

Mex Polska – kupuj

(aktualizacja raportu)

15 kwietnia 2019 r., godz. 08:00

Sieć franczyzowa przybiera na masie

Aktualizujemy naszą rekomendację dla akcji Mex Polska, podtrzymując wcześniejsze zalecenie „kupuj”. Nową 12-miesięczną cenę docelową dla tych walorów ustaliliśmy na poziomie 7,07 zł.

Jak przewidzieliśmy w poprzednim naszym raporcie, plany Zarządu Spółki co do liczby otwarć nowych lokali oraz idącej za tym znaczącej poprawy wyników okazały się zbyt ambitne. W 2018 roku powstały 2 kolejne restauracje „PanKejk” (spośród średnio 3 planowanych rocznie), jeden lokal „Klubokawiarnia”, a także 3 bistra „Pijalnia Wódki i Piwa” (spośród średnio 5 planowanych rocznie). Jednocześnie wszystkie wspomniane wyżej placówki „Pijalnia Wódki i Piwa” otwarte zostały nie jako lokale własne, ale w modelu franczyzowym, a dodatkowo w I półroczu zamknięta została jedna z restauracji „The Mexican”. W konsekwencji przychody ze sprzedaży Grupy zwiększyły się w 2018 roku tylko o 3,3% rdr do poziomu 66,5 mln zł. Wynik EBITDA w tym samym okresie wzrósł o 2,7% rdr do 6,1 mln zł, a wynik netto spadł o 14,2% rdr do 3,2 mln zł, przy czym zwrócić należy uwagę na zdarzenia jednorazowe, m.in. w postaci rozwiązania części aktywa na podatek odroczony w związku z ustawowym obniżeniem stawki podatku CIT z 15% na 9% (negatywny wpływ na wynik netto równy 0,72 mln zł).

W naszych prognozach pozostajemy ostrożni co do szacowanego tempa rozwoju lokali własnych Grupy. Do końca 2023 roku założyliśmy zwiększenie liczby restauracji „PanKejk” z obecnych 4 do 8 placówek oraz nowego konceptu „Prosty Temat” z 1 do 3 placówek. Jednocześnie konserwatywnie przyjęliśmy tylko jedno otwarcie lokalu własnego „Pijalnia Wódki i Piwa” w okresie prognozy.

Naszym zdaniem motorem napędowym wyników Grupy może stać się dynamiczny rozwój sieci franczyzowej, który mocno przyspieszył w ostatnich miesiącach – w konsekwencji zakładamy, że liczba placówek franczyzowych zwiększy się z obecnych 8 do 24 w 2023 roku. Zwracamy przy tym uwagę, że model ten charakteryzuje się co do zasady niższym ryzykiem (choć potencjalne zyski są ograniczone do otrzymywanych opłat franczyzowych). Jednocześnie założyliśmy, że pozytywny wpływ na wyniki Grupy Mex Polska od 2019 roku będzie miało obniżenie stawki podatku CIT z 15% do 9%.

Wycena akcji:

Cena bieżąca (12.04.2019 r.)	4,08 zł
12-miesięczna cena docelowa	7,07 zł
Potencjał wzrostu	73,3%

Informacje o spółce:

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

Akcjonariat:

Milduks Limited	29,22%
Raimita Limited	3,76%
Joanna Kowalewska	8,55%
Andrzej Domżał	8,55%
Pozostali	49,92%

Stopy zwrotu (ostatnie 12 miesięcy):



Poprzednie rekomendacje:

	zalecenie: „kupuj”
2018-05-23	cena docelowa: 6,97 zł (scenariusz bazowy)

Analitycy:

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

Prognozy i wskaźniki*

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży	58,9	64,4	66,5	70,3	74,8	78,5	83,2	85,6
EBITDA	6,0	5,9	6,1	6,4	7,0	7,4	7,9	8,1
EBIT	4,4	4,8	4,7	4,8	5,4	5,7	6,0	6,1
Wynik netto	3,7	3,7	3,2	3,9	4,4	4,7	5,0	5,1
EPS	0,49 zł	0,48 zł	0,42 zł	0,51 zł	0,57 zł	0,61 zł	0,65 zł	0,67 zł
DPS	0,33 zł	0,32 zł	0,17 zł	0,19 zł	0,23 zł	0,26 zł	0,28 zł	0,30 zł
Stopa dywidendy	5,0%	4,6%	3,9%	4,7%	5,6%	6,4%	6,9%	7,4%

*Ze względu na dużą niepewność szacunków prognoza wyników na lata 2019-2023 nie uwzględnia implementacji nowego standardu MSSF 16 (więcej informacji o wpływie implementacji MSSF 16 znajduje się na stronie 5 niniejszego raportu).

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

Spis treści

Podsumowanie wyceny	3
Wycena metodą DCF.....	4
Kluczowe założenia przyjęte w wycenie	4
Wpływ implementacji nowego standardu MSSF 16	5
Prognoza wyników finansowych.....	6
Model DCF	7
Zmiana założeń w modelu	9
Wycena metodą porównawczą.....	11
Analiza otoczenia	12
Otoczenie makroekonomiczne	12
Rynek restauracyjny.....	15
Podsumowanie działalności Mex Polska w minionym okresie	17
Wyniki finansowe w 2018 roku.....	19
Sytuacja majątkowa	22
Analiza wskaźnikowa	23
Odwołanie prognoz finansowych Spółki na lata 2018-2019.....	24
Kluczowe czynniki ryzyka	25
Dodatkowe objaśnienia i zastrzeżenia prawne.....	26

Podsumowanie wyceny

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

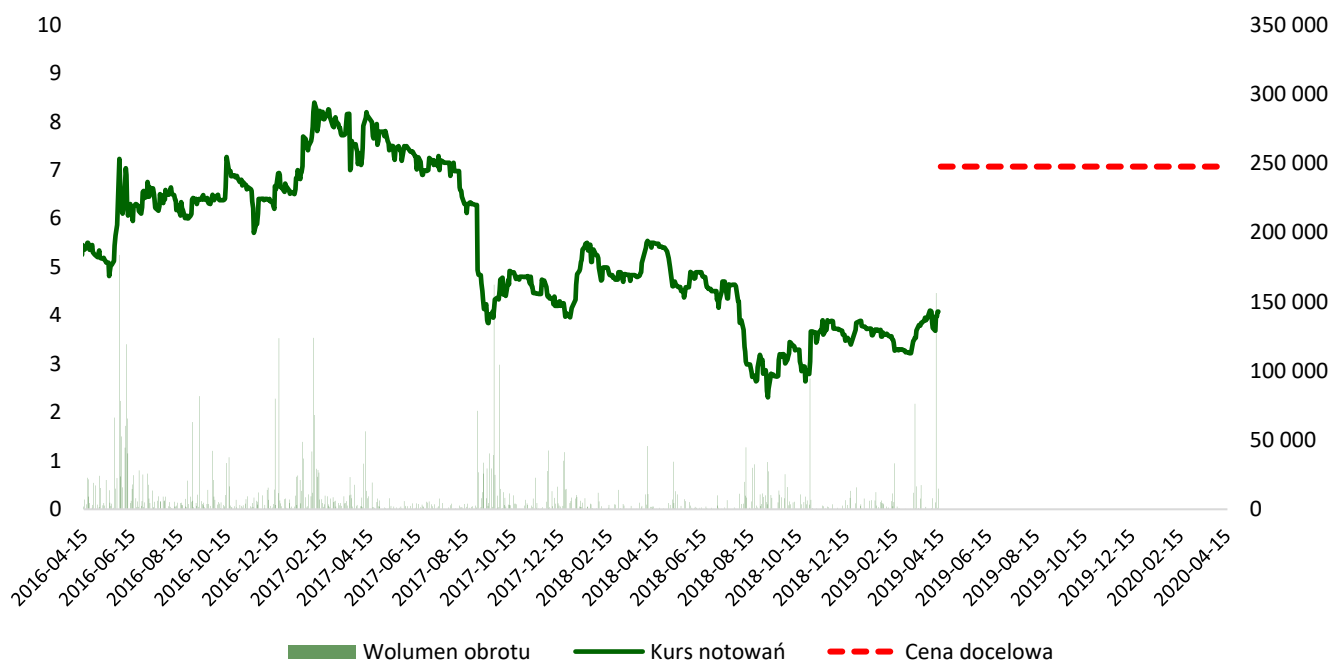
Uwzględniając powyższe, oszacowana przez nas wycena jednej akcji Mex Polska w perspektywie 12-miesięcznej wynosi 7,07 zł.

Wynik wyceny akcji Mex Polska S.A.	
Wynik wyceny metodą DCF	6,69 zł
Waga w końcowej wycenie	90%
Wynik wyceny metodą porównawczą	10,45 zł
Waga w końcowej wycenie	10%
Wycena końcowa 1 akcji	7,07 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

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

Notowania Mex Polska i wycena końcowa



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

Wycena metodą DCF

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

Na podstawie metody DCF docelową 12-miesięczną wycenę kapitału własnego Mex Polska oszacowaliśmy na poziomie 51,3 mln zł, co w przeliczeniu na 1 akcję daje wartość 6,69 zł.

Kluczowe założenia przyjęte w wycenie

Nasze prognozy i wycenę opieramy na następujących założeniach:

- oczekujemy, że w kolejnych latach ogólna sytuacja gospodarcza w Polsce pozostanie dobra, a rosnące dochody konsumentów sprzyjać będą firmom działającym na rynku restauracyjnym;
- przyjęliśmy, że liczba restauracji „The Mexican” w kolejnych latach nie zmieni się, a więc pozostanie 6 takich restauracji;
- zakładamy, że w 2019 roku otwartych zostanie aż 8 nowych lokali „Pijalnia Wódki i Piwa” (zwracamy uwagę, że od początku 2019 roku były już 3 otwarcia, a 3 kolejne powinny nastąpić w ciągu kilku następnych tygodni). Na dalsze lata prognozy zakładamy jednak stopniowe spowolnienie tempa otwarć, tj. do 4 w 2020 roku, 3 w 2021 roku oraz do 2 rocznie w latach 2022-2023 w przypadku modelu franczyzowego. Dodatkowo, ze względu na trudności ze znalezieniem atrakcyjnych lokalizacji w większych miastach, założyliśmy tylko jedno otwarcie lokalu „Pijalnia Wódki i Piwa” jako placówki własnej (w modelu przyjęto, że otwarcie to nastąpi w 2022 roku);
- dla restauracji „PanKejk” przyjęliśmy założenie, że do 2023 roku liczba placówek zwiększy się z 4 do 8 (po jednym otwarciu rocznie w latach 2019-2022), a dla nowego konceptu „Prosty Temat” z 1 do 3 lokali (drugie otwarcie w 2019 roku oraz kolejne w 2021 roku). Jednocześnie założyliśmy, że wszystkie te restauracje będą otwierane jako lokale własne;
- Spółka ujawniła w raporcie rocznym zamiary rozwoju „Pijalni Wódki i Piwa” na rynku niemieckim. Póki co brak jest większych szczegółów na ten temat, dlatego z ostrożności w naszej prognozie nie uwzględniamy wejścia na rynek niemiecki;
- w naszej prognozie uwzględniliśmy fakt, że nowe lokale potrzebują minimum kilku miesięcy na osiągnięcie swojego pełnego potencjału. Jednocześnie założyliśmy, że lokale otwierane w mniejszych miastach (w naszych prognozach są to bistra „Pijalnia Wódki i Piwa” w modelu franczyzowym) co do zasady generują mniejsze przychody niż placówki w większych miastach;
- naszym zdaniem Spółka w dalszym ciągu odczuwać będzie presję płacową, a jednocześnie negatywnie na rentowność sprzedaży mogą wpływać rosnące ceny surowców spożywczych. 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 relacja wszystkich kosztów operacyjnych do przychodów w kolejnych latach będzie jednak nieco niższa niż w 2018 roku ze względu na rozwój modelu franczyzowego, w którym otwierane są niektóre placówki Grupy Mex Polska;
- oczekujemy, że wskaźniki rotacji kapitału obrotowego kształtować się będą na podobnych poziomach jak w poprzednich latach;
- tempo wzrostu wolnych przepływów pieniężnych (g) po okresie prognozy ustaliliśmy na poziomie 1%;
- szacujemy, że na otwarcie nowych restauracji „PanKejk” i „Prosty Temat” potrzeba około 0,5-0,7 mln zł. W przypadku bistr „Pijalnia Wódki i Piwa” przyjmujemy CAPEX na jeden nowy lokal równy 0,2-0,3 mln zł, przy czym zwracamy uwagę, że zdecydowana większość nowych lokali tego konceptu zgodnie z naszą prognozą

ma powstać w modelu franczyzowym, który nie wymaga od Grupy Mex Polska ponoszenia nakładów inwestycyjnych;

- założyliśmy, że wydatki inwestycyjne w okresie rezydualnym zrównają się z wartością amortyzacji;
- część spółek z Grupy Kapitałowej Mex Polska od początku 2019 roku będzie korzystać z preferencyjnej stawki podatku dochodowego na poziomie 9%. W naszym modelu przy przyjęliśmy założenie, że efektywna stopa podatkowa dla Grupy w kolejnych latach wynosić będzie 14%.

Do kalkulacji średnioważonego kosztu kapitału wykorzystano wartość premii za ryzyko kapitału własnego według obliczeń A. Damodarana (aktualizacja danych na styczeń 2019 roku)¹, tj. około 7,1%. Stopa wolna od ryzyka ustalona została na stałym poziomie 3%, zbliżonym do bieżącej rentowności 10-letnich krajowych obligacji skarbowych. Przyjęto wartość długu netto Grupy według stanu z 31 grudnia 2018 roku.

