

Mex Polska – kupuj

23 maja 2018 r., godz. 08:00

Zbyt duże ambicje, zbyt niska wycena?

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla akcji Mex Polska S.A., w przypadku których 12-miesięczną cenę docelową w scenariuszu bazowym ustaliliśmy na poziomie 6,97 zł, co przy bieżącej cenie notowań giełdowych oznacza potencjał wzrostu na poziomie 59,5%.

Pomimo odnotowanej poprawy wyników finansowych przez Grupę Kapitałową Mex Polska (przychody ze sprzedaży zwiększyły się o 9,4% rdr, a wynik netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej o 3,7% rdr) ubiegły rok zawiódł nieco inwestorów. Oczekiwania rynku były bowiem wyższe, tym bardziej, że sam Zarząd Spółki w grudniu 2016 roku przedstawił znacznie odważniejsze szacunki przyszłych zysków. Tymczasem, relatywnie niewielka liczba otwarć nowych lokali w 2017 roku (łącznie 2 wobec 8 zakładanych) przy istotnym wzroście kosztów wynagrodzeń spowodowały konieczność skorygowania prognoz. Dość słabe okazały się przy tym wyniki za I kwartał 2018 roku (spadek przychodów ze sprzedaży o 5,3% rdr, wyniku netto przypisanego akcjonariuszom jednostki dominującej o 32,2% rdr) – choć Zarząd Mex Polska tłumaczy to m.in. efektem przesunięcia daty Świąt Wielkanocnych.

Plany Zarządu Mex Polska na lata 2018-2019 pozostają bardzo ambitne – w tym okresie liczba bistr „Pijalnia Wódki i Piwa” ma się zwiększyć z 22 do 32 lokali, a restauracji „PanKejk” z 2 do 8 lokali. Jednocześnie, zgodnie z zaktualizowaną i podtrzymaną po I kwartale 2018 roku prognozą Zarządu Spółki, ma się to przyczynić do wzrostu wyniku operacyjnego z poziomu około 4,8 mln zł wykazanych za 2017 rok do blisko 7 mln zł w 2018 roku (wzrost rdr o 45,8%) i 9,2 mln zł w 2019 roku (wzrost rdr o 31,8%).

Do powyższych szacunków podchodzimy jednak dość sceptycznie. Naszym zdaniem, jak pokazała już historia, tak szybkie tempo rozwoju będzie trudne do zrealizowania, m.in. ze względu na problemy ze znalezieniem odpowiednich lokalizacji. Ponadto oczekujemy utrzymania się presji płacowej na rynku gastronomicznym i wzrostu cen surowców spożywczych, co może wpłynąć negatywnie na poziom kosztów operacyjnych w najbliższych latach. W efekcie w naszym – bardziej konserwatywnym od założeń Spółki – scenariuszu bazowym prognozujemy dla Grupy Mex Polska zwiększenie wyniku operacyjnego do poziomu ponad 5,1 mln zł w 2018 roku (wzrost rdr o 7,4%) i 5,8 mln zł w 2019 roku (wzrost rdr o 13,5%). Jednocześnie zgodnie z naszymi szacunkami dla tego scenariusza skonsolidowany wynik EBITDA Mex Polska wyniesie w 2018 i 2019 roku odpowiednio 6,6 mln zł (wzrost rdr o 11,8%) i 7,4 mln zł (wzrost rdr o 11,7%).

Wycena akcji:

Cena bieżąca (22.05.2018 r.)	4,37 zł
12-miesięczna cena docelowa (scenariusz bazowy)	6,97 zł
Potencjał wzrostu	59,5%

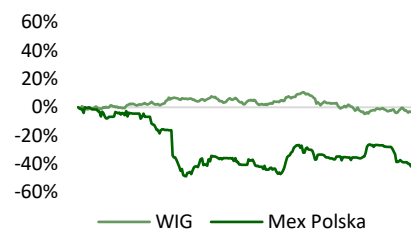
Informacje o spółce:

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

Akcjonariat:

Milduks Limited	29,22%
Raimita Limited	3,76%
Trigon TFI	9,50%
Joanna Kowalewska	8,55%
Andrzej Domżał	8,55%
Pozostali akcjonariusze	40,42%

Stopy zwrotu (ostatnie 12 miesięcy):



Poprzednie rekomendacje:

Brak

Analizy:

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

Prognozy i wskaźniki (scenariusz bazowy)

(mln zł)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody netto ze sprzedaży	52,3	58,9	64,4	70,5	78,7	85,5	90,2	93,8
EBITDA	5,6	6,0	5,9	6,6	7,4	7,9	8,1	8,2
EBIT	4,1	4,4	4,8	5,1	5,8	6,3	6,5	6,7
Zysk netto	4,1	3,7	3,7	3,8	4,4	4,7	4,9	5,1
EPS	0,53 zł	0,49 zł	0,48 zł	0,50 zł	0,57 zł	0,62 zł	0,64 zł	0,66 zł
DPS	-	0,33 zł	0,32 zł	0,23 zł	0,25 zł	0,29 zł	0,31 zł	0,32 zł
Stopa dywidendy	-	5,0%	4,6%	5,3%	5,7%	6,5%	7,0%	7,4%

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

Spis treści

Podsumowanie wyceny	3
Wycena metodą DCF	4
Scenariusz bazowy	4
Scenariusz optymistyczny	7
Scenariusz pesymistyczny	10
Wycena metodą porównawczą	14
Opis spółki	15
Profil działalności i model biznesowy	15
Struktura Grupy Kapitałowej	16
Akcjonariat	17
Strategia działalności	18
Polityka dywidendy	19
Analiza otoczenia	20
Otoczenie makroekonomiczne	20
Rynek restauracyjny	21
Konkurencja	25
Analiza historycznych wyników finansowych	27
Przychody i koszty	27
Sytuacja majątkowa	30
Analiza wskaźnikowa	31
Wyniki finansowe za I kwartał 2018 roku	32
Kluczowe czynniki ryzyka	35
Dodatkowe objaśnienia i zastrzeżenia prawne	36

Podsumowanie wyceny

Do wyceny Spółki Mex Polska wykorzystaliśmy 2 metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą. Dla metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych ustaliliśmy wagę 90%, a dla metody porównawczej 10%. W przypadku metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych przeprowadziliśmy analizę scenariuszową, wyceniając Spółkę w 3 hipotetycznych wariantach (bazowym, optymistycznym i pesymistycznym), dla których przyjęto różne założenia.

Uzględniając powyższe, oszacowana przez nas wycena jednej akcji Mex Polska w perspektywie 12-miesięcznej mieści się w przedziale 3,0 zł – 9,2 zł.

Wynik wyceny akcji Mex Polska S.A.

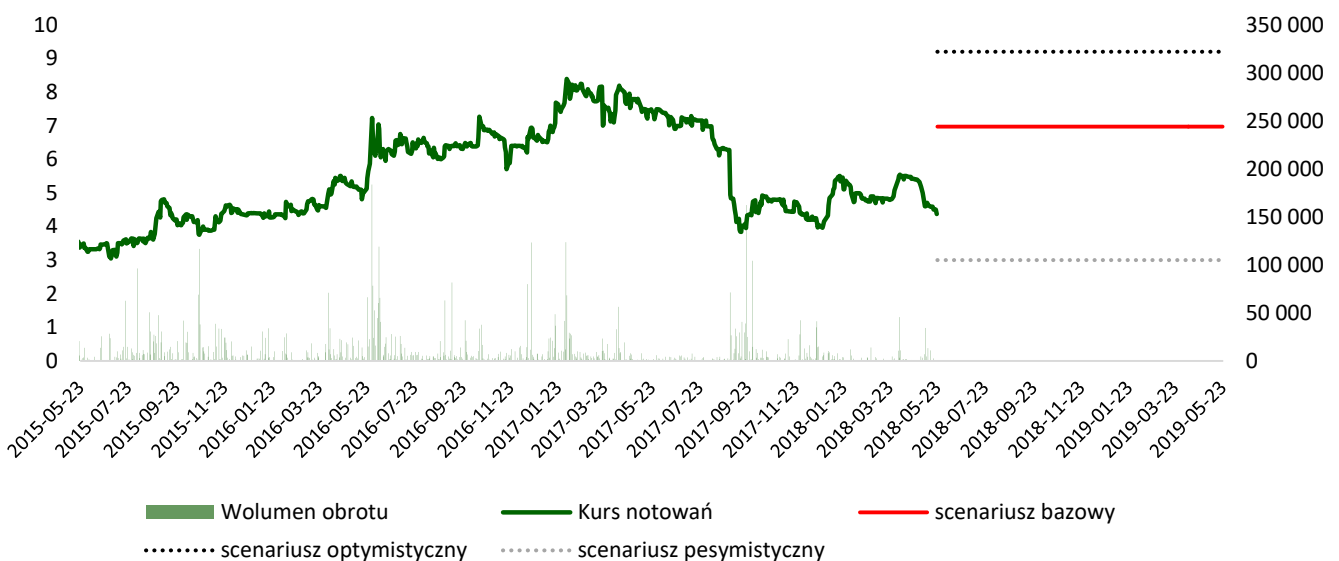
	Scenariusz bazowy	Scenariusz optymistyczny	Scenariusz pesymistyczny
Wynik wyceny metodą DCF	6,78 zł	9,26 zł	2,37 zł
<i>Waga w końcowej wycenie</i>	<i>90%</i>	<i>90%</i>	<i>90%</i>
Wynik wyceny metodą porównawczą	8,69 zł	8,69 zł	8,69 zł
<i>Waga w końcowej wycenie</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>
Wycena końcowa 1 akcji	6,97 zł	9,20 zł	3,00 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Zalecenie inwestycyjne zawarte w niniejszej rekomendacji oparte zostało wyłącznie na wycenie uzyskanej na podstawie scenariusza bazowego (6,97 zł). W tym przypadku, uwzględniając bieżącą cenę rynkową akcji Mex Polska (4,37 zł), potencjał wzrostu wynosi 59,5%.

Jednocześnie zwracamy uwagę na niską płynność notowań akcji Mex Polska, jak również na utrudniony kontakt z przedstawicielami Spółki. Wyceny przedstawione w niniejszej rekomendacji nie uwzględniają ewentualnego dodatkowego dyskonta z tytułu braku płynności i niskiej jakości relacji inwestorskich.

Notowania Mex Polska i wyceny końcowe



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) dla trzech hipotetycznych scenariuszy: bazowego, optymistycznego i pesymistycznego.

W każdym z trzech przedstawionych w niniejszym raporcie scenariuszy do kalkulacji średnioważonego kosztu kapitału wykorzystano wartość premii za ryzyko kapitału własnego według obliczeń A. Damodarana (aktualizacja danych na styczeń 2018 roku)¹, tj. około 6,1%. Zastosowany w wycenie wskaźnik beta uwzględnia dźwignię finansową, a także dodatkową premię z tytułu dźwigni operacyjnej i niewielkiego rozmiaru Spółki oraz cykliczności prowadzonego biznesu. Stopa wolna od ryzyka ustalona została na stałym poziomie 3,5%, zbliżonym do bieżącej rentowności 10-letnich krajowych obligacji skarbowych. Przyjęto wartość długu netto Grupy według stanu z 31 marca 2018 roku.

Na podstawie metody DCF docelową 12-miesięczną wartość kapitału własnego Mex Polska oszacowaliśmy w przedziale 18,19 mln zł – 70,99 mln zł, co w przeliczeniu na 1 akcję daje wartość mieszczącą się w przedziale 2,37 zł – 9,26 zł.

Opis pozostałych kluczowych założeń oraz wynik wyceny dla poszczególnych scenariuszy przedstawiono poniżej.

Scenariusz bazowy

W scenariuszu bazowym, który jest w naszej opinii najbardziej prawdopodobnym spośród przedstawionych w niniejszym raporcie, prognozy i wycenę oparliśmy o następujące założenia:

- naszym zdaniem liczba lokali Grupy Mex Polska będzie się zwiększać w tempie nieco wolniejszym od tego, jakie przewiduje Zarząd Spółki, między innymi ze względu na trudności ze znalezieniem atrakcyjnych lokalizacji (tego typu problemy występowały już w przeszłości). Na lata 2018-2019 dla konceptu „Pijalnia Wódki i Piwa” przyjęliśmy 3-4 otwarcia rocznie (w prognozie Zarządu Mex Polska mowa jest o 5 otwarciach rocznie), a dla restauracji „PanKejk” 2 rocznie (plan Zarządu Mex Polska to 3 otwarcia rocznie). W przypadku kolejnych lat dla lokali „Pijalnia Wódki i Piwa” założymy 1-2 otwarcia rocznie, a dla restauracji „PanKejk” 1 rocznie;
- podobnie jak Zarząd Spółki, przyjęliśmy, że w najbliższych latach liczba restauracji „The Mexican” nie zmieni się;
- szacujemy, że nowe placówki generują przychody rzędu 1,9-2,2 mln zł rocznie, przy czym, podobnie jak Zarząd Spółki, zakładamy, że w pierwszych miesiącach działalności jest to kwota stanowiąca 70% docelowej wartości. Jednocześnie przyjęliśmy jednak, że z czasem kolejne otwierane placówki będą mniej dochodowe, ze względu na fakt, że w największych miastach najlepsze lokalizacje będą już wykorzystane, a w mniejszych miastach co do zasady ruch klientów jest mniejszy;
- zakładamy, że w największych miastach, gdzie generowane marże są najwyższe, większość nowo otwieranych placówek będzie należeć w całości do Grupy Mex Polska (Spółka ma na to środki, a jednocześnie nie będzie chciała dzielić się zyskiem w przypadkach lokalizacji o relatywnie wysokiej rentowności), natomiast częściowo – szczególnie w mniejszych miastach – rozwój przebiegać będzie również w modelu franczyzowym z wykorzystaniem inwestorów zewnętrznych;
- naszym zdaniem Spółka w dalszym ciągu odczuwać będzie presję płacową, a jednocześnie negatywnie na rentowność sprzedaży mogą wpływać rosnące ceny surowców spożywczych. Częściowo ten wpływ może być niwelowany poprzez optymalizację wielkości oraz składu serwowanych dań i napojów, a także poprzez podwyższanie cen sprzedawanych towarów. W dłuższej perspektywie takie działania mogą okazać się jednak niewystarczające lub przyczynić się do spadku odwiedzin klientów. Zgodnie z naszymi założeniami inne koszty operacyjne będą miały podobny udział w przychodach Grupy jak w poprzednich latach;
- 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%;

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

- założyliśmy, że wydatki inwestycyjne w okresie rezydualnym zrównają się z wartością amortyzacji;
- choć część spółek z Grupy Kapitałowej Mex Polska korzysta z preferencyjnej stawki podatku dochodowego na poziomie 15%, w naszym modelu przyjęliśmy konserwatywne założenie, że efektywna stopa podatkowa dla Grupy w kolejnych latach wynosić będzie 19%.

