

- Prognozujemy wzrost przedsprzedaży do 905 lokali w 2016p (+48% r/r) oraz 1,084 w 2017p (+20% r/r).
- Oczekujemy DPS PLN 1.04 w 2017p (DY 7.1%).
- Spółka obecnie wyceniana jest na 2016p P/BV 0.88x oraz P/E 7.1x.

Dynamiczny rozwój przedsprzedaży

W 1H16 Archicom zaraportował przedsprzedaż na poziomie 438 lokali odnotowując jednocześnie najwyższy wzrost przedsprzedaży spośród giełdowych deweloperów (+56% r/r). W 2016r. spółka zabezpieczyła grunty we Wrocławiu i w Krakowie o wartości PLN 112m, pozwalające na realizację blisko 2,200 mieszkań oraz 30tys. mkw. GLA. W oparciu o posiadany potencjał sprzedażowy (oferta na 1,230 mieszkań oraz bank ziemi na 4,162 lokali na 30.08.2016), jak również osiągnięte wyniki podwyższamy prognozę przedsprzedaży o 5% i 2% w latach 2016-17p. Do głównych atutów inwestycyjnych spółki poza potencjałem dalszego wzrostu przedsprzedaży zaliczamy niski poziom zadłużenia, politykę dywidendową oraz wycenę 2016p P/E 7.1x i P/BV 0.88x (z odpowiednio 34% i 23% dyskontem do spółek porównywalnych). Podtrzymujemy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 22.5/akcję.

Podwyższamy prognozę przedsprzedaży o 5% i 2% w 2016-17p. Na 30.08.2016 spółka dysponowała ofertą mieszkaniową na 1,230 lokali oraz bankiem ziemi pozwalającym na realizację dodatkowych 4,162 lokali. Zwracamy uwagę, że celem spółki na cały 2016r. jest wprowadzenie do oferty blisko 1,500 mieszkań (835 mieszkania wprowadzone do 26.08.2016r.). W rezultacie prognozujemy przedsprzedaż na poziomie 905 lokali oraz 1,084 w 2016-17p (podwyższenie prognoz odpowiednio o 5% i 2%).

Podwyższamy prognozę zysku netto do PLN 48.3m w 2016p oraz do PLN 59.9m w 2017p. Podwyższamy prognozę przekazania o 8% do 849 lokali w 2016p oraz o 10% do 912 lokali w 2017p. oraz przychodów o 8% do PLN 259m w 2016p i o 17% do PLN 310m w 2017p. Wraz ze wzrostem skali działalności oraz komercjalizacją biurowca podwyższamy prognozę kosztów SG&A do PLN 23.9m i PLN 26.6m w latach 2016-17p. Dodatkowo nasza prognoza uwzględnia pozytywny wpływ utworzenia aktywa na podatek odroczoney PLN 8.9m w 1H16. Podwyższamy prognozę wyniku netto do PLN 48.3m w 2016p oraz do PLN 59.9m w 2017p.

Spółka podtrzymuje plan wypłaty co najmniej 50% zysku netto za 2016r. w formie dywidendy. W kolejnych latach spółka planuje wskaźnik wypłaty dywidendy na poziomie co najmniej 50% zysku netto. W związku z powyższym oczekujemy wypłaty PLN 24.1m dywidendy w 2017p (stopa dywidendy odpowiednio na poziomie 7.1%).

Wycena. Wyceniamy spółkę Archicom przy wykorzystaniu trzech metod: DCF (PLN 21.1/akcję), DDM (PLN 24.0/akcję) oraz metody porównawczej (PLN 22.5/akcję). Podtrzymujemy cenę docelową na poziomie PLN 22.5/akcję. Spółka obecnie wyceniana jest na naszych prognozach na 2016p P/BV 0.88x oraz P/E 7.1x (odpowiednio z 23% i 34% dyskontem do grupy spółek porównywalnych).

Tabela 1. Archicom: Prognozy i wskaźniki.

	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody (PLNm)	116.0	128.7	156.6	258.9	310.5	344.9
EBIT (PLNm)	24.4	43.0	43.1	44.8	65.6	79.1
EBIT skoryg.* (PLNm)	15.8	28.2	31.3	48.8	58.5	62.4
Zysk netto (PLNm)	28.3	37.9	42.8	48.3	59.9	66.7
Zysk netto skoryg.* (PLNm)	20.5	23.9	42.5	48.3	48.8	50.0
P/E* (x)	16.7	14.3	8.1	7.1	7.0	6.8
P/BV (x)	1.64	1.40	1.18	0.88	0.80	0.74
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	6.3%	7.1%	8.8%

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM, * wynik skoryg. o wpływ rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych

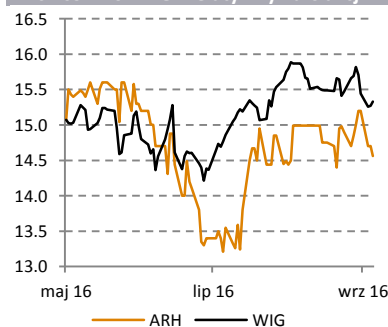
Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	22.5
Cena bieżąca (PLN)	14.7
Potencjał wzrostu/spadku	53%
Min (52T)	14.2
Max (52T)	15.5
Liczba akcji (m)	23.3
Kapitałizacja (PLNm)	349
Dług netto (4Q15, PLNm)	37
EV (PLNm)	386
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	24

Akcjonariat	% w kapitale/głosach
DKR Investment Sp. z o.o.	61/69%
DKR Invest S.A.	19/15%
Pozostali	20/16%

Opis spółki

Archicom jest spółką deweloperską działającą w segmencie budownictwa mieszkaniowego i komercyjnego we Wrocławiu, będącą jednym z czołowych deweloperów w Polsce oraz na rynku wrocławskim. Na koniec 30.08.2016 spółka posiadała ofertę na 1,230 lokali oraz bank ziemi na ponad 4,162 lokale.

Archicom vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Marek Szymański
Analityk akcji

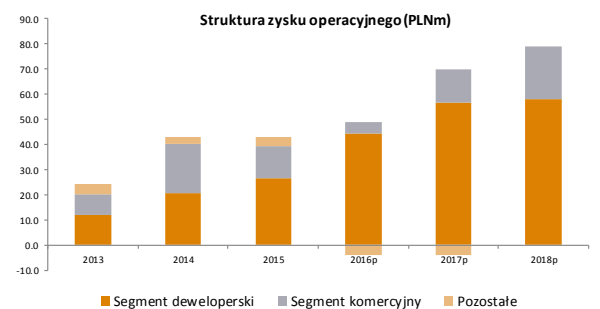
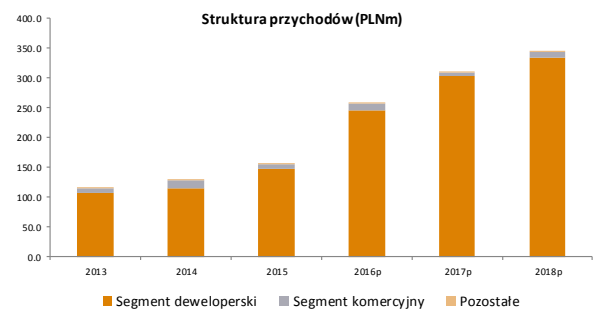
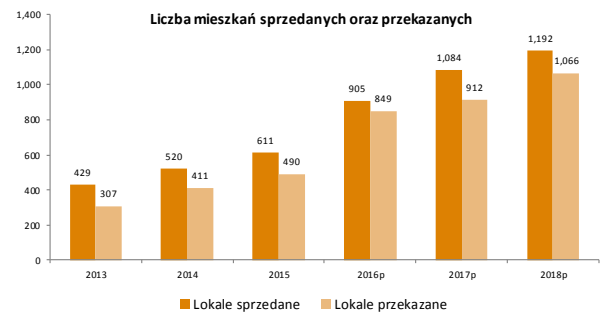
(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@vestor.pl

