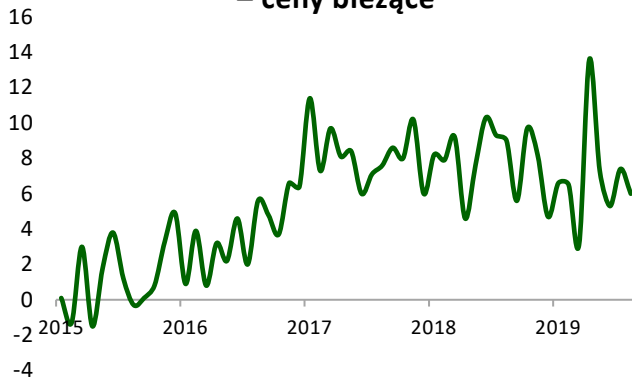
Zgodnie z wynikami projekcji lipcowej dynamika wzrostu PKB Polski wyniesie 4,5% w 2019 roku, 4% w 2020 roku (wobec projekcji marcowej prognozy te zostały podniesione odpowiednio o 0,5 p.p. i 0,3 p.p.), natomiast 3,5% w 2021 roku (wobec projekcji marcowej prognoza dla tego roku pozostała bez zmian). Jednocześnie centralna ścieżka projekcji NBP dla pozostałych wybranych wskaźników makroekonomicznych kształtuje się następująco:

- głównym źródłem wzrostu gospodarczego pozostanie spożycie prywatne przy wzroście rdr o 4,4% w 2019 roku, 4,4% w 2020 roku i 3,8% w 2021 roku;
- w kolejnych latach tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe będzie spadać, tj. z 8,7% w 2018 roku do 8,6% w 2019 roku, 4,8% w 2020 roku i 2,6% w 2021 roku;

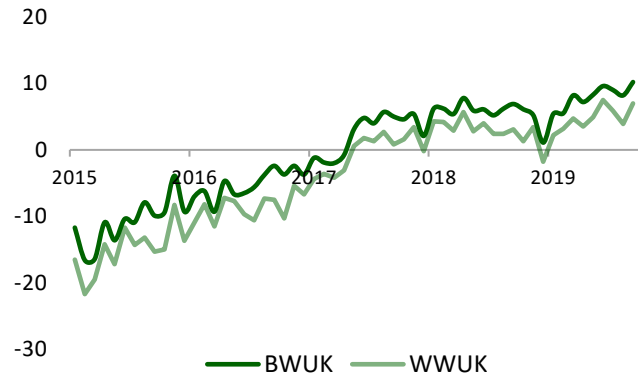
- wskaźnik inflacji CPI w horyzoncie projekcji nieco się zwiększy, tj. z 1,6% w 2018 roku do 2% w 2019 roku oraz do 2,9% i 2,6% odpowiednio w 2020 i 2021 roku;
- wynagrodzenia w latach 2019-2021 będą rosły kolejno o: 7,2%, 7% i 6,4% rdr;
- stopa bezrobocia (wg BAEL) stopniowo będzie spadać, tj. z 3,9% w 2018 roku do 3,7% w 2019 roku oraz 3,6% w 2020 i 2021 roku.

PKB rdr (%)

Popyt wewnętrzny rdr (%)

Inflacja CPI rdr (%)

Bezrobocie rejestrowane (%)

Wzrost zatrudnienia rdr (%)

Dynamika wynagrodzeń rdr (%)


Sprzedaż detaliczna rdr (%) – ceny bieżące



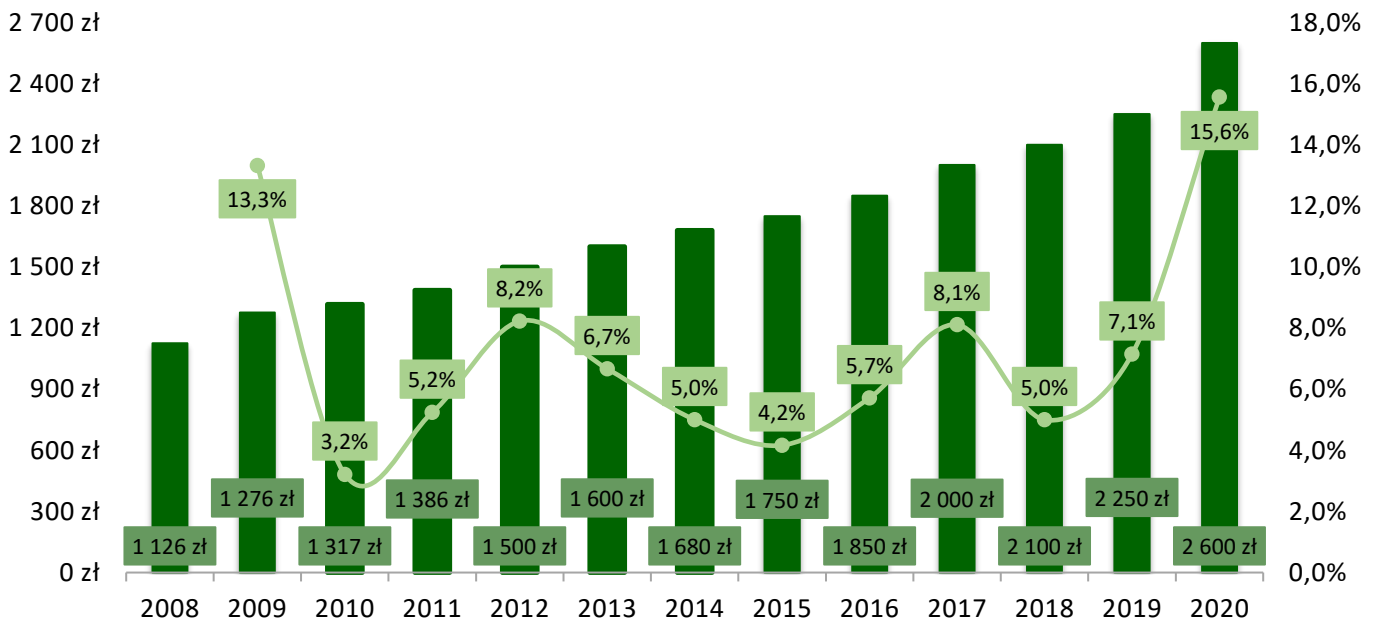
Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, NBP, MRPiS.

W 2019 roku minimalne wynagrodzenie w Polsce wynosi 2.250 zł brutto wobec 2.100 zł brutto rok wcześniej (wzrost o 7,1% rdr), natomiast minimalna stawka godzinowa 14,7 zł brutto wobec 13,7 zł brutto rok wcześniej (wzrost o 7,3% rdr). Zgodnie z przyjętym rozporządzeniem Rady Ministrów wzrost płacy minimalnej ma dodatkowo przyspieszyć w 2020 roku – minimalne wynagrodzenie za pracę sięgnie 2.600 zł brutto, a minimalna stawka godzinowa 17 zł brutto, co stanowi wzrost aż o 15,6% rdr. Jednocześnie partia rządząca zapowiedziała, że na koniec 2023 roku płaca minimalna wyniesie 4.000 zł brutto. Warto przy tym zauważyć, że duże podwyżki ustawowego poziomu płacy minimalnej mogą być szczególnie mocno odczuwalne przez firmy gastronomiczne, bowiem wynagrodzenia w tej branży należą do jednych z najniższych w polskiej gospodarce.

Rysunek 1.: Minimalne wynagrodzenie w Polsce oraz jego dynamika wzrostu

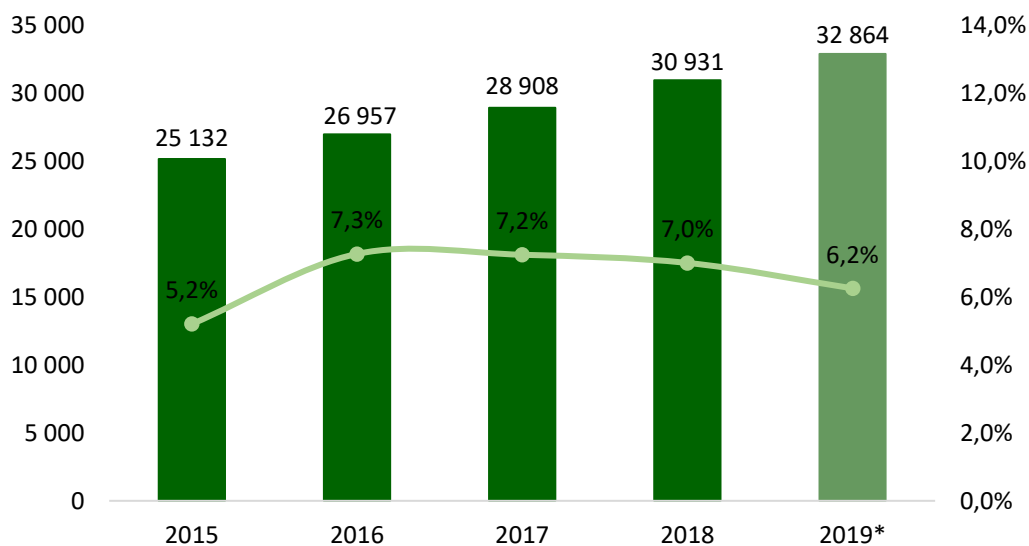


Źródło: opracowanie własne na podstawie rozporządzeń Rady Ministrów.