Historyczne wyniki finansowe oraz ich prognozy

(mln zł)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	52,3	58,9	64,4	70,5	78,7	85,5	90,2	93,8
Koszty operacyjne	48,5	54,9	60,2	65,5	72,9	79,3	83,7	87,1
EBITDA	5,6	6,0	5,9	6,6	7,4	7,9	8,1	8,2
EBIT	4,1	4,4	4,8	5,1	5,8	6,3	6,5	6,7
Działalność finansowa	0,3	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5
Wynik przed opodatkowaniem	4,4	4,3	4,6	4,7	5,4	5,8	6,1	6,2
Podatek dochodowy	0,3	0,6	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2
Wynik netto	4,1	3,7	3,7	3,8	4,4	4,7	4,9	5,1
EPS	0,53 zł	0,49 zł	0,48 zł	0,50 zł	0,57 zł	0,62 zł	0,64 zł	0,66 zł
DPS	-	0,33 zł	0,32 zł	0,23 zł	0,25 zł	0,29 zł	0,31 zł	0,32 zł
Stopa dywidendy	-	5,0%	4,6%	5,3%	5,7%	6,5%	7,0%	7,4%

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

Historyczne dynamiki i marże oraz i ich prognozy

(mln zł)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Dynamika wyników:								
<i>Przychody ze sprzedaży</i>	10,0%	12,6%	9,4%	9,4%	11,7%	8,6%	5,5%	4,0%
<i>Wynik EBITDA</i>	314,8%	7,7%	-1,5%	11,8%	11,7%	6,1%	2,8%	1,1%
<i>Wynik EBIT</i>	-	8,2%	7,3%	7,4%	13,5%	7,6%	4,5%	2,7%
<i>Wynik netto</i>	-	-8,1%	-0,5%	3,4%	13,9%	7,8%	4,5%	2,7%
Marże:								
<i>Marża EBITDA</i>	10,7%	10,3%	9,2%	9,4%	9,4%	9,2%	9,0%	8,7%
<i>Marża EBIT</i>	7,9%	7,5%	7,4%	7,3%	7,4%	7,3%	7,2%	7,2%
<i>Marża netto</i>	7,8%	6,3%	5,8%	5,5%	5,6%	5,5%	5,5%	5,4%

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

Kalkulacja średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	>2022P
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Beta	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,6
Premia za ryzyko kapitału własnego	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Koszt kapitału własnego	14,9%	14,8%	14,7%	14,6%	14,5%	13,3%
Premia za ryzyko długu	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Udział kapitału własnego	0,74	0,75	0,76	0,77	0,78	0,78
Udział długu	0,26	0,25	0,24	0,23	0,22	0,22
WACC	12,3%	12,3%	12,4%	12,4%	12,5%	11,5%

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wolnych przepływów pieniężnych (FCFF)

(mln zł)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
EBIT	5,1	5,8	6,3	6,5	6,7
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	4,1	4,7	5,1	5,3	5,4
Amortyzacja	1,5	1,6	1,6	1,6	1,5
CAPEX	2,1	1,8	1,2	1,0	1,0
Zmiana KON	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
FCFF	3,5	4,4	5,5	5,8	5,9
Zdyskontowane FCFF (DFCFF)	3,2	3,6	4,0	3,8	3,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wartości 1 akcji

Suma DFCFF (mln zł)	17,95
Tempo wzrostu po okresie prognozy (g)	1%
Wartość rezydualna – RV (mln zł)	52,34
Zdyskontowana wartość rezydualna (mln zł)	29,97
Wartość firmy – EV (mln zł)	47,93
Dług netto (mln zł)	1,65
Wartość kapitału własnego (mln zł)	46,27
Liczba akcji (mln)	7,665
Wartość 1 akcji na dzień 31.03.2018 r.	6,04 zł
12-miesięczna cena docelowa 1 akcji	6,78 zł

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	4,1%	7,52	7,81	8,13	8,50	8,91	9,37	9,90	10,52	11,24
	4,6%	7,07	7,32	7,60	7,91	8,26	8,65	9,09	9,59	10,17
	5,1%	6,67	6,89	7,13	7,40	7,70	8,03	8,40	8,82	9,29
	5,6%	6,32	6,51	6,72	6,95	7,21	7,49	7,81	8,16	8,56
	6,1%	6,00	6,17	6,36	6,56	6,78	7,02	7,29	7,59	7,93
	6,6%	5,71	5,86	6,03	6,21	6,40	6,61	6,85	7,11	7,39
	7,1%	5,45	5,59	5,73	5,89	6,06	6,25	6,45	6,68	6,92

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								
		1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1
Premia za ryzyko kapitału własnego	4,1%	9,78	9,46	9,17	8,91	8,66	8,43	8,22	8,03	7,84
	4,6%	9,08	8,78	8,51	8,26	8,03	7,81	7,62	7,43	7,26
	5,1%	8,47	8,19	7,93	7,70	7,48	7,28	7,10	6,93	6,77
	5,6%	7,94	7,67	7,43	7,21	7,01	6,82	6,65	6,49	6,34
	6,1%	7,47	7,22	6,99	6,78	6,59	6,42	6,26	6,11	5,97
	6,6%	7,05	6,81	6,60	6,40	6,22	6,06	5,91	5,77	5,64
	7,1%	6,68	6,45	6,25	6,06	5,89	5,74	5,60	5,47	5,35

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								
		1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1
Tempo wzrostu po okresie prognozy	-1,0%	6,46	6,30	6,14	6,00	5,87	5,74	5,63	5,52	5,42
	-0,5%	6,68	6,50	6,33	6,17	6,03	5,89	5,77	5,65	5,55
	0,0%	6,92	6,71	6,53	6,36	6,20	6,05	5,92	5,79	5,68
	0,5%	7,18	6,95	6,75	6,56	6,39	6,23	6,08	5,94	5,82
	1,0%	7,47	7,22	6,99	6,78	6,59	6,42	6,26	6,11	5,97
	1,5%	7,80	7,51	7,26	7,02	6,81	6,62	6,45	6,28	6,13
	2,0%	8,16	7,84	7,55	7,29	7,06	6,85	6,65	6,48	6,31
	2,5%	8,57	8,21	7,88	7,59	7,33	7,10	6,88	6,69	6,51
	3,0%	9,05	8,63	8,26	7,93	7,64	7,37	7,13	6,92	6,72

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Scenariusz optymistyczny

Scenariusz optymistyczny oparty został w dużej mierze na prognozach przedstawionych przez Zarząd Spółki w strategii Mex Polska na lata 2015-2019 (według wersji opublikowanej 21 grudnia 2017 roku, podtrzymanej w raporcie okresowym za I kwartał 2018 roku). W modelu tym przyjęliśmy następujące założenia:

- zgodnie z planami Zarządu Mex Polska na lata 2018-2019 założyliśmy zwiększanie liczby restauracji „PanKejk” i bistr „Pijalnia Wódki i Piwa” w tempie odpowiednio 3 i 5 lokali rocznie. Jednocześnie przyjęliśmy jednak, że w kolejnych latach naszej prognozy (2020-2022) tempo rozwoju nieco wyhamuje (do odpowiednio 2 i 3 otwieranych lokali rocznie). Podobnie jak Zarząd Spółki, oczekujemy, że w najbliższych latach liczba restauracji „The Mexican” nie zmieni się;
- zgodnie z założeniami Zarządu Mex Polska przyjęliśmy, że nowe placówki będą generować dodatkowy obrót rzędu 1,5-2,1 mln zł rocznie, przy czym założyliśmy również, że wraz ze wzrostem ich liczby, przeciętny przychód przypadający na jedną placówkę będzie w kolejnych latach stopniowo malał;
- zgodnie z założeniami Zarządu Mex Polska przyjęliśmy, że w latach 2018-2019 relacja wartości sprzedanych towarów i materiałów do przychodów ze sprzedaży zbliży się do poziomu 31%, koszt usług obcych stanowić będzie 19% sprzedaży, zużycie materiałów i energii 6%, koszt wynagrodzeń i świadczeń na rzecz pracowników 30%, a amortyzacja stanowić będzie około 3% przychodów. Dodatkowo założyliśmy, że relacje te utrzymają się na podobnych poziomach w kolejnych latach prognozy (2020-2022);

- przyjęliśmy, 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 2%;
- założyliśmy, że wydatki inwestycyjne w okresie rezydualnym zrównają się z wartością amortyzacji;
- efektywną stopę podatkową ustaliliśmy na poziomie 17% w 2018 roku, a od 2019 roku na poziomie 19%.

Historyczne wyniki finansowe oraz ich prognozy

(mln zł)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	52,3	58,9	64,4	74,5	90,2	102,7	112,7	121,6
Koszty operacyjne	48,5	54,9	60,2	67,6	81,0	92,1	101,0	108,9
EBITDA	5,6	6,0	5,9	8,9	11,4	12,8	13,8	14,6
EBIT	4,1	4,4	4,8	6,9	9,2	10,6	11,7	12,6
Działalność finansowa	0,3	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
Wynik przed opodatkowaniem	4,4	4,3	4,6	6,6	8,8	10,2	11,2	12,1
Podatek dochodowy	0,3	0,6	0,9	1,1	1,7	1,9	2,1	2,3
Wynik netto	4,1	3,7	3,7	5,4	7,1	8,2	9,1	9,8
EPS	0,53 zł	0,49 zł	0,48 zł	0,71 zł	0,93 zł	1,07 zł	1,18 zł	1,28 zł
DPS	-	0,33 zł	0,32 zł	0,23 zł	0,35 zł	0,47 zł	0,54 zł	0,59 zł
Stopa dywidendy	-	5,0%	4,6%	5,3%	8,1%	10,7%	12,3%	13,6%

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

Historyczne dynamiki i marże oraz i ich prognozy

(mln zł)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Dynamika wyników:								
Przychody ze sprzedaży	10,0%	12,6%	9,4%	15,7%	21,0%	13,8%	9,7%	7,9%
Wynik EBITDA	314,8%	7,7%	-1,5%	49,3%	28,3%	12,0%	8,0%	6,1%
Wynik EBIT	-	8,2%	7,3%	45,6%	32,9%	15,1%	10,2%	8,1%
Wynik netto	-	-8,1%	-0,5%	46,5%	31,1%	15,5%	10,3%	8,2%
Marże:								
Marża EBITDA	10,7%	10,3%	9,2%	11,9%	12,6%	12,4%	12,2%	12,0%
Marża EBIT	7,9%	7,5%	7,4%	9,3%	10,2%	10,3%	10,4%	10,4%
Marża netto	7,8%	6,3%	5,8%	7,3%	7,9%	8,0%	8,1%	8,1%

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

Kalkulacja średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	>2022P
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Beta	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,6
Premia za ryzyko kapitału własnego	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Koszt kapitału własnego	14,8%	14,6%	14,5%	14,4%	14,3%	13,1%
Premia za ryzyko długu	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Udział kapitału własnego	0,76	0,78	0,79	0,81	0,82	0,82
Udział długu	0,24	0,22	0,21	0,19	0,18	0,18
WACC	12,4%	12,4%	12,5%	12,5%	12,6%	11,6%

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wolnych przepływów pieniężnych (FCFF)

(mln zł)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
EBIT	6,9	9,2	10,6	11,7	12,6
Efektywna stopa podatkowa	17%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	5,8	7,5	8,6	9,5	10,2
Amortyzacja	1,9	2,2	2,1	2,1	2,0
CAPEX	2,4	2,1	1,8	1,8	1,8
Zmiana KON	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
FCFF	5,2	7,5	8,9	9,8	10,4
Zdyskontowane FCFF (DFCFF)	4,7	6,1	6,5	6,3	5,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wartości 1 akcji

Suma DFCFF (mln zł)	29,53
Tempo wzrostu po okresie prognozy (g)	2%
Wartość rezydualna – RV (mln zł)	61,94
Zdyskontowana wartość rezydualna (mln zł)	35,29
Wartość firmy – EV (mln zł)	64,82
Dług netto (mln zł)	1,65
Wartość kapitału własnego (mln zł)	63,17
Liczba akcji (mln)	7,665
Wartość 1 akcji na dzień 31.03.2018 r.	8,24 zł
12-miesięczna cena docelowa 1 akcji	9,26 zł

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	4,1%	10,51	10,84	11,20	11,61	12,07	12,58	13,17	13,86	14,65
	4,6%	9,76	10,03	10,33	10,66	11,03	11,45	11,92	12,46	13,08
	5,1%	9,10	9,33	9,58	9,86	10,16	10,50	10,88	11,31	11,80
	5,6%	8,53	8,72	8,93	9,16	9,41	9,69	10,01	10,35	10,74
	6,1%	8,03	8,19	8,37	8,56	8,77	9,00	9,26	9,55	9,86
	6,6%	7,58	7,72	7,87	8,04	8,21	8,41	8,62	8,86	9,12
	7,1%	7,18	7,30	7,43	7,57	7,72	7,89	8,07	8,27	8,48

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								
		1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1
Premia za ryzyko kapitału własnego	4,1%	14,65	14,11	13,62	13,17	12,77	12,40	12,07	11,76	11,47
	4,6%	13,24	12,75	12,31	11,92	11,56	11,24	10,94	10,67	10,41
	5,1%	12,06	11,62	11,23	10,88	10,56	10,27	10,01	9,77	9,54
	5,6%	11,06	10,67	10,32	10,01	9,72	9,46	9,23	9,01	8,81
	6,1%	10,21	9,86	9,54	9,26	9,01	8,78	8,56	8,37	8,20
	6,6%	9,48	9,16	8,88	8,62	8,39	8,19	8,00	7,83	7,67
	7,1%	8,84	8,55	8,30	8,07	7,86	7,68	7,51	7,35	7,21

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								
		1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1
Tempo wzrostu po okresie prognozy	-1,0%	8,56	8,36	8,19	8,03	7,88	7,74	7,61	7,49	7,38
	-0,5%	8,77	8,56	8,37	8,19	8,03	7,88	7,74	7,61	7,49
	0,0%	9,00	8,77	8,56	8,37	8,19	8,03	7,88	7,74	7,61
	0,5%	9,25	9,00	8,77	8,56	8,37	8,19	8,03	7,88	7,74
	1,0%	9,54	9,26	9,00	8,77	8,56	8,37	8,19	8,03	7,88
	1,5%	9,86	9,54	9,26	9,00	8,77	8,56	8,37	8,20	8,03
	2,0%	10,21	9,86	9,54	9,26	9,01	8,78	8,56	8,37	8,20
	2,5%	10,62	10,22	9,86	9,55	9,26	9,01	8,78	8,57	8,37
	3,0%	11,08	10,62	10,22	9,86	9,55	9,26	9,01	8,78	8,57

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Scenariusz pesymistyczny

Scenariusz pesymistyczny to scenariusz stopniowo pogarszającej się sytuacji na rynku gastronomicznym w Polsce, co przejawiać się może spowolnieniem jego tempa wzrostu, przy nieco zwiększonej walce konkurencyjnej pomiędzy działającymi na nim podmiotami.

Punktem wyjścia dla scenariusza pesymistycznego są założenia przyjęte w scenariuszu bazowym. W modelu tym dokonaliśmy jednak dodatkowych, niżej wymienionych modyfikacji:

- przyjęliśmy, że w 2018 roku otwarte zostaną 3 nowe bistra „Pijalnia Wódki i Piwa”, jednak w kolejnych latach prognozy liczba otwarć lokali tego formatu spadnie do 1-2 rocznie;
- dla konceptu „PanKejk” założyliśmy 2 otwarcia w 2018 roku, a w kolejnych latach prognozy 0-1 rocznie;
- dla lat 2019-2022 założyliśmy niewielki (1-3%) roczny spadek sprzedaży w dotychczasowych placówkach;
- przyjęliśmy, że za sprawą zwiększonej konkurencji na rynku i malejącej sprzedaży LFL relacja kosztów operacyjnych, w tym w szczególności kosztów zużycia materiałów i energii, kosztów usług obcych oraz kosztów wynagrodzeń, do przychodów w kolejnych latach będzie stopniowo rosnąć i będzie nieco wyższa niż w przypadku scenariusza bazowego;
- tempo wzrostu wolnych przepływów pieniężnych (g) po okresie prognozy ustaliliśmy na poziomie 0%.

Historyczne wyniki finansowe oraz ich prognozy

(mln zł)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	52,3	58,9	64,4	68,9	73,9	76,3	78,5	79,4
Koszty operacyjne	48,5	54,9	60,2	64,2	70,0	73,1	76,0	77,8
EBITDA	5,6	6,0	5,9	6,4	5,5	4,6	3,8	2,7
EBIT	4,1	4,4	4,8	4,9	4,0	3,2	2,5	1,5
Działalność finansowa	0,3	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Wynik przed opodatkowaniem	4,4	4,3	4,6	4,5	3,6	2,8	2,1	1,1
Podatek dochodowy	0,3	0,6	0,9	0,9	0,7	0,5	0,4	0,2
Wynik netto	4,1	3,7	3,7	3,7	2,9	2,2	1,7	0,9
EPS	0,53 zł	0,49 zł	0,48 zł	0,48 zł	0,38 zł	0,29 zł	0,22 zł	0,12 zł
DPS	-	0,33 zł	0,32 zł	0,23 zł	0,24 zł	0,19 zł	0,15 zł	0,11 zł
Stopa dywidendy	-	5,0%	4,6%	5,3%	5,5%	4,3%	3,3%	2,5%

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

Historyczne dynamiki i marże oraz i ich prognozy

(mln zł)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Dynamika wyników:								
<i>Przychody ze sprzedaży</i>	10,0%	12,6%	9,4%	6,9%	7,3%	3,2%	2,8%	1,2%
<i>Wynik EBITDA</i>	314,8%	7,7%	-1,5%	7,1%	-13,7%	-16,1%	-17,5%	-29,0%
<i>Wynik EBIT</i>	-	8,2%	7,3%	2,5%	-18,8%	-20,4%	-21,0%	-38,9%
<i>Wynik netto</i>	-	-8,1%	-0,5%	-1,4%	-20,8%	-23,1%	-24,5%	-47,2%
Marże:								
<i>Marża EBITDA</i>	10,7%	10,3%	9,2%	9,2%	7,4%	6,0%	4,8%	3,4%
<i>Marża EBIT</i>	7,9%	7,5%	7,4%	7,1%	5,4%	4,1%	3,2%	1,9%
<i>Marża netto</i>	7,8%	6,3%	5,8%	5,3%	3,9%	2,9%	2,2%	1,1%

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

Kalkulacja średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	>2022P
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Beta	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,7
Premia za ryzyko kapitału własnego	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Koszt kapitału własnego	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	13,7%
Premia za ryzyko długu	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Udział kapitału własnego	0,75	0,75	0,75	0,75	0,74	0,74
Udział długu	0,25	0,25	0,25	0,25	0,26	0,26
WACC	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	11,4%

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wolnych przepływów pieniężnych (FCFF)