Wpływ implementacji nowego standardu MSSF 16

W styczniu 2016 roku Rada Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (RMSR) opublikowała nowy Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej nr 16 (MSSF 16) dotyczący leasingu, który obowiązuje od okresów sprawozdawczych rozpoczynających się 1 stycznia 2019 roku. Celem nowego standardu jest ułatwienie porównania sprawozdań finansowych, prezentujących zarówno leasing finansowy, jak i operacyjny w sprawozdaniu z sytuacji finansowej leasingobiorcy oraz dostarczenie użytkownikom sprawozdania finansowego informacji dotyczących ryzyka związanego z tymi formami leasingu. Zgodnie z MSSF 16 wyeliminowane zostało pojęcie leasingu operacyjnego w ujęciu przez korzystającego, a niemal wszystkie umowy mające charakter leasingu muszą być ujmowane w bilansie leasingobiorcy (z wyjątkiem leasingu krótkoterminowego oraz aktywów o niskiej wartości), co dotyczy także umów dzierżawy czy najmu.

Zastosowanie nowego standardu wymaga ujęcia w aktywach prawa do użytkowania składników aktywów, a w pasywach zobowiązania z tytułu leasingu (zobowiązanie z tytułu leasingu wycenia się w wartości bieżącej pozostałych opłat leasingowych zdyskontowanych przy użyciu krańcowej stopy procentowej leasingobiorcy w dniu pierwszego zastosowania). Jednocześnie zmienia się sposób klasyfikacji kosztów – usługi obce związane z najmem zastąpione zostają amortyzacją (odpisy amortyzacyjne od składnika aktywów z tytułu prawa do użytkowania) i kosztami odsetek (od zobowiązania z tytułu leasingu). Ponadto inna niż dotychczas jest prezentacja przepływów pieniężnych – dotychczas płatności z tytułu najmu ujmowane były w całości jako wydatek w przepływach z działalności operacyjnej, natomiast po wdrożeniu MSSF 16 kwota opłat jest rozdzielana na płatności związane z kwotą kapitału zobowiązania z tytułu leasingu (prezentowane jako przepływy z działalności finansowej) oraz na płatności związane z odsetkami od zobowiązania z tytułu leasingu (prezentowane tak jak inne płatności z tytułu odsetek).

W praktyce implementacja powyższych zmian od 1 stycznia 2019 r. będzie miała istotny wpływ na następujące wartości:

- aktywów i pasywów (zobowiązań) oraz sumy bilansowej – po stronie aktywów ujęte zostanie prawo do użytkowania (zgodnie z szacunkami wartość bilansowa to około 35-36 mln zł), natomiast po stronie pasywów zobowiązanie z tytułu leasingu w tej samej kwocie;
- kosztów operacyjnych – wartość usług obcych zmniejszy się w związku z wyeliminowaniem z nich kosztów najmu (zgodnie z szacunkami ich wartość to około 8 mln zł), zwiększy się za to kwota amortyzacji, jednak przyrost ten powinien być nieco mniejszy od dotychczasowych opłat, przez co koszty operacyjne ogółem powinny być nieznacznie niższe;
- wyniku operacyjnego – ze względu na fakt, że koszty operacyjne powinny się zmniejszyć, wynik operacyjny powinien się zwiększyć;
- wyniku EBITDA – wyższy wynik operacyjny i jednocześnie wyższa amortyzacja spowodują zwiększenie wyniku EBITDA;

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

- kosztów finansowych – ze względu na dodatkowe odsetki od zobowiązań z tytułu leasingu koszty finansowe wzrosną (ich kwota z roku na rok powinna być niższa);
- wyniku brutto i netto – w pierwszych latach wprowadzenie MSSF 16 może mieć negatywny wpływ na wynik brutto i netto, po kilku latach wpływ ten powinien jednak stać się pozytywny;
- przepływów pieniężnych – zwiększą się przepływy z działalności operacyjnej (zamiast całej płatności z tytułu najmu ujęta w nich zostanie tylko część odsetkowa raty leasingowej), a zmniejszą się przepływy z działalności finansowej (ujęta w nich zostanie płatność związana z kwotą kapitału);
- niektórych wskaźników finansowych – w tym m.in. na wskaźniki zadłużenia, efektywności, rentowności EBITDA, EBIT i netto, ROA, ROE i ROIC czy wartość długu netto i relację długu netto do EBITDA.

Prognoza wyników finansowych

Historyczne wyniki finansowe oraz ich prognozy*

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	58,9	64,4	66,5	70,3	74,8	78,5	83,2	85,6
Koszty operacyjne	54,9	60,2	62,5	65,6	69,4	72,8	77,2	79,4
EBITDA	6,0	5,9	6,1	6,4	7,0	7,4	7,9	8,1
EBIT	4,4	4,8	4,7	4,8	5,4	5,7	6,0	6,1
Działalność finansowa	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Wynik przed opodatkowaniem	4,3	4,6	4,4	4,6	5,1	5,5	5,8	6,0
Podatek dochodowy	0,6	0,9	1,2	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8
Wynik netto	3,7	3,7	3,2	3,9	4,4	4,7	5,0	5,1
EPS	0,49 zł	0,48 zł	0,42 zł	0,51 zł	0,57 zł	0,61 zł	0,65 zł	0,67 zł
DPS	0,33 zł	0,32 zł	0,17 zł	0,19 zł	0,23 zł	0,26 zł	0,28 zł	0,30 zł
Stopa dywidendy	5,0%	4,6%	3,9%	4,7%	5,6%	6,4%	6,9%	7,4%

*Ze względu na dużą niepewność szacunków prognoza wyników na lata 2019-2023 nie uwzględnia implementacji nowego standardu MSSF 16 (więcej informacji o wpływie implementacji MSSF 16 znajduje się na stronie 5 niniejszego raportu).

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

Historyczne dynamiki i marże oraz ich prognozy*

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Dynamika wyników:								
Przychody ze sprzedaży	12,6%	9,4%	3,3%	5,6%	6,4%	5,0%	5,9%	2,9%
Wynik EBITDA	7,7%	-1,5%	2,7%	4,0%	10,5%	5,7%	6,3%	2,7%
Wynik EBIT	8,2%	7,3%	-2,2%	3,4%	11,2%	5,8%	5,9%	2,4%
Wynik netto	-8,1%	-0,5%	-14,2%	22,8%	12,5%	6,6%	6,7%	2,5%
Marże:								
Marża EBITDA	10,3%	9,2%	9,2%	9,0%	9,4%	9,4%	9,5%	9,5%
Marża EBIT	7,5%	7,4%	7,0%	6,9%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Marża netto	6,3%	5,8%	4,8%	5,6%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%

*Ze względu na dużą niepewność szacunków prognoza wyników na lata 2019-2023 nie uwzględnia implementacji nowego standardu MSSF 16 (więcej informacji o wpływie implementacji MSSF 16 znajduje się na stronie 5 niniejszego raportu).

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

Model DCF

Choć implementacja MSSF 16 nie powinna mieć wpływu na wycenę kapitału własnego Spółki i jej akcji (zmiana sposobu ujęcia leasingu nie zmienia ogółem zdolności generowania przepływów pieniężnych przez przedsiębiorstwo), to jednak uwzględnienie w obliczeniach nowego standardu miałoby duży wpływ na wartości poszczególnych składowych wyceny w modelu DCF. Wyższa wartość amortyzacji implikuje wyższą wartość przepływów FCFF. Jednocześnie ze względu na zwiększony udział kapitału obcego zmienia się docelowa struktura kapitału i mniejsza staje się wartość średnioważonego kosztu kapitału WACC, co sprawia, że zdyskontowana wartość przepływów FCFF jest dodatkowo wyższa. W konsekwencji wartość *Enterprise Value* staje się znacząco wyższa niż w przypadku braku zastosowania MSSF 16. Z drugiej jednak strony, uwzględniając nowo powstałe w bilansie zobowiązanie z tytułu leasingu, mocno rośnie wartość długu netto Spółki. Teoretycznie, wzrost wartości *Enterprise Value* powinien być zatem skompensowany wzrostem długu netto, a wartość *Equity Value*, czyli wycena kapitału własnego Spółki, powinna pozostać bez zmian.

Ze względu na dużą niepewność szacunków (Grupa Mex Polska do tej pory również nie ujawniła szczegółowych informacji na temat wpływu nowych standardów na jej wyniki), a także fakt, że zastosowanie nowego standardu nie powinno mieć wpływu na wycenę kapitału własnego Spółki i jej akcji, przedstawiony przez nas poniżej model DCF oparty został na wartościach nieuwzględniających wprowadzenia MSSF 16.

Kalkulacja średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	>2023P
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Beta	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,4
Premia za ryzyko kapitału własnego	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Koszt kapitału własnego	15,1%	14,8%	14,6%	14,4%	14,3%	12,9%
Premia za ryzyko długu	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Udział kapitału własnego	0,81	0,85	0,88	0,90	0,91	0,91
Udział długu	0,19	0,15	0,12	0,10	0,09	0,09
WACC	13,2%	13,3%	13,4%	13,4%	13,5%	12,2%

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wolnych przepływów pieniężnych (FCFF)

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

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wartości 1 akcji

Suma DFCFF (mln zł)	17,62
Tempo wzrostu po okresie prognozy (g)	1%
Wartość rezydualna – RV (mln zł)	46,99
Zdyskontowana wartość rezydualna (mln zł)	26,48
Wartość firmy – EV (mln zł)	44,10
Dług netto (mln zł)	0,37
Wartość kapitału własnego – EqV (mln zł)	43,73
Liczba akcji (mln)	7,665
Wartość 1 akcji na dzień 31.12.2018 r.	5,70 zł
Wartość 1 akcji na dzień 15.04.2019 r.	5,91 zł
12-miesięczna cena docelowa 1 akcji	6,69 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	5,1%	11,2	7,54	7,81	8,11	8,45	8,83	9,26	9,75	10,31
	5,6%	6,92	7,13	7,37	7,63	7,92	8,25	8,61	9,02	9,49
	6,1%	6,58	6,77	6,98	7,21	7,46	7,74	8,05	8,40	8,79
	6,6%	6,28	6,45	6,64	6,84	7,06	7,30	7,57	7,86	8,19
	7,1%	6,01	6,16	6,32	6,50	6,69	6,91	7,14	7,40	7,68
	7,6%	5,76	5,90	6,04	6,20	6,37	6,56	6,76	6,99	7,23
	8,1%	5,53	5,66	5,79	5,93	6,08	6,25	6,43	6,62	6,84

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

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

		Beta po okresie prognozy								
		1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0
Premia za ryzyko kapitału własnego	5,1%	9,42	8,91	8,45	8,05	7,68	7,36	7,06	6,79	6,55
	5,6%	8,85	8,36	7,92	7,54	7,20	6,89	6,61	6,36	6,13
	6,1%	8,35	7,88	7,46	7,10	6,77	6,48	6,22	5,98	5,77
	6,6%	7,90	7,45	7,06	6,71	6,40	6,12	5,88	5,65	5,45
	7,1%	7,50	7,07	6,69	6,36	6,07	5,81	5,57	5,36	5,17
	7,6%	7,15	6,73	6,37	6,05	5,77	5,53	5,30	5,11	4,93
	8,1%	6,82	6,43	6,08	5,78	5,51	5,28	5,06	4,88	4,71

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

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

		Beta po okresie prognozy								
		1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0
Tempo wzrostu po okresie prognozy	-1,0%	6,60	6,29	6,01	5,76	5,53	5,33	5,15	4,98	4,83
	-0,5%	6,80	6,46	6,16	5,89	5,65	5,44	5,24	5,07	4,91
	0,0%	7,01	6,65	6,32	6,04	5,78	5,55	5,35	5,16	4,99
	0,5%	7,25	6,85	6,50	6,19	5,92	5,68	5,46	5,26	5,08
	1,0%	7,50	7,07	6,69	6,36	6,07	5,81	5,57	5,36	5,17
	1,5%	7,79	7,32	6,91	6,55	6,23	5,95	5,70	5,48	5,27
	2,0%	8,11	7,59	7,14	6,75	6,41	6,10	5,84	5,60	5,38
	2,5%	8,46	7,89	7,40	6,97	6,60	6,27	5,98	5,73	5,50
	3,0%	8,87	8,22	7,68	7,21	6,81	6,45	6,14	5,87	5,62

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Zmiana założeń w modelu

Wobec naszego bazowego scenariusza przedstawionego w raporcie z 23 maja 2018 roku zmieniliśmy przede wszystkim założenia co do liczby otwarć poszczególnych lokali w kolejnych latach. Po pierwsze, uwzględniliśmy zamknięcie jednej restauracji „The Mexican”, co miało miejsce w I połowie 2018 roku. Po drugie, obniżyliśmy nieznacznie zakładaną liczbę otwarć restauracji „PanKejk”, jednak w prognozie dodatkowo uwzględniliśmy plany rozwoju zupełnie nowego konceptu, tj. restauracji „Prosty Temat”. W przypadku bistr „Pijalnia Wódki i Piwa”, ze względu na dużą liczbę otwarć na przełomie 2018 i 2019 roku (oraz zapowiedzi otwarć kolejnych 3 lokali w najbliższych tygodniach) znacząco zwiększyliśmy nasze założenia co do liczby tego typu lokali funkcjonujących w modelu franczyzowym. Jednocześnie przyjęliśmy jednak, że liczba lokali własnych „Pijalnia Wódki i Piwa” w kolejnych latach pozostanie na podobnym poziomie (zakładamy jedno otwarcie w okresie prognozy), podczas gdy wcześniej przyjmowaliśmy dalsze stopniowe zwiększanie liczby placówek własnych. Dodatkowo w zaktualizowanej prognozie uwzględniamy fakt sprzedaży na początku 2019 roku jednego lokalu „Pijalnia Wódki i Piwa” inwestorowi zewnętrznemu (lokal działa obecnie w modelu franczyzowym).