Archicom

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody	116.0	128.7	156.6	258.9	310.5	344.9
Segment deweloperski	107.3	115.2	147.1	245.5	303.4	333.6
Segment komercyjny	8.3	13.2	8.6	12.5	6.2	10.4
Pozostałe	0.4	0.3	0.9	0.9	0.9	0.9
Koszt własny sprzedaży	-85.4	-84.9	-108.4	-186.2	-225.4	-254.9
Zysk brutto ze sprzedaży	30.5	43.8	48.2	72.7	85.1	90.0
Koszty sprzedaży	-5.6	-5.6	-4.9	-7.8	-9.3	-10.1
Koszty ogólnego zarządu	-9.2	-10.0	-12.0	-16.1	-17.3	-17.6
Zmiana wartości godziwej nieruchomości, inw.	7.8	14.0	0.3	0.0	11.1	16.7
Pozostałe przychody operacyjne netto	0.8	0.8	11.4	-4.0	-4.0	0.0
EBITDA	25.4	44.0	44.3	46.1	67.1	80.6
Amortyzacja	1.1	1.0	1.2	1.4	1.5	1.5
EBIT	24.4	43.0	43.1	44.8	65.6	79.1
Segment deweloperski	12.0	20.8	26.4	44.2	56.4	57.8
Segment komercyjny	8.2	19.5	12.9	4.6	13.2	21.3
Pozostałe	4.2	2.7	3.8	-4.0	-4.0	0.0
Koszty finansowe netto	-0.6	-3.9	1.8	-1.9	-2.5	-5.0
Zysk przed opodatkowaniem	23.8	39.1	44.9	42.8	63.1	74.1
Podatek dochodowy	4.5	-1.2	-2.1	5.5	-3.2	-7.4
Zysk netto	28.3	37.9	42.8	48.3	59.9	66.7
Zysk netto skoryg.*	20.5	23.9	42.5	48.3	48.8	50.0
Dynamiki wzrostu (%)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Wzrost przychodów (%)	7%	11%	22%	65%	20%	11%
Wzrost EBIT (%)	0%	76%	0%	4%	47%	21%
Wzrost zysku netto (%)	80%	34%	13%	13%	24%	11%
Bilans (PLNm)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Aktywa trwałe	209.5	254.9	138.8	174.1	210.6	265.4
Rzeczowe aktywa trwałe	15.6	14.8	14.5	14.5	14.5	14.6
Wartości niematerialne i prawne	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
Nieruchomości inwestycyjne	161.5	189.2	102.9	138.1	174.6	229.3
Aktywa z tytułu odroczonego pod. doch.	23.1	25.0	20.6	20.6	20.6	20.6
Inne aktywa trwałe	9.2	25.8	0.6	0.6	0.6	0.6
Aktywa obrotowe	267.9	272.5	402.8	581.8	661.1	707.4
Zapasy	230.4	231.5	354.0	474.8	614.8	681.6
Należności z tyt. dostaw i usług	9.8	7.6	10.6	11.7	12.8	14.1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	25.6	27.3	35.6	92.6	30.8	9.1
Inne aktywa obrotowe	2.1	6.1	2.7	2.7	2.7	2.7
Aktywa razem	477.3	527.4	541.7	755.8	871.7	972.8
Kapitał własny, w tym	208.1	245.0	290.4	389.4	425.2	462.0
Udziały mniejszości	101.0	117.8	0.1	0.1	0.1	0.1
Zobowiązania długoterminowe	141.1	162.9	81.3	132.9	141.4	130.9
Dług długoterminowy	125.5	144.9	65.4	117.1	125.5	115.0
Inne zobowiązania długoterminowe	15.6	18.0	15.9	15.9	15.9	15.9
Zobowiązania krótkoterminowe	128.2	119.5	170.1	233.5	305.1	379.9
Dług krótkoterminowy	11.4	9.5	7.1	3.3	21.6	40.5
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	19.5	19.0	38.1	65.4	79.2	89.6
Przedpłaty i zaliczki	93.9	87.8	121.2	161.1	200.7	246.3
Inne zobowiązania krótkoterminowe	3.3	3.1	3.6	3.6	3.6	3.6
Zobowiązania i kapitały własne	477.3	527.4	541.7	755.8	871.7	972.8
Przepływy pieniężne (PLNm)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przepływy z działalności operacyjnej	32.1	20.9	-35.8	-2.1	-33.1	45.0
Zysk netto	28.3	37.9	42.8	48.3	59.9	66.7
Amortyzacja	1.1	1.0	1.2	1.4	1.5	1.5
Rewaluacje	-7.8	-14.0	-0.3	0.0	-11.1	-16.7
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	11.5	-3.6	-68.6	-54.7	-87.8	-12.1
zmiana stanu zapasów	-18.6	-2.0	-121.6	-120.8	-140.0	-66.7
zmiana stanu należności	-0.8	7.2	1.0	-1.1	-1.2	-1.3
zmiana stanu zobowiązań	30.9	-8.7	52.1	67.2	53.3	56.0
Inne zmiany niepieniężne	-0.9	-0.5	-10.9	2.9	4.3	5.6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-15.0	-29.7	122.7	-36.6	-26.9	-39.6
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-22.8	-12.5	99.1	-36.6	-26.9	-39.6
Inne przepływy inwestycyjne	7.8	-17.2	23.6	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	-28.5	10.4	-78.7	95.8	-1.8	-27.1
Zmiany netto w kapitale własnym	125.2	0.0	23.4	72.2	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	15.1	13.9	-78.2	47.9	26.7	8.4
Dywidendy	-147.7	0.0	-0.2	-21.4	-24.1	-30.0
Pozostałe	-21.2	-3.5	-23.7	-2.9	-4.3	-5.6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	36.9	25.6	27.3	35.6	92.6	30.8
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	-11.3	1.7	8.3	57.1	-61.9	-21.7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec	25.6	27.3	35.6	92.6	30.8	9.1
Wskaźniki kredytowe (PLNm)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Dług brutto	136.9	154.4	72.5	120.4	147.1	155.5
Dług netto	111.3	127.2	37.0	27.8	116.3	146.4
Dług netto/EBITDA (x)	4.4	2.9	0.8	0.6	1.7	1.8
Dług netto/aktywa (x)	0.23	0.24	0.07	0.04	0.13	0.15
Dług netto/kapitały własne (x)	0.36	0.35	0.13	0.07	0.27	0.32
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	9.3	10.7	22.4	15.7	15.1	14.2

Wskaźniki wyceny	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Liczba akcji (mln)	18.6	18.6	18.6	23.3	23.3	23.3
EPS* (PLN)	0.9	1.0	1.8	2.1	2.1	2.1
BVPS (PLN)	8.9	10.5	12.5	16.7	18.3	19.8
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.92	1.04	1.29
P/E* (x)	16.7	14.3	8.1	7.1	7.0	6.8
P/BV (x)	1.64	1.40	1.18	0.88	0.80	0.74
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	6.3%	7.1%	8.8%
Główne założenia	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Lokale sprzedane	429	520	611	905	1,084	1,192
Lokale przekazane	307	411	490	849	912	1,066
Marża brutto ze sprzedaży (%)	26.3%	34.0%	30.8%	28.1%	27.4%	26.1%
Marża operacyjna (%)	21.0%	33.4%	27.5%	17.3%	21.1%	22.9%
Segment deweloperski	11.2%	18.0%	17.9%	18.0%	18.6%	17.3%
Segment komercyjny	99.2%	148.2%	149.9%	36.7%	213.2%	203.9%
Marża netto (%)	24.4%	29.5%	27.3%	18.7%	19.3%	19.3%
Marża netto skoryg. (%)	17.7%	18.6%	27.1%	18.7%	15.7%	14.5%
Efektywna stopa podatkowa (%)	-18.8%	3.1%	4.7%	-12.7%	5.0%	10.0%


Główne ryzyka dla naszych prognoz

Głównymi ryzykami dla naszych prognoz są: (1) Ryzyko wzrostu cen gruntów oraz kosztów generalnego wykonawstwa, (2) Ryzyko opóźnień w pozyskiwaniu wymaganych pozwoleń administracyjnych, (3) Ryzyko związane z wejściem na nowe rynki mieszkaniowe, (4) Ryzyko związane z pozyskiwaniem finansowania na realizację projektów, (5) Ryzyko związane z wysoką konkurencją na wrocławskim rynku mieszkaniowym oraz ryzyko walki cenowej, (6) Ryzyko ograniczenia akcji kredytowej przez banki, (7) Ryzyko walutowe, (8) Ryzyko aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych.