(mln zł)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
EBIT	4,9	4,0	3,2	2,5	1,5
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	3,7	2,5	1,6	0,9	0,3
Amortyzacja	1,6	1,8	1,8	1,8	1,8
CAPEX	1,5	1,2	0,9	0,3	0,3
Zmiana KON	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
FCFF	3,9	3,5	3,1	2,7	1,8
Zdyskontowane FCFF (DFCFF)	3,5	2,9	2,3	1,8	1,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wartości 1 akcji

Suma DFCFF (mln zł)	11,49
Tempo wzrostu po okresie prognozy (g)	0%
Wartość rezydualna – RV (mln zł)	11,03
Zdyskontowana wartość rezydualna (mln zł)	6,36
Wartość firmy – EV (mln zł)	17,84
Dług netto (mln zł)	1,65
Wartość kapitału własnego (mln zł)	16,19
Liczba akcji (mln)	7,665
Wartość 1 akcji na dzień 31.03.2018 r.	2,11 zł
12-miesięczna cena docelowa 1 akcji	2,37 zł

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	4,1%	2,66	2,73	2,81	2,90	3,00	3,11	3,24	3,39	3,56
	4,6%	2,55	2,61	2,68	2,76	2,84	2,94	3,04	3,16	3,31
	5,1%	2,45	2,51	2,57	2,63	2,70	2,78	2,87	2,98	3,09
	5,6%	2,37	2,41	2,46	2,52	2,58	2,65	2,73	2,82	2,91
	6,1%	2,28	2,33	2,37	2,42	2,48	2,54	2,60	2,68	2,76
	6,6%	2,21	2,25	2,29	2,33	2,38	2,43	2,49	2,56	2,63
	7,1%	2,14	2,18	2,21	2,25	2,30	2,34	2,39	2,45	2,51

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								
		1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1
Premia za ryzyko kapitału własnego	4,1%	3,02	2,96	2,91	2,86	2,81	2,77	2,73	2,69	2,65
	4,6%	2,88	2,82	2,77	2,73	2,68	2,64	2,60	2,57	2,53
	5,1%	2,76	2,70	2,65	2,61	2,57	2,53	2,49	2,46	2,43
	5,6%	2,65	2,59	2,55	2,50	2,46	2,43	2,39	2,36	2,33
	6,1%	2,55	2,50	2,45	2,41	2,37	2,34	2,30	2,27	2,25
	6,6%	2,46	2,41	2,37	2,33	2,29	2,26	2,22	2,20	2,17
	7,1%	2,37	2,33	2,29	2,25	2,21	2,18	2,15	2,13	2,10

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								
		1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1
Tempo wzrostu po okresie prognozy	-1,0%	2,43	2,39	2,35	2,32	2,28	2,26	2,23	2,20	2,18
	-0,5%	2,48	2,44	2,40	2,36	2,33	2,29	2,26	2,24	2,21
	0,0%	2,55	2,50	2,45	2,41	2,37	2,34	2,30	2,27	2,25
	0,5%	2,62	2,56	2,51	2,46	2,42	2,38	2,35	2,31	2,28
	1,0%	2,69	2,63	2,57	2,52	2,48	2,43	2,39	2,36	2,32
	1,5%	2,78	2,71	2,65	2,59	2,54	2,49	2,45	2,41	2,37
	2,0%	2,88	2,80	2,73	2,66	2,60	2,55	2,50	2,46	2,42
	2,5%	2,99	2,90	2,82	2,74	2,68	2,62	2,56	2,51	2,47
	3,0%	3,12	3,01	2,92	2,83	2,76	2,69	2,63	2,58	2,53

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wycena metodą porównawczą

Do wyceny metodą porównawczą wybrano 14 spółek o zbliżonym profilu działalności do Grupy Kapitałowej Mex Polska S.A., w tym 2 podmioty notowane na polskim rynku kapitałowym oraz 12 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/EBIT	EV/EBITDA	P/S
AmRest Holdings SE	2 231,82	2 586,12	39,66	15,23	1,69
Sfinks Polska S.A.	7,15	22,69	-18,66	17,57	0,16
Autogrill SpA	2 648,30	3 192,30	17,24	8,00	0,58
Bloomin' Brands Inc.	1 679,34	2 558,71	20,43	8,78	0,47
Domino's Pizza Group Plc	2 014,71	2 116,43	24,58	19,93	3,72
DP Eurasia NV	303,07	330,84	46,52	22,61	2,62
Fiesta Restaurant Group Inc.	565,39	631,51	-66,96	31,46	1,00
Ibersol SGPS SA	340,50	423,90	12,69	6,49	0,76
Papa John's International Inc.	1 390,15	1 862,64	16,30	12,24	0,93
Tasty Plc	14,67	20,60	-1,95	-2,54	0,26
The Restaurant Group Plc	698,89	726,63	14,02	7,77	0,90
Vapiano SE	555,09	685,67	-26,92	43,52	1,71
The Wendy's Company	3 314,63	5 538,02	31,18	19,31	2,96
YUM! Brands Inc.	22 582,31	29 793,05	12,50	11,59	4,56
Mediana	1 044,52	1 294,63	15,16	13,73	0,97
Mex Polska S.A.	7,81	8,20	8,04	6,42	0,53
<i>Premia/dyskonto</i>			<i>-47,0%</i>	<i>-53,2%</i>	<i>-45,6%</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/EBIT	8,43 zł	33%
EV/EBITDA	9,59 zł	33%
P/S	8,04 zł	33%

Wycena 1 akcji
8,69 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych spółek.

Opis spółki

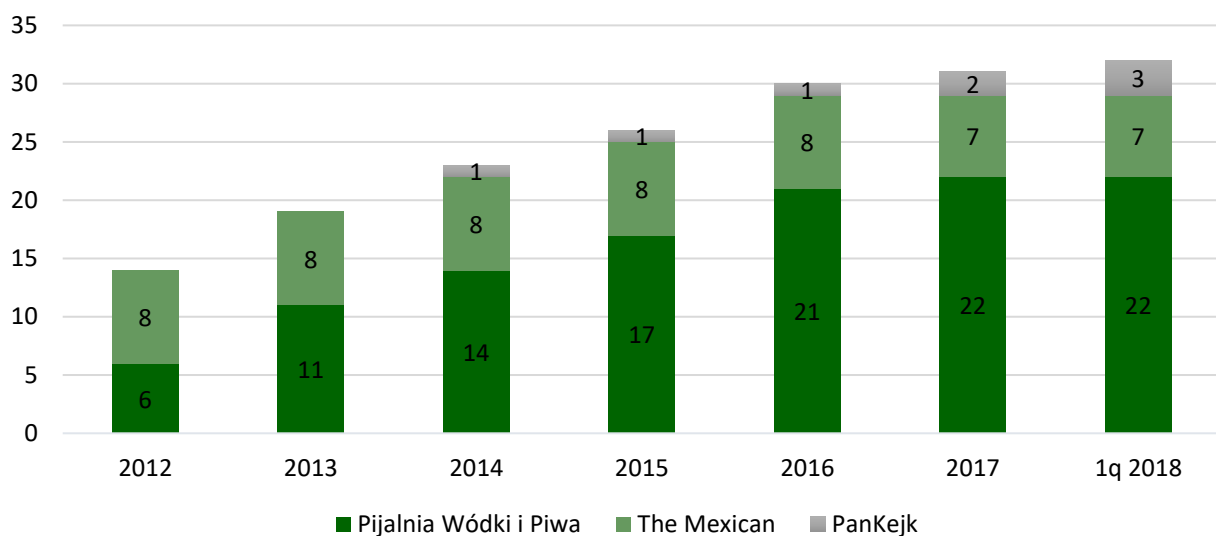
Profil działalności i model biznesowy

Grupa Kapitałowa Mex Polska S.A. zajmuje się zarządzaniem i rozwojem sieci restauracji zlokalizowanych w największych miastach Polski. W swoim portfelu posiada takie koncepty gastronomiczne jak:

- „Pijalnia Wódki i Piwa” – otwarte zazwyczaj 24 godziny na dobę, przeznaczone głównie dla ludzi młodych z ograniczonym budżetem, lokale typu bistro, których wystrój nawiązuje do czasów PRL-u z lat 70. i 80., a oferowane menu ogranicza się do prostych przekąsek typu „zimne nóżki”, „śledzik” czy „tatar” oraz wybranych napojów alkoholowych i bezalkoholowych oferowanych w przystępnych cenach;
- „The Mexican” – restauracje z pełną obsługą kelnerską, w których wystrój i receptury kulinarne nawiązują do kultury meksykańskiej, a oferta kierowana jest do średniozamożnych konsumentów;
- „PanKejk” – lokale, których menu oparte jest głównie na naleśnikach i plackach ziemniaczanych serwowanych w wielu wariantach smakowych, a oferta dedykowana jest przede wszystkim osobom młodym i nowoczesnym.

Na koniec pierwszego kwartału 2018 roku na sieć restauracji Grupy Mex Polska składało się 32 lokali, w tym 22 bistra „Pijalnia Wódki i Piwa”, 7 restauracji „The Mexican” i 3 restauracje „PanKejk”.

Rysunek 1.: Sieć restauracji Grupy Kapitałowej Mex Polska S.A.



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta.

Mex Polska rozwija swoją sieć zarówno ze środków własnych, jak i poprzez udzielanie franczyzy na posiadane w swoim portfelu koncepty gastronomiczne zewnętrznym inwestorom. W ramach działań rozwojowych Spółka wyszukuje potencjalne nowe lokalizacje pod kątem ich późniejszej przydatności, a następnie bierze czynny udział w ich adaptacji i procesie prac remontowych aż do momentu kompleksowego przygotowania obiektu i oddania do użytkowania. W przypadku rozwoju poprzez franczyzę Grupa Mex Polska prowadzi natomiast nabór potencjalnych franczyzobiorców, a następnie współpracuje z wybranymi podmiotami na etapie akceptacji właściwej lokalizacji, adaptacji lokalu i prowadzenia bieżącej działalności.

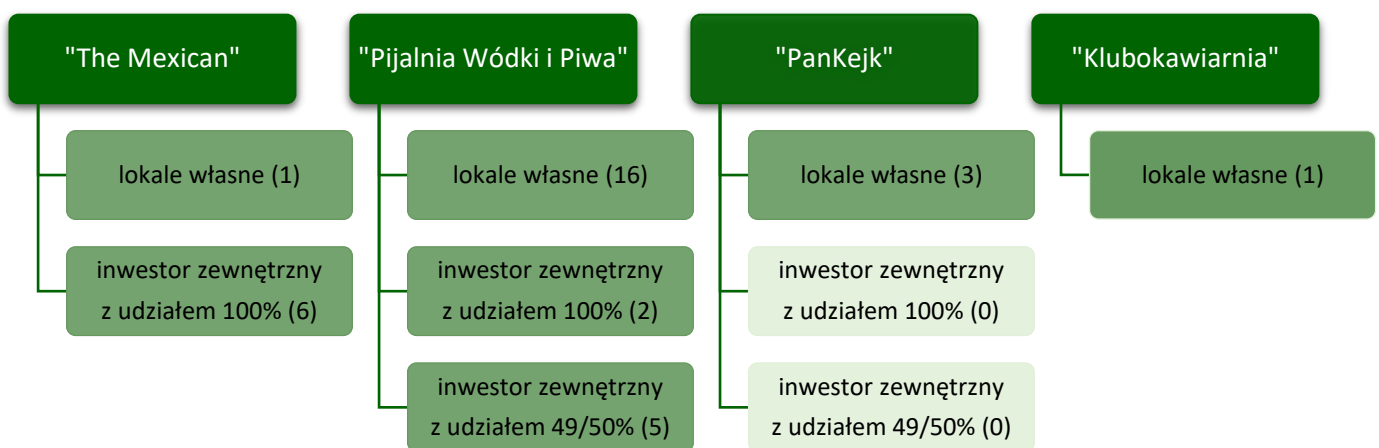
W przypadku restauracji „The Mexican” obecnie 6 spośród wszystkich 7 lokali prowadzonych jest przez inwestorów spoza Grupy Kapitałowej Mex Polska na zasadzie standardowej umowy franczyzy (inwestor zewnętrzny zarządza lokalem pod szyldem „The Mexican”, płacąc na rzecz podmiotu z Grupy Mex Polska opłatę uzależnioną od wartości generowanych przychodów, ponosząc samodzielnie ryzyko prowadzonej działalności, jednak zachowując przy tym całość wypracowanych zysków).

Dla „Pijalni Wódki i Piwa” Grupa Mex Polska stworzyła natomiast unikalny model franczyzy, który umożliwi jej rozwój bez ponoszenia ciężaru finansowania kolejnych lokalizacji i związanego z tym ryzyka inwestycyjnego, jednak przy zachowaniu kontroli nad franczyzobiorcami, co pozwala utrzymać odpowiednie standardy funkcjonowania lokali, w tym dotyczące spójności oferty i wystroju, standardów obsługi klienta czy sposobu realizacji umów marketingowych. Model ten polega na zawiązaniu spółki celowej z zainteresowanym inwestorem zewnętrznym, który jest odpowiedzialny za wskazanie odpowiedniego miejsca do prowadzenia działalności (zadaniem Mex Polska jest jego analiza oraz akceptacja) oraz zapewnienia środków finansowych na inwestycję (w formie pożyczki udzielanej spółce celowej). Tak powstała spółka, w której 50/51% udziałów przypada podmiotowi z Grupy Kapitałowej Mex Polska i 50/49% udziałów inwestorowi zewnętrznemu, staje się franczyzobiorcą, która korzysta z doświadczenia, know-how i popularnego brandu, jakie daje Mex Polska, płacąc przy tym opłatę franczyzową, podczas gdy inwestor zewnętrzny otrzymuje wynagrodzenie za zarządzanie lokalem. Umowa franczyzowa zakłada także minimalizację opłat franczyzowych w okresie spłaty poniesionych nakładów na adaptację i wyposażenie placówki, co w początkowej fazie istotnie zmniejsza koszty prowadzenia działalności nowego podmiotu, pozwalając inwestorowi zewnętrznemu na szybszy zwrot kapitału. W takim modelu na koniec 2017 roku funkcjonowało 7 lokali, z czego w trakcie 2018 roku 2 lokale zostały odkupione przez Grupę Mex Polska. Dodatkowo, w połowie 2017 roku Grupa Mex Polska zdecydowała, że będzie udzielać klasycznej franczyzy na prowadzenie lokali „Pijalnia Wódki i Piwa” w nieco mniejszych miastach (w takim modelu funkcjonuje lokal w Sosnowcu, w trakcie 2018 roku otwarto dodatkowo lokal w Rzeszowie, a w przygotowaniu jest lokal w Gliwicach).

Póki co wszystkie lokale „PanKejk” (w trakcie 2018 roku otwarto trzecią taką restaurację) należą w 100% do Grupy Kapitałowej Mex Polska. W przyszłości rozwój może się jednak odbywać również z udziałem inwestorów zewnętrznych, w modelu, jaki został przyjęty dla konceptu „Pijalnia Wódki i Piwa”.

Z uwagi na problemy z uzyskaniem akceptacji władz Sopotu na prowadzenie w tym mieście nowego lokalu w formie „Pijalnia Wódki i Piwa” (polityka miasta zakłada ograniczenie dostępu do taniego alkoholu), Grupa Mex Polska zdecydowała się na modyfikację swojego konceptu i w tej lokalizacji pod koniec kwietnia bieżącego roku otworzyła „Klubokawiarnię” – lokal, który ma nawiązywać do sopockich, festiwalowych tradycji, kultowych klubów.

Rysunek 2.: Schemat modelu biznesowego Grupy Kapitałowej Mex Polska S.A. (stan na dzień 16 maja 2018 r.)

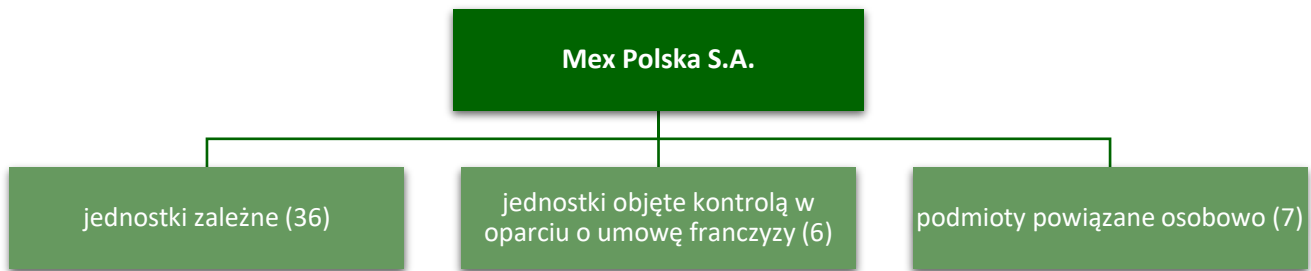


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych oraz informacji uzyskanych od Emitenta.