Zmiana założeń co do liczby funkcjonujących restauracji Grupy względem raportu z 23 maja 2018 roku

(mln zł)	2019P			2020P			2021P			2022P			2023P		
	nowe	stare	zmiana	nowe	stare	zmiana	nowe	stare	zmiana	nowe	stare	zmiana	nowe	stare	zmiana
„The Mexican”	6	7	-1	6	7	-1	6	7	-1	6	7	-1	6	-	-
„PanKejk”	5	6	-1	6	7	-1	7	8	-1	8	9	-1	8	-	-
„PWiP” – własne	20	25	-5	20	26	-6	20	27	-7	21	28	-7	21	-	-
„PWiP” – franczyza	13	4	+9	17	4	+13	20	5	+15	22	6	+16	24	-	-
„Klubokawiarnia”	1	1	-	1	1	-	1	1	-	1	1	-	1	-	-
„Prosty Temat”	2	0	+2	2	0	+2	3	0	+3	3	0	+3	3	-	-
SUMA	47	43	+4	52	45	+7	57	48	+9	61	51	+10	63	-	-

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Zmiana założeń co do liczby funkcjonujących restauracji w kolejnych latach ma przełożenie m.in. na nasze prognozy przychodów, kosztów i zysków, a także wydatków inwestycyjnych i kapitału obrotowego netto Grupy Mex Polska, co w konsekwencji skutkuje również innymi prognozowanymi wartościami wolnych przepływów pieniężnych FCFF w okresie prognozy.

Wśród innych zmian w naszym modelu wymienić można także obniżenie efektywnej stopy podatkowej (z 19% na 14%) w związku z ustawą wprowadzającą od 1 stycznia 2019 roku nową, obniżoną 9% stawkę podatku CIT dla małych podatników. Ponadto stosunkowo istotną zmianą jest wzrost szacowanego średnioważonego kosztu kapitału (WACC) na kolejne lata, co wynika przede wszystkim z wyższej premii za ryzyko kapitału własnego (wzrost z 6,06% do 7,14%), niższej efektywnej stopy podatkowej oraz wyższego szacowanego udziału kapitału własnego w docelowej strukturze kapitału przy nieco niższych poziomach współczynnika beta oraz niższej stopie wolnej od ryzyka (zmiana z 3,5% na 3%). Obecnie zakładane przez nas poziomy WACC wynoszą 12,2%-13,5%, podczas gdy wcześniej było to 11,5%-12,5%.

Zmiana prognoz finansowych Grupy względem raportu z 23 maja 2018 roku*

(mln zł)	2019P			2020P			2021P			2022P			2023P		
	nowe	stare	zmiana	nowe	stare	zmiana	nowe	stare	zmiana	nowe	stare	zmiana	nowe	stare	zmiana
Przychody ze sprzedaży	70,3	78,7	-8,5	74,8	85,5	-10,7	78,5	90,2	-11,7	83,2	93,8	-10,7	85,6	-	-
EBITDA	6,4	7,4	-1,1	7,0	7,9	-0,9	7,4	8,1	-0,7	7,9	8,2	-0,3	8,1	-	-
EBIT	4,8	5,8	-1,0	5,4	6,3	-0,9	5,7	6,5	-0,9	6,0	6,7	-0,7	6,1	-	-
Wynik netto	3,9	4,4	-0,5	4,4	4,7	-0,3	4,7	4,9	-0,2	5,0	5,1	-0,1	5,1	-	-
NOPLAT	4,1	4,7	-0,6	4,6	5,1	-0,5	4,9	5,3	-0,4	5,2	5,4	-0,3	5,3	-	-
CAPEX	1,9	1,8	0,1	0,9	1,2	-0,4	1,5	1,0	0,5	1,1	1,0	0,1	0,3	-	-
Zmiana KON	0,3	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	0,1	-	-
FCFF	3,5	4,4	-0,9	5,3	5,5	-0,2	4,9	5,9	-1,0	5,6	5,9	-0,3	6,9	-	-

*Ze względu na dużą niepewność szacunków nowa prognoza wyników na lata 2019-2023 nie uwzględnia implementacji nowego standardu MSSF 16 (więcej informacji o wpływie implementacji MSSF 16 znajduje się na stronie 5 niniejszego raportu).

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wycena metodą porównawczą

Na rynku publicznym praktycznie brak jest spółek w dużym stopniu porównywalnych do Mex Polska. Wydaje się, że spośród nich do grupy porównawczej przede wszystkim należałoby zaliczyć Sfinks Polska, jednak ten emitent opublikować ma raport za 2018 rok dopiero 26 kwietnia 2019 roku (ostatnie dostępne publicznie dane dotyczą III kwartału 2018 roku), co dodatkowo utrudnia przeprowadzenie rzetelnej wyceny metodą porównawczą.

Poniżej przedstawione zostały spółki o zbliżonym profilu działalności do Grupy Kapitałowej Mex Polska, w tym 1 podmiot notowany na polskim rynku kapitałowym oraz 14 spółek zagranicznych. Wskaźniki rynkowe obliczono na podstawie historycznych wyników finansowych za ostatnie 4 raportowane kwartały.

Kapitalizacja, wartość EV i wskaźniki rynkowe spółek porównywalnych

	Kapitalizacja (mln EUR)	EV (mln EUR)	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/S
AmRest Holdings SE	2 104,0	2 649,8	14,11	37,01	1,71
Autogrill SpA	2 193,0	2 880,0	7,44	19,20	0,61
Bloomin' Brands Inc.	1 545,5	2 451,1	7,98	19,06	0,67
Brinker International Inc.	1 426,9	2 538,6	7,39	11,97	0,90
Chuy's Holdings Inc.	311,6	304,4	9,71	22,04	0,86
Del Taco Restaurants Inc.	328,3	481,0	9,08	15,97	1,07
Domino's Pizza Group Plc	1 330,1	1 594,5	18,92	24,60	2,58
DP Eurasia NV	149,8	178,5	10,93	21,85	1,36
Fiesta Restaurant Group Inc.	304,7	370,6	8,99	46,62	0,61
Noodles & Company	255,1	290,7	17,18	-87,40	0,72
Papa John's International Inc.	1 411,9	1 944,5	28,61	72,31	1,40
Tasty Plc	3,5	5,9	-0,53	-0,44	0,11
Texas Roadhouse Inc.	3 959,5	3 775,3	14,76	22,71	1,74
The Restaurant Group Plc	693,2	1 027,1	14,07	53,36	1,29
The Wendy's Company	3 757,6	5 840,5	17,42	26,40	4,15
Mediana			10,93	22,04	1,07
Mex Polska S.A.	7,3	7,4	5,18	6,79	0,48
<i>Premia/dyskonto</i>			-52,6%	-69,2%	-55,8%

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych spółek.

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

	Wyceny częściowe	Wagi
EV/EBITDA	8,66 zł	33%
EV/EBIT	13,35 zł	33%
EV/S	9,33 zł	33%

Wycena 1 akcji
10,45 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych spółek.

Analiza otoczenia

Otoczenie makroekonomiczne

Sytuacja gospodarcza Polski pozostaje bardzo dobra, choć zgodnie z prognozami rynkowymi szczyt obecnego cyklu koniunkturalnego został już osiągnięty. Według wstępnego szacunku GUS w IV kw. 2018 roku PKB naszego kraju zwiększył się realnie rok do roku o 4,9% wobec wzrostu o 5,1% kwartał wcześniej i 5% w analogicznym okresie rok wcześniej. Głównym czynnikiem wzrostu pozostaje popyt krajowy, w tym przede wszystkim konsumpcja, wspierana przez rosnące zatrudnienie i płace, dobre nastroje konsumentów, umiarkowaną dynamikę cen, a także przyspieszenie dynamiki kredytów konsumpcyjnych.

W IV kw. 2018 roku popyt krajowy wzrósł w skali roku o 4,8% wobec wzrostu o 6,2% kwartał wcześniej, a na to spowolnienie wpłynęło wyraźne osłabienie tempa wzrostu akumulacji brutto w tym okresie, tj. do 6,2% z 14,6% (w tym tempa wzrostu nakładów brutto na środki trwałe do 6,7% w IV kw. 2018 roku z 9,9% w III kw. 2018 roku). Jednocześnie wzrost spożycia ogółem utrzymał się na poziomie 4,2% rdr, w tym dynamika spożycia prywatnego zmniejszyła się z 4,5% rdr do 4,3% rdr, a spożycia publicznego zwiększyła się z 3,6% rdr do 4% rdr. W IV kw. 2018 roku pozytywny wkład w dynamikę PKB miał także eksport netto (0,2 p.p. wobec ujemnego wpływu wynoszącego 0,9 p.p. w III kw. 2018 roku).

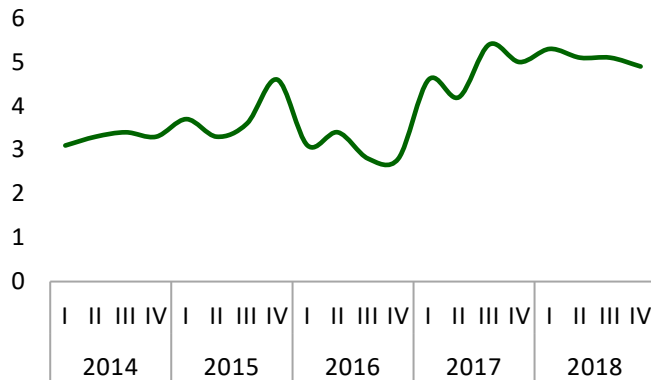
W ostatnich miesiącach dynamika zatrudnienia nieco spowolniła (do 2,9% rdr w lutym 2019 roku), a stopa bezrobocia nieznacznie wzrosła, tj. do 6,1% wobec 5,7% w listopadzie 2018 roku. Tempo wzrostu wynagrodzeń w ujęciu rocznym wciąż utrzymuje się jednak powyżej 7%. W dwóch pierwszych miesiącach 2019 roku wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł 5,4% rdr wobec wzrostu o 8,1% rdr w analogicznym okresie 2018 roku. Mimo wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybkiego wzrostu płac wskaźnik inflacji CPI kształtuje się na dość niskim poziomie, choć w marcu 2019 roku inflacja wyraźnie przyspieszyła, tj. do 1,7% rdr wobec 1,2% rdr miesiąc wcześniej i 0,7% rdr w styczniu. Jednocześnie utrzymują się bardzo dobre nastroje konsumentów – w marcu 2019 roku bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej (BWUK) ukształtował się na poziomie 8,2, a wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej (WWUK) na poziomie 4,7.

Według najnowszej projekcji NBP, zaprezentowanej w dokumencie *Raport o inflacji – marzec 2019 r.*, dynamika PKB Polski obniży się w kolejnych latach w ślad za osłabieniem wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz wyhamowaniem tempa wzrostu absorpcji środków w budżecie UE, wynosząc 4% w 2019 roku i 3,7% w 2020 roku, (wobec projekcji listopadowej prognozy te zostały podniesione odpowiednio o 0,4 p.p. i 0,3 p.p.) oraz 3,5% w 2021 roku.

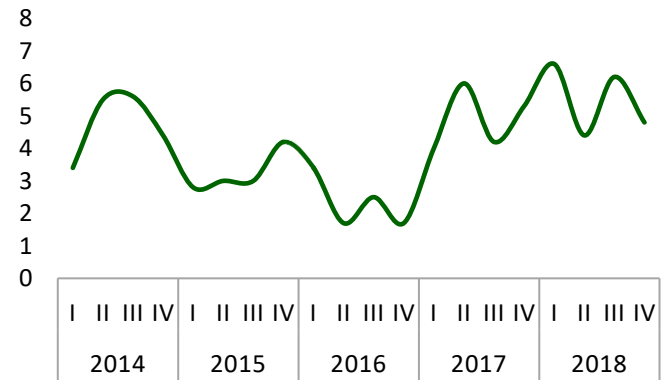
Jednocześnie centralna ścieżka projekcji NBP dla pozostałych wybranych wskaźników makroekonomicznych kształtuje się następująco:

- głównym źródłem wzrostu gospodarczego pozostanie spożycie prywatne przy wzroście rdr o 4,4% w 2019 roku, 4,3% w 2020 roku i 3,6% w 2021 roku;
- w kolejnych latach tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe będzie spadać, tj. z 7,3% w 2018 roku do 5,4% w 2019 roku, 3,7% w 2020 roku i 2,6% w 2021 roku;
- wskaźnik inflacji CPI w horyzoncie projekcji będzie się zwiększać, tj. z 1,6% w 2018 roku do 1,7% w 2019 roku oraz do 2,7% i 2,5% odpowiednio w 2020 i 2021 roku;
- wynagrodzenia w latach 2019-2021 będą rosły kolejno o: 6,8%, 6,5% i 6,3% rdr;
- stopa bezrobocia (wg BAEL) stopniowo będzie spadać, tj. z 3,8% w 2018 roku do 3,4% w 2019 roku, 3,2% w 2020 roku i 3% w 2021 roku.