Rynek restauracyjny

Według szacunków firmy PMR, przedstawionych w opracowaniu *Rynek Gastronomiczny w Polsce – raport 2019*, wartość rynku gastronomicznego w naszym kraju sięgnęła w 2018 roku 30,9 mld zł wobec 28,9 mld zł rok wcześniej, co stanowiło wzrost w tempie 7%. W porównaniu do 2015 roku, kiedy to rynek miał wartość 25,1 mld zł, dynamika wyniosła natomiast 23%. Z kolei na 2019 rok prognoza PMR zakłada osiągnięcie przez rynek HoReCa wartości blisko 32,9 mld zł, tj. o 6,2% wyższej wobec 2018 roku. Jak skomentowano, impulsem do rozwoju rynku jest dobra kondycja polskiej gospodarki, w tym rosnące zarobki i budżety domowe, rekordowo niskie bezrobocie i stosunkowo niska inflacja, a także zmieniające się nawyki konsumentów, szybsze tempo życia i mniejsze rodziny czy atrakcyjność Polski jako miejsca wypoczynku wśród zagranicznych turystów. Z drugiej strony, wśród możliwych hamulców rozwoju firma PMR wskazuje konkurencję w postaci szerokiego kanału convenience (produkty, które są substytutem typowej gastronomii lub są jej częścią, takie jak np. kanapki, hot-dogi czy kawa), a także rosnące koszty zatrudnienia wynikające z niskiego poziomu bezrobocia. Jak dodatkowo podała firma PMR, w 2018 roku 10 największych sieci miało szacunkowy udział w polskim rynku gastronomicznym na poziomie 23%, co zdaniem ekspertów firmy PMR pokazuje, że wciąż nie jest on skonsolidowany (pod względem obrotów i liczby posiadanych placówek na rynku dominują firmy McDonald's i AmRest, jednak na dynamicznie rosnącym rynku wciąż jest miejsce dla nowych graczy).

Rysunek 2.: Wartość rynku gastronomicznego w Polsce (mln zł) i jego dynamika wzrostu



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych PMR.

Równie pozytywne tendencje widoczne są w raporcie *Rynek gastronomiczny w Polsce 2018* przygotowanym przez GfK Polonia. Z danych tej firmy wynika między innymi, że odsetek konsumentów, którzy odwiedzają lokale gastronomiczne sięgnął w ubiegłym roku rekordowych 60% (dla porównania – w latach 2015, 2016 i 2017 było to odpowiednio 46%, 54% i 49%). Jednocześnie systematycznie rośnie liczba placówek gastronomicznych, a w jeszcze szybszym tempie wartość całego rynku (według szacunków GfK Polonia przez ostatnie 3 lata wartość rynku zwiększyła się o ponad 30%, podczas gdy liczba punktów gastronomicznych o 7%). Ponadto systematycznie zwiększają się średnie wydatki konsumentów w lokalach, które w 2018 roku przekroczyły poziom 100 zł na osobę, co było najwyższym wynikiem od 10 lat. Jak dodatkowo komentują eksperci GfK Polonia, mimo że rynek rozwija się dynamicznie, na pewno nie jest jeszcze nasycony i wciąż jest na nim miejsce na nowe lokale gastronomiczne, zauważając przy tym, że w Polsce na 10 tys. osób przypada 14 lokali gastronomicznych, podczas gdy przykładowo w Czechach jest to 41 lokali. Z badania przeprowadzonego przez GfK Polonia wynika, że do najpopularniejszych lokali należą McDonald's, KFC, Pizza Hut, Stop Cafe i Burger King. Ważna obserwacja jednak może być taka, że choć McDonald i KFC są wciąż najczęściej odwiedzanymi sieciami, to częstotliwość ich odwiedzin spadła o 8 punktów procentowych rok do roku, a w tym samym czasie dokładnie o tyle samo punktów procentowych zwiększył się odsetek konsumentów odwiedzających pizzerie.

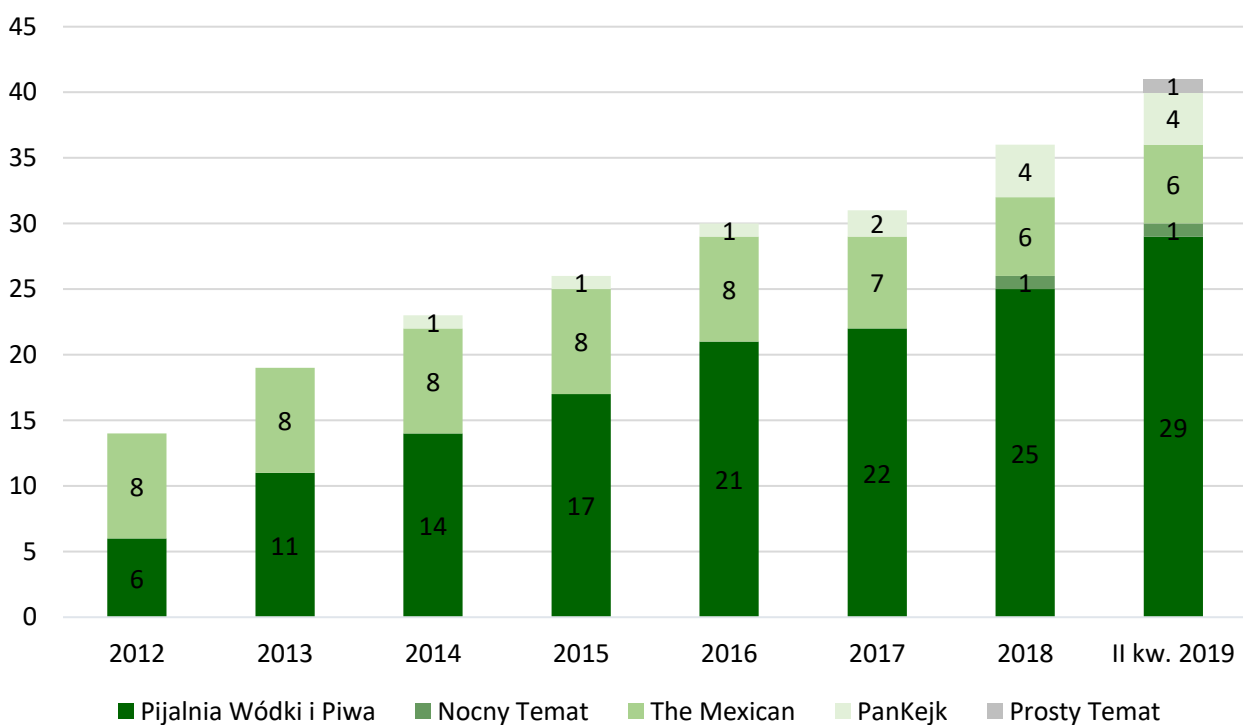
Jak z kolei wynika z badania przeprowadzonego w kwietniu 2019 roku przez IQS na zlecenie MAKRO Polska, przedstawionego w raporcie *Polska na Talerzu 2019*, 93% badanych odwiedza lokale gastronomiczne, co w porównaniu do ubiegłego roku pozostało na podobnym poziomie (94%). Wśród lokali największą popularnością niezmiennie cieszą się pizzerie (spadek rdr o 1 p.p. do 68%), sieci typu fast food (wzrost rdr o 6 p.p. do 65%) oraz restauracje (spadek rdr o 1 p.p. do 52%). Lokalne puby i bary wskazało 37% respondentów (wzrost rdr o 1 p.p.), natomiast naleśnikarnie i pierogarnie 26% osób (wzrost rdr o 2 p.p.). Jak podano w raporcie MAKRO Polska, w dni robocze średni rachunek podczas wizyty w restauracji powyżej 30 zł płaci 40% respondentów (wobec 37% rok wcześniej), natomiast w weekendy 50% badanych (wobec 53% rok wcześniej, przy czym jednocześnie odsetek odpowiedzi „nie wiem” zwiększył się z 8% do 11%).