Analiza DuPont	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Marża zysku netto skoryg. *	17.7%	18.6%	27.1%	18.7%	15.7%	14.5%
Wskaźnik rotacji majątku	0.22	0.26	0.29	0.40	0.38	0.37
Dźwignia finansowa	1.93	2.22	2.00	1.91	2.00	2.08
ROE*	7.5%	10.6%	15.9%	14.2%	12.0%	11.3%

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM, * dane skorygowane o zmianę wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnych

Podsumowanie inwestycyjne

W 1H16 Archicom zaraportował sprzedaż na poziomie 438 lokali odnotowując jednocześnie najwyższy wzrost sprzedaży spośród giełdowych deweloperów (+56% r/r). Dzięki środkom pozyskanym z IPO (PLN 72m) oraz emisji obligacji na PLN 55m, spółka jest w stanie uzupełnić jednocześnie swój bank ziemi. W 2016r. spółka zabezpieczyła grunty we Wrocławiu i w Krakowie o wartości PLN 79m, pozwalające na realizację blisko 2,200 mieszkań i 6tys. mkw. GLA oraz grunt pod realizację 24tys. mkw. powierzchni biurowej za PLN 33m. W rezultacie na 30.08.2016 spółka posiadała ofertę mieszkaniową na 1,230 mieszkania oraz dysponowała bankiem ziemi pozwalającym na wybudowanie dodatkowych 4,162 lokali. W oparciu o posiadany potencjał sprzedażowy, jak również osiągnięte wyniki podwyższamy prognozę sprzedaży o 5% i 2% w latach 2016-17p. Jednocześnie w segmencie najmu oczekujemy pozytywnego wpływu realizacji projektu biurowego we Wrocławiu od 2017r. oraz zakładamy dodatkowe koszty na poziomie ok. PLN 4m związane z przygotowaniem powierzchni biurowej West Forum 1A pod nowych najemców. Do głównych atutów inwestycyjnych spółki poza potencjałem dalszego wzrostu sprzedaży zaliczamy niski poziom zadłużenia, politykę dywidendową (zakładamy wypłatę 50% z zysku za 2016r. oraz lata kolejne, co implikuje stopę dywidendy 7.1% w 2017p) oraz wycenę 2016p P/E 7.1x i P/BV 0.88x (z odpowiednio 34% i 23% dyskontem do spółek porównywalnych). Podtrzymujemy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 22.5/akcję.

Bogata oferta oraz bank ziemi... Od początku 2016r. spółka zabezpieczyła grunty we Wrocławiu oraz w Krakowie o wartości PLN 79m, pozwalające na realizację blisko 2,200 mieszkań i 6tys. mkw. GLA (oraz grunt pod 24tys. mkw. powierzchni biurowej za PLN 33m). W rezultacie na 30.08.2016 spółka dysponowała ofertą mieszkaniową na 1,230 lokale oraz bankiem ziemi pozwalającym na realizację dodatkowych 4,162 lokali. Jednocześnie spółka prowadzi negocjacje dotyczące dalszego zwiększania banku ziemi we Wrocławiu i Krakowie.

...będą stanowić wsparcie dla utrzymania wysokich poziomów sprzedaży. W 1H16 spółka odnotowała 56% r/r wzrost sprzedaży do 438 lokali. Z kolei do 26.08.2016 spółka sprzedała 620 lokali (w porównaniu do 611 lokali sprzedanych w całym 2015r.). Zwracamy uwagę, że celem spółki na cały 2016r. jest wprowadzenie do oferty blisko 1,500 mieszkań (835 mieszkania wprowadzone do 26.08.2016r.). W rezultacie prognozujemy sprzedaż na poziomie 905 lokali w 2016p oraz 1,084 w 2017p (podwyższenie prognoz odpowiednio o 5% i 2%).

Dywersyfikacja działalności – segment komercyjny. Obecnie w skład portfela nieruchomości inwestycyjnych wchodzi przede wszystkim biurowiec West House 1A o powierzchni najmu 10,000mkw. (wartość księgowa PLN 77m na koniec 2015) oraz grunty pod realizację kolejnych etapów w ramach kompleksu biurowego West Forum (bank ziemi pozwalający na realizację ok. 30tys. mkw. powierzchni biurowej). Dodatkowo w 1Q16 spółka zawarła warunkową umowę zakupu gruntu w centralnej lokalizacji Wrocławia, pozwalającego na realizację ok. 24tys. mkw. GLA powierzchni biurowej. W naszych prognozach zakładamy rozpoczęcie budowy pierwszego etapu na nowym gruncie w 2017r. Jednocześnie w lipcu b.r. spółka przedłużyła umowy z najmu z wiodącym najemcą w budynku West Forum 1A. Podstawowe warunki nowej umowy najmu zakładają: przedłużenie okresu najmu na 3,625mkw. GLA do 24.09.2022r., skrócenie okresu najmu na 5,035mkw. GLA do 01.12.2016r. oraz pozostawienie okresu najmu dla 1,540mkw. GLA bez zmian (24.09.2018r.). W efekcie spółka obecnie jest w trakcie poszukiwania nowych najemców. Spółka szacuje, że dodatkowe koszty związane z przygotowaniem powierzchni pod nowych najemców mogą wynieść po ok.

PLN 4m w 2016r oraz 2017r (nie uwzględniając ewentualnego wzrostu kosztów sprzedaży związanego z kosztami komercjalizacji powierzchni).

Podwyższamy prognozę zysku netto do PLN 48.3m w 2016p oraz do PLN 59.9m w 2017p.

Oczekujemy, że wraz ze zwiększaniem przedsprzedaży, spółka będzie zwiększać również liczbę przekazywanych mieszkań. Podwyższamy prognozę przekazania o 8% do 849 lokali w 2016p oraz o 10% do 912 lokali w 2017p. oraz przychodów o 8% do PLN 259m w 2016p i o 17% do PLN 310m w 2017p. Jednocześnie wraz ze wzrostem skali działalności, jak również w związku z komercjalizacją biurowca podwyższamy prognozę kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu do PLN 23.9m i PLN 26.6m odpowiednio w latach 2016-17p. Dodatkowo nasza prognoza uwzględnia pozytywny wpływ utworzenia aktywa na podatek odroczonej w wysokości PLN 8.9m w 2016r. W rezultacie podwyższamy prognozę wyniku netto w 2016p o 8% do PLN 48.3m oraz w 2017p o 4% do PLN 59.9m.

Spółka podtrzymuje plan wypłaty co najmniej 50% zysku netto za 2016r. w formie dywidendy.

W 2016r. spółka wypłaciła PLN 21.4m z zysku za 2015r. w formie dywidendy (DPS PLN 0.92, stopa dywidendy 6.3%). Jednocześnie w kolejnych latach spółka planuje wskaźnik wypłaty dywidendy na poziomie co najmniej 50% zysku netto, uwzględniając płynność finansową oraz plany rozwoju. W związku z powyższym oczekujemy wypłaty PLN 24.1m dywidendy w 2017p (stopa dywidendy odpowiednio na poziomie 7.1%).

Wycena. Wyceniamy spółkę Archicom przy wykorzystaniu trzech metod: DCF (PLN 21.1/akcję), DDM (PLN 24.0/akcję) oraz metody porównawczej (PLN 22.5/akcję). Podtrzymujemy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 22.5/akcję. Spółka obecnie wyceniana jest na naszych prognozach na 2016p P/BV 0.88x oraz P/E 7.1x (odpowiednio z 23% i 34% dyskontem do grupy spółek porównywalnych).

Wycena

Wyceniamy spółkę Archicom w oparciu o trzy metody: wycenę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), metodę zdyskontowanych dywidend (DDM) oraz metodę porównawczą.