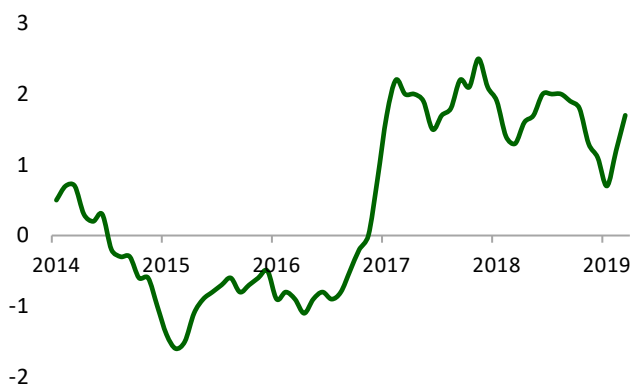
PKB rdr (%)



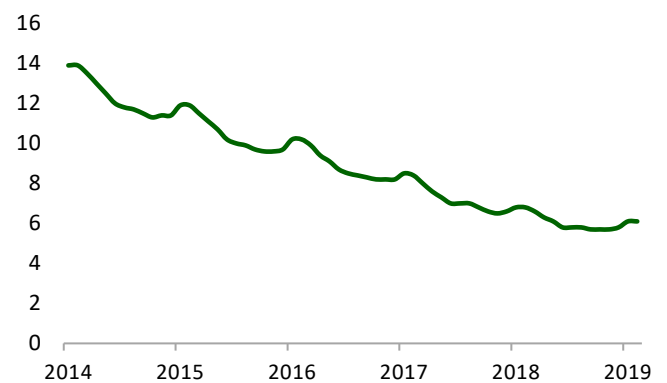
Popyt wewnętrzny rdr (%)



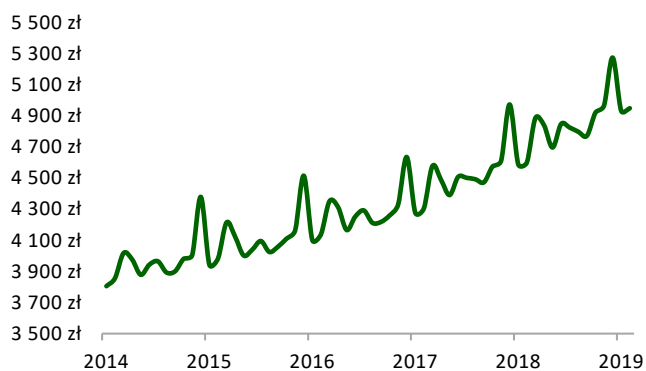
Inflacja CPI rdr (%)



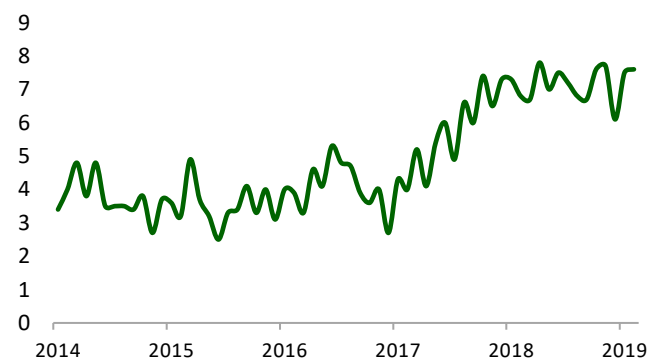
Bezrobocie rejestrowane (%)



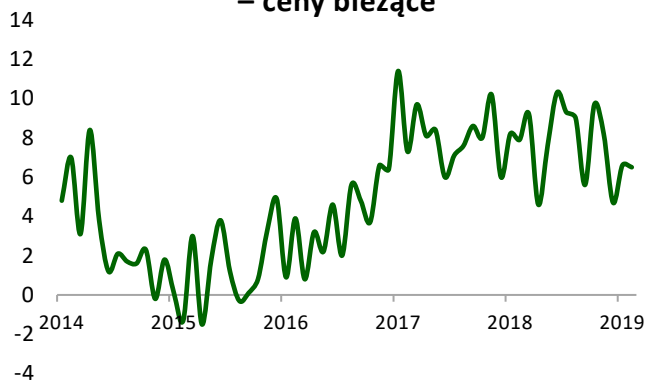
Przeciętne miesięczne wynagrodzenie



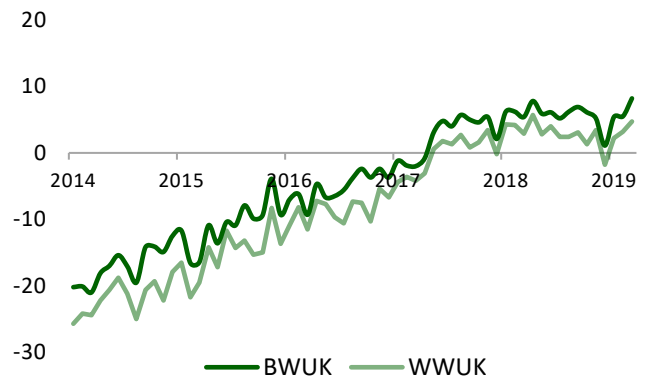
Dynamika wynagrodzeń rdr (%)



Sprzedaż detaliczna rdr (%) – ceny bieżące



Wskaźniki ufności konsumenckiej

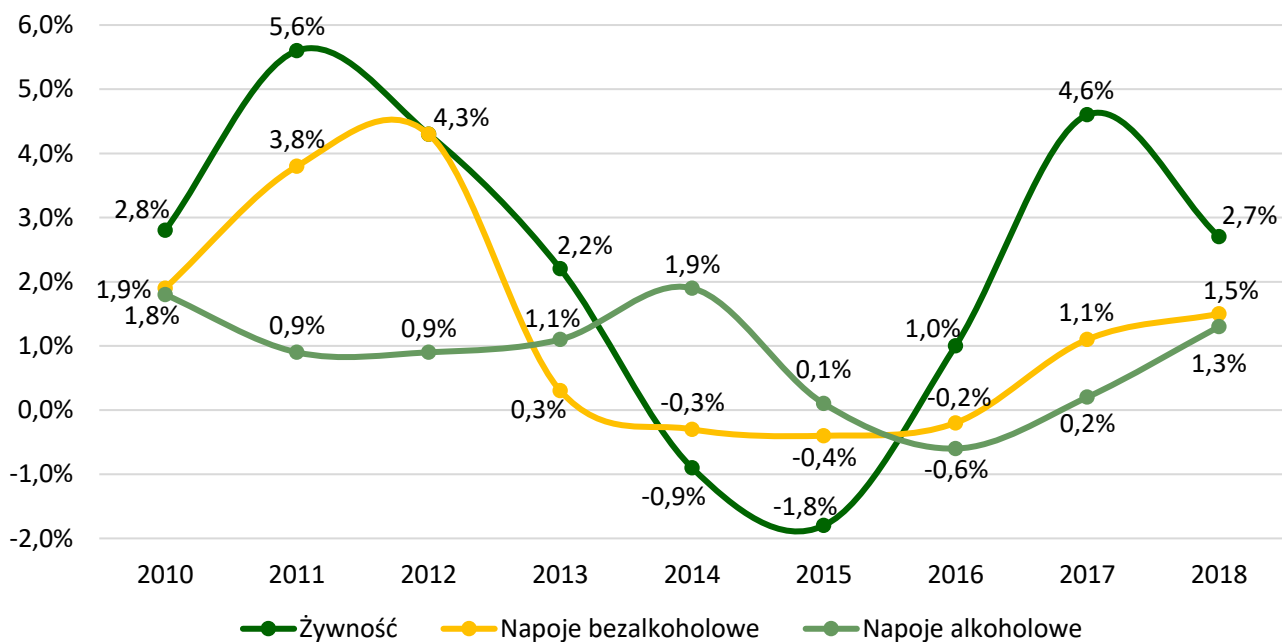


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, NBP, MRPiS.

Zgodnie z danymi GUS w 2018 roku dynamika cen żywności wyraźnie spowolniła, tj. do 2,7% rdr z 4,6% rdr w 2017 roku. Mocno podrożały jednak towary z takich kategorii jak pieczywo (5,6% rdr), jaja (19,4% rdr) czy tłuszcze zwierzęce (12% rdr). W przypadku napojów bezalkoholowych dynamika przyspieszyła w 2018 roku do 1,5% rdr (z 1,1% rdr w 2017 roku), natomiast w przypadku napojów alkoholowych do 1,3% rdr (z 0,2% rdr w 2017 roku).

Po dwóch miesiącach 2019 roku dynamika cen żywności wyniosła 1,5% rdr, w tym szczególnie mocno zdrożało pieczywo (9,1% rdr), mąka (6,3% rdr) i warzywa (11,9% rdr). Tempo wzrostu cen napojów bezalkoholowych w tym samym okresie było równe 1,2% rdr, a napojów alkoholowych 1,9% rdr.

Rysunek 1.: Dynamika cen żywności, napojów bezalkoholowych i napojów alkoholowych

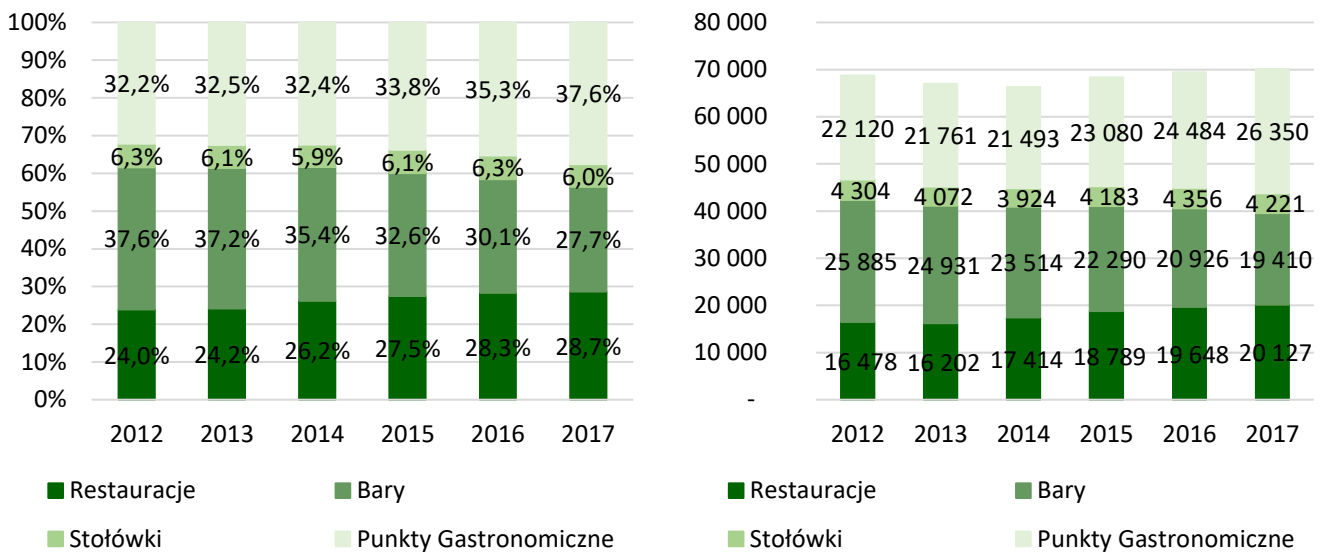


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Rynek restauracyjny

Jak wynika z danych GUS, w 2017 roku liczba placówek gastronomicznych (stałych i sezonowych) zwiększyła się do ponad 70,1 tys., tj. o 0,9% w porównaniu z 2016 rokiem. Największy na to wpływ miał przyrost punktów gastronomicznych, tj. o 10,7% rdr do blisko 26,4 tys., a także restauracji, tj. o 19,2% rdr do 20,1 tys. W konsekwencji w strukturze placówek gastronomicznych udział restauracji zwiększył się z 28,3% do 28,7%, a punktów gastronomicznych z 35,3% do 37,6%. Z kolei udział barów zmniejszył się z 30,1% do 27,7%, a stołówek z 6,3% do 6%.

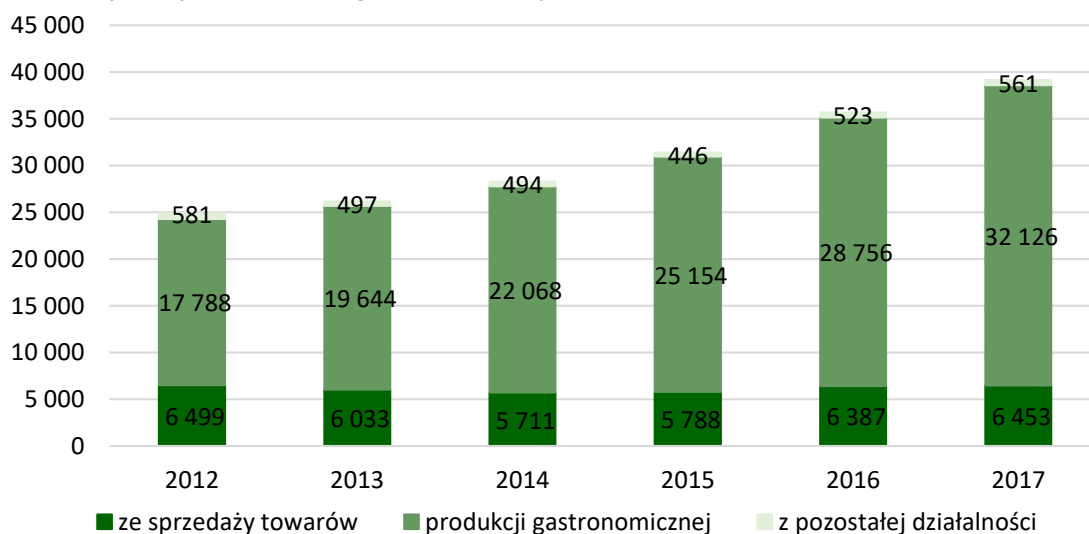
Rysunek 2.: Struktura (wykres po lewej) i liczba (wykres po prawej) placówek gastronomicznych w Polsce



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

W 2017 roku wzrosły także przychody ogółem z działalności gastronomicznej, wynosząc 39,1 mld zł w porównaniu do 35,7 mld zł rok wcześniej (o 9,7% rdr), a wzrost ten był przede wszystkim efektem wyższych przychodów z produkcji gastronomicznej (o 11,7% rdr). W tym samym okresie przychody ze sprzedaży towarów zmniejszyły się o 1,7% rdr do 6,5 mld zł (w tym ze sprzedaży napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych spadły o 0,5% rdr do 4,6 mld zł).