Podsumowanie działalności Mex Polska w minionym okresie

W I półroczu 2019 roku Grupa Mex Polska uruchomiła 4 kolejne bistra „Pijalnia Wódki i Piwa”, a także jedną restaurację w nowym koncepcie „Prosty Temat” – przy czym na sam II kwartał przypadło tylko jedno otwarcie, tj. lokalu „Pijalnia Wódki i Piwa” w Legnicy. Jednocześnie dokonano rebrandingu jednego z lokali Spółki mieszczącego się w Sopocie, tj. „Klubokawiarnia” zastąpiona została przez „Nocny Temat”, który wystrojem i ofertą nawiązywać ma do znajdującej się obok restauracji „Prosty Temat”.

W konsekwencji na koniec czerwca br. łączna liczba lokali Mex Polska wynosiła 41, na co składało się: 29 bistr „Pijalnia Wódki i Piwa”, 1 lokal „Nocny Temat”, 6 restauracji „The Mexican”, 4 restauracje „PanKejk” oraz 1 restauracja „Prosty Temat”.

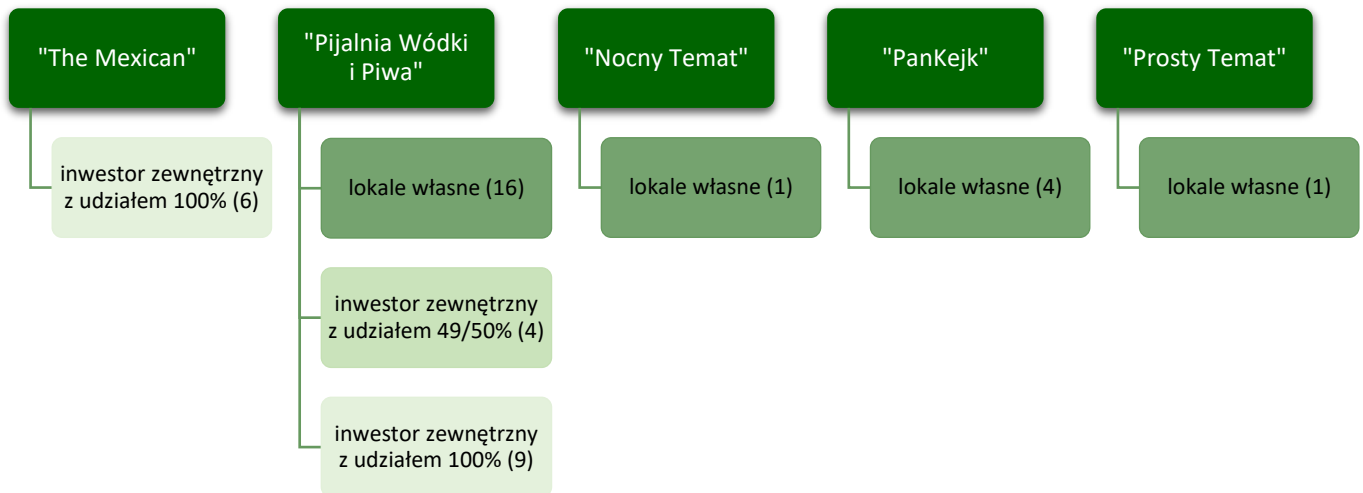
Rysunek 3.: Sieć restauracji Mex Polska (stan na 30 czerwca 2019 r.)



Źródło: opracowanie własne.

Patrząc na strukturę własności, wszystkie 4 wyżej wspomniane lokale „Pijalnia Wódki i Piwa” uruchomione zostały na zasadzie franczyzy udzielonej inwestorowi zewnętrznemu. Jednocześnie w I kwartale 2019 roku jeden z lokali „Pijalnia Wódki i Piwa” został sprzedany inwestorowi zewnętrznemu (obecnie działa w modelu franczyzowym). W efekcie spośród 29 funkcjonujących bistr „Pijalnia Wódki i Piwa” 16 prowadzonych było jako lokale własne, 4 z udziałem inwestora zewnętrznego ze strukturą własności 51%/49% lub 50/50%, a 9 w formie franczyzy ze strukturą własności 0%/100%. Wszystkie restauracje „The Mexican” również prowadzone są przez inwestorów spoza Grupy Kapitałowej Mex Polska na zasadzie standardowej umowy franczyzy. Z kolei lokale „PanKejk”, „Prosty Temat” i „Nocny Temat” w całości należą do Grupy Mex Polska.

Rysunek 4.: Struktura własności lokali Mex Polska (stan na 30 czerwca 2019 r.)

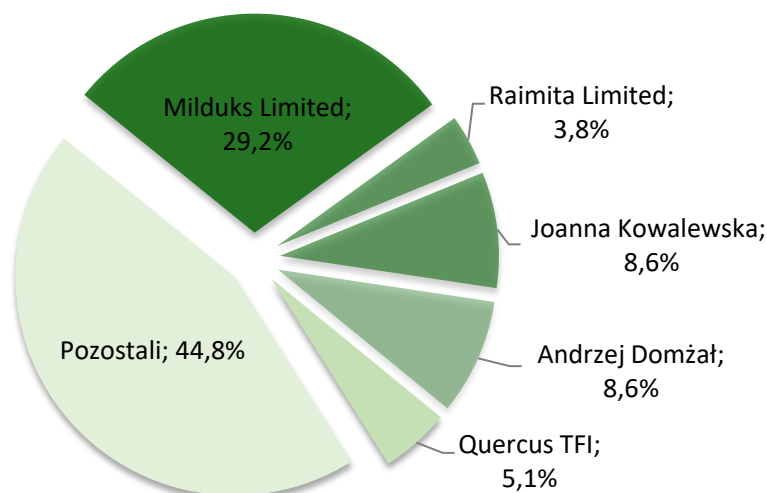


Źródło: opracowanie własne.

Już po zakończeniu I półrocza 2019 roku otwarta została druga restauracja „Prosty Temat” (w Poznaniu, jako lokal własny), a także uruchomione zostało kolejne bistro „Pijalnia Wódki i Piwa” (w formie franczyzy). Ponadto w czerwcu br. niemiecka spółka zależna Mex Polska S.A., tj. GF Gastro Friedrichshain UG, podpisała umowę najmu lokalu w Berlinie celem otworzenia w nim lokalu „Pijalnia Wódki i Piwa”, co nastąpiło pod koniec września. Jest to pierwsza placówka gastronomiczna Grupy Mex Polska poza granicami naszego kraju, a jak zapowiada Zarząd Emitenta, mając na względzie potencjał gastronomiczny Berlina i całych Niemiec jej rozwój w przyszłości może mieć duży wpływ na wyniki Grupy. Jednocześnie plany Zarządu Mex Polska zakładają otwarcie do końca 2019 roku jeszcze 4 lokali (w tym w przygotowaniu jest obecnie lokal „Pijalnia Wódki i Piwa” w Żarach w formie franczyzy).

W trakcie 2019 roku zmieniła się nieco struktura akcjonariatu Mex Polska S.A. W sierpniu Quercus TFI, działające w imieniu zarządzanych funduszy inwestycyjnych, poinformowało o zwiększeniu stanu posiadania i przekroczeniu progu 5% ogólnej liczby głosów w Spółce (wg stanu z 23 sierpnia 2019 r. stan posiadania wynosił 391.535 akcji, co stanowiło udział na poziomie 5,11%). Udziały innych dotychczasowych największych akcjonariuszy nie zmieniły się, natomiast udział pozostałych inwestorów zmniejszył się z 49,9% do 44,8%.

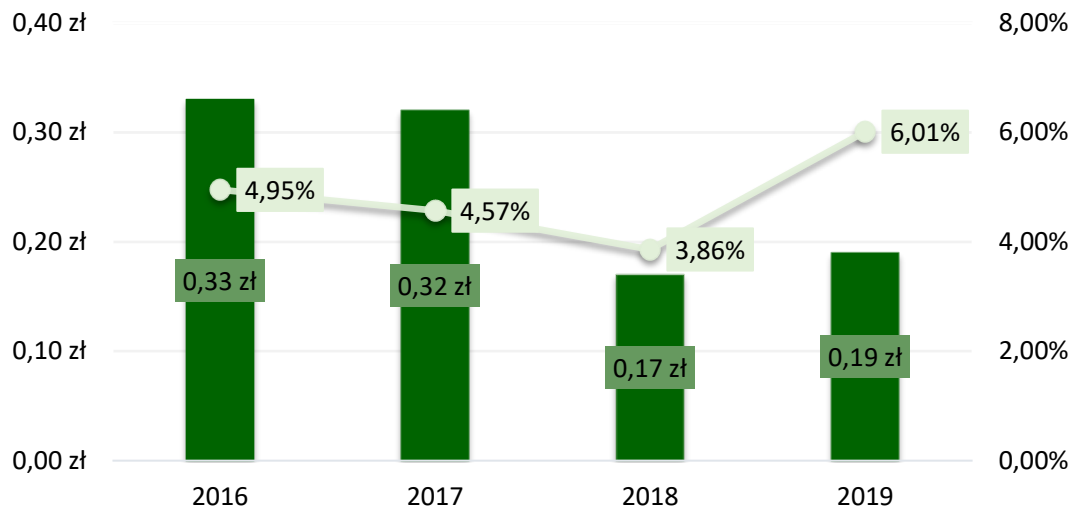
Rysunek 5.: Struktura akcjonariatu Mex Polska S.A.