Tabela 2. Archicom: Podsumowanie wyceny (PLNm)

Metoda wyceny	Waga	Wycena
DCF	33%	21.1
DDM	33%	24.0
Metoda porównawcza	33%	22.5
12M cena docelowa		22.5

Źródło: Vestor DM

Wycena DCF

Wyceniamy Archicom przy użyciu metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF na PLN 21.1/akcję. Nasz model wyceny powstał w oparciu o następujące założenia:

- 5 letnią szczegółową prognozę finansową na lata 2016-2020p.
- Kalkulację wartości rezydualnej opieramy o znormalizowane przepływy pieniężne na bazie prognozy na rok 2020p.
- Do kalkulacji wartości rezydualnej używamy stopy wzrostu równej 1.0%.
- Czynniki dyskontowe zostały zbudowane w oparciu o średnioważony koszt kapitału (WACC) wynoszący 8.7% na lata 2016-2020 i 9.1% do kalkulacji wartości rezydualnej
- Zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.5% oraz premię za ryzyko w wysokości 5.0%.
- Używamy zalewarowanej bety na poziomie 1.2x obliczonej w oparciu o niezalewarowaną betę w wysokości 1.0x.
- W celu wyznaczenia wartości kapitałów własnych używamy wartości długu netto na dzień 31.12.2015r.

Tabela 3. Archicom: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2016-2020P	>2020P
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Beta	1.2	1.1
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego	9.6%	9.7%
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Marża na zadłużeniu	3.0%	3.0%
Kosztu długu	6.5%	7.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	5.3%	5.7%
% D	21.3%	15.4%
% E	78.7%	84.6%
WACC	8.7%	9.1%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 4. Archicom: Wycena DCF (PLNm)

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	>2020p
Przychody	258.9	310.5	344.9	388.1	413.2	
- Zmiana r/r (%)	65%	20%	11%	13%	6%	
EBITDA	46.1	56.0	63.9	76.2	80.6	
- marża EBITDA (%)	17.8%	18.0%	18.5%	19.6%	19.5%	
- Zmiana r/r (%)	5%	21%	14%	19%	6%	
EBIT	44.8	54.5	62.4	74.7	78.8	
Podatek od EBIT	5.7	-2.7	-6.2	-11.2	-15.0	
NOPAT	50.5	51.7	56.1	63.5	63.8	63.8
- marża NOPAT (%)	19.5%	16.7%	16.3%	16.4%	15.4%	
- Zmiana r/r (%)	24%	3%	8%	13%	1%	
Amortyzacja	1	2	2	2	2	2
Zmiany w kapitale obrotowym	-55	-88	-12	-49	-32	-7
Capex	-37	-27	-40	-2	-2	-2
Wolne przepływy finansowe	-39.4	-61.5	6.0	14.6	32.2	57.3
Czynnik dyskontowy (%)	98%	90%	83%	76%	70%	
Wartość bieżąca FCF	-38.4	-55.2	5.0	11.1	22.5	
Wartość bieżąca FCF 2016-2020p	-55					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1.0%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	490					
Wartość przedsiębiorstwa	435					
Kapitały mniejszości (koniec 4Q15)	0					
Dywidenda (wypłacona w 2016r.)	21					
Dług netto (koniec 4Q15)*	-35					
Wartość kapitału własnego	449					
Liczba akcji	23.3					
Wartość godziwa na akcję	19.3					
12M cena docelowa	21.1					

Źródło: Szacunki Vestor DM, *uwzględniając wpływy z emisji w 2016r.

Tabela 5. Archicom: Analiza wrażliwości modelu DCF (PLNm)

Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	WACC (%)					
	0.0%	7.7%	8.2%	8.7%	9.2%	9.7%
0.0%	19.5	19.0	18.6	18.2	17.8	
0.5%	20.7	20.2	19.8	19.4	18.9	
1.0%	22.1	21.6	21.1	20.7	20.2	
1.5%	23.7	23.1	22.6	22.1	21.7	
2.0%	25.4	24.9	24.3	23.8	23.3	

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena DDM

Spółkę Archicom wyceniamy również metodą zdyskontowanych dywidend (DDM) na PLN 24.0/akcję. W naszej wycenie zakładamy stopę wypłaty dywidendy na poziomie 50% w latach 2016-2020p i 91% w okresie rezydualnym (przy założeniu stopy wzrostu w wysokości 1.0% oraz ROE na poziomie 12%) oraz koszcie kapitału własnego w wysokości 10.1%.

Tabela 6. Archicom: Wycena DDM (PLNm)

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	>2020p
Zysk netto (PLNm)	48.3	59.9	66.7	58.2	58.6	59.2
zmiana r/r (%)	13%	24%	11%	-13%	1%	1.0%
Stopa dywidendy (%)	50%	50%	50%	50%	50%	91%
Dywidenda (PLNm)	21.4	24.1	30.0	33.4	29.1	53.6
Kapitał własny (PLNm)	389	425	462	487	516	521
ROE (%)	14%	15%	15%	12%	12%	12%
Koszt kapitału własnego (%)	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	10.1%
Współczynnik dyskonta	0.97	0.89	0.81	0.74	0.67	
Zdyskontowana dywidenda (PLNm)	20.8	21.4	24.3	24.7	19.6	
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1.0%					
Suma zdyskontowanych dywidend (PLNm)	111					
Wartość rezydualna (PLNm)	591					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PLNm)	399					
Wartość kapitału własnego (PLNm)	510					
Liczba akcji	23.3					
Wartość godziwa na akcję	21.9					
12M cena docelowa	24.0					

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 7. Archicom: Analiza wrażliwości modelu DDM (PLNm)

Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	Koszt kapitału własnego (%)					
	0.0%	8.6%	9.1%	9.6%	10.1%	10.6%
0.0%	25.1	24.6	24.2	23.8	23.4	23.4
0.5%	25.3	24.8	24.4	23.9	23.5	23.5
1.0%	25.4	25.0	24.5	24.1	23.7	23.7
1.5%	25.6	25.2	24.7	24.3	23.9	23.9
2.0%	25.9	25.4	25.0	24.5	24.1	24.1

Źródło: Szacunki Vestor DM

Wycena metodą porównawczą

Spółkę Archicom wyceniamy również metodą porównawczą, porównując ją do spółek sektora deweloperskiego, operujących zarówno w segmencie mieszkaniowym, jak również w segmencie najmu. Wycena w oparciu o mnożnik P/E implikuje wycenę na poziomie PLN 18.1/akcję. Nasz model ROE-P/BV na lata 2016-17p implikuje następujące równania:

$$2016p \text{ P/BV} = 8.0742 * 2016p \text{ ROE} + 0.2273,$$

$$2017p \text{ P/BV} = 8.8504 * 2017p \text{ ROE} + 0.0927,$$

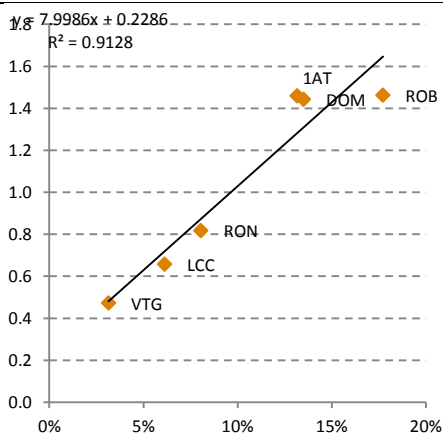
$$2018p \text{ P/BV} = 9.0615 * 2017p \text{ ROE} + 0.2172.$$

W oparciu o powyższe wyceniamy Archicom metodą regresji ROE-P/BV na PLN 22.9/akcję.