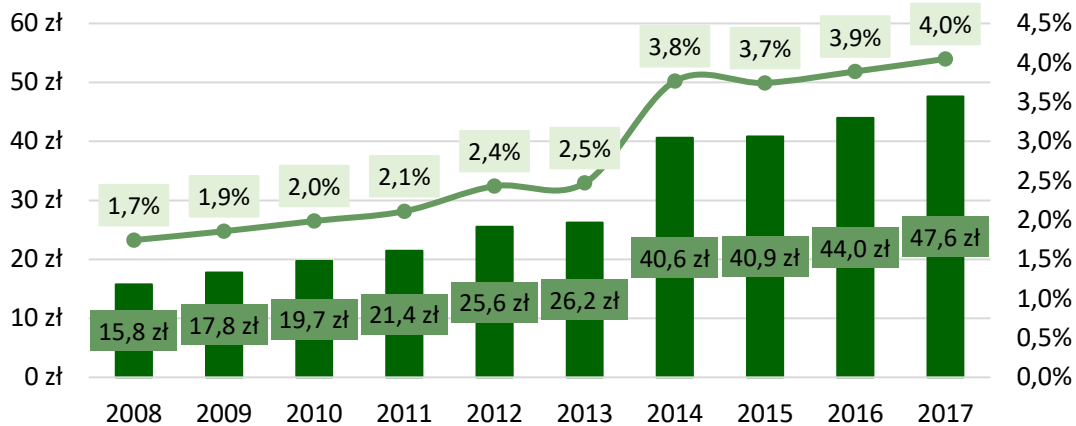
Rysunek 3.: Przychody z działalności gastronomicznej w Polsce (mln zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Jednocześnie systematycznie rosną przeciętne miesięczne wydatki gospodarstw domowych na jedną osobę przeznaczane na gastronomię. Według danych GUS w 2017 roku wynosiły one 47,6 zł wobec 44 zł rok wcześniej. Ich udział w wydatkach ogółem zwiększył się przy tym z 3,9% do 4%.

Rysunek 4.: 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.

Według szacunków PMR, przedstawionych w raporcie *Rynek HoReCa w Polsce 2018. Analiza rynku i prognozy rozwoju na lata 2018-2023*, wartość rynku gastronomicznego w 2017 roku wynosiła 28,6 mld zł, a w 2018 roku miała przekroczyć 30,2 mld zł przy rocznym tempie wzrostu równym 5,8%. Z badań przeprowadzonych przez tę samą firmę w styczniu 2018 roku wynikało, że 58 proc. Polaków w ciągu trzech miesięcy poprzedzających badanie spożywało posiłek w lokalu gastronomicznym wobec wyniku 51 proc. uzyskanego w lutym 2017 roku. Jak tłumaczono, na korzyść branży działały między innymi wzrost turystyki (w opinii badanych firm z segmentu gastronomicznego turyści stanowią około 15 proc. klientów lokali), a także dobra kondycja polskiej gospodarki i wzrost krajowej konsumpcji. Jednocześnie 2017 rok był kolejnym rokiem, w którym poprawiła się mediana miesięcznego obrotu w placówkach gastronomicznych. Według danych PMR największa średnia wartość przeciętnego paragonu charakteryzuje restauracje hotelowe (57,41 zł) i restauracje (51,13 zł) oraz pizzerie (38,31 zł), a największa średnia liczba wystawianych paragonów dziennie restauracje (72), kawiarnie i herbaciarnie (69) oraz fast foody (67). Jednocześnie badani najczęściej wskazywali, że zdarza im się korzystać z pizzerii (95%), a następnie: fast foodów (90%), kawiarni i herbaciarni (87%), niesieciowych restauracji (86%), sieciowych restauracji (76%), bufetów z jedzeniem na wagę (71%), a także barów alkoholowych i pubów (70%).

Podobne pozytywne wnioski wyciągnąć można także z raportu *Polska na Talerzu 2018* tworzonego na zlecenie sieci hurtowni MAKRO Polska. Zdecydowana większość badanych korzysta z lokali gastronomicznych i ta liczba systematycznie rośnie – w 2016 roku było to 74%, w 2017 roku 77%, a w 2018 roku aż 94% respondentów. Wśród badanych, niezmiennie od lat, największą popularnością cieszą się pizzerie (69%), fast foody (59%) oraz restauracje (53%). Jednocześnie wysoko w rankingu znajdują się kawiarnie (43%) miejsca serwujące kebaby (42%), lokalne bary i puby (36%), burgerownie (28%), lokale z jedzeniem na wagę (26%) oraz naleśnikarnie i pierogarnie (24%). Według danych z raportu MAKRO Polska w tygodniu 68% respondentów płaci za posiłek między 11 a 40 zł, podczas gdy w weekendy wydatki rzadko wynoszą mniej niż 20 zł, a 65% badanych wydaje między 21 a 70 zł.

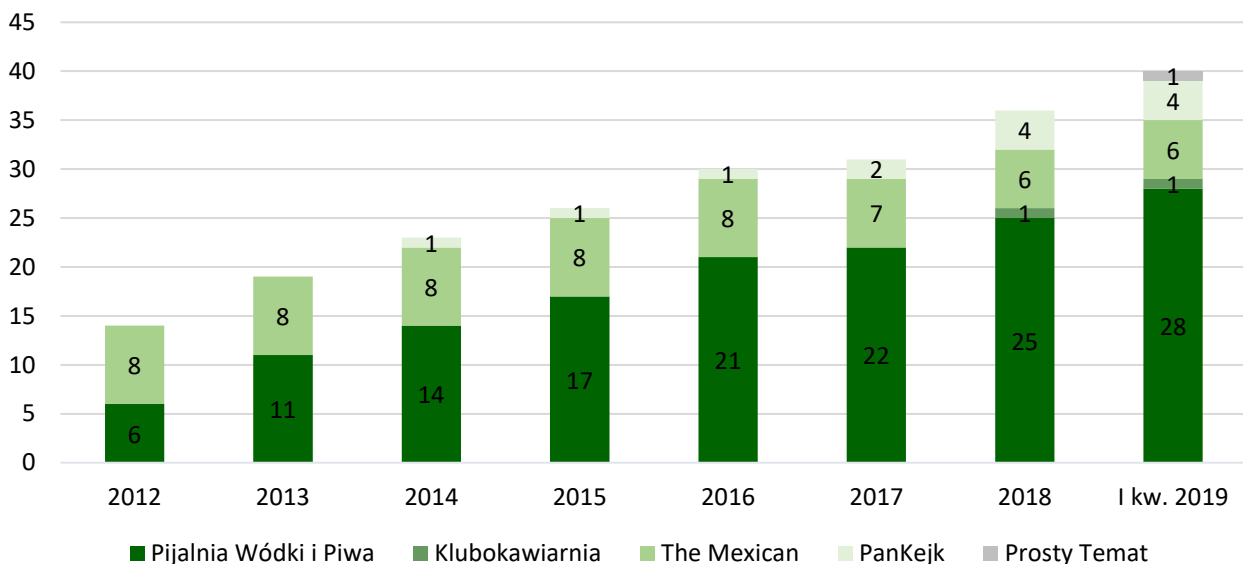
Na systematycznie rosnącą wartość rynku gastronomicznego (od ponad dekady) zwraca uwagę również GfK Polonia w raporcie *Rynek gastronomiczny w Polsce 2017*. Choć zgodnie z danymi tej firmy odsetek Polaków powyżej 15 roku życia, którzy odwiedzili lokal gastronomiczny spadł wobec 2016 roku o 5,5 p.p., to jednak zostało to zrekompensowane przez znaczący wzrost intensywności korzystania przez konsumentów, tj. średnio do 3,7 odwiedzin w ciągu miesiąca. Jak tłumaczą analitycy GfK Polonia, jest to efektem zmian zachodzących w stylu życia Polaków, którzy coraz chętniej jedzą i piją poza domem. Ponadto, jak zwrócono uwagę, wartościowy wzrost rynku w 2017 roku był również skutkiem rosnących cen w placówkach gastronomicznych.

Podsumowanie działalności Mex Polska w minionym okresie

W 2018 roku Grupa Mex Polska otworzyła 2 kolejne restauracje „PanKejk” (w Warszawie i Gdańsku), a także uruchomione zostały 3 nowe bistra „Pijalnia Wódki i Piwa” (w Rzeszowie, Gliwicach i Opolu). Ponadto w Sopocie powstał także lokal w nowym formacie „Klubokawiarnia”, a jednocześnie zamknięta została jedna z restauracji „The Mexican” prowadzona w Warszawie (spółka z Grupy Kapitałowej Mex Polska, która zarządzała tą lokalizacją, została sprzedana inwestorowi zewnętrznemu). W konsekwencji na koniec ubiegłego roku na sieć Grupy Mex Polska składało się łącznie 36 lokali wobec 31 rok wcześniej.

W I kwartale 2019 roku jeden z lokali „Pijalnia Wódki i Piwa” (w Szczecinie) został sprzedany inwestorowi zewnętrznemu (obecnie działa w modelu franczyzowym). Ponadto powstały 3 kolejne bistra „Pijalnia Wódki i Piwa” (w Białymstoku, Pabianicach i Radomiu). Dodatkowo w marcu w Sopocie Grupa Mex Polska otworzyła pierwszy lokal pod szyldem „Prosty Temat” – restaurację z segmentu casual dining oferującą m.in. tapasy, burgery, pizzę, pide czy makarony. W efekcie na koniec I kwartału 2019 roku łączna liczba lokali Mex Polska zwiększyła się do 40.

Rysunek 5.: Sieć restauracji Mex Polska

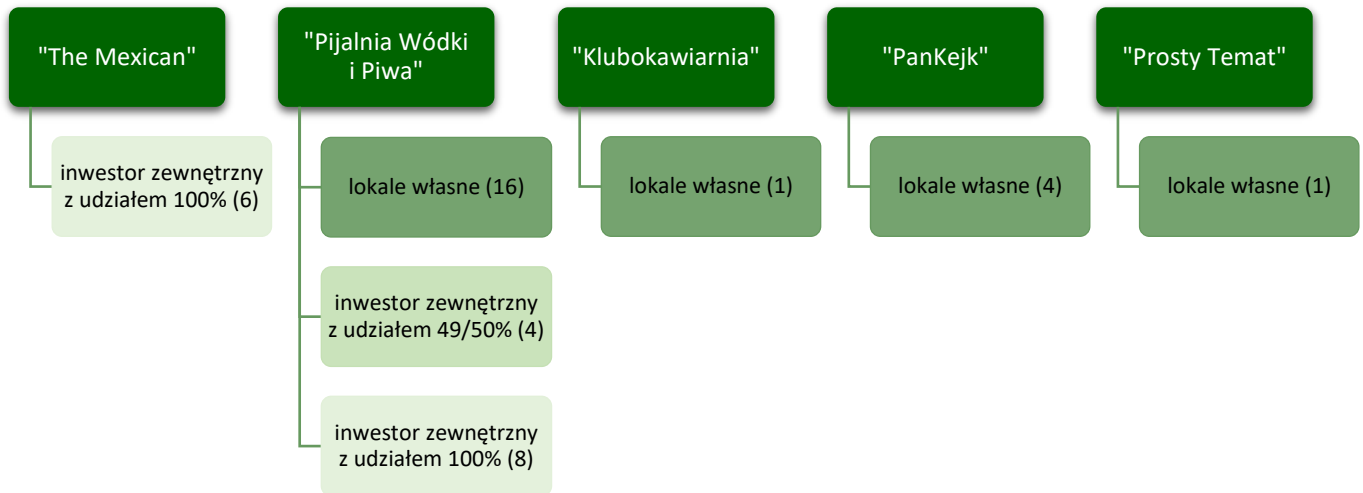


Źródło: opracowanie własne.

Wszystkie wymienione wyżej nowe bistra „Pijalnia Wódki i Piwa” powstały na zasadzie udzielonej franczyzy inwestorowi zewnętrznemu, a dotychczas w takiej formie funkcjonował jedynie jeden lokal „Pijalnia Wódki i Piwa”, tj. w Sosnowcu. Warto zwrócić uwagę, że choć w takim modelu potencjał dochodów możliwych do uzyskania z poszczególnych placówek jest dla Grupy Mex Polska dość mocno ograniczony, tj. głównie do opłat franczyzowych uzależnionych od wartości generowanych przychodów (inwestor zewnętrzny zachowuje dla siebie całość zysków), to jednak zapewnia on większe bezpieczeństwo (nakłady inwestycyjne na uruchomienie lokalu i późniejsze koszty jego prowadzenia obciążają inwestora zewnętrznego) oraz wyższą rentowność działalności – Mex Polska księguje przychody z tytułu opłat od franczyzobiorców, nie ponosząc jednocześnie związanych z tym wysokich kosztów (koszty dotyczą głównie pozyskania nowych franczyzobiorców czy bieżącego doradztwa na rzecz franczyzobiorców, co przejawia się przede wszystkim w wynagrodzeniach dla osób odpowiedzialnych za prowadzenie i rozwój franczyzy). Jak zapowiadał wcześniej Zarząd Spółki, model franczyzowy jest rozwijany przede wszystkim w mniejszych miejscowościach. W dużych miastach Mex Polska zamierza jednak dalej otwierać lokale własne – tak też było w przypadku powstałych niedawno lokali „Klubokawiarnia” i „Prosty Temat” oraz dwóch restauracji „PanKejk”.