Źródło: opracowanie własne.

Zgodnie z uchwałą Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Mex Polska S.A. 8 października br. zostanie wypłacona dywidenda z zysku Spółki za 2018 rok w kwocie 0,19 zł na jedną akcję. Dzień dywidendy miał miejsce 17 września br., a stopa dywidendy wynosi 6,01%.

Rysunek 6.: Kwota dywidendy przypadająca na jedną akcję i stopa dywidendy Mex Polska S.A.



Źródło: opracowanie własne.

W tym miejscu warto zwrócić uwagę, że ze względu na przyjęcie przez Emitenta programu motywacyjnego na lata 2019-2021 utrzymanie w roku 2020, 2021 i 2022 stopy dywidendy na zbliżonych poziomach do lat ubiegłych może się okazać niemożliwe. Jak wynika z naszych szacunków, łączne koszty programu motywacyjnego w latach 2019-2021 wynieść mogą około 0,8-1,2 mln zł rocznie, co istotnie obniżyłoby wynik netto Mex Polska S.A. przeznaczony do podziału między akcjonariuszy. Z drugiej strony, jest to koszt niepieniężny, który nie wpływa na zdolność Spółki do wypłaty dywidendy. Teoretycznie istnieje zatem możliwość wypłaty dywidendy w kwocie wyższej niż wykazany zysk za ostatni rok obrotowy (zgodnie z przepisami prawa kwota przeznaczona do podziału między akcjonariuszy może zostać powiększona o niepodzielone zyski z lat ubiegłych oraz o kwoty przeniesione z utworzonych z zysku kapitałów zapasowego i rezerwowych, które mogą być przeznaczone na wypłatę dywidendy). Ponadto przewidujemy, że wyniki jednostkowe w kolejnych okresach prognozy stanowić mogą większą część wyników całej Grupy Kapitałowej. Trzeba również jednak mieć na uwadze, że realizacja programu motywacyjnego wiązać się będzie z emisją nowych akcji, przez co kwota dywidendy przypadająca na jedną akcję również ulegnie obniżeniu.

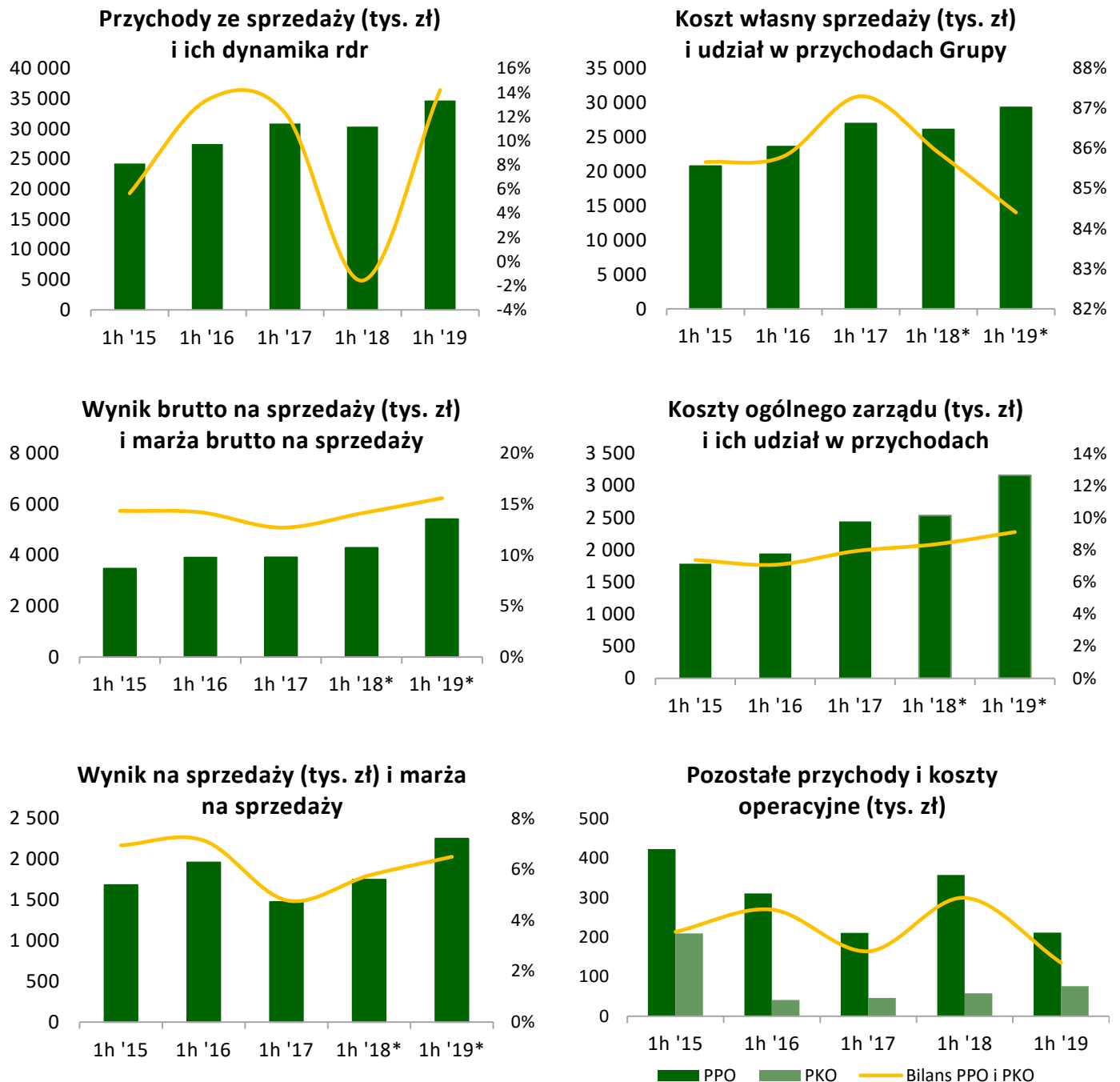
Wyniki finansowe w I półroczu 2019 roku

W I półroczu 2019 roku przychody ze sprzedaży Grupy Mex Polska wyniosły 34,69 mln zł wobec 30,37 mln zł w analogicznym okresie rok wcześniej, co stanowiło wzrost o 14,2% w ujęciu rok do roku. Jak tłumaczy Spółka, była to konsekwencja zarówno wzrostu przychodów w dotychczasowych placówkach, jak i otwarć nowych lokali gastronomicznych. W samym II kwartale 2019 roku, pomimo przesunięcia Świąt Wielkanocnych, skonsolidowane przychody ze sprzedaży zwiększyły się natomiast o 11,3%, tj. do poziomu 18,53 mln zł.

Na poziomie wyniku brutto na sprzedaży w I półroczu 2019 roku Grupa Mex Polska wykazała zysk równy 5,41 mln zł. W analogicznym okresie rok wcześniej było to 3,9 mln zł, przy czym gdyby dla tego okresu również zastosować standard

MSSF 16 (obowiązuje dopiero od 1 stycznia 2019 roku), zys wyniósłby 4,28 mln zł – po przeliczeniu odnotowano zatem poprawę rok do roku na poziomie 26,3%. Marża brutto na sprzedaży w I półroczu 2019 roku wyniosła z kolei 15,6%, podczas gdy rok wcześniej, po zastosowaniu standardu MSSF 16, była ona niższa o 1,5 p.p., wynosząc 14,1%.

Po 6 miesiącach bieżącego roku wynik na sprzedaży Grupy Mex Polska sięgnął 2,25 mln zł wobec 1,75 mln zł rok wcześniej (po zastosowaniu standardu MSSF 16), tj. był wyższy o 28,7% rdr. Wzrost ten był efektem wspomnianej wyżej poprawy wyniku brutto na sprzedaży, pomimo relatywnie dużego przyrostu kosztów ogólnego zarządu w tym samym okresie, tj. z poziomu 2,53 mln zł do 3,16 mln zł, co tłumaczone jest głównie wzrostem wynagrodzeń. Jednocześnie marża na sprzedaży wzrosła do 6,5% w porównaniu do 5,8% w I półroczu 2018 roku (po zastosowaniu standardu MSSF 16).