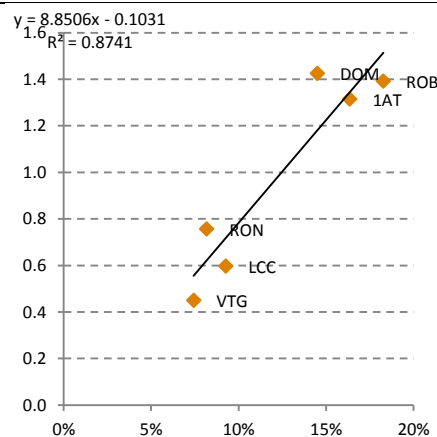
Tabela 8. Archicom – wycena metodą porównawczą

Spółka	Cena	L. akcji	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (%)			ROE (%)		
				2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p
Dom Development	55.00	24.8	1,362	10.9	10.0	10.2	14%	14%	14%
LC Corp	2.03	447.6	909	10.6	6.4	5.7	6%	9%	9%
Atal	25.90	38.7	1,003	11.7	8.5	b.d.	13%	16%	b.d.
Robyg	3.00	263.1	789	8.2	7.6	7.0	18%	18%	19%
Ronson	1.45	272.4	395	10.4	9.6	8.5	8%	8%	9%
Vantage	2.70	62.4	169	15.5	6.5	4.4	3%	7%	10%
Mediana				10.8	8.1	7.0	11%	12%	10%
Archicom	14.70	23.3	342	7.1	7.0	6.8	14%	12%	11%
Premia/dyskonto (%)				-34%	-13%	-2%	34%	1%	14%
Implikowana wycena				22.3	16.9	15.1	23.0	21.1	24.6
Waga (%)				17%	17%	17%	17%	17%	17%
Implikowana wartość	20.5								
12M cena docelowa	22.5								

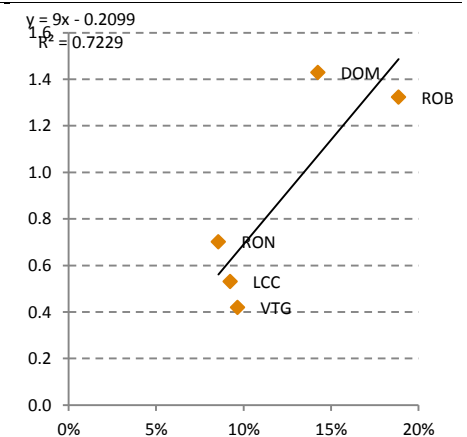
Źródło: Bloomberg, Vestor DM, *zysk netto skorygowany

Wykres 1. P/BV (x) vs. ROE (%), 2016p


Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Wykres 2. P/BV (x) vs. ROE (%), 2017p


Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Wykres 3. P/BV (x) vs. ROE (%), 2018p


Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Ostatnie wydarzenia

Emisja obligacji

W czerwcu b.r. spółka ustanowiła program emisji obligacji, który przewiduje emisje obligacji w wielu seriach do kwoty PLN 100m. Umowę zawarto na czas nieokreślony. W ramach programu spółka może emitować obligacje niezabezpieczone oraz obligacje zabezpieczone z terminem wykupu do 4 lat. Jednocześnie w czerwcu b.r. spółka pozyskała PLN 55m z emisji obligacji oprocentowanych WIBOR 6M + 2.8% z terminem wykupu 1 lipca 2019r. Pozyskane z emisji środki spółka planuje przeznaczyć na współfinansowanie realizowanych projektów deweloperskich (zarówno mieszkaniowych, jak również planowanej budowy biurowca na nowonabytym gruncie we Wrocławiu) oraz na zakup gruntów pod kolejne projekty.

Zakup gruntów

Od początku roku spółka zabezpieczyła grunty o wartości PLN 79m pod realizację ok. 2,180 lokali i 6tys. mkw. GLA oraz grunt o wartości PLN 33.1m pod realizację projektu biurowego (planowane 24tys. mkw. powierzchni najmu). Zwracamy uwagę, że dzięki dokonany zakupom gruntów spółka powiększyła bank ziemi do 4,162 mieszkań, jak również nabyła pierwszy grunt pozwalający na realizację projektu mieszkaniowego w Krakowie (planowana realizacja 80 lokali, średnia wartość gruntu na poziomie ok. PLN 1,250/mkw. PUM).

Spółka prowadzi dalsze negocjacje dotyczące zakupu gruntów zarówno we Wrocławiu, jak i w Krakowie. W planach na lata 2016-17 są zakupy kolejnych gruntów o wartości ok. PLN 88m.

Renegocjacja umowy najmu budynku West Forum 1A

W lipcu b.r. spółka przedłużyła umowy z najmu z wiodącym najemcą w budynku West Forum 1A. Podstawowe warunki nowej umowy najmu zakładają: przedłużenie okresu najmu na 3,625mkw. GLA do 24.09.2022r., skrócenie okresu najmu na 5,035mkw. GLA do 01.12.2016r. oraz pozostawienie okresu najmu dla 1,540mkw. GLA bez zmian (24.09.2018r.). W efekcie spółka obecnie jest w trakcie poszukiwania nowych najemców. Spółka szacuje, że dodatkowe koszty związane z przygotowaniem powierzchni pod nowych najemców mogą wynieść po ok. PLN 4m w latach 2016r. i 2017r. (potencjalne koszty uwzględniamy w naszych prognozach w pozycji pozostałe koszty operacyjne).

Dywidenda

Z zysku za 2015r. spółka wypłaciła PLN 21.4m w formie dywidendy (PLN 0.92/akcję). W kolejnych latach spółka podtrzymuje zamiar wypłaty przynajmniej 50% skonsolidowanego zysku w formie dywidendy.

Omówienie wyników za 2Q16

Spółka zaraportowała przychody ze sprzedaży na poziomie PLN 47.2m. W 2Q16 spółka przekazała 100 lokali (w porównaniu do 39 w 2Q15), głównie zlokalizowanych w zakończonym w tym roku etapie inwestycji Ogrody Hallera, co pozwoliło na wygenerowanie przychodów segmentu na poziomie PLN 43.8m (w porównaniu do PLN 9.7m rok wcześniej). Z kolei działalność komercyjna wygenerowała przychody w wysokości PLN 3.3m (vs. PLN 1.6m rok wcześniej). Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 30%.

Zysk operacyjny wyniósł PLN 7.6m (w porównaniu do PLN 2.1m rok wcześniej). Negatywny wpływ na wynik operacyjny miały pozostałe koszty operacyjne netto w wysokości PLN 0.6m. Ze względu na zwiększanie skali działalności koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły o 52% r/r do PLN 5.8m.

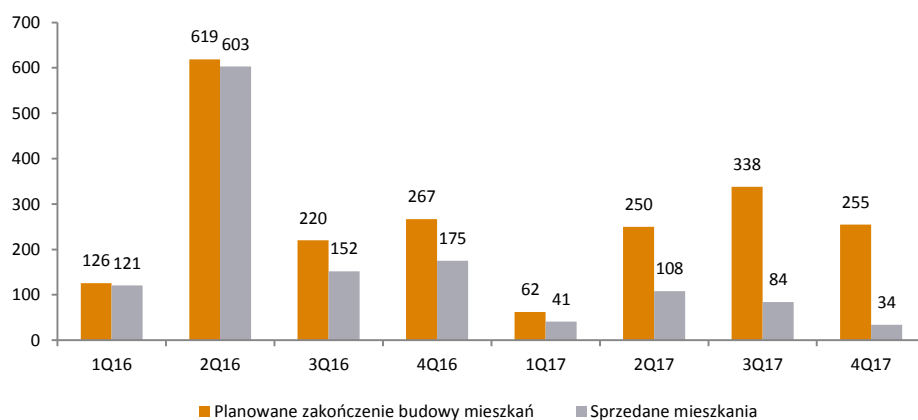
Zysk netto wyniósł PLN 16.5m, w porównaniu do PLN 7.1m rok wcześniej. Zwracamy uwagę, że pozytywny wpływ na wynik netto miał podatek dochodowy w wysokości PLN 9.2m. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły PLN 13.2m (vs. PLN -37.6m rok wcześniej). Na koniec 2Q16 spółka posiadała gotówkę netto PLN 15.5m (w porównaniu do długu netto PLN 37m na koniec 4Q15).