Zgodnie z podanymi przez Spółkę informacjami w najbliższych tygodniach mają zostać także otwarte 3 kolejne lokale „Pijalnia Wódki i Piwa” (w Legnicy, Żarach i Koszalinie). Dodatkowo w raporcie okresowym wspomniano, że plany na cały 2019 rok zakładają zwiększenie sieci do 47 placówek, w tym bistr „Pijalnia Wódki i Piwa” do 33 lokali (włączając istniejącą „Klubokawiarnię”) oraz restauracji „PanKejk” do 7 lokali. Co ciekawe, Spółka zamierza również podjąć kroki w celu rozeznania budowy tego typu placówek na rynku niemieckim.

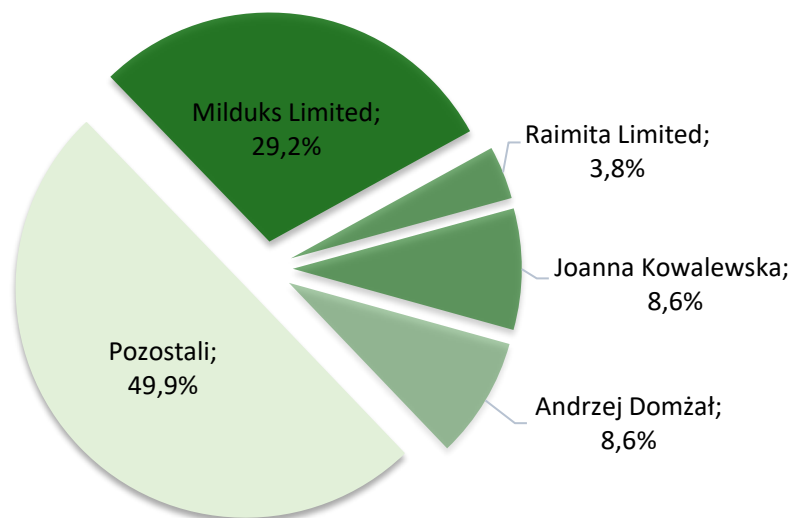
Rysunek 6.: Struktura własności lokali Mex Polska (stan na 31 marca 2019 r.)



Źródło: opracowanie własne.

W trakcie 2018 roku zmieniła się nieco struktura akcjonariatu Mex Polska S.A. We wrześniu Trigon Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych poinformował o zmniejszeniu stanu posiadania i zejściu poniżej progu 5% ogólnej liczby głosów w Spółce. Udziały innych dotychczasowych największych akcjonariuszy nie zmieniły się, natomiast udział pozostałych inwestorów zwiększył się z 40,4% do 49,9%.

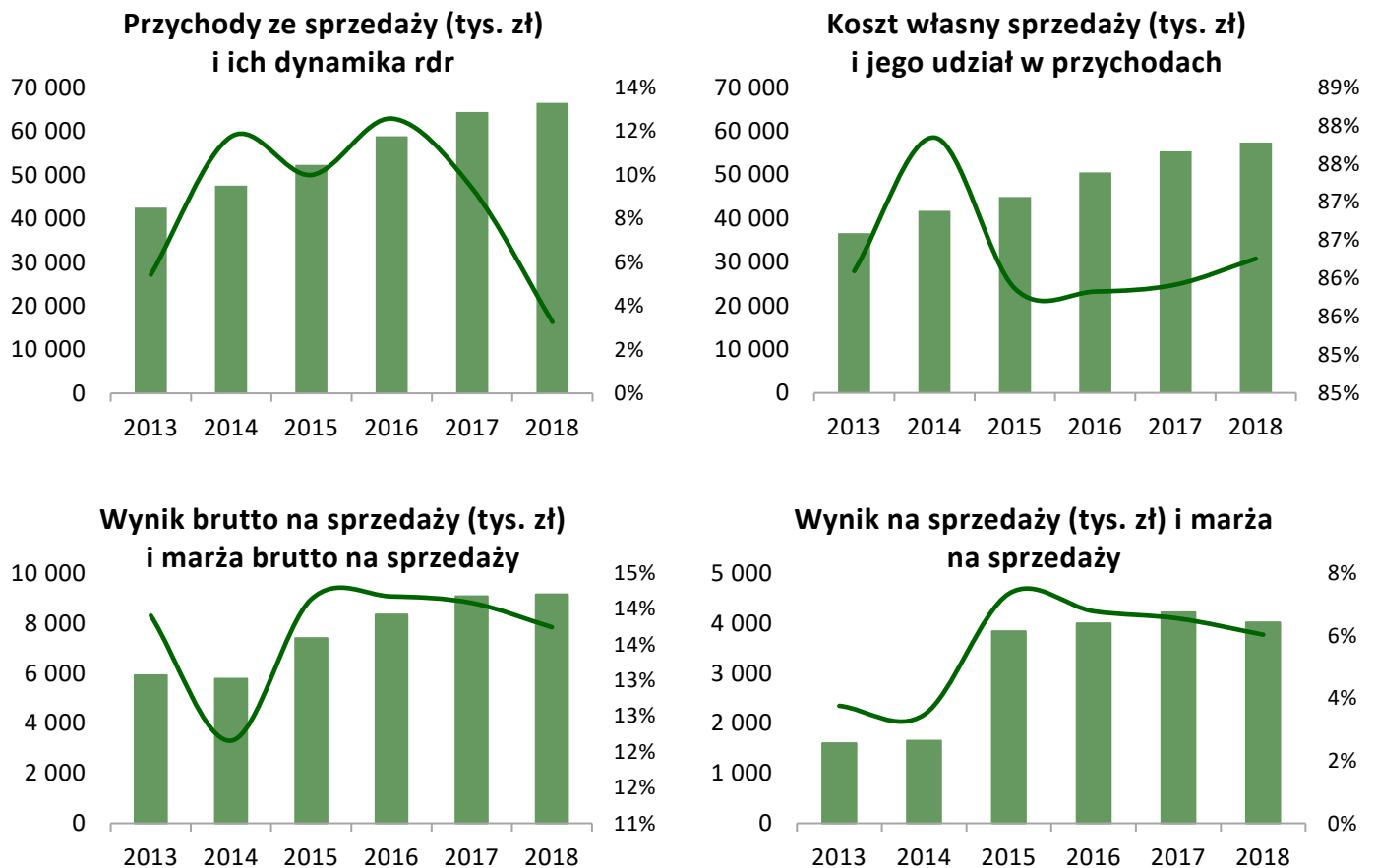
Rysunek 7.: Struktura akcjonariatu Mex Polska S.A.



Źródło: opracowanie własne.

Wyniki finansowe w 2018 roku

Przychody ze sprzedaży Grupy Mex Polska wyniosły w 2018 roku 66,5 mln zł wobec 64,4 mln zł rok wcześniej. Pomimo otwarć kilku nowych lokali dynamika wzrostu zmalała w tym okresie do 3,3% wobec 9-12% w latach 2014-2017. Była to jednak w dużej mierze konsekwencja zamknięcia dwóch restauracji „The Mexican” (jednej w IV kw. 2017 roku, a drugiej w II kw. 2018 roku), a także uruchomienia wszystkich trzech nowych lokali „Pijalnia Wódki i Piwa” nie w formie placówek własnych, ale w modelu franczyzowym (ich przychody nie są konsolidowane przez Grupę Mex Polska). Koszt własny sprzedaży Grupy urosł rok do roku o 3,7%, a jego relacja do przychodów zwiększyła się o 0,3 p.p. do 86,3%. W efekcie wynik brutto na sprzedaży znalazł się na podobnym poziomie jak rok wcześniej, tj. 9,1 mln zł, natomiast marża brutto na sprzedaży nieznacznie spadła, tj. z 14,1% do 13,7%. Skonsolidowany zysk na sprzedaży wyniósł w 2018 roku 4 mln zł wobec 4,2 mln zł rok wcześniej, a marża na sprzedaży obniżyła się w tym okresie o 0,5 p.p. do 6%. Jak tłumaczy Zarząd Mex Polska, wynikało to głównie z poniesienia kosztów związanych z intensyfikacją rozwoju sieci franczyzowej (m.in. dodatkowe wynagrodzenia, podróże służbowe), co powinno zapoczątkować w kolejnych kwartałach (tylko na przełomie 2018 i 2019 roku powstało w modelu franczyzowym 5 nowych lokali pod szyldem „Pijalnia Wódki i Piwa”, a 3 kolejne mają zostać uruchomione w ciągu kilku najbliższych tygodni).



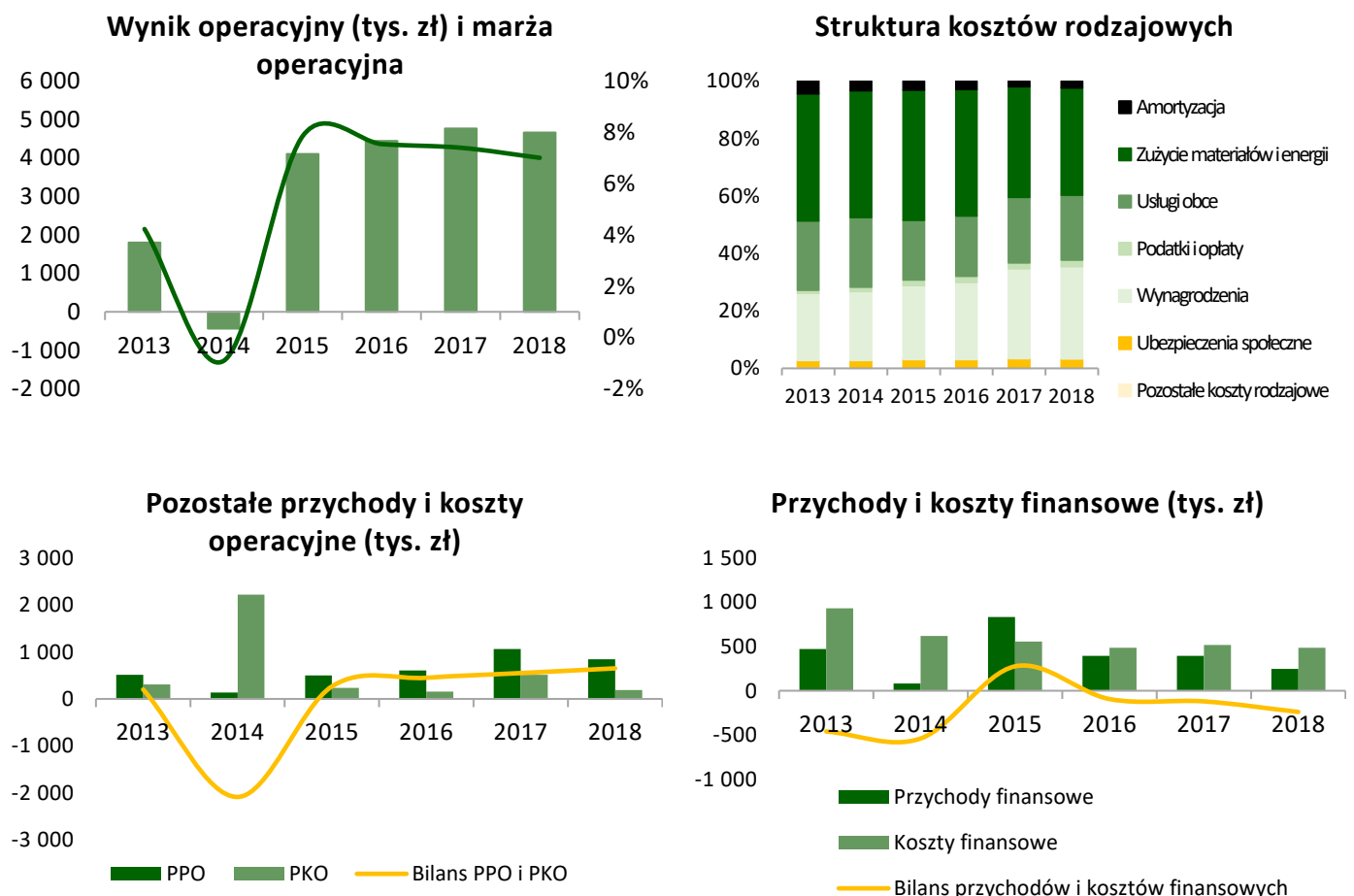
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Wynik operacyjny Grupy Mex Polska wyniósł w 2018 roku 4,7 mln zł wobec 4,8 mln zł rok wcześniej, co oznacza spadek o 2,2%, natomiast marża operacyjna obniżyła się o 0,4 p.p. do 7%. Patrząc na strukturę kosztów rodzajowych, tak jak w poprzednich latach, dominuje zużycie materiałów i energii, choć udział tych kosztów systematycznie maleje, w 2018 roku wynosząc 37,3% wobec 38,4% rok wcześniej. Od kilku lat rośnie za to znaczenie wynagrodzeń, które w ubiegłym roku, po wzroście udziału rdr o 0,9 p.p., stanowiły już 32,1% (roczna dynamika wzrostu 6,7%). Ponadto dość duże znaczenie mają także usługi obce, których udział wynosił 22,5% w porównaniu do 22,9% w 2017 roku.