Struktura Grupy Kapitałowej

Grupę Kapitałową Mex Polska tworzy jednostka dominująca Mex Polska S.A., która pełni funkcję spółki holdingowej, a także kilkadziesiąt innych spółek powiązanych organizacyjnie i kapitałowo (jednostki zależne, jednostki objęte kontrolą w oparciu o umowę franczyzy i podmioty powiązane osobowo), zajmujących się przede wszystkim zarządzaniem i rozwojem lokali gastronomicznych „Pijalnia Wódki i Piwa”, „The Mexican” i „PanKejk”.

Rysunek 3.: Struktura Grupy Kapitałowej Mex Polska (stan na dzień 31 marca 2018 roku)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta.

Akcjonariat

Kapitał zakładowy Mex Polska S.A. wynosi 766.543,6 zł i składa się łącznie z 7.665.436 akcji o wartości nominalnej 0,1 zł każda.

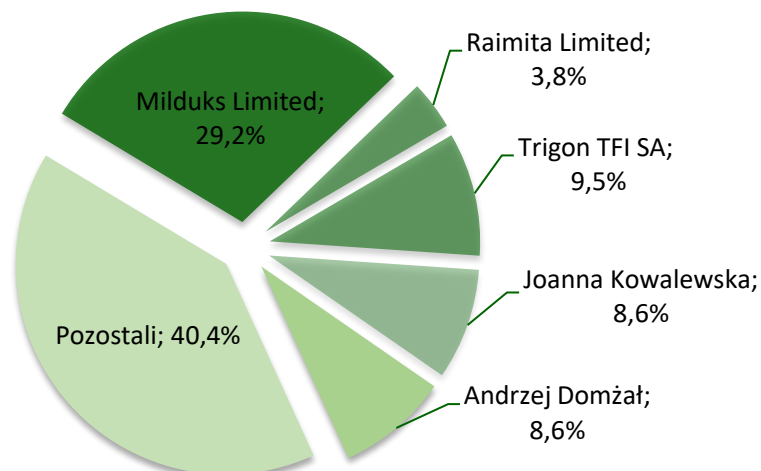
Największymi akcjonariuszami Spółki są:

- Milduks Limited – posiadająca 2.239.691 akcji, stanowiące 29,2%;
- Raimita Limited – posiadająca 287.843 akcje, stanowiące 3,8%;
- Trigon TFI – posiadający 728.330 akcji, stanowiące 9,5%;
- Joanna Kowalewska – posiadająca 665.678 akcji, stanowiące 8,6%;
- Andrzej Domżał – posiadający 665.678 akcji, stanowiące 8,6%.

Jednocześnie spółka cypryjska Milduks Limited to podmiot w 100% zależny od Andrzeja Domżała, co sprawia, że łączny udział (bezpośrednio i pośrednio) Andrzeja Domżała w kapitale zakładowym i ogólnej liczbie głosów Mex Polska S.A. wynosi 37,8%. Cypryjska spółka Raimita Limited jest natomiast podmiotem w 100% zależnym od męża Joanny Kowalewskiej – Pawła Kowalewskiego, co sprawia, że domniemane porozumienie akcjonariuszy Joanny i Pawła Kowalewskich posiada łącznie akcje stanowiące 12,3% w kapitale zakładowym i ogólnej liczbie głosów Mex Polska S.A.

Pozostali akcjonariusze mają na swoich rachunkach łącznie 3.098.216 akcji, które stanowią 40,4% w kapitale zakładowym i w ogólnej liczbie głosów Mex Polska S.A.

Rysunek 4.: Struktura akcjonariatu Mex Polska S.A. – udział w ogólnej liczbie głosów



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta.

Strategia działalności

Zgodnie z najnowszą wersją strategii na lata 2015-2019 (ostatnia aktualizacja opublikowana została 21 grudnia 2017 roku) Grupa Mex Polska zamierza w najbliższych latach postawić przede wszystkim na rozwój konceptu „Pijalnia Wódki i Piwa” oraz sieci restauracji „PanKejk”.

Proces ten ma przebiegać z wykorzystaniem autorskiego modelu franczyzowego, czyli bezinwestycyjnie dla Grupy Mex Polska – budowę i uruchomienie poszczególnych punktów finansować będą poszczególni franczyzobiorcy. W przypadku mniejszych miejscowości lokale otwierane mogą być także na zasadzie standardowej umowy franczyzy przez inwestorów zewnętrznych, bez obejmowania udziałów w spółce prowadzącej lokal przez podmiot z Grupy Mex Polska. Ponadto, w przypadku atrakcyjnych lokalizacji dla konceptu „Pijalnia Wódki i Piwa”, a także w przypadku pierwszych lokali sieci restauracji „PanKejk”, rozwój planowany jest bez udziału inwestorów zewnętrznych, przy finansowaniu pochodzącym z kredytu inwestycyjnego. W tym ostatnim wariancie rozwoju, czyli z wykorzystaniem środków własnych, we wspomnianym wyżej okresie łączne nakłady inwestycyjne Grupy Mex Polska mają wynieść nie więcej niż 5 mln zł.

W przypadku konceptu „Pijalnia Wódki i Piwa” plany zakładają otwieranie 4-5 lokali rocznie, co według prognoz z grudnia 2016 roku miało dać na koniec 2019 roku liczbę 36 tego typu placówek. W 2017 rozwój przebiegał jednak w tempie wolniejszym od zakładanego (liczba bistr „Pijalnia Wódki i Piwa” zwiększyła się w tym okresie tylko o 1, tj. z 21 do 22 lokali), przez co zgodnie z najnowszymi planami Mex Polska docelową liczbę lokali rzeczonożego konceptu zmniejszono do 32 na koniec 2019 roku.

Jednocześnie założenia Spółki z grudnia 2016 roku stanowiły, że liczba restauracji „PanKejk” zwiększać będzie się średniorocznie o 3 lokale, co na koniec 2019 roku pozwoli osiągnąć poziom 10 placówek. W 2017 roku powstała jednak tylko jedna tego typu restauracja (ich łączna liczba na koniec 2017 roku zwiększyła się do 2), przez co docelową liczbę lokali „PanKejk” na koniec 2019 roku obniżono do 8.

Zdaniem Zarządu Mex Polska nasycenie rynku, zarówno w przypadku konceptu „Pijalnia Wódki i Piwa”, jak i „PanKejk”, jest wciąż małe, co sprawia, że możliwy będzie dalszy rozwój tych sieci także po 2019 roku. Spółka nie zakłada jednak dalszego rozwoju restauracji „The Mexican” (na koniec 2017 roku było 7 takich lokali).

Tak jak w poprzednich latach, lokale Grupy mają być otwierane przede wszystkim w największych miastach Polski, na głównych rynkach, ulicach w centrach miast oraz w pasażach handlowych, gdzie występuje wzmożony ruch pieszych i liczba potencjalnych klientów jest największa. Poza tym, istotnym czynnikiem wyboru lokalizacji są stawki czynszu najmu, które warunkują rentowność inwestycji. Jak wskazano w strategii rozwoju Mex Polska, pod uwagę mają być brane takie lokalizacje, które zagwarantują poziom zwrotu z inwestycji nie niższy niż 30%.

Wraz z opublikowaną strategią rozwoju na lata 2015-2019 Grupa Mex Polska przedstawiła prognozy finansowe na ten okres. Ich najnowsza wersja, przekazana do publicznej wiadomości 30 sierpnia 2017 roku, zakłada, że skonsolidowane przychody ze sprzedaży Spółki wyniosą w 2018 i 2019 roku odpowiednio 74,5 mln zł i 90,2 mln zł wobec raportowanych 64,4 mln zł w 2017 roku (prognoza na ten rok zakładała 64,8 mln zł). Jednocześnie wynik netto Grupy ma się zwiększyć z poziomu 3,7 mln zł w 2017 roku (podobny poziom podano w prognozie na ten rok) do blisko 5,5 mln zł w 2018 roku i około 7 mln zł w 2019 roku. Pełną prognozę Zarządu Mex Polska przedstawia poniższa tabela.

Prognoza finansowa Grupy Mex Polska na lata 2017-2019 i faktyczne dane finansowe za 2017 rok

(tys. zł)	2017	2017P	2018P	2019P	18P/17P	19P/18P
Przychody	64 424	64 833	74 540	90 183	15,0%	21,0%
Koszty działalności operacyjnej	60 207	60 053	67 590	81 009	12,6%	19,9%
Zysk na sprzedaży	4 217	4 780	6 950	9 174	45,4%	32,0%
Zysk na działalności operacyjnej	4 767	4 835	6 950	9 161	43,7%	31,8%
Zysk brutto	4 647	4 459	6 567	8 687	47,3%	32,3%
Zysk netto	3 714	3 701	5 451	7 036	47,3%	29,1%
EBITDA	5 945	6 551	8 860	11 387	35,2%	28,5%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Emitenta.

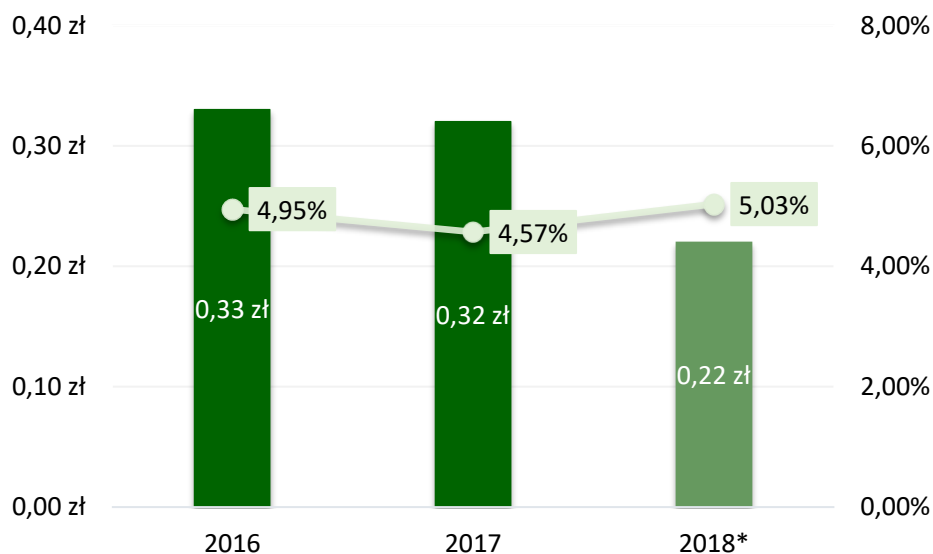
Choć w opublikowanej strategii rozwoju Mex Polska nie znalazł się temat potencjalnych akwizycji, w październiku ubiegłego roku Spółka poinformowała o prowadzeniu rozmów i negocjacji w sprawie przejęcia co najmniej 51% udziałów firmy Bobby Burger, prowadzącej działalność gastronomiczną specjalizującą się w podawaniu hamburgerów. Ostatecznie, negocjacje się nie powiodły, jednak Grupa Mex Polska nie wykluczyła w przyszłości powrotu do takich rozmów ze współnikami Bobby Burger. Jak dodatkowo tłumaczy Zarząd Spółki, Grupa Mex Polska nie widzi obecnie żadnych atrakcyjnych celów akwizycyjnych i ich aktywnie nie poszukuje.

Polityka dywidendy

Spółka wypłaciła dotychczas dywidendę dwa razy – w 2016 i 2017 roku. W 2016 roku jej wartość przypadająca na jedną akcję wyniosła 0,33 zł, co dało stopę dywidendy na poziomie 4,95%. Rok później było to natomiast 0,32 zł na jedną akcję, a stopa dywidendy wyniosła 4,57%.

Jak wskazano w strategii Mex Polska na lata 2015-2019, Zarząd Spółki stoi na stanowisku, że w przypadku wypracowanych zysków akcjonariusze powinni otrzymywać należną im dywidendę i w związku z tym rokrocznie będzie rekomendował walnemu zgromadzeniu propozycję uchwały wypłaty dywidendy, tak aby stopa dywidendy była nie niższa niż 5%. Ponadto Zarząd Mex Polska zaznaczył, że nie wyklucza rekomendowania większej części lub nawet całości zysku netto, jeśli pozwoli na to sytuacja finansowa Spółki.

Rysunek 5.: Wartość dywidendy przypadającej na jedną akcję i stopa dywidendy Mex Polska S.A.



*Wartość dywidendy dla 2018 roku oszacowano na podstawie zakładanej przez Zarząd Spółki minimalnej stopy dywidendy (5%) i bieżącego kursu giełdowego akcji Mex Polska.

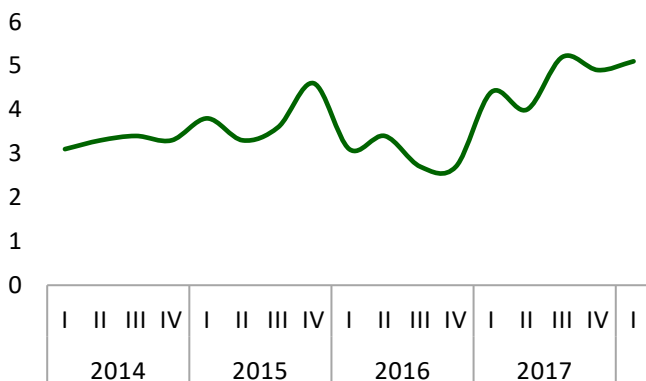
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta.

Analiza otoczenia

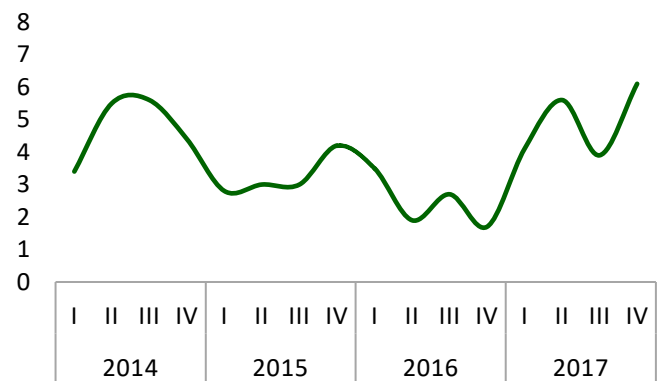
Otoczenie makroekonomiczne

Sytuacja gospodarcza Polski pozostaje bardzo dobra. Według wstępnych wyliczeń GUS w I kw. 2018 roku PKB wzrósł rok do roku o 5,1% wobec wzrostu o 4,9% w poprzednim kwartale, a w całym 2017 roku było to 4,6%. Wzrostowi gospodarczemu towarzyszy stopniowo spadająca stopa bezrobocia rejestrowanego, która w kwietniu bieżącego roku osiągnęła rekordowo niski poziom 6,3% (według danych podawanych przez GUS i MRPiS). Widać również wyraźny trend wzrostowy w przeciętnym miesięcznym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, które w poprzednim miesiącu wyniosło około 4,8 tys. zł brutto. Po ponad 2-letnim okresie deflacji pod koniec 2016 roku do Polski powróciła inflacja (CPI). Jednocześnie systematycznie poprawia się koniunktura konsumencka – podawane przez GUS i NBP wskaźniki BWUK (bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej) i WWUK (wyrzedzający wskaźnik ufności konsumenckich) są na poziomach najwyższych w historii (aktualnie odpowiednio 7,8 i 5,7 p.p.). W połączeniu z rosnącym PKB i wynagrodzeniami, a także spadającym bezrobociem oraz programami rządowymi wspierającymi konsumenta, mocne wzrosty odnotowuje również sprzedaż detaliczna.