Tabela 9. Archicom: Skonsolidowane wyniki za 2Q16 (PLNm)

	1Q15	2Q15	1Q16	2Q16	% r/r	2Q16p	% r/r
Przedsprzedaż (l. lokali)	148	132	215	223	69%	223	0%
Przekazania (l. lokali)	149	39	17	100	156%	100	0%
Przychody	39.0	12.0	9.8	47.2	293%	47.1	0%
Zysk brutto ze sprzedaży	12.8	7.3	4.3	14.0	93%	13.0	8%
SG&A	-4.1	-3.8	-4.8	-5.8	52%	-4.5	30%
Pozostałe przychody operacyjne netto	12.2	-1.3	0.6	-0.6	-54%	0.0	n.m.
EBITDA	21.2	2.4	0.4	7.6	214%	8.8	-14%
EBIT	20.9	2.1	0.1	7.6	261%	8.5	-11%
Koszty finansowe netto	-1.3	2.3	-0.6	-0.3	-112%	-1.1	-75%
Zysk netto	35.0	7.1	-0.6	16.5	132%	7.1	133%
Marża brutto ze sprzedaży (%)	33%	61%	44%	30%		28%	
Marża operacyjna (%)	54%	18%	1%	16%		18%	
Dług netto	-	-	32.3	-15.5			
Dług netto/kapitały własne	-	-	0.11	-0.04			

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Wykres 4. Archicom: Planowane zakończenie budowy mieszkań w latach 2016-17



Źródło: Spółka, Vestor DM

Notatki po konferencji po wynikach za 2Q16:

- **Potencjał segmentu mieszkaniowego.** Na koniec sierpnia 2016r. spółka posiadała ofertę na ok. 1,230 lokale oraz bank ziemi pozwalający na realizację blisko 4,200 dodatkowych mieszkań. W 2016r. spółka zabezpieczyła grunty o wartości PLN 79m (zarówno we Wrocławiu jak również w Krakowie), pozwalające na realizację ok. 2,180 lokali oraz 6tys. mkw GLA.
- **Cel przedsprzedaży ok. 900 lokali w 2016r. oraz wzrost do ponad 1,000 w 2017r.** W 1H16 spółka zaraportowała przedsprzedaż na poziomie 438 mieszkań (+69% r/r). Z kolei do 26 sierpnia przedsprzedaż wzrosła do 620 mieszkań (w porównaniu do 611 w całym 2015r.). W okresie styczeń-sierpień 2016r. spółka wprowadziła do oferty 835 lokali, zaś w skali całego 2016r. spółka planuje 1,481 lokali. W oparciu o wysokie poziomy przedsprzedaży oraz posiadaną ofertę spółka oczekuje przedsprzedaży na poziomie ok. 900 lokali w 2016r.
- **Cel przekazania 750-800 lokali w 2016r.** Zgodnie z harmonogramem realizacji projektów mieszkaniowych spółka planuje zakończyć realizację ok. 1,232 mieszkań w 2016r. z czego na koniec 2Q16 ok. 85% zostało sprzedane. Z kolei w 2017r. planowane jest zakończenie realizacji ok. 905 mieszkań. W rezultacie spółka zwraca uwagę na możliwość przekroczenia postawionego wcześniej celu o ok. 100 lokali (możliwe osiągnięcie 850-900 przekazania).
- **Rozwój portfela nieruchomości komercyjnych.** W 1H16 spółka dokonała zakupu gruntu we Wrocławiu umożliwiającego realizację 24tys. mkw. GLA o wartości PLN 33m. Na tym gruncie spółka planuje rozpoczęcie realizacji projektu biurowego w 2017r. Jednocześnie spółka przedłużyła umowy najmu z wiodącym najemcą w West Forum 1A.

Zmiana prognoz finansowych na 2016-17p

W oparciu o zaraportowane przez spółkę wyniki finansowe za 1H16 oraz aktualny harmonogram realizowanych inwestycji oraz posiadany bank ziemi dokonujemy następujących zmian prognoz finansowych na lata 2016-17p:

- **Podwyższamy prognozę przedsprzedaży o 5% w 2016p i 2% w 2017p...** W 1H16 spółka odnotowała przedsprzedaż na poziomie 438 lokali (+56% r/r). Na 30.08.2016 spółka dysponowała ofertą na 1,230 lokale oraz bankiem ziemi pozwalającym na wybudowanie dodatkowych 4,162 lokali. Dodatkowo zakładamy, że do końca 2016r. spółka wprowadzi do oferty blisko 650 lokali. W rezultacie prognozujemy przedsprzedaż na poziomie 905 lokali (vs. 611 w 2015r.). Z kolei w 2017r. zakładamy wprowadzenie do oferty 10 inwestycji na ponad 1,100 lokali, co powinno naszym zdaniem pozwolić spółce na zwiększenie przedsprzedaży do 1,084 lokali.
- **...oraz przekazań odpowiednio o 8% i 10% w latach 2016-17p.** Zgodnie z aktualnym harmonogramem realizowanych inwestycji mieszkaniowych, w 2016r. spółka planuje zakończyć realizację ok. 1,232 mieszkań, z czego ok 85% zostało już sprzedane na koniec 2Q16. Zwracamy uwagę, że najwięcej przekazań spółka zaraportuje w 4Q16. W rezultacie oczekujemy przekazania 849 lokali w 2016p (podwyższenie prognozy o 8%). Z kolei na 2017r. zaplanowane jest zakończenie budowy ok. 913 mieszkań, co powinno naszym zdaniem pozwolić na osiągnięcie przekazań na poziomie 912 mieszkań (podwyższenie prognozy o 10%).
- **Podwyższamy prognozę przychodów do PLN 258.9m oraz zysku netto do PLN 48.3m w 2016p...** Ze względu na wyższą prognozę przekazań, podwyższamy naszą prognozę przychodów o 8% do 258.7m. Jednocześnie ze względu na zwiększanie skali działalności przez dewelopera oraz renegecje umów najmu w budynku West Forum 1A podwyższamy prognozę kosztów sprzedaży z PLN 5.7m do PLN 7.8m oraz kosztów ogólnego zarządu z PLN 12.0m do PLN 16.1m. Dodatkowo w naszych prognozach uwzględniamy pozostały koszt operacyjny związany z przygotowaniem powierzchni pod nowych najemców w biurowcu West Forum 1A oraz pozytywny wpływ utworzenia aktywa na podatek odroczony w 1H16 na poziomie PLN 8.9m. W rezultacie podwyższamy prognozę zysku netto o 8% do PLN 48.3m w 2016p.
- **...oraz odpowiednio do PLN 310.5m i PLN 59.9m w 2017p.** Podwyższamy prognozę przekazań w 2017p o 10% do 912 lokali oraz skonsolidowanych przychodów o 17% do PLN 310.5m. Przy oczekiwanej rentowności brutto ze sprzedaży na poziomie 27.4% (vs. 26.7% poprzednio) prognozujemy zysk brutto ze sprzedaży w wysokości PLN 85.1m (podwyższenie prognozy o 20%) oraz zysk operacyjny PLN 65.6m (podwyższenie prognozy o 5% ze względu na podwyższenie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu z PLN 19.2m do PLN 26.6m oraz uwzględnienie potencjalnych kosztów PLN 4m związanych z przygotowaniem powierzchni West Forum 1A pod nowych najemców). Przypominamy, że w naszych prognozach zakładamy pozytywny wpływ na wynik operacyjny zysku z rewaluacji na poziomie PLN 11.1m, związany z realizacją projektu biurowego we Wrocławiu. Na poziomie zysku netto prognozujemy PLN 59.9m w 2017p, w porównaniu do PLN 57.7m poprzednio.

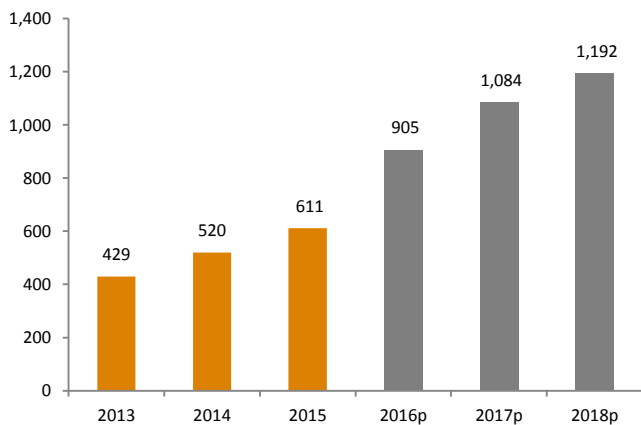
Tabela 10. Archicom: Zmiana prognoz na lata 2016-17p