Pomimo spadku wyniku operacyjnego wynik EBITDA Grupy Mex Polska był w 2018 roku wyższy rdr o 2,7% i wyniósł 6,1 mln zł, a marża EBITDA pozostała na poziomie 9,2%. Tłumaczyć to można relatywnie dużym wzrostem wartości amortyzacji tj. z 1,18 mln zł do 1,44 mln zł, co stanowiło wzrost o 22,5% rdr, a był to efekt wydłużenia umów najmu pod koniec 2017 roku, co jednorazowo istotnie obniżyło koszt amortyzacji w 2017 roku.

Warto także zwrócić uwagę, że podobnie jak w poprzednich latach znaczący wpływ na wynik operacyjny miały pozostałe przychody oraz pozostałe koszty operacyjne. W 2018 roku pozostałe przychody operacyjne, związane m.in. ze zbyciem niefinansowych aktywów trwałych, rozwiązaniem rezerw czy rozwiązaniem odpisu aktualizującego wartość środków trwałych, wyniosły 0,84 mln zł w porównaniu do 1,06 mln zł rok wcześniej. Jednocześnie pozostałe koszty operacyjne, związane m.in. ze zbyciem i likwidacją aktywów trwałych, opłatami sądowymi i komorniczymi czy zapłaconymi odszkodowaniami, były równe około 0,19 mln zł wobec 0,51 mln zł w 2017 roku. W konsekwencji nadwyżka pozostałych przychodów operacyjnych nad pozostałymi kosztami operacyjnymi sięgnęła w 2018 roku 0,65 mln zł wobec 0,55 mln zł rok wcześniej (kwoty te miały pozytywny wpływ na wynik operacyjny Grupy).

Przychody finansowe Grupy Mex Polska wyniosły w 2018 roku 0,25 mln zł w porównaniu do 0,4 mln zł rok wcześniej, a wśród nich dość znaczącą pozycję stanowiły umorzone pożyczki (0,16 mln zł w 2018 roku i 0,27 mln zł w 2017 roku). Z kolei koszty finansowe były na poziomie 0,49 mln zł w porównaniu do 0,52 mln zł rok wcześniej, przez co nadwyżka kosztów finansowych nad przychodami finansowymi wyniosła w 2018 roku 0,24 mln zł, a w 2017 roku 0,12 mln zł.

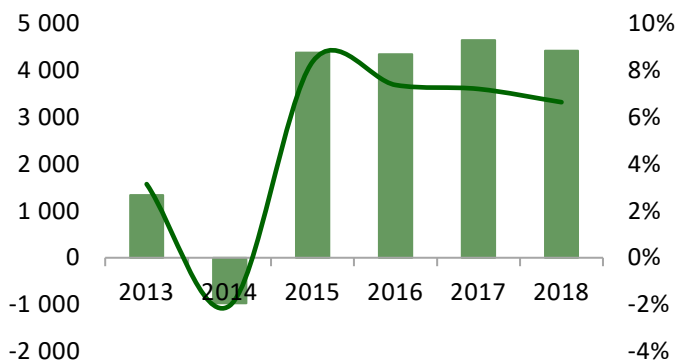


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

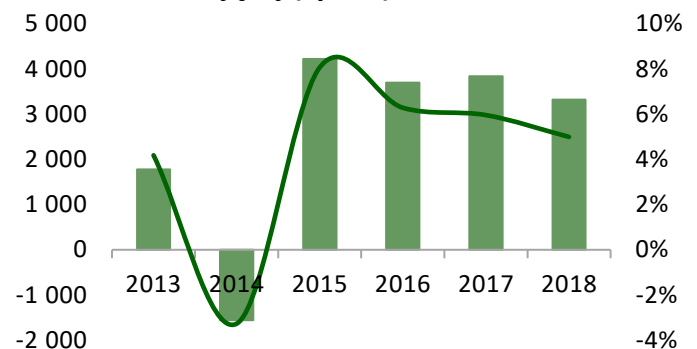
Skonsolidowany zysk brutto wyniósł w 2018 roku 4,4 mln zł w porównaniu do 4,6 mln zł rok wcześniej, co stanowi spadek o 4,8%. Wynik netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej obniżył się natomiast z poziomu 3,8 mln zł do 3,3 mln zł, tj. o 13,4%, a marża netto spadła z poziomu 6% do 5%. Trzeba jednak zauważyć, że tak duży spadek wynikał w dużej mierze z konieczności rozwiązania przez spółkę zależne części aktywa na podatek odroczony w związku z ustawowym obniżeniem stawki podatku CIT z 15% na 9%, a zmiana ta, choć negatywnie wpłynęła na zysk netto 2018 roku (Spółka oszacowała ten wpływ na 0,72 mln zł), to będzie miała pozytywny wpływ na wyniki Grupy Mex Polska w kolejnych latach.

Grupa Mex Polska generuje relatywnie wysokie przepływy z działalności operacyjnej, które z dość dużą nadwyżką pokrywają jej potrzeby inwestycyjne. W 2018 roku te pierwsze wyniosły 4,7 mln zł w porównaniu do 5,3 mln zł rok wcześniej, a przepływy z działalności inwestycyjnej były 1,9 mln zł na minusie wobec 0,7 mln zł na minusie w 2017 roku. Przy tej okazji warto dodatkowo zwrócić też uwagę, że zgodnie z decyzją Naczelnika Łódzkiego Urzędu Celno-Skarbowego Spółka była zobowiązana do zapłaty zaległego podatku dochodowego w kwocie 171 tys. zł (plus odsetki równe 38 tys. zł), co dodatkowo w 2018 roku miało negatywny wpływ na wykazane przepływy operacyjne. W ostatnich 3 latach, ze względu na wypłacaną dywidendę i spłaty zadłużenia, przepływy pieniężne z działalności finansowej były wyraźnie ujemne (2,6 mln zł w 2018 roku i 3,9 mln zł w 2017 roku). W efekcie przepływy pieniężne razem Grupy Mex Polska w 2018 roku wyniosły 0,2 mln zł, a rok wcześniej 0,6 mln zł.

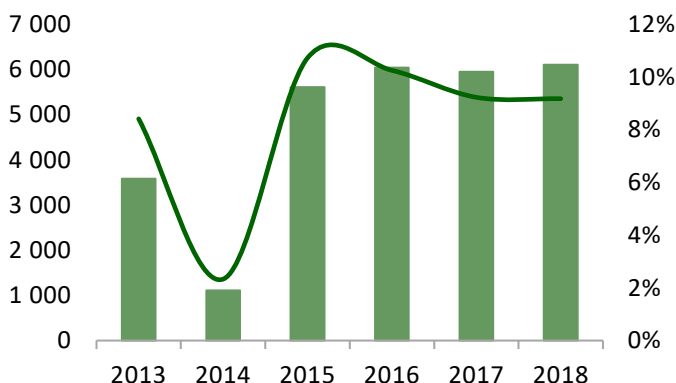
Wynik brutto (tys. zł) i marża brutto



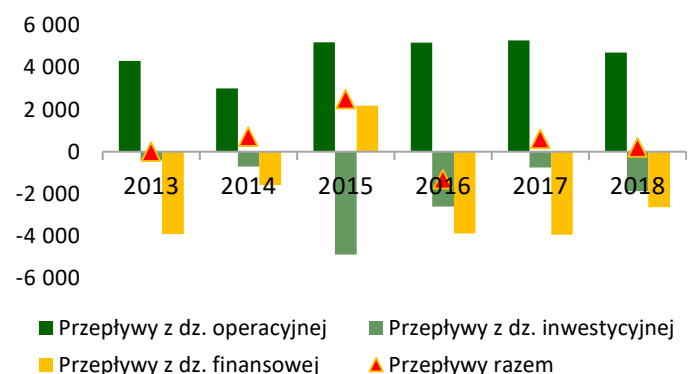
Zysk netto przypisany akcj. jedn. dominującej (tys. zł) i marża netto



Wynik EBITDA (tys. zł) i marża EBITDA



Przepływy pieniężne (tys. zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Sytuacja majątkowa

Wybrane pozycje bilansowe i ich udział w strukturze

(tys. zł)	31.12.13	31.12.14	31.12.15	31.12.16	31.12.17	31.12.18
Aktywa trwałe, w tym:	18 032 79,3%	12 928 63,4%	20 762 74,3%	22 392 76,4%	22 183 75,9%	22 613 74,1%
Rzeczowe aktywa trwałe	13 063 57,4%	8 293 40,7%	7 989 28,6%	9 130 31,1%	9 437 32,3%	10 390 34,0%
Wartość firmy	953 4,2%	273 1,3%	9 090 32,5%	9 398 32,0%	9 398 32,2%	9 398 30,8%
Pozostałe długoterminowe aktywa finansowe	598 2,6%	1 708 8,4%	1 200 4,3%	1 293 4,4%	1 297 4,4%	1 293 4,2%
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	2 708 11,9%	2 110 10,4%	1 920 6,9%	1 833 6,2%	1 402 4,8%	741 2,4%
Aktywa obrotowe, w tym:	4 706 20,7%	4 386 21,5%	7 183 25,7%	6 936 23,6%	7 037 24,1%	7 917 25,9%
Zapasy	447 2,0%	762 3,7%	1 075 3,8%	1 306 4,5%	854 2,9%	874 2,9%
Należności handlowe	579 2,5%	797 3,9%	936 3,4%	1 860 6,3%	1 394 4,8%	1 706 5,6%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	1 252 5,5%	1 902 9,3%	4 452 15,9%	3 141 10,7%	3 741 12,8%	3 941 12,9%
Kapitał własny, w tym:	9 604 42,2%	7 119 34,9%	13 449 48,1%	14 923 50,9%	16 143 55,2%	17 267 56,6%
Kapitał podstawowy	635 2,8%	635 3,1%	767 2,7%	767 2,6%	767 2,6%	767 2,5%
Kapitał zapasowy	14 361 63,2%	15 277 75,0%	17 748 63,5%	19 041 64,9%	19 444 66,5%	20 192 66,1%
Zyski/straty z lat ubiegłych	(6 641) (29,2%)	(7 620) (37,4%)	(9 051) (32,4%)	(8 735) (29,8%)	(7 857) (26,9%)	(6 835) (22,4%)
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	5 558 24,4%	5 506 27,0%	6 241 22,3%	4 957 16,9%	4 200 14,4%	2 492 8,2%
Kredyty, pożyczki i dłużne papiery wartościowe	4 017 17,7%	4 661 22,9%	5 459 19,5%	4 032 13,7%	3 399 11,6%	1 288 4,2%
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku	330 1,5%	134 0,7%	133 0,5%	231 0,8%	159 0,5%	383 1,3%
Zobowiązania długoterminowe finansowe	424 1,9%	46 0,2%	416 1,5%	627 2,1%	548 1,9%	369 1,2%
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	7 577 33,3%	6 270 30,8%	8 255 29,5%	9 448 32,2%	8 876 30,4%	10 772 35,3%
Kredyty, pożyczki i dłużne papiery wartościowe	2 605 11,5%	997 4,9%	2 520 9,0%	2 819 9,6%	2 347 8,0%	3 648 11,9%
Zobowiązania finansowe	335 1,5%	215 1,1%	94 0,3%	169 0,6%	200 0,7%	201 0,7%
Zobowiązania handlowe	3 111 13,7%	3 015 14,8%	2 846 10,2%	2 764 9,4%	2 361 8,1%	2 468 8,1%
Zobowiązania podatkowe	1 009 4,4%	981 4,8%	1 127 4,0%	1 519 5,2%	1 895 6,5%	1 921 6,3%
AKTYWA/PASYWA OGÓŁEM	22 739	20 381	27 945	29 328	29 219	30 531

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

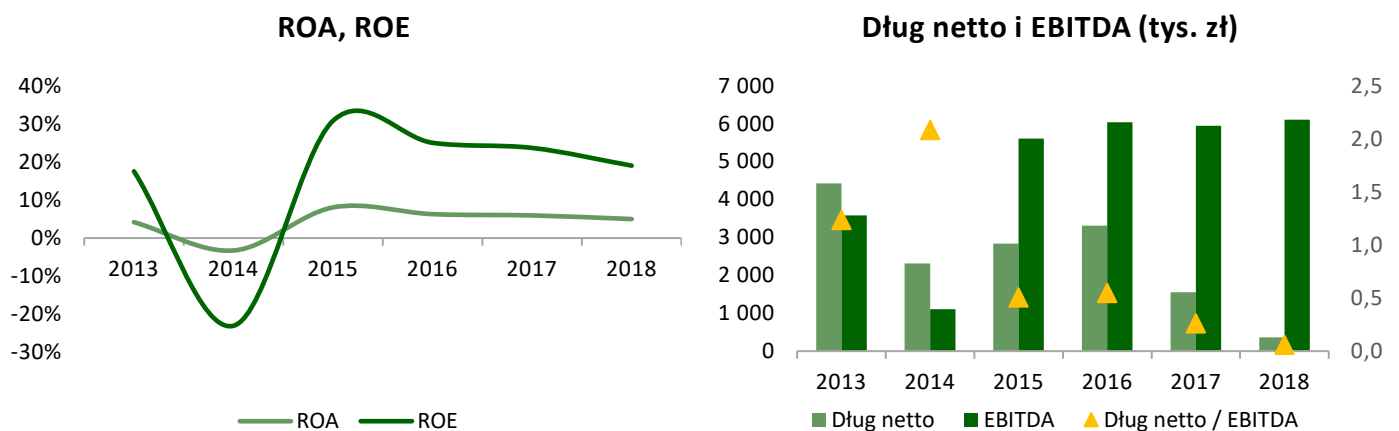
W trakcie 2018 roku sytuacja majątkowa Grupy Mex Polska nie zmieniła się w sposób znaczący. Zauważyć można nieznaczny spadek udziału aktywów trwałych w strukturze aktywów (z 75,9% do 74,1%), co jest efektem zmniejszenia wartości aktywa z tytułu podatku odroczonego (z 1,4 mln zł do 0,74 mln zł). Jednocześnie wśród aktywów trwałych dość istotnie zwiększyła się wartość rzeczowych aktywów trwałych, tj. z 9,44 mln zł do 10,39 mln zł, co związane było m.in. z otwarciem nowych lokali oraz rozwiązaniem części odpisu aktualizującego wartość środków trwałych.