PKB rdr (%)



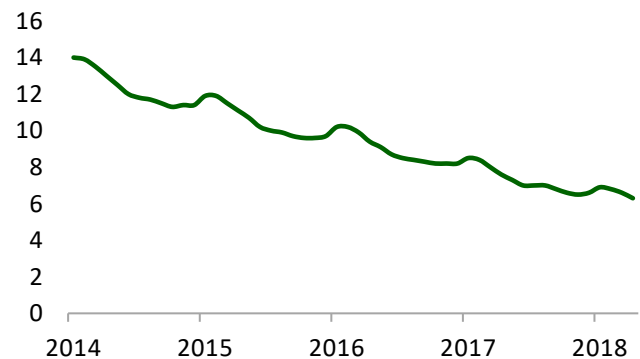
Popyt wewnętrzny rdr (%)



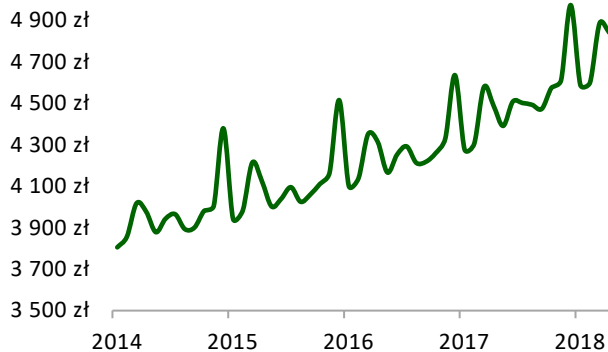
Inflacja CPI rdr (%)



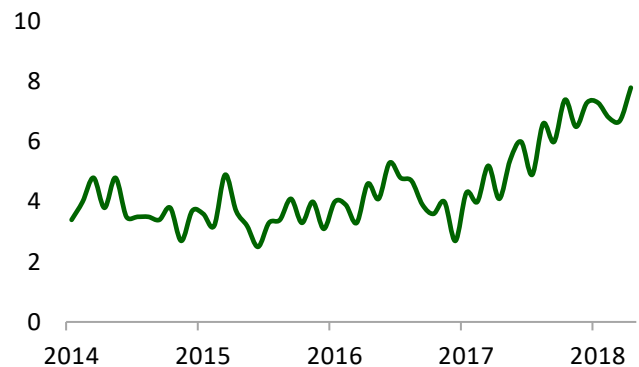
Bezrobocie rejestrowane (%)



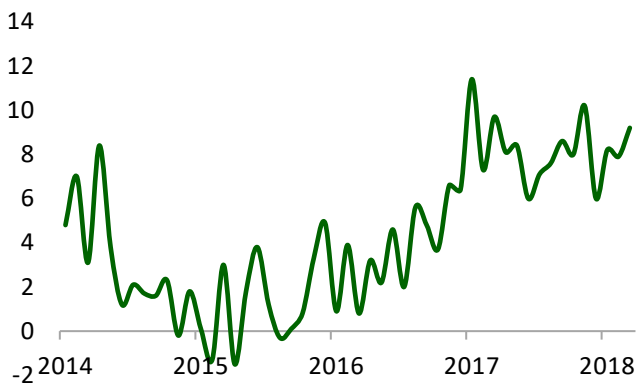
**Przeciętne miesięczne
wynagrodzenie**



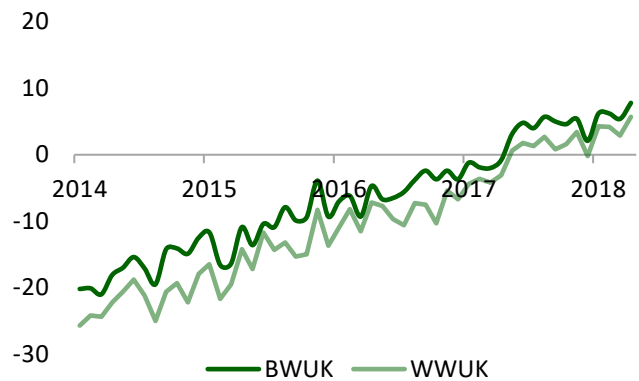
Dynamika wynagrodzeń rdr (%)



Sprzedaż detaliczna rdr (%)



Wskaźniki ufności konsumenckiej



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

Wciąż dobre wydają się pozostawać także perspektywy dla polskiej gospodarki. W najnowszej projekcji NBP, zaprezentowanej w dokumencie *Raport o inflacji – marzec 2018 r.*, prognoza wzrostu PKB na 2018 rok została podniesiona z 3,6% rdr do 4,2% rdr, a na 2019 rok z 3,3% rdr do 3,8% rdr (porównanie do projekcji z listopada 2017 roku). Jednym z komponentów, który został lepiej oceniony względem poprzedniej projekcji, była konsumpcja prywatna. Centralna ścieżka projekcji na lata 2018-2020 dla wybranych wskaźników makroekonomicznych kształtuje się następująco:

- spożycie indywidualne w 2018 roku wzrośnie o 4,1% rdr, w 2019 roku o 3,9% rdr i w 2020 roku o 3,7% rdr;
- wynagrodzenia wzrosną o odpowiednio 6,8%, 6,8% i 6,9% rdr;
- stopa bezrobocia (wg BAEL) spadnie do odpowiednio 3,9%, 3,5% i 3,3%.

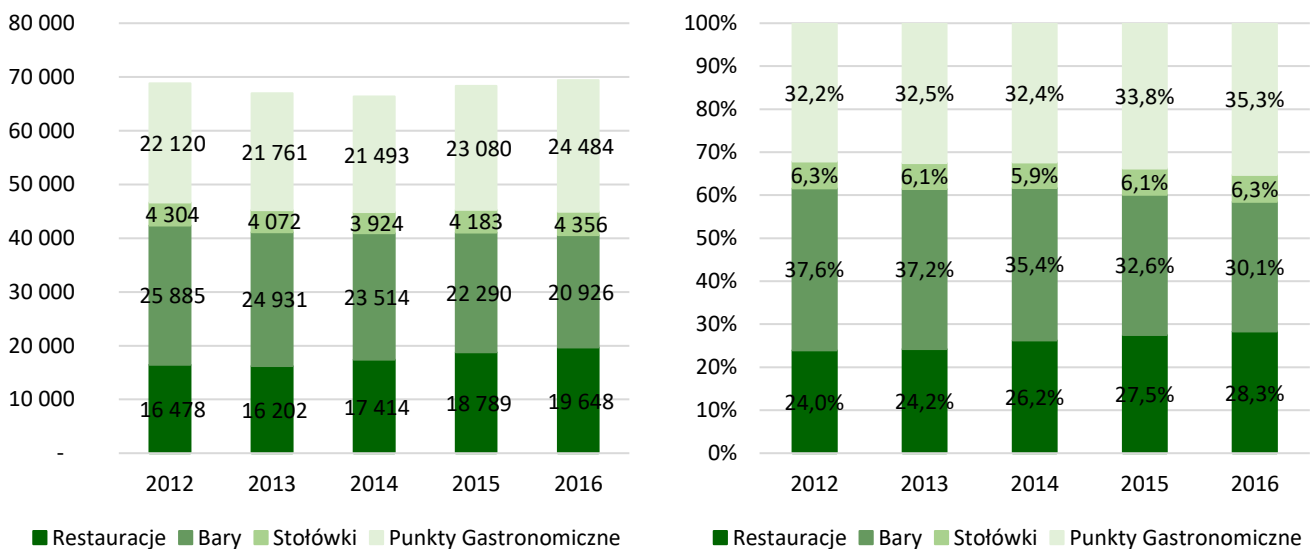
Rynek restauracyjny

Jak wynika z danych GUS, 2016 rok był drugim rokiem z rzędu, w którym zwiększyła się liczba placówek gastronomicznych (stałych i sezonowych) w Polsce – ich liczba sięgnęła 69,4 tys. w porównaniu do 68,3 tys. rok wcześniej, co stanowiło wzrost o 1,6%. Tym samym, odrobiony został ubytek z lat 2013-2014, w którym to okresie liczba krajowych placówek gastronomicznych ogółem zmniejszyła się z poziomu 68,8 tys. do 66,3 tys.

Wśród placówek gastronomicznych dominują punkty gastronomiczne (smażalnie, pijalnie, lodziarnie, bufety w kinach, na stadionach, działalność cateringowa itp.), które w liczbie 24,5 tys. stanowiły w 2016 roku 35,3% wszystkich placówek gastronomicznych w porównaniu do odpowiednio 22,1 tys. i 32,2% w 2012 roku. Choć liczba barów (kategoria

zawiera m.in.: jadłodajnie, bary, bistra, kawiarnie, piwiarnie) znacząco spadła w tym samym okresie, tj. z 25,9 tys. do 20,9 tys., ich udział pozostał względnie wysoki, wynosząc w 2016 roku 30,1%. Jednocześnie liczba restauracji w latach 2012-2016 zwiększyła się z 16,5 tys. do 19,6 tys., a ich udział w liczbie wszystkich placówek gastronomicznych wzrósł o 4,4 p.p. do 28,3%. W 2016 roku stołówki w liczbie 4,4 tys. miały natomiast udział równy 6,3% (odpowiednio 4,3 tys. i 6,3% w 2012 roku).

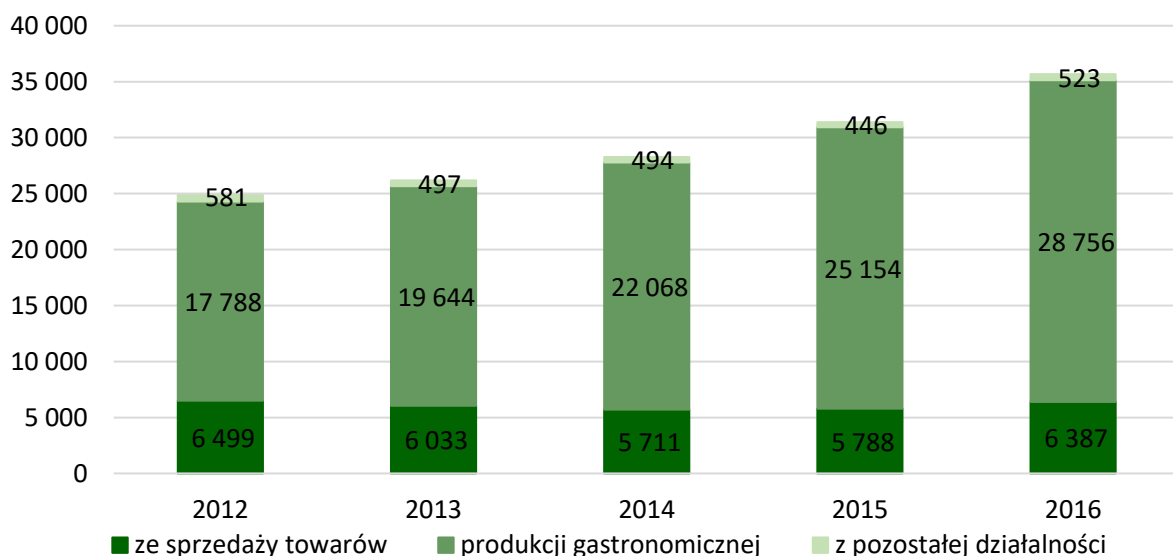
Rysunek 6.: Liczba placówek gastronomicznych w Polsce



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

W 2016 roku przychody ogółem z działalności gastronomicznej wyniosły blisko 35,7 mld zł (w cenach bieżących) wobec 31,4 mld zł rok wcześniej, co stanowiło wzrost o 13,6%. Od 2012 roku zwiększyły się one natomiast o 43%. Wśród nich zdecydowanie największy udział (80,6% w 2016 roku) przypada produkcji gastronomicznej (wyroby kulinarne, ciastkarskie i inne wytworzone we własnym zakresie). Przychody ze sprzedaży towarów wyniosły w 2016 roku około 6,4 mld zł (17,9% przychodów ogółem) wobec blisko 5,8 mld zł rok wcześniej (wzrost rdr o 10,4%), z czego sprzedaż napojów i wyrobów tytoniowych miała wartość 4,6 mld zł w porównaniu do 4,2 mld zł w 2015 roku (wzrost rdr o 10,1%).

Rysunek 7.: Przychody z działalności gastronomicznej w Polsce (mln zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

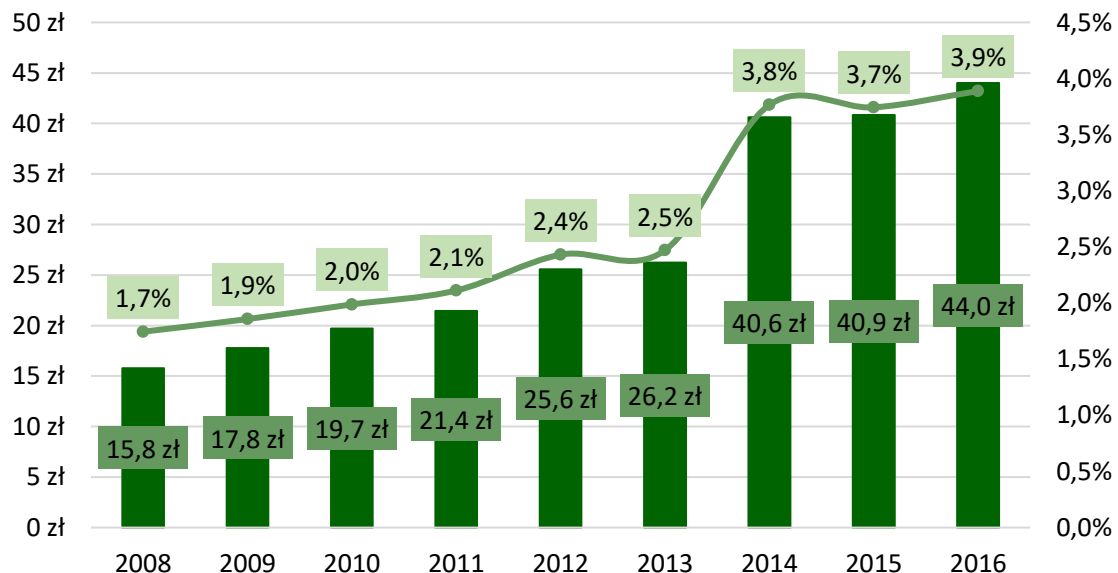
Według szacunków GfK, zawartych w raporcie *Rynek gastronomiczny 2017* (publikacja z 7 grudnia 2017 roku), wartość polskiego rynku gastronomicznego wzrosła w 2017 roku o 10,5% do poziomu niemal 36,12 mld zł. Liczba aktywnych placówek całorocznych zwiększyła się w tym samym okresie o 1,8% (liczba punktów wzrosła przy tym w każdym segmencie rynku poza lokalami zaliczanymi do kategorii klubów nocnych, pubów i sieci fast food). Jednocześnie o ponad 13% rdr spadła liczba punktów gastronomicznych uruchamianych sezonowo.

Jak podało GfK, w 2017 roku odsetek Polaków w wieku powyżej 15. roku życia, którzy deklarują, że odwiedzili punkt gastronomiczny w ciągu ostatnich 12 miesięcy, wyniósł 49%, będąc niższy w porównaniu do rekordowego 2016 roku o 5 p.p. Nadal był on jednak wyraźnie wyższy niż poziom notowany w latach 2012-2015. Znacząco wzrosła przy tym częstotliwość wizyt w lokalach gastronomicznych, tj. do średnio 3,7 w skali miesiąca wobec 3,2 miesięcznie w 2016 roku, a także wartość przeciętnego rachunku, tj. do 98 zł miesięcznie wobec 94 zł miesięcznie w 2016 roku, co było także najwyższą wartością notowaną w ciągu 9 ostatnich lat.

Jak wynika natomiast z wyliczeń PMR, przedstawionych w raporcie *Rynek HoReCa w Polsce 2017. Analiza rynku i prognozy rozwoju na lata 2017-2022* (publikacja z kwietnia 2017 roku) rynek hoteli, restauracji i kawiarni był w 2016 roku wart 26,7 mld zł po wzroście rok do roku o 7%, a prognoza na 2017 rok zakładała wzrost rdr o 7,1% do poziomu 28,2 mld zł. Jednocześnie firma PMR również zwróciła uwagę na utrzymujący się pozytywny trend w przypadku liczby i częstotliwości odwiedzin klientów.

Z danych GUS wyczytać można ponadto, że stopniowo rośnie udział przeciętnych miesięcznych wydatków na jedną osobę przeznaczanych na gastronomię w wydatkach ogółem gospodarstw domowych. W 2016 roku było to 3,9% wobec 3,7% rok wcześniej. W porównaniu do 2008 roku udział ten zwiększył się natomiast z poziomu 1,7%, tj. o 2,2 p.p. Wciąż jest to jednak jedna z najniższych wartości wśród wszystkich państw należących do Unii Europejskiej.

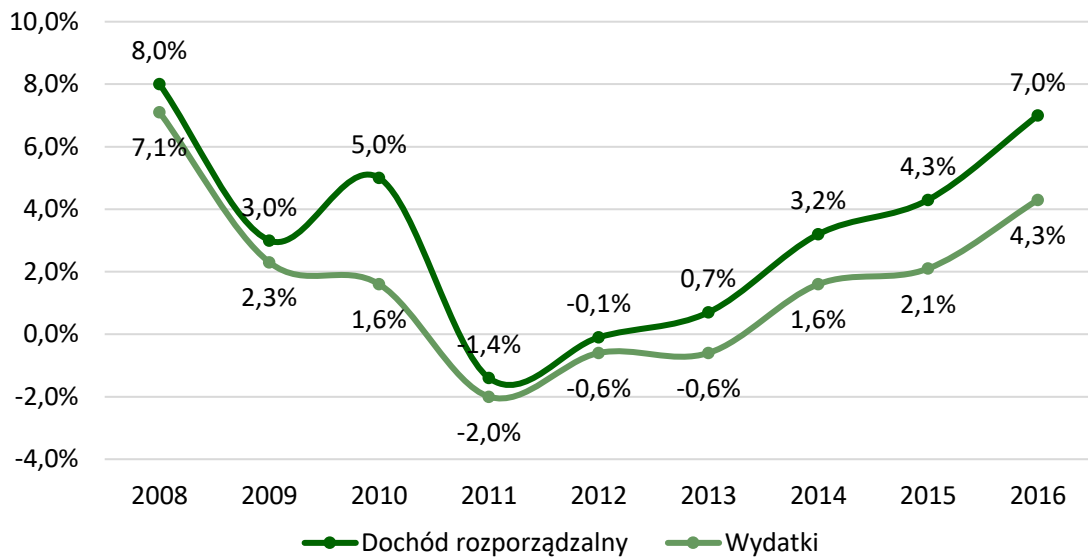
Rysunek 8.: Wartość przeciętnych miesięcznych wydatków na jedną osobę przeznaczanych na gastronomię i ich udział w wydatkach ogółem gospodarstw domowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Pozytywnym trendom obserwowanym na rynku gastronomicznym w ostatnich latach sprzyja bardzo dobra sytuacja gospodarcza Polski, w tym rosnący poziom zamożności społeczeństwa oraz systematycznie zwiększające się dochody rozporządalne i wydatki konsumentów, od dwóch lat wspierane także programem Rodzina 500 plus. W 2016 roku przeciętne miesięczne wydatki w gospodarstwach domowych na osobę wyniosły 1.132 zł i były realnie wyższe o 4,3% od wydatków z 2015 roku. Jednocześnie przeciętny miesięczny dochód rozporządzalny na osobę był równy około 1.475 zł, co stanowiło jego realny wzrost rdr o 7%. Jak wynika z komunikatu GUS z marca bieżącego roku, przeciętny miesięczny dochód rozporządzalny na jedną osobę w 2017 roku zwiększył się natomiast do poziomu 1.598 zł.