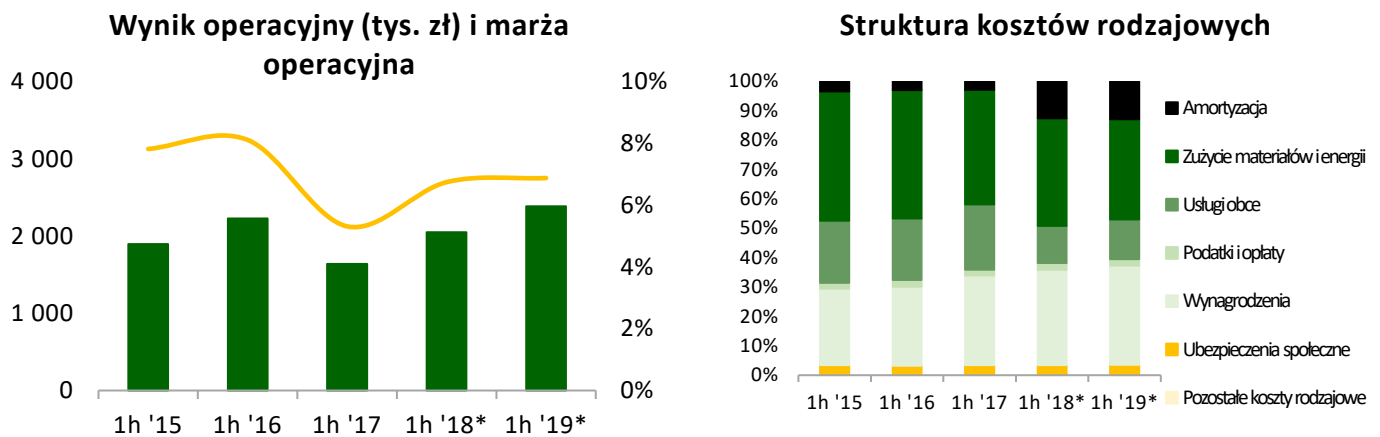


*Dane za 2018 i 2019 rok uwzględniają zastosowanie standardu MSSF 16 i nie są w pełni porównywalne z poprzednimi okresami.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Wynik operacyjny Grupy Mex Polska wyniósł w I półroczu 2019 roku 2,39 mln zł w porównaniu do 2,05 mln zł w analogicznym okresie rok wcześniej (po zastosowaniu standardu MSSF 16), tj. był wyższy o 16,5%. Jednocześnie nieznacznie poprawiła się marża operacyjna, tj. do 6,9% wobec 6,7% rok wcześniej (po zastosowaniu standardu MSSF 16). Należy przy tym jednak zauważyć, że choć w I półroczu 2019 roku bilans pozostałej działalności operacyjnej pozostawał na plusie (0,14 mln zł), to jego pozytywny wpływ na wynik operacyjny był mniejszy niż w I półroczu 2018 roku (0,3 mln zł), głównie za sprawą niższych pozostałych przychodów operacyjnych.

Patrząc na strukturę kosztów rodzajowych Grupy Mex Polska, największy w nich udział wciąż przypada na zużycie materiałów i energii, choć systematycznie on maleje, tj. z poziomu 44% w I półroczu 2015 roku do 34,1% w I półroczu 2019 roku. Rośnie za to znaczenie wynagrodzeń, które w I półroczu 2019 roku stanowiły 33,8%, podczas gdy jeszcze 4 lata wcześniej udział ten wynosił 26,1%. Ze względu na zastosowanie standardu MSSF 16 od początku 2019 roku mocno wzrósł udział amortyzacji, tj. do 12,9% w I półroczu 2019 roku wobec 2,4% rok wcześniej (po zastosowaniu MSSF 16 udział amortyzacji w kosztach rodzajowych w I półroczu 2018 roku wynosiłby 12,5%), a jednocześnie istotnie spadło znaczenie usług obcych, tj. do 13,6% w I półroczu 2019 roku wobec 23,7% rok wcześniej (po zastosowaniu MSSF 16 udział usług obcych w kosztach rodzajowych w I półroczu 2018 roku wynosiłby 12,6%).



*Dane za 2018 i 2019 rok uwzględniają zastosowanie standardu MSSF 16 i nie są w pełni porównywalne z poprzednimi okresami.
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

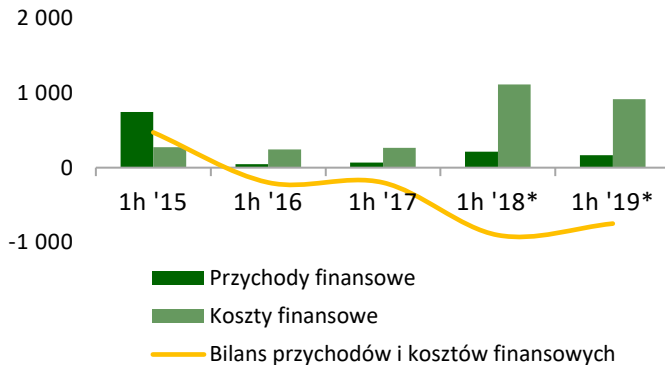
Z powodu zastosowania standardu MSSF 16 w I półroczu 2019 roku istotnie zwiększyły się także koszty finansowe Grupy Mex Polska, tj. do poziomu 0,92 mln zł wobec 0,26 mln zł w analogicznym okresie rok wcześniej. Po zastosowaniu standardu MSSF 16 koszty finansowe w I półroczu 2018 roku wynosiłyby jednak 1,11 mln zł, a więc w takim ujęciu w I półroczu 2019 roku odnotowano ich spadek o około 0,2 mln zł (przy czym same koszty finansowe z tytułu odsetek nieznacznie wzrosły, tj. z 0,82 mln zł do 0,89 mln zł). Przychody finansowe wyniosły z kolei 0,17 mln zł wobec 0,21 mln zł rok wcześniej. Warto przy tym również zwrócić uwagę, że implementacja nowego standardu MSSF 16 wpływa nie tylko na wyższe raportowane koszty z tytułu odsetek, ale także powoduje wykazywanie przez Grupę Mex Polska dodatnich lub ujemnych różnic kursowych, wynikających z faktu, że część zawartych umów najmu denominowanych jest w euro (w I półroczu 2019 roku odnotowano 84 tys. zł przychodów finansowych z tytułu dodatnich różnic kursowych, podczas gdy w analogicznym okresie rok wcześniej, po zastosowaniu MSSF 16, wykazane byłoby 241 tys. zł kosztów finansowych z tytułu ujemnych różnic kursowych).

Skonsolidowany zysk brutto wyniósł w I półroczu 2019 roku 1,64 mln zł. W analogicznym okresie rok wcześniej wynik ten był na podobnym poziomie (1,63 mln zł), jednak korygując go o wpływ zastosowania standardu MSSF 16, wyniósłby 1,15 mln zł, a więc w takim ujęciu Grupa Mex Polska odnotowała poprawę o 42,9% rdr. Dynamika przyrostu zysku netto była jeszcze wyższa, tj. po uwzględnieniu korekty o wpływ MSSF 16 wyniosła 91,4% rdr (wzrost z poziomu 0,74 mln zł do 1,41 mln zł). Miał na to wpływ istotny spadek wykazanego podatku dochodowego, tj. z 0,41 mln zł do 0,23 mln zł, co tłumaczyć można przede wszystkim obniżeniem od 2019 roku stawki podatku CIT z 15% do 9%. Jednocześnie wynik

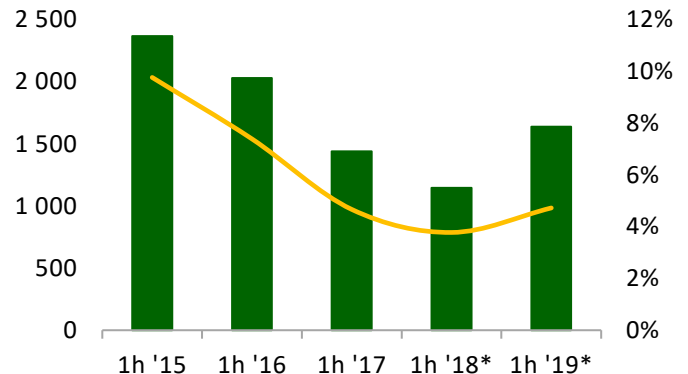
netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł w I półroczu 2019 roku 1,26 mln zł wobec 0,74 mln zł w analogicznym okresie rok wcześniej (uwzględniając korektę o wpływ MSSF 16), co stanowiło wzrost o 71,6%.