W przypadku pasywów widoczny jest wzrost udziału kapitałów własnych, tj. z 55,2% w 2017 roku do 56,6% w 2018 roku. Zobowiązania długoterminowe spadły z 4,2 mln zł do 2,49 mln zł, a zobowiązania krótkoterminowe zwiększyły się z 8,88 mln zł do 10,77 mln zł, co wynikało przede wszystkim ze zbliżającego się terminu spłaty pożyczki na kwotę 2,5 mln zł (warto zwrócić uwagę, że zgodnie z raportem bieżącym Spółki w styczniu 2019 roku zawarto aneks do umowy rzeczowej pożyczki, dzięki czemu termin jej spłaty został wydłużony o kolejne 12 miesięcy, czyli do 31 stycznia 2020 roku). Wartość kredytów i pożyczek ogółem (zarówno długoterminowych, jak i krótkoterminowych) zmniejszyła się przy tym z 5,75 mln zł do 4,94 mln zł, a zobowiązań z tytułu leasingu finansowego z 0,75 mln zł do 0,57 mln zł.

Analiza wskaźnikowa

Wskaźnik rentowności aktywów (ROA) Grupy Mex Polska obniżył się w 2018 roku o 2,3 p.p. do 10,9%, a rentowności kapitału własnego (ROE) o 4,7 p.p. do 19%. Trzeba przy tym jednak zwrócić uwagę na zdarzenia jednorazowe, które wpłynęły na wynik netto Spółki, a przez to na wartości powyższych wskaźników, w tym na rozwiązanie części aktywa na podatek odroczone w 2018 roku, a także na pozostałe przychody i pozostałe koszty operacyjne czy przychody finansowe, jakie wystąpiły zarówno w 2017, jak i 2018 roku.

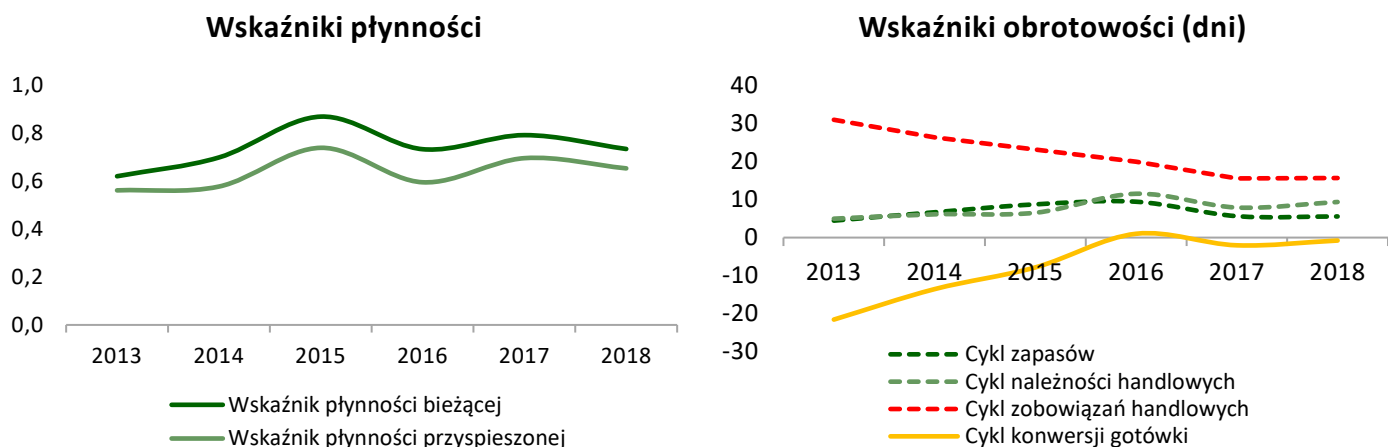
W ostatnich dwóch latach dług netto Grupy Mex Polska wyraźnie zmalał, tj. z 3,3 mln zł w 2016 roku do mniej niż 0,4 mln zł w 2018 roku – zarówno ze względu na wzrost stanu środków pieniężnych (z 3,1 mln zł do 3,9 mln zł), jak i spadek długu (z 7,6 mln zł do 5,5 mln zł). Jednocześnie przy wyniku EBITDA utrzymującym się na poziomie około 6 mln zł w tym samym okresie nastąpiło istotne zmniejszenie wartości wskaźnika długu netto do EBITDA, tj. z 0,55 do 0,06. Dodatkowo warto również zwrócić uwagę, że Spółka utrzymuje w banku kaucję pieniężną w kwocie 1,2 mln zł celem zabezpieczenia kredytów zaciągniętych w jednym z banków, co jest ujmowane w bilansie jako pozostałe długoterminowe aktywa finansowe (jej uwzględnienie przy wyliczaniu wartości długu netto sprawiłoby, że dług netto byłby ujemny).



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Wskaźnik płynności bieżącej obniżył się do poziomu 0,74 w 2018 roku wobec 0,79 rok wcześniej, a wskaźnik płynności przyspieszonej spadł w tym samym okresie do poziomu 0,65 z 0,7 w 2017 roku. Nieznaczne pogorszenie powyższych wskaźników wynikało przede wszystkim ze zmiany ujęcia w bilansie części kredytów i pożyczek z zobowiązań długoterminowych na zobowiązania krótkoterminowe w związku ze zbliżającymi się terminami ich spłaty (w tym przede wszystkim wspomnianej wcześniej pożyczki na kwotę 2,5 mln zł).

W 2018 roku wskaźnik cyklu zapasów pozostał na poziomie 5,6 dni. Jednocześnie wskaźnik cyklu należności handlowych zwiększył się z 7,9 dni do 9,4 dni, a wskaźnik cyklu zobowiązań handlowych wzrósł z poziomu 15,6 dni do 15,7 dni. W efekcie wskaźnik cyklu konwersji gotówki był 0,8 dni na minusie w 2018 roku wobec 2 dni na minusie rok wcześniej.



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Odwołanie prognoz finansowych Spółki na lata 2018-2019

Wraz z opublikowaną strategią rozwoju na lata 2015-2019 Grupa Mex Polska przedstawiła prognozy finansowe na ten okres. Według wersji opublikowanej 21 grudnia 2017 roku skonsolidowane przychody ze sprzedaży Spółki miały wynieść w 2018 i 2019 roku odpowiednio 74,5 mln zł i 90,2 mln zł. Jednocześnie wynik netto Grupy miał się zwiększyć z poziomu 3,7 mln zł w 2017 roku do blisko 5,5 mln zł w 2018 roku i około 7 mln zł w 2019 roku.

31 lipca 2018 roku Spółka opublikowała raport bieżący, w którym poinformowała o korekcie prognozy wyników na rok 2018 – zgodnie z nowymi szacunkami przychody Grupy miały wynieść w tym okresie 67,44 mln zł, a zysk netto 4,64 mln zł. Jak wytłumaczono, decyzja ta spowodowana została czynnikami takimi jak: niejednoznaczne przepisy prawa podatkowego i ich niejednolita interpretacja, niestabilna sytuacja na rynku pracy (trudności w pozyskaniu wystarczającej ilości wykwalifikowanych pracowników, presja na płace wywierana przez zatrudnianych i zatrudnionych pracowników), presja dostawców na wzrost cen surowców i towarów, szybko zmieniające się trendy konsumenckie. Jednocześnie Emitent zdecydował o odwołaniu prognozy wyników na rok 2019, jako przyczynę podając niestabilną sytuację rynkową, a przez to wysokie ryzyko popełnienia błędów.

Z kolei 19 listopada 2018 roku Spółka opublikowała raport bieżący, w którym ostatecznie poinformowała o odwołaniu prognoz na rok 2018. Jak podano, decyzja ta podjęta została ze względu na uchwaloną ustawę o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, zgodnie z którą stawka podatku CIT została obniżona od 1 stycznia 2019 roku z 15% na 9%, co spowodowało konieczność dokonania przez Grupę Mex Polska przeliczenia aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego w spółkach zależnych (jedenorazowy negatywny wpływ na wynik netto Spółka oszacowała pierwotnie na około 0,8 mln zł, a ostatecznie, jak podano w raporcie rocznym, wpływ ten wyniósł 0,72 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 wartość rynku gastronomicznego oraz częstotliwość wizyt klientów w lokalach gastronomicznych. Pogorszenie koniunktury mogłoby jednak ten pozytywny trend odwrócić;
- **ryzyko wzrostu konkurencji** – szczególnie w przypadku „Pijalni Wódki i Piwa” relatywnie niska kwota inwestycji przy dość szybkim okresie zwrotu i stosunkowo wysokiej rentowności prowadzonego biznesu mogą przyciągać na rynek kolejne podmioty zainteresowane prowadzeniem lokali o zbliżonej charakterystyce do konceptów Grupy Mex Polska. Jednocześnie konkurencja nasilać się może ze strony podmiotów działających już w tych samych segmentach rynku (np. „Meta, Seta, Galareta”, „Ministerstwo Śledzia i Wódki”). Przywiązanie konsumentów do marek bistro nie wydaje się być przy tym wysokie (dużą rolę odgrywa cena i lokalizacja), co w przyszłości, przy większym nasyceniu rynku, dodatkowo utrudniać może obronę udziałów w rynku przy zachowaniu dotychczasowych marż;
- **ryzyko nasycenia rynku** – zdaniem Zarządu Mex Polska nasycenie segmentów rynku, w których działa zarówno „Pijalnia Wódki i Piwa”, jak i „PanKejk”, wciąż jest dość 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, w tym „Pijalnia Wódki i Piwa” i „PanKejk” oraz ewentualnie innych nowych konceptów, takich jak np. „Prosty Temat”. Istnieje przy tym ryzyko, że rozwój ten będzie postępował w tempie wolniejszym od zakładanego, np. ze względu na trudności ze znalezieniem atrakcyjnych lokalizacji, wzrost stawek czynszu, niechęć lokalnych władz do wydawania koncesji na sprzedaż alkoholu, a także brak wykwalifikowanej kadry pracowniczej czy zainteresowanych inwestorów zewnętrznych;
- **ryzyko wzrostu kosztów operacyjnych** – w kolejnych okresach Grupa Mex Polska w dalszym ciągu może odczuwać rosnące koszty pracy, co wynikać może z utrzymującego się niskiego poziomu bezrobocia i presji pracowników na wzrost płac, zmiany przepisów ubezpieczeń społecznych czy podniesienia minimalnej stawki wynagrodzeń. Jednocześnie istnieje ryzyko istotnego wzrostu pozostałych kosztów operacyjnych, jak np. zużycia materiałów i energii czy usług obcych. Próba optymalizacji lub przerzucenia wzrostu tych kosztów na klientów może natomiast okazać się niemożliwa bez utraty części klientów;
- **ryzyko utraty najlepszych lokalizacji** – działalność Grupy Mex Polska uzależniona jest w dużym stopniu od atrakcyjności poszczególnych lokalizacji (jej lokale znajdują się przede wszystkim w centrach dużych miast, gdzie ruch pieszych i potencjalna liczba klientów są największe). Istnieje przy tym ryzyko nieprzedłużenia zawartych umów najmu, a także istotnego podwyższenia stawek czynszu, co spowodowałoby konieczność poszukiwania nowych atrakcyjnych lokalizacji, bez gwarancji znalezienia takowych. Z drugiej strony, Mex Polska próbuje 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. Świt 79D, 52-225 Wrocław, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla Wrocławia-Fabrycznej VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000718815, posiadającą numer NIP: 8992841148 i REGON: 369480988.

Data i godzina zakończenia prac nad rekomendacją: 2019-04-15, godz. 07:50.

Data i godzina pierwszej dystrybucji raportu: 2019-04-15, godz. 08:00.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności i rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Analiz SII uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in.: raporty okresowe i bieżące Emitenta, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, dane statystyczne, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami spółek. Dom Analiz SII nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Dom Analiz SII nie ponosi odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Dom Analiz SII i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Dom Analiz SII nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

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

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

Dom Analiz SII nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie. Dom Analiz SII niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia, zapewnienia lub gwarancji przyszłych wyników.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Spółka	Data rozpowszechnienia	Analitycy	Cena docelowa	Cena rynkowa w momencie rozpowszechnienia	Zalecenie inwestycyjne	Ważność rekomendacji
CDRL S.A.	2018-04-23	Paweł Juszcak, Adrian Mackiewicz	42,62 zł	32,00 zł	kupuj	2019-04-23
Mex Polska S.A.	2018-05-23	Paweł Juszcak	6,97 zł	4,37 zł	kupuj	2019-05-23
Sescom S.A.	2018-08-27	Paweł Juszcak, Adrian Mackiewicz	55,97 zł	23,80 zł	kupuj	2019-08-27
Eurotel S.A.	2018-10-17	Paweł Juszcak, Adrian Mackiewicz	32,07 zł	15,75 zł	kupuj	2019-10-17

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.