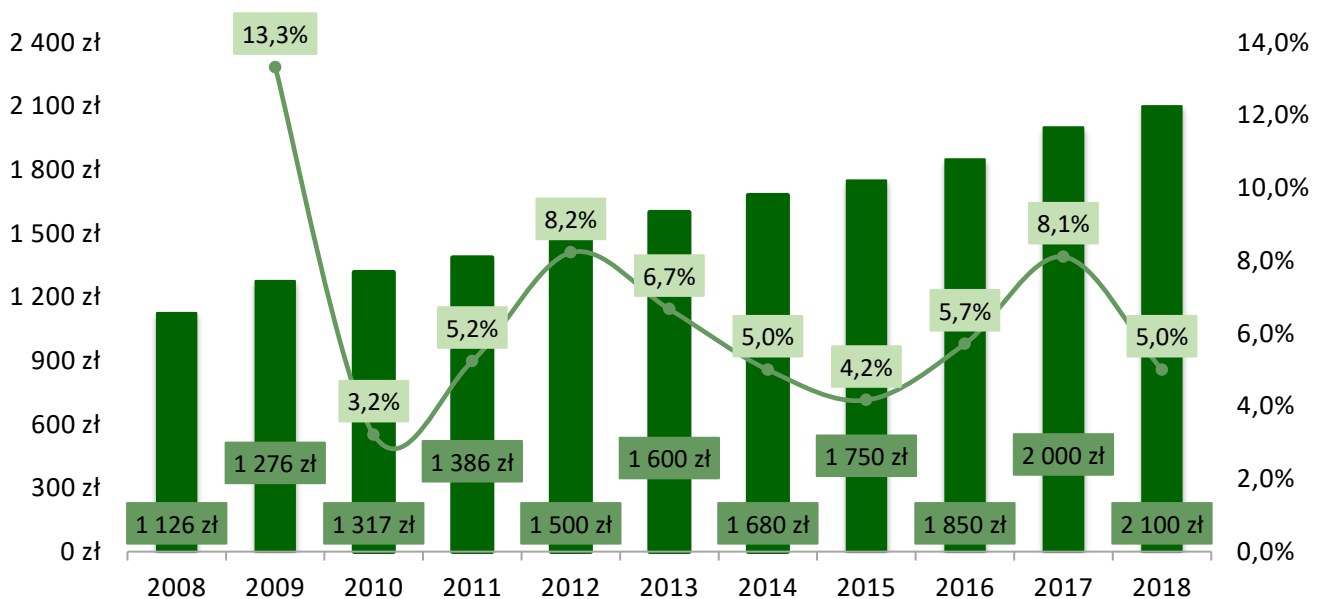
Rysunek 9.: Dynamika realnych dochodów i wydatków na jedną osobę w gospodarstwach domowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Z drugiej strony, spadająca stopa bezrobocia i rosnąca presja płacowa powodują, że firmom gastronomicznym trudniej jest znaleźć wykwalifikowanych pracowników, a koszty wynagrodzeń rosną, co odbija się także na rentowności prowadzonego biznesu (niektóre firmy próbują przerzucić wzrost tych kosztów na konsumentów, jednak nie zawsze jest to w pełni możliwe, a jeśli nawet, to wyrównanie następuje dopiero po pewnym czasie). Z roku na rok wyższy jest także poziom ustawowego minimalnego wynagrodzenia, a jednocześnie od 1 stycznia 2017 roku obowiązuje minimalna stawka godzinowa dla osób przyjmujących zlecenie lub świadczących usługi (w 2018 roku znajduje się na poziomie 13,7 zł brutto), co w przypadku branży gastronomicznej ma szczególne znaczenie ze względu na fakt, że poziom płac w niej, pomimo relatywnie dużej dynamiki wzrostu w ostatnich miesiącach, wciąż należy do jednych z najniższych w polskiej gospodarce (według danych GUS w I kwartale 2018 roku przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto sekcji „Zakwaterowanie i gastronomia” było równe 3.465,8 zł wobec 4.700,1 zł dla całego sektora przedsiębiorstw).

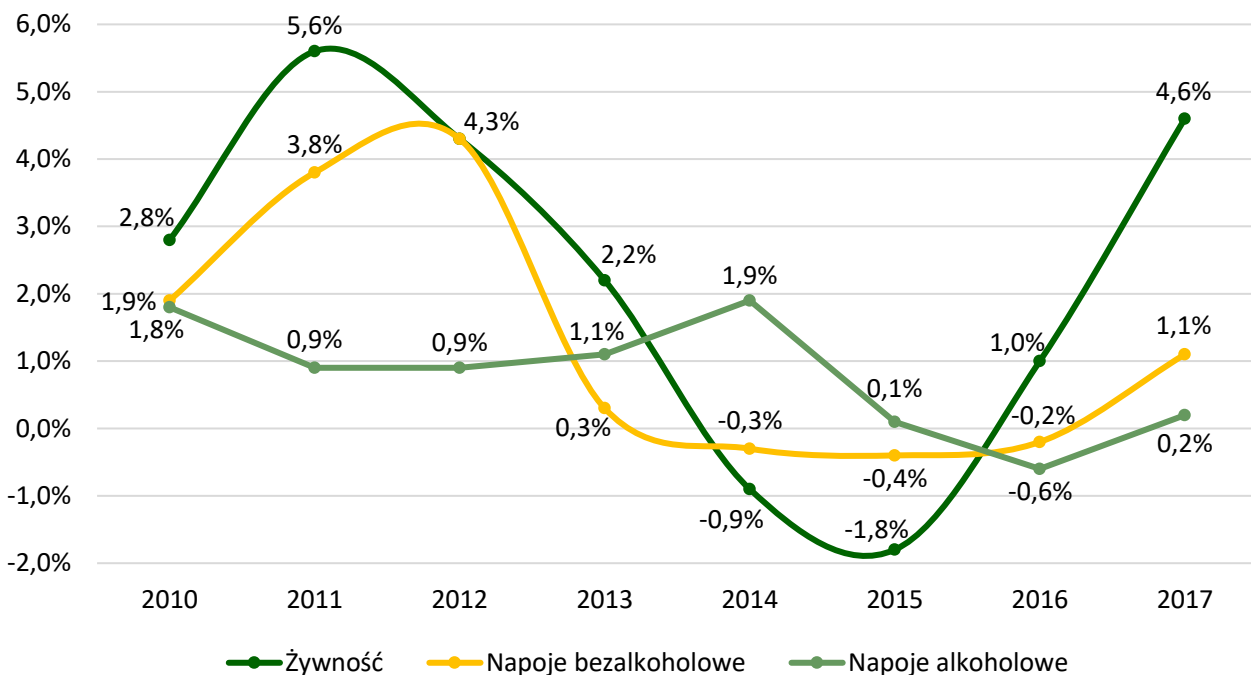
Rysunek 10.: Minimalne wynagrodzenie w Polsce oraz jego dynamika wzrostu



Źródło: opracowanie własne na podstawie rozporządzeń Rady Ministrów.

Jednocześnie istotnym czynnikiem wpływającym na koszty operacyjne firm działających w branży gastronomicznej są poziomy cen towarów i usług konsumpcyjnych, w tym w szczególności żywności oraz napojów bezalkoholowych i alkoholowych. Zgodnie z danymi GUS w 2017 roku ceny żywności wzrosły rdr o 4,6%, a najbardziej podrożało masło (31% rdr), owoce (8% rdr), produkty z grupy „mleko, sery i jaja” (5,9% rdr), cukier (5,5% rdr) oraz mięso (4,8% rdr). W tym samym okresie konsumenci płacili średnio o 1,1% więcej za napoje bezalkoholowe oraz 0,2% więcej za napoje alkoholowe.

Rysunek 11.: Dynamika cen żywności, napojów bezalkoholowych i napojów alkoholowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Wzrosty cen wymienionych wyżej towarów obserwowane są także w bieżącym roku. Jak podał GUS, w marcu ceny żywności i napojów bezalkoholowych (kategoria łączna) kształtowały się na poziomie wyższym o 0,7% w porównaniu do grudnia 2017 roku, a napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe w tym samym okresie podrożały średnio o 0,8%.

Konkurencja

Na polskim rynku gastronomicznym dominują niewielkie podmioty gospodarcze, prowadzące zazwyczaj pojedyncze punkty o zasięgu lokalnym, nierzadko w formie rodzinnej. Tym samym, udział dużych sieci gastronomicznych w rynku jest stosunkowo niewielki, a ich obecność jest najbardziej widoczna w przypadku segmentu fast food. Wśród nich wymienić należy przede wszystkim ogólnoświatowe marki: McDonald’s (403 placówki – dane na podstawie stron internetowych poszczególnych sieci), KFC (247), Pizza Hut (106), Telepizza (112), Subway (120), Burger King (60) i Domino’s Pizza (53). Polskie sieci to natomiast głównie pizzerie (m.in.: Da Grasso, Biesiadowo, Gruby Benek, Pizza Dominium, Pizzeria Stopiątko, Pizza Station, Party Pizza), burgerownie (m.in.: Bobby Burger, Mr Hamburger, Pasibus, Krowarzywa) czy punkty z tradycyjną kuchnią arabską (m.in.: Kebab King, Sevi Kebab, Berlin Döner Kebab). Większość z nich rozwijana jest za pomocą franczyzy, a lokale własne stanowią zazwyczaj niewielki udział wśród wszystkich placówek.

W przypadku restauracji typu casual dining liderem krajowego rynku pozostaje grupa kapitałowa Sfinks Polska z markami takimi jak: Sphinx (pod tym szyldem działa w całej Polsce 91 restauracji, specjalizujących się w kuchni międzynarodowej z elementami kuchni Bliskiego Wschodu), a także Chłopskie Jadło (obecnie 11 placówek, gdzie serwowane są dania kuchni polskiej) i WOOK (2 restauracje z kuchnią azjatycką). W tym segmencie działają również takie sieci jak np. Fabryka Pizzy (14 restauracji, z czego 3 uruchomione zostały przez Sfinks Polska w ramach masterfranczyzy), 7street (7), Hana Sushi (11), Koku Sushi (18), 77 Sushi (10) czy Manekin (11).

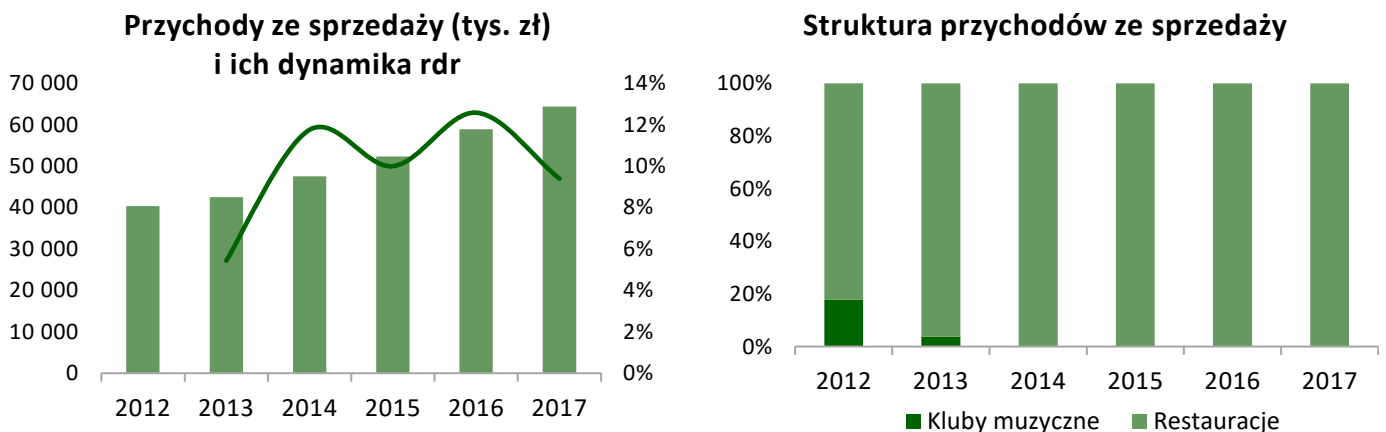
Wśród sieci lokali typu bistro (z ofertą przekąsek i tanich alkoholi), które są konkurencją dla konceptu „Pijalania Wódki i Piwa”, wymienić można natomiast między innymi placówki „Ministerstwo Śledzia i Wódki” (27 jednostek franczyzowych i 2 własne) czy należące do grupy Sfinks Polska koncepty „Meta Seta Galareta” i „Meta Disco” (łącznie 6 placówek). Dla tego rodzaju formatów konkurencją mogą być także puby z dostępną ofertą kulinarną (zarówno lokalne, jak i ogólnopolskie sieci), w tym np. Piwiarnie Warki (sieć 66 lokali należących do grupy Sfinks Polska).

Analiza historycznych wyników finansowych

Przychody i koszty

Przychody ze sprzedaży Grupy Kapitałowej Mex Polska systematycznie rosną. Od 2012 roku zwiększyły się one z poziomu blisko 40,4 mln zł do 64,4 mln zł, co oznacza średnioroczne tempo wzrostu równe 9,8%. Największy na to wpływ miał rozwój konceptu „Pijalnia Wódki i Piwa”, w przypadku którego w ciągu 5 ostatnich lat liczba lokali zwiększyła się z 6 do 22, a także uruchomienie w 2014 roku nowego konceptu – restauracji „PanKejk”. Z drugiej strony, w związku z podjętymi działaniami restrukturyzacyjnymi, w latach 2012-2014 Grupa Mex Polska zamknęła restauracje „Browar de Brasil” i „Kameralna” oraz zrezygnowała z prowadzenia klubów muzycznych, co wpłynęło na niższe przychody ze sprzedaży w kolejnych latach.

Na skutek rezygnacji z prowadzenia klubów muzycznych obecnie jedynym wyróżnianym segmentem operacyjnym w Grupie Mex Polska jest działalność restauracyjna.