Implementacja standardu MSSF 16 istotnie wpłynęła również na wynik EBITDA Grupy Mex Polska. Ten wyniósł w I półroczu 2019 roku 6,58 mln zł wobec 2,37 mln zł w analogicznym okresie rok wcześniej, przy czym po zastosowaniu MSSF 16 wynik EBITDA za I półrocze 2018 roku byłby równy 5,63 mln zł, a więc uwzględniając tę korektę zostałaby odnotowana poprawa o 16,9%.

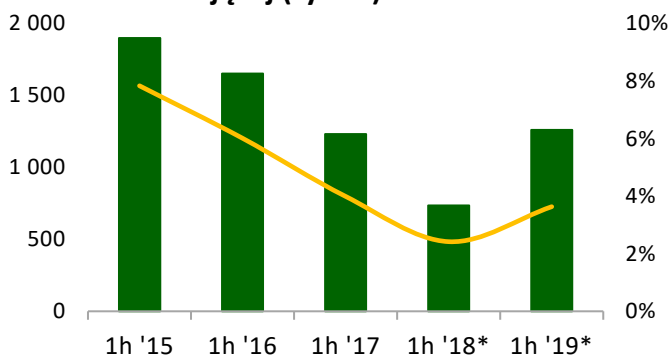
Przychody i koszty finansowe (tys. zł)



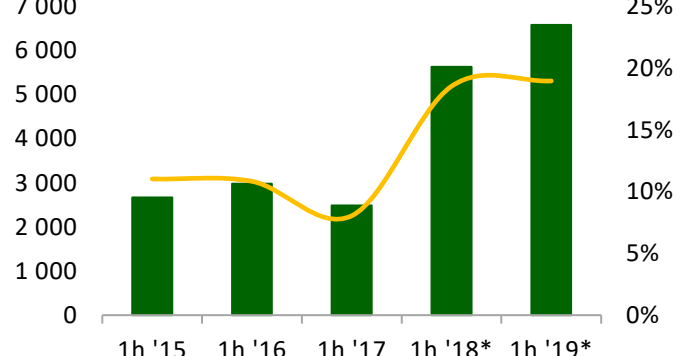
Wynik brutto (tys. zł) i marża brutto



Zysk netto przypisany akcj. jedn. dominującej (tys. zł) i marża netto



Wynik EBITDA (tys. zł) i marża EBITDA

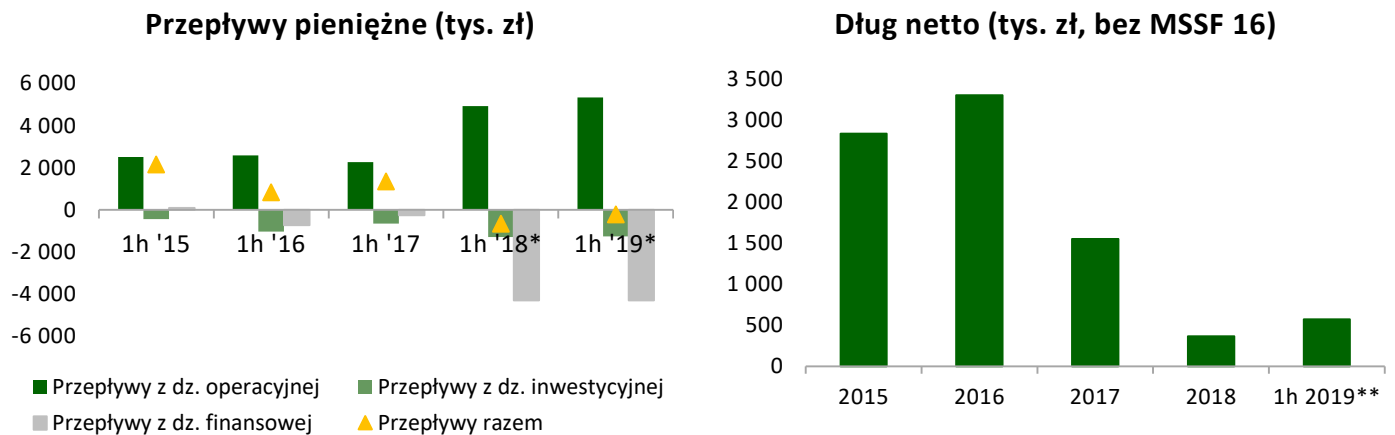


*Dane za 2018 i 2019 rok uwzględniają zastosowanie standardu MSSF 16 i nie są w pełni porównywalne z poprzednimi okresami.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

W I półroczu 2019 roku Grupa Mex Polska miała ogółem 0,21 mln zł ujemnych przepływów pieniężnych wobec 0,65 mln zł ujemnych przepływów pieniężnych w I półroczu 2018 roku. Przepływy operacyjne Grupy Mex Polska wyniosły 5,33 mln zł, podczas gdy w analogicznym okresie rok wcześniej wykazano 1,67 mln zł, jednak i w tym przypadku ten duży wzrost w istotnym stopniu wynikał z zastosowania standardu MSSF 16, w tym przede wszystkim ze względu na wyższą wartość raportowanej amortyzacji – po zastosowaniu standardu MSSF 16 w I półroczu 2018 roku przepływy operacyjne byłyby bowiem równe 4,93 mln zł. Jednocześnie duża zmiana widoczna jest w przypadku przepływów z działalności finansowej, które były 4,29 mln zł na minusie wobec 1,04 mln zł rok wcześniej, przy czym ponownie należy zwrócić uwagę na wpływ standardu MSSF 16 (w tym na istotny wzrost wykazywanych płatności z tytułu umów leasingu finansowego), którego zastosowanie w I półroczu 2018 roku spowodowałoby zaraportowanie ujemnych przepływów finansowych za ten okres w wysokości 4,3 mln zł. Przepływy z działalności inwestycyjnej w I półroczu 2019 roku były z kolei 1,26 mln zł na minusie wobec 1,29 mln zł rok wcześniej, za co w obu przypadkach odpowiadały głównie nakłady na nabycie wartości niematerialnych oraz rzeczowych aktywów trwałych (odpowiednio 1,29 mln zł i 1,31 mln zł).

Suma bilansowa Grupy Mex Polska na koniec czerwca 2019 roku zwiększyła się do 65,3 mln zł wobec 30,5 mln zł na koniec grudnia 2018 roku, co jest przede wszystkim efektem wdrożenia standardu MSSF 16, powodującego wzrost środków trwałych w związku z wykazywaniem pozycji aktywa z tytułu prawa do użytkowania, a po stronie pasywów zobowiązań z tytułu leasingu (po zastosowaniu standardu MSSF 16 na koniec grudnia 2018 roku suma bilansowa byłaby równa 60 mln zł). W konsekwencji istotnie wzrosło także zadłużenie finansowe Grupy Mex Polska, tj. z poziomu 5,5 mln zł do 43,1 mln zł, a także dług netto, tj. z poziomu 1,2 mln zł do 38,2 mln zł. Według szacunków bez zastosowania standardu MSSF 16 na koniec I półrocza 2019 roku zadłużenie finansowe wynosiłoby jednak około 5,5 mln zł, a dług netto miałby wartość około 0,6 mln zł (uwzględniając utrzymywaną w banku kaucję pieniężną).



*Dane za 2018 i 2019 rok uwzględniają zastosowanie standardu MSSF 16 i nie są w pełni porównywalne z poprzednimi okresami.

**Dane szacowane, skorygowane o wpływ wprowadzenia standardu MSSF 16.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Kluczowe czynniki ryzyka

Zidentyfikowaliśmy następujące kluczowe czynniki ryzyka dla prognoz przedstawionych w niniejszej rekomendacji:

- **ryzyko pogorszenia sytuacji makroekonomicznej** – obecna, bardzo dobra kondycja polskiej gospodarki, sprzyja konsumentom, przez co rośnie wartość rynku gastronomicznego oraz częstotliwość wizyt klientów w lokalach gastronomicznych. Pogorszenie koniunktury mogłoby jednak ten pozytywny trend odwrócić;
- **ryzyko wzrostu konkurencji** – szczególnie w przypadku „Pijalni Wódki i Piwa” relatywnie niska kwota inwestycji przy dość szybkim okresie zwrotu i stosunkowo wysokiej rentowności prowadzonego biznesu mogą przyciągać na rynek kolejne podmioty zainteresowane prowadzeniem lokali o zbliżonej charakterystyce do konceptów Grupy Mex Polska. Jednocześnie konkurencja nasilać się może ze strony podmiotów działających już w tych samych segmentach rynku (np. „Meta, Seta, Galareta”, „Ministerstwo Śledzia i Wódki”). Przywiązanie konsumentów do marek bistro nie wydaje się być przy tym wysokie (dużą rolę odgrywa cena i lokalizacja), co w przyszłości, przy większym nasyceniu rynku, dodatkowo utrudniać może obronę udziałów w rynku przy zachowaniu dotychczasowych marż;
- **ryzyko nasycenia rynku** – zdaniem Zarządu Mex Polska nasycenie segmentów rynku, w których działa Spółka, wciąż jest dość niskie, przez co możliwy jest dalszy intensywny rozwój sieci w kolejnych latach. Istnieje jednak ryzyko, że ocena bieżącego stanu i perspektyw rynku, dokonana przez Zarząd Mex Polska, jest błędna, przez co kolejne otwierane lokale nie będą generować przychodów na zakładanym przez Spółkę poziomie;
- **ryzyko wzrostu w tempie wolniejszym od zakładanego** – plany rozwoju Grupy Mex Polska zakładają kolejne otwarcia lokali, w tym „Pijalnia Wódki i Piwa”, „The Mexican” i „PanKejk” oraz ewentualnie innych nowych konceptów, takich jak np. „Prosty Temat”. Istnieje przy tym ryzyko, że rozwój ten będzie postępował w tempie wolniejszym od zakładanego, np. ze względu na trudności ze znalezieniem atrakcyjnych lokalizacji, wzrost stawek czynszu, niechęć lokalnych władz do wydawania koncesji na sprzedaż alkoholu, a także brak wykwalifikowanej kadry pracowniczej czy zainteresowanych inwestorów zewnętrznych;
- **ryzyko wzrostu kosztów operacyjnych** – w kolejnych okresach Grupa Mex Polska w dalszym ciągu może odczuwać rosnące koszty pracy, co wynikać może z utrzymującego się niskiego poziomu bezrobocia i presji pracowników na wzrost płac, zmiany przepisów ubezpieczeń społecznych czy podniesienia minimalnej stawki wynagrodzeń. Jednocześnie istnieje ryzyko istotnego wzrostu pozostałych kosztów operacyjnych, jak np. zużycia materiałów i energii czy usług obcych. Próba optymalizacji lub przerzucenia wzrostu tych kosztów na klientów może natomiast okazać się niemożliwa bez utraty części klientów;
- **ryzyko utraty najlepszych lokalizacji** – działalność Grupy Mex Polska uzależniona jest w dużym stopniu od atrakcyjności poszczególnych lokalizacji (jej lokale znajdują się przede wszystkim w centrach dużych miast, gdzie ruch pieszych i potencjalna liczba klientów są największe). Istnieje przy tym ryzyko nieprzedłużenia zawartych umów najmu, a także istotnego podwyższenia stawek czynszu, co spowodowałoby konieczność poszukiwania nowych atrakcyjnych lokalizacji, bez gwarancji znalezienia takowych. Z drugiej strony, Mex Polska próbuje zabezpieczyć się przed tego rodzaju ryzykiem, zawierając umowy na dłuższy, 10-15 letni okres ze stałą lub indeksowaną wskaźnikiem inflacji stawką czynszu oraz z dodatkowymi opcjami przedłużenia, m.in. w sposób automatyczny w przypadku braku wypowiedzenia czy przez zastrzeżenie prawa pierwszeństwa dalszego najmu;
- **ryzyko reputacyjne** – działalność Grupy Mex Polska uzależniona jest w dużym stopniu od opinii osób odwiedzających jej lokale. Ewentualne negatywne recenzje, które mogą powstać ze względu na np. niską jakość serwowanych dań i napojów czy nieprofesjonalną obsługę w którejkolwiek z jej placówek, mogą przyczynić się do spadku liczby klientów całej ogólnopolskiej sieci Mex Polska;
- **ryzyko odejść kadry menadżerskiej i innych kluczowych pracowników** – odejście kadry menadżerskiej i innych kluczowych pracowników może utrudnić realizację przyjętej strategii Mex Polska, a także wpłynąć negatywnie na bieżącą działalność operacyjną Grupy.

Dodatkowe objaśnienia i zastrzeżenia prawne

OBJAŚNIENIA TERMINOLOGII UŻYTEJ W REKOMENDACJI

EBIT – wynik operacyjny
EBITDA – wynik operacyjny powiększony o amortyzację
Marża EBIT – relacja wyniku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
Marża EBITDA – relacja wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację do przychodów netto ze sprzedaży
Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
P/E – relacja kapitalizacji rynkowej do zysku netto
P/BV – relacja kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
P/S – relacja kapitalizacji rynkowej do przychodów netto ze sprzedaży
P/EBIT – relacja kapitalizacji rynkowej do wyniku operacyjnego
EV/EBITDA – relacja EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
EV/S – relacja EV do przychodów netto ze sprzedaży
PEG – relacja wskaźnika P/E do średniorocznego tempa wzrostu zysków
WACC – średnioważony koszt kapitału
ROE – rentowność kapitału własnego, relacja wyniku netto do kapitału własnego
ROA – rentowność aktywów, relacja wyniku netto do aktywów
FCFE – wolne przepływy pieniężne przypisane właścicielom kapitału własnego
FCFF – wolne przepływy pieniężne przypisane właścicielom kapitału własnego i wierzycielom
NOPAT – wynik operacyjny pomniejszony o teoretyczny podatek
CAGR – średnioroczne tempo wzrostu

SYSTEM REKOMENDACYJNY

System rekomendacyjny Domu Analiz SII oparty jest na wyznaczaniu cen docelowych i ocenie ich relacji do aktualnych cen rynkowych analizowanych instrumentów finansowych. Rekomendacje wydawane przez Dom Analiz SII obowiązują przez 12 miesięcy od momentu ich wydania lub do momentu, kiedy cena rynkowa danego instrumentu finansowego osiągnie wyznaczoną cenę docelową – chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Moment i częstotliwość ewentualnej aktualizacji rekomendacji nie jest określony i zależy między innymi od aktualnej sytuacji rynkowej i oceny analityka. Dom Analiz SII zastrzega, że jest to wyłącznie jego decyzja, czy i kiedy dokona potencjalnej aktualizacji raportu oraz że nie musi o tej decyzji z odpowiednim wyprzedzeniem komunikować.

Zawarte w rekomendacjach sformułowanie „cena docelowa” oraz zalecenia kupuj/trzymaj/sprzedaj należy interpretować zgodnie z poniższym opisem.

Cena docelowa – teoretyczna cena, jaka zdaniem analityków Domu Analiz SII powinna zostać osiągnięta w okresie obowiązywania rekomendacji, aby cena rynkowa danego instrumentu finansowego odpowiadała jego teoretycznej wartości fundamentalnej.

Kupuj – w ocenie analityków Domu Analiz SII dany instrument finansowy jest fundamentalnie niedowartościowany (potencjał wzrostu ceny rynkowej w rekomendowanym okresie powyżej 10%).

Trzymaj – w ocenie analityków Domu Analiz SII wartość fundamentalna danego instrumentu finansowego nie odbiega w sposób znaczący od jego ceny rynkowej (potencjał spadku/wzrostu ceny rynkowej w rekomendowanym okresie w przedziale od -10% do 10%).

Sprzedaj – w ocenie analityków Domu Analiz SII dany instrument finansowy jest fundamentalnie przewartościowany (potencjał spadku ceny rynkowej w rekomendowanym okresie powyżej 10%).

WYKORZYSTYWANE METODY WYCENY ORAZ ICH SILNE I SŁABE STRONY

Przy sporządzaniu rekomendacji Dom Analiz SII wykorzystuje co najmniej jedną z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczą (mnożnikową), zdyskontowanych zysków rezydualnych, księgową (aktywów netto).

Silną stroną metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest uwzględnianie w wycenie przyszłych przewidywanych przepływów pieniężnych oraz zmiany wartości pieniądza w czasie, natomiast do jej wad należy zaliczyć relatywnie dużą ilość potrzebnych założeń i dużą wrażliwość na prognozowane wielkości finansowe, w tym duże uzależnienie końcowej wyceny od tzw. wartości rezydualnej (RV – Residual Value).

W przypadku wyceny porównawczej zaletą jest relatywna prostota modelu oraz uwzględnianie aktualnych rynkowych wycen spółek porównywalnych do spółki wycenianej, natomiast do jej wad należy zaliczyć ryzyko nieefektywnej wyceny (przewartościowania

lub niedowartościowania) przez rynek spółek porównywalnych, trudności z doбором właściwej grupy porównawczej czy duży subiektywizm w wyborze zastosowanego przy wycenie mnożnika.