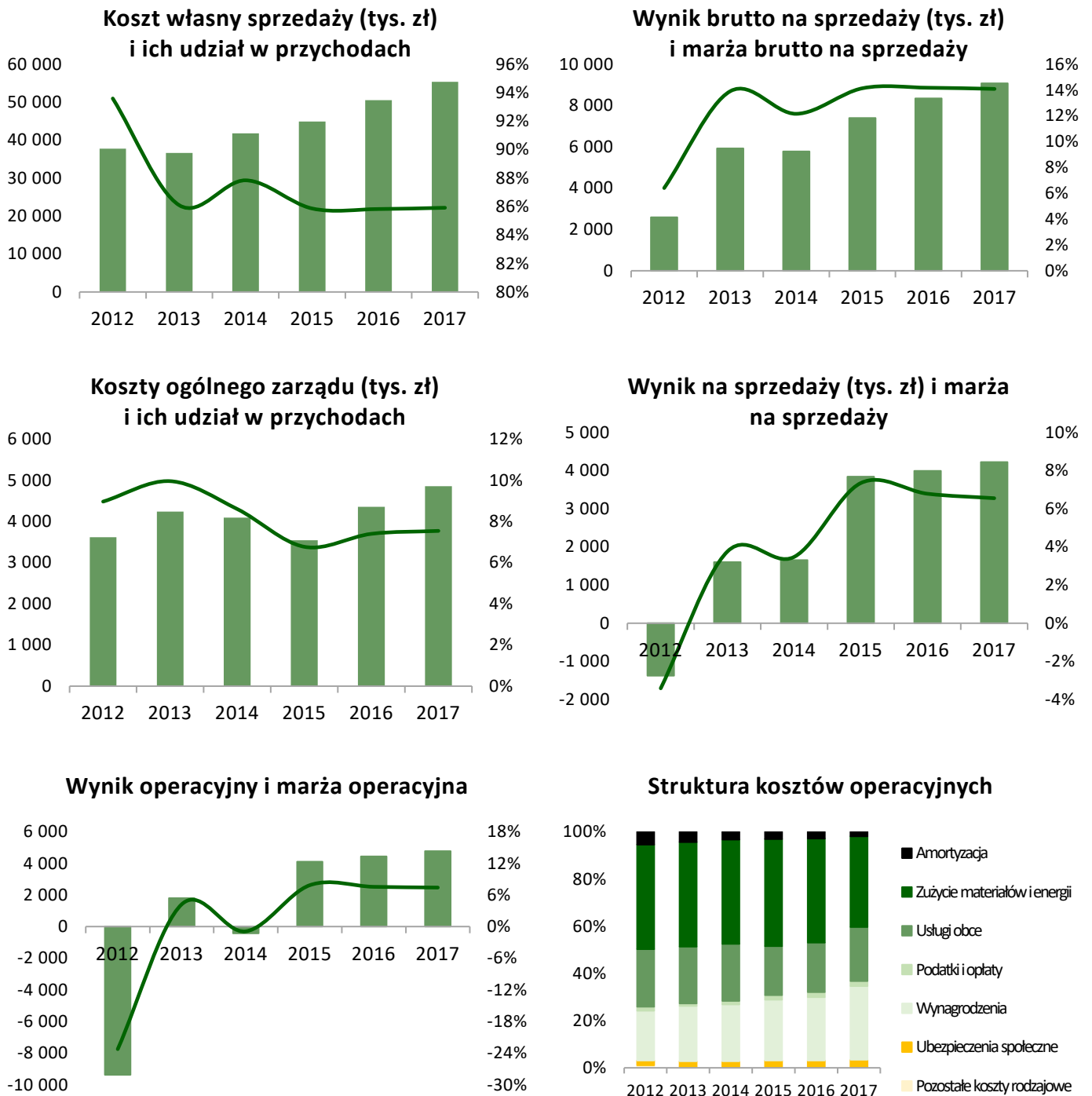
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

W analizowanym okresie stopniowo zwiększał się także koszt własny sprzedaży Grupy Mex Polska. Odbywało się to jednak w tempie nieco niższym (CAGR równe 7,9%) od tempa przyrostu przychodów ze sprzedaży, przez co wynik brutto na sprzedaży wzrósł w latach 2012-2017 aż o 250% (CAGR równe 28,5%). W konsekwencji, w ciągu 5 ostatnich lat marża brutto na sprzedaży poprawiła się o 7,7 p.p., wynosząc w 2017 roku 14,1%.

Jednocześnie Grupa Mex Polska systematycznie poprawia wykazywany wynik na sprzedaży. W 2017 roku wyniósł on 4,2 mln zł wobec 1,4 mln zł straty odnotowanej pięć lat wcześniej, a marża na sprzedaży sięgnęła 6,6%. W tym samym pięcioletnim okresie koszty ogólnego zarządu zwiększyły się o 34% (CAGR równe 6,1%) do poziomu 4,9 mln zł.

Za sprawą wysokich pozostałych kosztów operacyjnych, związanych z likwidacją nierentownych lokali i brakiem wykupu posiadanych obligacji Alterco, Grupa Mex Polska poniosła w 2012 roku stratę operacyjną wynoszącą aż 9,4 mln zł. Podjęte działania restrukturyzacyjne przyniosły jednak zamierzony efekt, przez co wynik operacyjny w kolejnych latach wyraźnie się poprawił (wyjątkiem był 2014 rok, kiedy to dokonano kolejnych odpisów, związanych z zaniechaniem rozwoju restauracji „Browar de Brasil” i „Kameralna”). W 2017 roku skonsolidowany zysk operacyjny Spółki sięgnął 4,8 mln zł, a marża na działalności operacyjnej wyniosła 7,4%.

W strukturze kosztów działalności operacyjnej Grupy Mex Polska dominuje zużycie materiałów i energii (38,4% w 2017 roku), a następnie w kolejności są wynagrodzenia (31,2%) i usługi obce (22,9%). Warto przy tym zauważyć istotny wzrost kosztów wynagrodzeń w 2017 roku, które zwiększyły się do poziomu 18,8 mln zł wobec 14,7 mln zł rok wcześniej, tj. o 27,7% rdr. Jak wyjaśniła Spółka, był to z jednej strony efekt zwiększenia liczby lokali, a z drugiej strony efekt podwyższenia ustawowego poziomu minimalnego wynagrodzenia i silnej presji pracowników na wzrost płac.



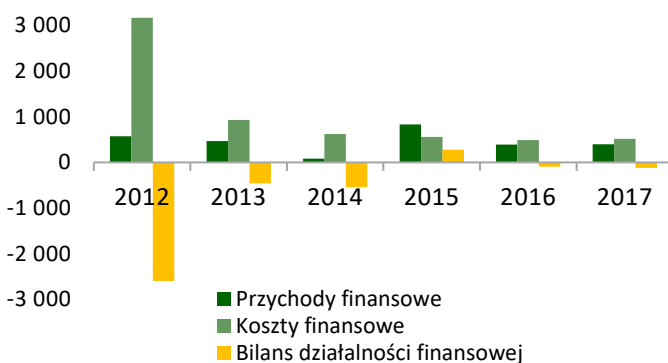
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

W ostatnich latach działalność finansowa miała dość niewielki wpływ na wykazywany wynik netto Grupy Mex Polska, ze względu na fakt, że generowane przychody finansowe były na podobnym poziomie jak koszty finansowe. Zgoła inaczej sytuacja wyglądała jednak w roku 2012, kiedy to za sprawą wysokich kosztów finansowych (wynikających przede wszystkim z aktualizacji wartości posiadanych obligacji i odsetek od obligacji wyemitowanych) na działalności finansowej poniesiono stratę równą 2,6 mln zł.

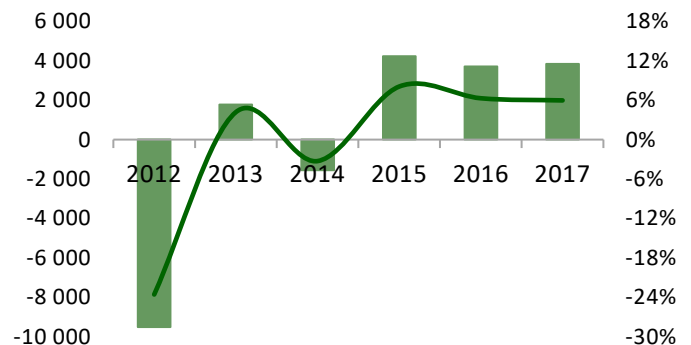
Poprawa notowanych wyników finansowych Grupy Mex Polska na poziomie wyniku na sprzedaży brutto i netto oraz operacyjnym wpłynęła pozytywnie na wykazywany zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej. W 2017 roku wyniósł on 3,8 mln zł wobec straty równej 9,5 mln zł w 2012 roku, a marża netto znalazła się na poziomie 6%. Wynik ten okazał się nieco niższy niż dwa lata wcześniej (4,2 mln zł przy marży netto na poziomie 8,1%), jednak był to przede wszystkim efekt znacznego wzrostu podatku dochodowego w tym okresie (933 tys. zł w 2017 roku wobec 321 tys. zł w 2015 roku).

Przepływy operacyjne generowane przez Grupę Kapitałową Mex Polska wyraźnie przewyższają wartość wykazywanego zysku netto. W związku z dokonaną w ostatnich latach restrukturyzacją działalności Grupy i koncentracją na autorskim, niskokapitałochłonnym modelu franczyzowym, z dużą nawiązką pokrywają także jej potrzeby inwestycyjne. Choć w latach 2016-2017 suma skonsolidowanych przepływów pieniężnych Mex Polska istotnie się obniżyła, było to związane z wypłaconą w tym czasie dywidendą (w kwocie odpowiednio 2,53 mln zł i 2,45 mln zł).

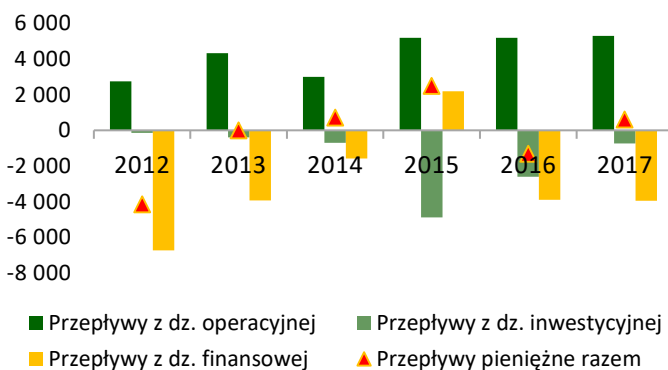
Bilans działalności finansowej (tys. zł)



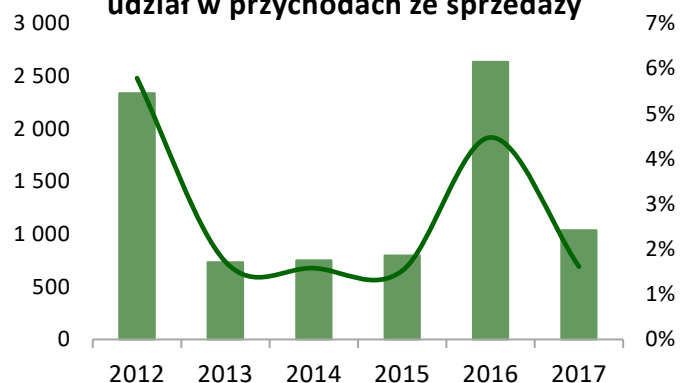
Zysk netto przypisany akcj. jedn. dominującej (tys. zł) i marża netto



Przepływy pieniężne (tys. zł)



Wydatki inwestycyjne (tys. zł) i ich udział w przychodach ze sprzedaży



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Sytuacja majątkowa

Wybrane pozycje bilansowe i ich udział w strukturze

(tys. zł)	31.12.12	31.12.13	31.12.14	31.12.15	31.12.16	31.12.17
Aktywa trwałe	21 043	18 032	12 928	20 762	22 392	22 183
	81,5%	79,3%	63,4%	74,3%	76,4%	75,9%
Rzeczowe aktywa trwałe	14 319	13 063	8 293	7 989	9 130	9 437
	55,4%	57,4%	40,7%	28,6%	31,1%	32,3%
Wartość firmy	986	953	273	9 090	9 398	9 398
	3,8%	4,2%	1,3%	32,5%	32,0%	32,2%
Pozostałe długoterminowe aktywa finansowe	1 708	598	1 708	1 200	1 293	1 297
	6,6%	2,6%	8,4%	4,3%	4,4%	4,4%
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	3 237	2 708	2 110	1 920	1 833	1 402
	12,5%	11,9%	10,4%	6,9%	6,2%	4,8%
Aktywa obrotowe	4 788	4 706	4 386	7 183	6 936	7 037
	18,5%	20,7%	21,5%	25,7%	23,6%	24,1%
Zapasy	421	447	762	1 075	1 306	854
	1,6%	2,0%	3,7%	3,8%	4,5%	2,9%
Należności handlowe	784	579	797	936	1 860	1 394
	3,0%	2,5%	3,9%	3,4%	6,3%	4,8%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	1 256	1 252	1 902	4 452	3 141	3 741
	4,9%	5,5%	9,3%	15,9%	10,7%	12,8%
Kapitały przypisane akcjonariuszom jedn. dom.	8 356	10 133	6 738	13 683	14 771	16 191
	32,3%	44,6%	33,1%	49,0%	50,4%	55,4%
Kapitał podstawowy	635	635	635	767	767	767
	2,5%	2,8%	3,1%	2,7%	2,6%	2,6%
Kapitał zapasowy	17 362	14 361	15 277	17 748	19 041	19 444
	67,2%	63,2%	75,0%	63,5%	64,9%	66,5%
Zyski/straty z lat ubiegłych	(136)	(6 641)	(7 620)	(9 051)	(8 735)	(7 857)
	(0,5%)	(29,2%)	(37,4%)	(32,4%)	(29,8%)	(26,9%)
Zobowiązania długoterminowe:	4 726	5 558	5 506	6 241	4 957	4 200
	18,3%	24,4%	27,0%	22,3%	16,9%	14,4%
Kredyty, pożyczki i dłużne papiery wartościowe	3 480	4 017	4 661	5 459	4 032	3 399
	13,5%	17,7%	22,9%	19,5%	13,7%	11,6%
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku	423	330	134	133	231	159
	1,6%	1,5%	0,7%	0,5%	0,8%	0,5%
Zobowiązania długoterminowe finansowe	763	424	46	416	627	548
	3,0%	1,9%	0,2%	1,5%	2,1%	1,9%
Zobowiązania krótkoterminowe:	12 172	7 577	6 270	8 255	9 448	8 876
	47,1%	33,3%	30,8%	29,5%	32,2%	30,4%
Kredyty, pożyczki i dłużne papiery wartościowe	6 965	2 605	997	2 520	2 819	2 347
	27,0%	11,5%	4,9%	9,0%	9,6%	8,0%
Zobowiązania finansowe	531	335	215	94	169	200
	2,1%	1,5%	1,1%	0,3%	0,6%	0,7%
Zobowiązania handlowe	3 453	3 111	3 015	2 846	2 764	2 361
	13,4%	13,7%	14,8%	10,2%	9,4%	8,1%
Zobowiązania podatkowe	621	1 009	981	1 127	1 519	1 895
	2,4%	4,4%	4,8%	4,0%	5,2%	6,5%
AKTYWA/PASYWA OGÓŁEM	25 830	22 739	20 381	27 945	29 328	29 219

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

W strukturze majątku Grupy Kapitałowej Mex Polska dominują aktywa trwałe, które na koniec 2017 roku miały wartość 22,2 mln zł, choć ich udział w aktywach ogółem stopniowo maleje (z 81,5% w 2012 roku do 75,9% w 2017 roku). Wśród nich największe pozycje to rzeczowe aktywa trwałe (9,4 mln zł; 32,3% w aktywach ogółem na koniec 2017 roku) oraz wartość firmy (9,4 mln zł; 32,2%), która powstała przede wszystkim w efekcie zakupu w 2015 roku udziałów 4 spółek franczyzowych prowadzących lokale „Pijalnia Wódki i Piwa” oraz firmy Mex Master zajmującej się rozwojem sieci tego konceptu. Stosunkowo istotne pozycje to również aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego (1,4 mln zł; 4,8%), a także pozostałe długoterminowe aktywa finansowe, związane z kaucją pieniężną złożoną w celu zabezpieczenia zaciągniętych kredytów (1,3 mln zł; 4,4%).

W ostatnich latach udział aktywów obrotowych w aktywach ogółem zwiększył się z poziomu 18,5% do 24,1%, a ich wartość podniosła się z poziomu 4,8 mln zł do 7 mln zł. Wśród nich największe pozycje to środki pieniężne i ich ekwiwalenty (3,7 mln zł; 12,8% w aktywach ogółem na koniec 2017 roku), należności handlowe (1,4 mln zł; 4,8%) oraz zapasy (0,9 mln zł; 2,9%). Warto przy tym zwrócić uwagę, że stan środków pieniężnych i ich ekwiwalentów Grupy Mex Polska wzrósł w latach 2012-2017 o blisko 200%, a udział tego składnika w aktywach ogółem zwiększył się w tym okresie o 7,9 p.p.

W strukturze finansowania Grupy Kapitałowej Mex Polska przeważa obecnie kapitał własny, który na koniec 2017 roku miał wartość około 16,2 mln zł przy zobowiązaniach ogółem na poziomie 13,1 mln zł. Pomimo dużych strat netto odnotowanych w 2012 i 2014 roku jego udział w pasywach mocno wzrósł w ciągu pięciu ostatnich lat (z poziomu 32,3% do 55,4%), co z jednej strony było efektem wyraźnego spadku zobowiązań krótkoterminowych w tym okresie, a z drugiej strony skutkiem przeprowadzonej w 2015 roku emisji akcji oraz dodatnich wyników finansowych wykazanych w latach 2013 i 2015-2017.

W przypadku zobowiązań Grupy przeważają zobowiązania krótkoterminowe, stanowiące na koniec 2017 roku około 68% zobowiązań ogółem i 30,4% w strukturze pasywów. Wśród nich kredyty i pożyczki miały wartość 2,3 mln zł, co stanowiło udział w pasywach równy 8%. Na ten sam dzień bilansowy długoterminowe kredyty i pożyczki wynosiły 3,4 mln zł, co stanowiło udział w pasywach na poziomie 11,6%.

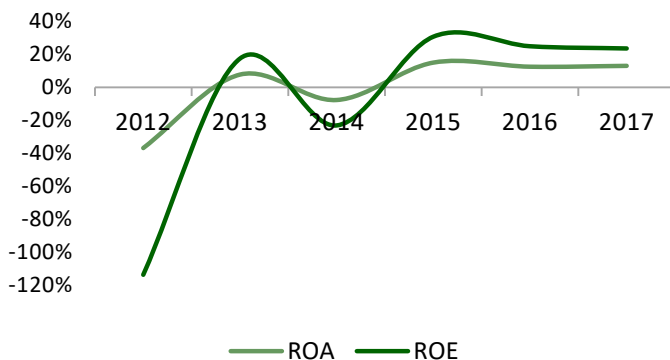
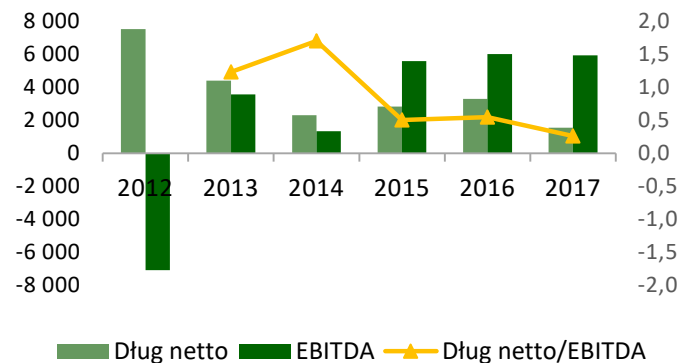
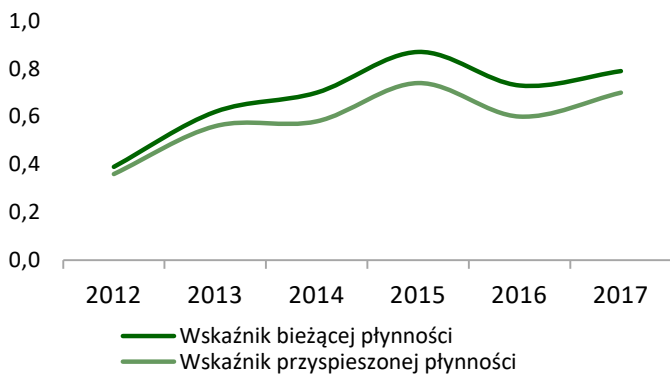
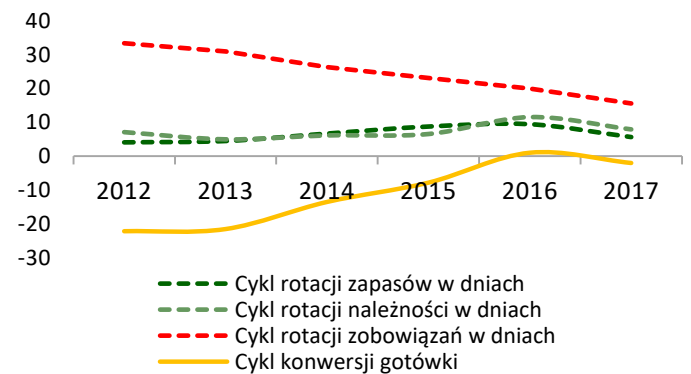
Analiza wskaźnikowa

W latach 2015-2017 rentowność aktywów Grupy Mex Polska znajdowała się na poziomie około 13-15%, a rentowność kapitału własnego na poziomie 24-31%, choć z tendencją spadkową, ze względu na fakt obniżenia zysku netto przy jednocześnie rosnącej wartości aktywów i kapitału własnego. Ze względu na poniesione straty netto w latach 2012 i 2014 wskaźniki ROA i ROE za te okresy przyjmują wartości ujemne.

Wskaźnik dług netto do EBITDA w ostatnich latach istotnie się obniżył, tj. z poziomu 1,24 i 1,71 odpowiednio w 2013 i 2014 roku do 0,26 w 2017 roku. Jest to konsekwencja zarówno znaczącego spadku wartości długu netto Grupy (z poziomu 4,4 mln zł w 2013 roku do 1,6 mln zł w 2017 roku), jak również poprawy wyniku EBITDA w tym okresie (z poziomu 3,6 mln zł w 2013 roku do 5,9 mln zł w 2017 roku).

W ciągu ostatnich 5 lat wskaźnik płynności bieżącej Grupy Mex Polska wzrósł z poziomu 0,39 do 0,79, a wskaźnik płynności przyspieszonej z poziomu 0,36 do 0,7.

Choć w ostatnich latach cykl zobowiązań handlowych wyraźnie się obniżył, tj. z ponad 33 dni w 2012 roku do około 16 dni w 2017 roku, cykl konwersji gotówki Grupy Mex Polska pozostaje ujemny. Wynika to z utrzymujących się niskich wartości cyklu zapasów i należności handlowych, wynoszących odpowiednio 6 i 8 dni w 2017 roku wobec odpowiednio 4 i 7 dni w 2012 roku.

ROA, ROE

Dług netto i EBITDA (tys. zł)

Wskaźniki płynności

Wskaźniki obrotowości (dni)


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Wyniki finansowe za I kwartał 2018 roku

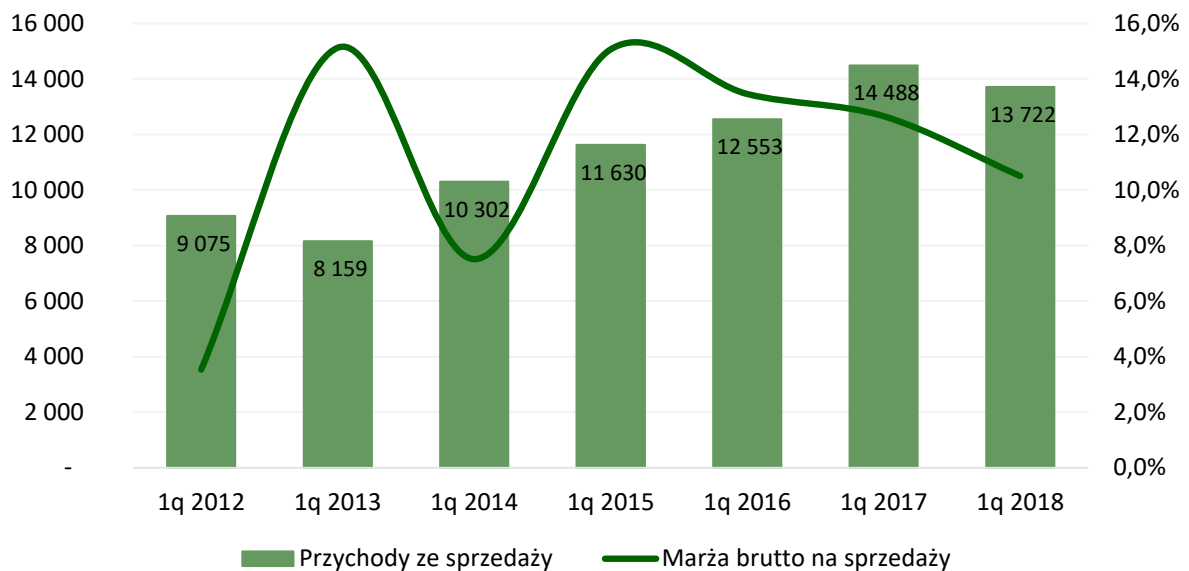
W pierwszym kwartale 2018 roku Grupa Kapitałowa Mex Polska wypracowała 13,72 mln zł przychodów ze sprzedaży wobec około 14,49 mln zł rok wcześniej, co oznacza spadek rok do roku o 5,3%. W tym samym okresie koszt własny sprzedaży zmniejszył się o 3%, a zysk brutto na sprzedaży obniżył się do 1,44 mln zł, tj. o 21,4% wobec pierwszego kwartału 2017 roku. Jednocześnie wynik operacyjny Grupy Mex Polska spadł rok do roku o 47,9% do poziomu 0,43 mln zł, wynik EBITDA o 38,1% do 0,77 mln zł, a wynik netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej o 32,2%, wynosząc 0,52 mln zł.

Wraz ze spadkiem wyników finansowych pogorszyły się także wskaźniki rentowności Grupy. Marża brutto na sprzedaży wyniosła w I kwartale 2018 roku 10,5% wobec 12,7% w analogicznym okresie rok wcześniej. Jednocześnie marża EBITDA spadła o blisko 3 p.p. do poziomu 5,6%, marża operacyjna o 2,6 p.p. do 3,1%, a rentowność sprzedaży netto (biorąc pod uwagę wynik netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej) o 2,5 p.p. do 3,8%.

Na uwagę zwraca przy tym fakt, że pozytywnie na wyniki finansowe Grupy Mex Polska za pierwsze trzy miesiące 2018 roku wpłynęły zdarzenia jednorazowe, w tym przede wszystkim zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych w kwocie 208,4 tys. zł. W wynikach za I kwartał 2017 roku również znajdowały się zdarzenia jednorazowe (m.in. rozwiązanie odpisu aktualizującego należności w kwocie 115 tys. zł), jednak ich łączna wartość była mniejsza. Wynik na sprzedaży Grupy Mex Polska, czyli wynik operacyjny przed uwzględnieniem pozostałych przychodów i kosztów

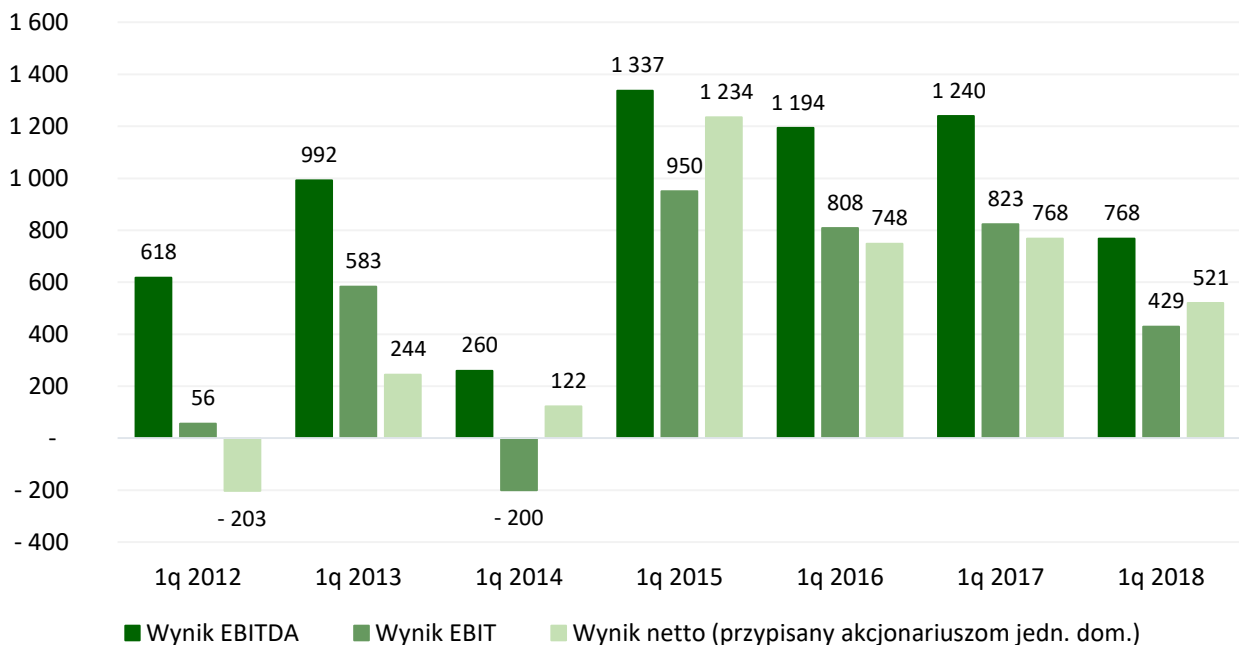
operacyjnych, wyniósł w I kwartale 2018 roku 212 tys. zł wobec 710 tys. zł w analogicznym okresie rok wcześniej, co oznacza spadek rok do roku aż o 70,1%.

Rysunek 12.: Przychody ze sprzedaży Grupy Mex Polska w pierwszych kwartałach (tys. zł) i marża brutto na sprzedaży



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta

Rysunek 13.: Wyniki finansowe Grupy Mex Polska w pierwszych kwartałach (tys. zł)

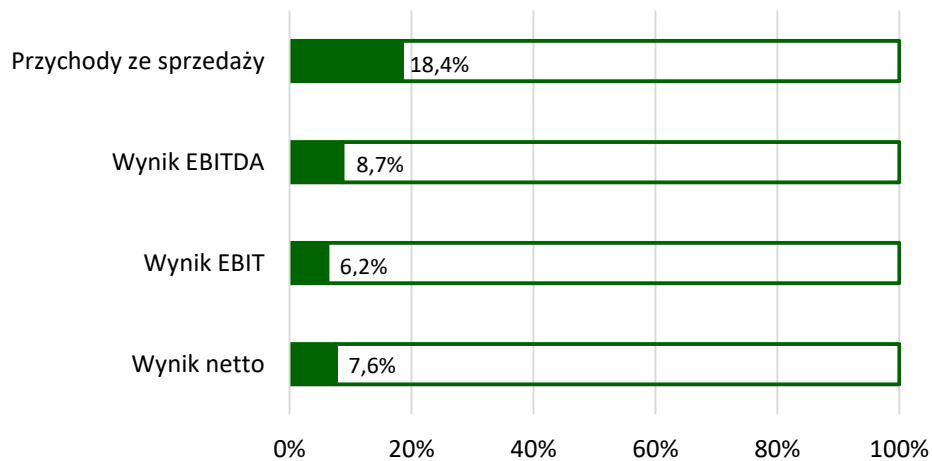


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Jak podała Spółka, pogorszenie wyników w I kwartale 2018 roku było efektem przesunięcia okresu Świąt Wielkanocnych, które w tym roku przypadały na przełom marca i kwietnia, podczas gdy w 2017 roku wystąpiły dopiero w połowie kwietnia (okres przedświąteczny i świąteczny w branży gastronomicznej charakteryzuje się relatywnie niskim poziomem obrotów). Ponadto, jak wyjaśnione zostało w raporcie okresowym Mex Polska, dodatkowym czynnikiem mającym wpływ na poziom przychodów było zamknięcie w czwartym kwartale 2017 roku restauracji The Mexican we Wrocławiu oraz zmiana zasad prowadzenia Pijalni Wódki i Piwa w Sosnowcu, gdzie lokal obecnie jest prowadzony przez franczyzobiorcę w ramach indywidualnej działalności gospodarczej, a przychody nie są konsolidowane przez Grupę Kapitałową Mex Polska.

Po pierwszym kwartale 2018 roku stopień realizacji prognozy Zarządu Mex Polska na cały 2018 rok wynosi: dla przychodów ze sprzedaży 18,4%, dla wyników EBITDA i EBIT odpowiednio 8,7% i 6,2%, a dla wyniku netto 7,6%.

Rysunek 14.: Stopień realizacji przedstawionych przez Zarząd Spółki prognoz wyników finansowych Grupy Mex Polska na 2018 rok po pierwszym kwartale 2018 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta.

Na koniec I kwartału 2018 roku oprocentowane zobowiązania Grupy Mex Polska miały wartość 5,7 mln zł, co oznacza spadek o ponad 0,8 mln zł w porównaniu z końcem 2017 roku i o 1,7 mln zł wobec analogicznego okresu rok wcześniej. Biorąc pod uwagę stan środków pieniężnych (2,8 mln zł) i zdeponowaną w banku kaucję (1,2 mln zł) dług netto Grupy Mex Polska na koniec I kwartału bieżącego roku wyniósł blisko 1,7 mln zł, co stanowi wzrost w ujęciu kwartał do kwartału o 0,1 mln zł oraz spadek w ujęciu rok do roku o 1,4 mln zł.

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 liczba osób odwiedzających placówki gastronomiczne i częstotliwość takich wizyt. 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 zarówno „Pijalnia Wódki i Piwa”, jak i „PanKejk”, wciąż jest niskie, przez co możliwy jest dalszy intensywny rozwój obu tych 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 „Pijalnia Wódki i Piwa” i „PanKejk” (średniorocznie 4-5 lokali „Pijalnia Wódki i Piwa” i 3 restauracje „PanKejk”). 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 lub wypowiedzenia 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 zabezpieczać się przed tego rodzaju ryzykami, 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. Długopolska 22, 50-560 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: 2018-05-23, godz. 07:50.

Data i godzina pierwszej dystrybucji raportu: 2018-05-23, 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 takich uznawani.

Ilekcio 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 jakakolwiek 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 obciążona 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 zbieżne 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.

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. Opiniom 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 usług na rzecz Emitenta lub podmiotów z nim powiązanych oraz 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 jakiegokolwiek 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 jakiegokolwiek 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
CDRL S.A.	2018-04-23	Paweł Juszczak, Adrian Mackiewicz	42,62 zł	32 zł	kupuj	2019-04-23

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.