Wśród silnych stron metody zdyskontowanych zysków rezydualnych wymienić można mniejsze niż w przypadku metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych uzależnienie końcowej wyceny od oszacowanej wartości rezydualnej. Słabą stroną tej metody jest stosunkowo niska jej znajomość i zrozumienie wśród inwestorów, a także relatywnie duża ilość potrzebnych do wyceny założeń.

Zaletą wyceny metodą księgową jest jej prostota, natomiast wada to skupianie się na bieżącym stanie majątku i brak uwzględniania przyszłych korzyści dla akcjonariuszy spółki.

Więcej informacji na temat wykorzystywanych w rekomendacjach przez Dom Analiz SII metodach wyceny przeczytać można na stronie internetowej Domu Analiz SII pod adresem: www.domanaliz.pl/metody-wyceny.

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejsza rekomendacja została przygotowana przez Dom Analiz SII Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością („Dom Analiz SII”) z siedzibą we Wrocławiu, ul. Świt 79D, 52-225 Wrocław, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla Wrocławia-Fabrycznej VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000718815, posiadającą numer NIP: 8992841148 i REGON: 369480988.

Data i godzina zakończenia prac nad rekomendacją: 2019-10-03, godz. 07:50.

Data i godzina pierwszej dystrybucji raportu: 2019-10-03, godz. 08:00.

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. a także z przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony publicznie wszystkim zainteresowanym podmiotom przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji.

Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy są klientami Domu Analiz SII lub będą za takowych uznawani.

Ileokroć w tym dokumencie jest mowa o „Emitencie”, należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio odnosi się rekomendacja.

Żadna informacja zawarta w niniejszym raporcie, w tym opinie sporządzających raport oraz wszelkie rekomendacje w nim zawarte, nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.), ani jakiegokolwiek porady księgowej, podatkowej czy prawnej.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego Dom Analiz SII nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego podmiotu będącego jego odbiorcą, w tym jakiegokolwiek konkretnego inwestora. Żadna z informacji zawartych w niniejszym raporcie nie stanowi oświadczenia ani zapewnienia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia ze względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi indywidualnej rekomendacji. Inwestycje oraz usługi przedstawione w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora odpowiednie, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultacje z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Odbiorca niniejszego raportu musi dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla niego odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte, biorąc pod uwagę swoją własną strategię oraz sytuację prawną i finansową. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego, oferty lub innych dokumentów i materiałów sporządzonych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Dom Analiz SII informuje, że inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Dom Analiz SII zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i jego wyników finansowych, jak np. sytuacja makroekonomiczna na świecie i w kraju, zmieniające się warunki ekonomiczne, zmiana sytuacji na rynkach towarowych, katastrofy naturalne, zmiany polityczne, prawne lub podatkowe.

Dom Analiz SII zwraca uwagę, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez inwestora straty. Dlatego osoba podejmując pojedynczą decyzję inwestycyjną powinna nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w rekomendacji, ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione w niniejszym dokumencie).

Niniejsze opracowanie ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych. Żaden z jego zapisów nie stanowi podstawy do zawarcia umowy lub powstania

zobowiązania. Niniejszy dokument nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe ani nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy dokument może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane ani przeznaczone do rozpowszechniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdują się na obszarze jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem. W szczególności niniejszy dokument ani jego kopie nie mogą być rozpowszechniane w: USA, Australii, Kanadzie, Japonii ani udostępniane obywatelom lub rezydentom tych państw, gdzie rozpowszechnianie tego dokumentu może być ograniczone przez prawo. W takich przypadkach osoby rozpowszechniające niniejszy dokument powinny zapoznać się i dostosować do wszelkich tego typu ograniczeń.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności i rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Analiz SII 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 Emitenta, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, dane statystyczne, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami spółek. Dom Analiz SII 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. Dom Analiz SII nie ponosi odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Dom Analiz SII i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Dom Analiz SII nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka według stanu na dzień sporządzenia raportu i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. Dom Analiz SII nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka zawarte w niniejszym raporcie są zbliżone z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez Dom Analiz SII. Dom Analiz SII może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej rekomendacji. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia, a także metody analityczne, przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Dom Analiz SII, jego organy zarządcze ani pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie niniejszego raportu i zawartych w nim informacji, jak również jakiegokolwiek innego wykorzystania niniejszego raportu. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Dom Analiz SII 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. Dom Analiz SII niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia, zapewnienia lub gwarancji przyszłych wyników.

W przypadku rozpowszechniania niniejszego raportu przez jakikolwiek podmiot trzeci – inny niż Dom Analiz SII lub podmioty z nim powiązane – podmiot ten jest wyłącznie odpowiedzialny za dystrybucję niniejszego raportu. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Dom Analiz SII do klientów podmiotu trzeciego dystrybuującego niniejszy raport i Dom Analiz SII, członkowie jego organów oraz pracownicy, ani podmioty powiązane nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z wykorzystania niniejszego raportu lub jego poszczególnych treści.

Niniejszy raport został sporządzony przez Dom Analiz SII na zlecenie Emitenta na podstawie zawartej umowy o przygotowanie niezależnej rekomendacji inwestycyjnej. Dom Analiz SII za przygotowanie niniejszego raportu otrzymał wynagrodzenie od Emitenta. Fragmenty niniejszego raportu zostały przekazane do Emitenta przed jego publikacją, jednak nie miało to wpływu na tezy i założenia, a także na cenę docelową i zalecenie inwestycyjne zawarte w niniejszej rekomendacji. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Dom Analiz SII ani analitycy sporządzający niniejszą rekomendację nie świadczyli żadnych innych usług na rzecz Emitenta lub podmiotów z nim powiązanych oraz za wyjątkiem powyższych zastrzeżeń nie otrzymywali od Emitenta ani podmiotów z nim powiązanych żadnego wynagrodzenia.

Nie występuje żaden istotny interes finansowy, w szczególności nie istnieją żadne znaczące umowy lub inne istotne powiązania pomiędzy podmiotami powiązanymi z Domem Analiz SII a Emitentem lub podmiotami z nim powiązanymi.

Na dzień sporządzenia niniejszej rekomendacji Dom Analiz SII ani podmioty z nim powiązane, ani analitycy sporządzający niniejszą rekomendację, ani żadna z osób, które brały udział w jej sporządzeniu:

- nie posiadają akcji Emitenta lub akcji/udziałów podmiotów z nim powiązanych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego;
- nie znajdują się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem;

- nie posiadają instrumentów emitowanych przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane przekraczających próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem;
- nie posiadają instrumentów finansowych, których wartość jest zależna od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane przekraczających próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem.

Dom Analiz SII nie wyklucza, że będzie w przyszłości składać oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta za wynagrodzeniem, w tym usług przygotowania rekomendacji inwestycyjnej oraz takie usługi świadczyć, jak również nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość jest zależna od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. Powyższe zastrzeżenie dotyczy również podmiotów powiązanych z Domem Analiz SII oraz analityków sporządzających rekomendacje.

Dom Analiz SII nie prowadzi działalności maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2017 r. poz. 2486 z późn.zm.).

Za wyjątkiem wynagrodzenia od Domu Analiz SII analitycy Domu Analiz SII nie otrzymują żadnej innej formy wynagrodzenia za sporządzane rekomendacje.

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta ani nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie.

Dom Analiz SII ani podmioty z nim powiązane nie są stroną jakiejkolwiek umowy, której wykonanie zależy od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym raporcie. Za wyjątkiem powyższych zastrzeżeń, pomiędzy Domem Analiz SII, podmiotami z nim powiązanymi i analitykami sporządzającymi niniejszy raport a Emitentem nie występują jakiejkolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony.

Lista wszystkich rekomendacji wydanych przez Dom Analiz SII w okresie ostatnich 12 miesięcy:

Spółka	Data rozpowszechnienia	Analitycy	Cena docelowa	Cena rynkowa w momencie rozpowszechnienia	Zalecenie inwestycyjne	Ważność rekomendacji
Eurotel S.A.	2018-10-17	Paweł Juszcak, Adrian Mackiewicz	32,07 zł	15,75 zł	kupuj	2019-10-17
Mex Polska S.A.	2019-04-15	Paweł Juszcak	7,07 zł	4,08 zł	kupuj	2020-04-15
TIM S.A.	2019-05-06	Paweł Juszcak, Adrian Mackiewicz	11,50 zł	8,50 zł	kupuj	2020-05-06

Dom Analiz SII jest autorem niniejszego raportu. Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi należącymi do Domu Analiz SII. Żaden z materiałów ani jego treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim bez uprzedniej pisemnej zgody Domu Analiz SII.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i logotypy użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi, oznaczeniami lub logotypami Domu Analiz SII.

Copyright © 2018 Dom Analiz SII Sp. z o.o. Wszelkie prawa zastrzeżone.