	2016p			2017p		
	Obecnie	Poprzednio	Zmiana,%	Obecnie	Poprzednio	Zmiana,%
Lokale sprzedane	905	864	5%	1,084	1,065	2%
Lokale przekazane	849	786	8%	912	827	10%
Przychody	258.9	239.9	8%	310.5	264.8	17%
Segment deweloperski	245.5	230.5	7%	303.4	255.4	19%
Segment komercyjny	12.5	8.5	47%	6.2	8.5	-27%
Pozostałe	0.9	0.9	0%	0.9	0.9	0%
Koszt własny sprzedaży	-186.2	-173.0	8%	-225.4	-194.2	16%
Zysk brutto ze sprzedaży	72.7	66.8	9%	85.1	70.6	20%
Koszty sprzedaży	-7.8	-5.7	37%	-9.3	-6.6	41%
Koszty ogólnego zarządu	-16.1	-12.0	35%	-17.3	-12.6	38%
Zmiana wartości godziwej nieruch. inw.	0.0	0.0	n.m.	11.1	11.1	0%
Pozostałe przychody operacyjne netto	-4.0	0.0	n.m.	-4.0	0.0	n.m.
EBITDA	46.1	50.6	-9%	67.1	64.1	5%
Amortyzacja	1.4	1.4	0%	1.5	1.5	0%
EBIT	44.8	49.2	-9%	65.6	62.5	5%
Segment deweloperski	44.2	46.6	-5%	56.4	48.0	18%
Segment komercyjny	4.6	2.6	77%	13.2	14.6	-10%
Pozostałe	-4.0	0.0	n.m.	-4.0	0.0	n.m.
Koszty finansowe netto	-1.9	-2.5	-22%	-2.5	-2.0	23%
Zysk przed opodatkowaniem	42.8	46.7	-8%	63.1	60.5	4%
Podatek dochodowy	5.5	-2.2	-348%	-3.2	-2.8	11%
Zysk netto	48.3	44.5	8%	59.9	57.7	4%
Zysk netto skoryg.*	48.3	44.5	8%	48.8	46.5	5%

Źródło: Dane spółki, Vestor DM, *dane skorygowane o pozostałe przychody operacyjne netto oraz zmianę wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnych

Wykres 5. Archicom: Prognoza przedsprzedaży

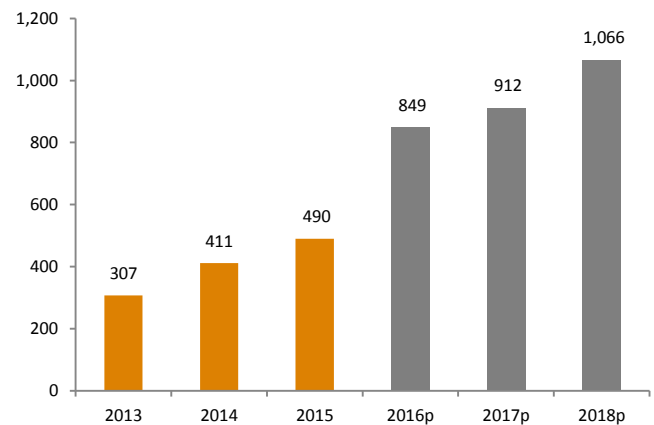
Liczba mieszkań



Źródło: Dane spółki, prognoza Vestor DM

Wykres 6. Archicom: Prognoza sprzedaży notarialnej

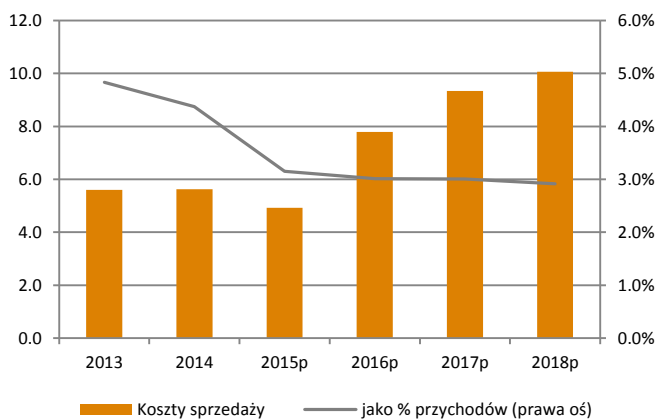
Liczba mieszkań



Źródło: Dane spółki, prognoza Vestor DM

Wykres 7. Archicom: Koszty sprzedaży

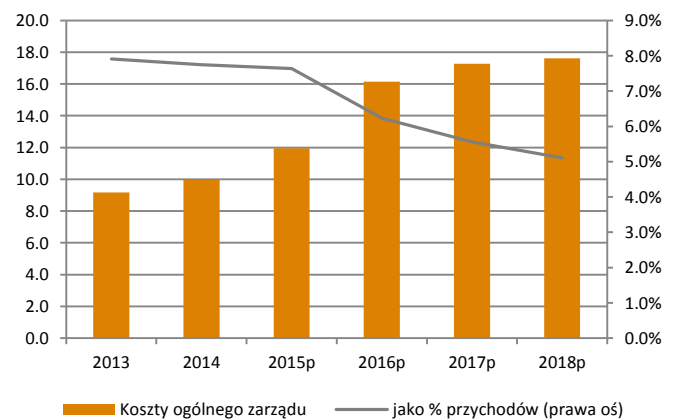
PLN/m o ile nie podano inaczej



Źródło: Dane spółki, prognoza Vestor DM

Wykres 8. Archicom: Koszty ogólnego zarządu

PLN/m o ile nie podano inaczej



Źródło: Dane spółki, prognoza Vestor DM

Załącznik 1. Zestawienie projektów

Tabela 11. Archicom: Portfel nieruchomości mieszkaniowych

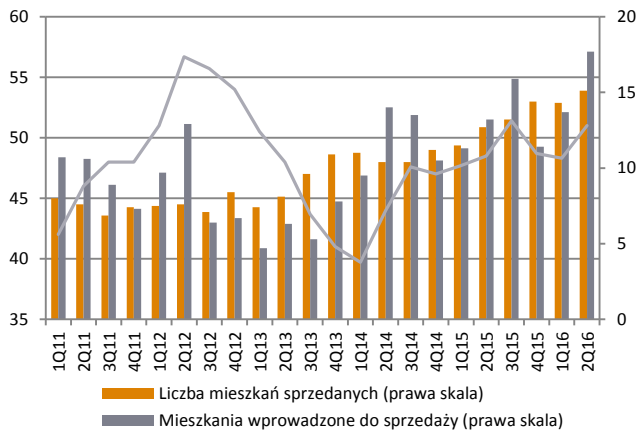
Projekt	Liczba lokali	PUM	Realizacja	Przed sprzedaż			Sprzedaż notarialna			Przychody			Marża brutto (%)
				2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p	
Projekty zrealizowane													
Ogrody Hallera (C1,C2,C3)	129	7,533	2013 - 2015	13	0	0	28	0	0	10.7	0.0	0.0	33%
Olimpia Port (S8,S9)	128	6,257	2013 - 2015	0	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0.0	34%
Selenza	80	4,086	2014 - 2015	2	0	0	2	0	0	0.6	0.0	0.0	29%
Projekty w trakcie realizacji													
Olimpia Port (S10-S15)	241	12,565	2014 - 2016	18	0	0	241	0	0	67.6	0.0	0.0	30%
Stabłowice (Z12a,Z12b)	87	3,991	2014 - 2016	33	0	0	87	0	0	19.8	0.0	0.0	23%
Ogrody Hallera (B1,B2)	126	7,730	2014 - 2016	27	0	0	126	0	0	51.9	0.0	0.0	31%
Cztery Pory Roku (J1,J5,J6)	138	6,578	2014 - 2016	32	0	0	138	0	0	31.7	0.0	0.0	27%
Olimpia Port (S16a,S17)	153	7,633	2014 - 2016	46	0	0	153	0	0	41.5	0.0	0.0	30%
Cztery Pory Roku (J2,J3,J4)	132	6,372	2015 - 2016	65	27	0	32	101	0	7.7	24.7	0.0	26%
Stabłowice (Z11,Z13)	88	4,028	2015 - 2016	48	20	0	20	68	0	4.6	15.2	0.0	22%
Na Krzyckiej	91	4,487	2015 - 2016	35	10	0	0	91	0	0.0	26.4	0.0	29%
Na Ustroniu (B1,B2)	60	3,019	2015 - 2016	31	19	0	0	60	0	0.0	15.2	0.0	25%
Olimpia Port (S16b,S18-S20)	116	7,838	2015 - 2016	45	40	0	11	105	0	5.1	46.4	0.0	37%
Ogrody Hallera (B3,B4,C4,C5)	62	4,887	2015 - 2017	44	8	0	0	62	0	0.0	35.9	0.0	37%
Siena	124	6,179	2015 - 2017	60	50	14	0	99	25	0.0	28.5	7.2	27%
Olimpia Port (M8a,M9,M10)	103	5,988	2015 - 2017	45	41	0	0	93	10	0.0	30.3	3.4	21%
Spirala Czasu	67	3,866	2015 - 2017	30	20	0	0	60	7	0.0	19.5	2.2	21%
Ogrody Hallera (C6)	16	869	2015 - 2017	15	0	0	0	16	0	0.0	6.4	0.0	37%
Olimpia Port (M8b)	48	2,582	2016 - 2017	22	24	0	0	43	5	0.0	13.2	1.5	25%
Róża Wiatrów (R1,R2,R3)	150	8,530	2016 - 2017	27	80	25	0	71	73	0.0	23.9	24.3	25%
Olimpia Port (M7,M11)	80	4,900	2016 - 2017	24	30	26	0	38	42	0.0	13.2	14.7	29%
Opolska 1	152	8,600	2016 - 2017	31	50	50	0	0	131	0.0	0.0	39.2	23%
Olimpia Port (M5A,M5B,C1)	111	5,600	2016 - 2017	30	35	31	0	0	96	0.0	0.0	26.8	29%
Cztery Pory Roku (J8,J9,J10)	134	6,030	2016 - 2018	38	40	40	0	0	94	0.0	0.0	21.2	28%
Stabłowice 3 (Z14,Z15,Z16)	70	3,850	2016 - 2018	27	20	23	0	0	70	0.0	0.0	19.4	22%
Kępa Mieszczańska (K1,K2)	144	11,000	2016 - 2018	46	40	50	0	0	109	0.0	0.0	56.5	25%
Bank ziemi													
Cztery Pory Roku (J7)	56	2,520	2016 - 2018	5	30	15	0	0	15	0.0	0.0	3.4	28%
Softysowicka	138	6,000	2016 - 2018	21	40	50	0	0	89	0.0	0.0	20.1	23%
Olimpia Port (M6)	100	6,200	2016 - 2018	15	30	30	0	0	75	0.0	0.0	26.3	29%
Olimpia Port Apartamenty (M14,M15)	68	4,400	2016 - 2018	5	35	28	0	0	20	0.0	0.0	7.7	29%
Stabłowice 2 (Z2,Z3,Z4, Z6,Z7)	118	5,600	2016 - 2018	5	50	40	0	0	29	0.0	0.0	6.8	22%
Olimpia Port (M3,M4)	104	5,400	2016 - 2018	5	45	40	0	0	90	0.0	0.0	26.4	29%
Kamieńskiego I	180	9,360	2016 - 2018	5	60	60	0	0	63	0.0	0.0	17.9	21%
Róża Wiatrów (R4,R5)	106	6,400	2017 - 2018	10	30	40	0	0	24	0.0	0.0	8.7	25%
Olimpia Port (M12)	92	5,200	2017 - 2019	0	30	40	0	0	0	0.0	0.0	0.0	29%
Na Ustroniu II	90	4,500	2017 - 2019	0	30	40	0	0	0	0.0	0.0	0.0	25%
Opolska 2	104	5,700	2017 - 2019	0	30	50	0	0	0	0.0	0.0	0.0	23%
Kępa Mieszczańska (K3)	106	7,000	2017 - 2019	0	30	50	0	0	0	0.0	0.0	0.0	23%
Nowy projekt Kraków	80	4,500	2017 - 2018	0	20	40	0	0	0	0.0	0.0	0.0	28%
Nowy projekt Krzyki I	140	7,280	2017 - 2019	0	20	60	0	0	0	0.0	0.0	0.0	20%
Nowy projekt	100	5,200	2017 - 2019	0	20	50	0	0	0	0.0	0.0	0.0	22%
Browar Piastowski I	150	8,550	2017 - 2019	0	20	60	0	0	0	0.0	0.0	0.0	28%
Kamieńskiego II	180	9,360	2017 - 2019	0	10	60	0	0	0	0.0	0.0	0.0	21%
Olimpia Port Apartamenty (M17)	52	3,400	2018 - 2019	0	0	20	0	0	0	0.0	0.0	0.0	29%
Olimpia Port (M1,M2)	98	5,500	2018 - 2019	0	0	20	0	0	0	0.0	0.0	0.0	29%
Stabłowice 4 (Z1,Z5,Z8,Z9)	122	6,200	2018 - 2019	0	0	20	0	0	0	0.0	0.0	0.0	22%
Opolska 3	126	6,700	2018 - 2020	0	0	20	0	0	0	0.0	0.0	0.0	21%
Nowy projekt Krzyki II	140	7,280	2018 - 2020	0	0	20	0	0	0	0.0	0.0	0.0	20%
Browar Piastowski II	150	8,550	2018 - 2020	0	0	20	0	0	0	0.0	0.0	0.0	28%
Nowy projekt	120	6,600	2018 - 2020	0	0	15	0	0	0	0.0	0.0	0.0	22%
Nowy projekt	120	6,600	2018 - 2020	0	0	15	0	0	0	0.0	0.0	0.0	22%
Nowy projekt	120	6,600	2018 - 2020	0	0	15	0	0	0	0.0	0.0	0.0	22%
Kamieńskiego III	180	9,360	2018 - 2020	0	0	15	0	0	0	0.0	0.0	0.0	21%
Razem				905	1,084	1,192	838	906	1,066	241	299	334	

Źródło: Dane spółki, Vestor DM, *dane nie uwzględniają lokali użytkowych

Załącznik 2. Rynek mieszkaniowy

Wykres 9. Mieszkania wprowadzone do sprzedaży oraz sprzedane na tle oferty

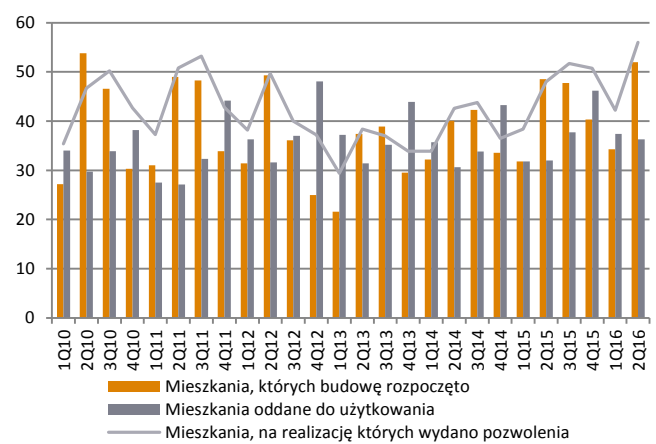
Dane w tys. mieszkań



Źródło: REAS, Vestor DM

Wykres 10. Statystyki budownictwa mieszkaniowego w Polsce w ujęciu kwartalnym

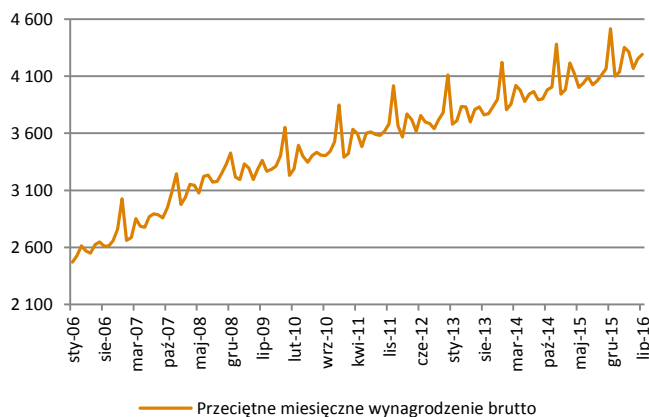
Dane w tys. mieszkań



Źródło: GUS, Vestor DM

Wykres 11. Przeciętny poziom miesięcznego wynagrodzenia brutto w Polsce

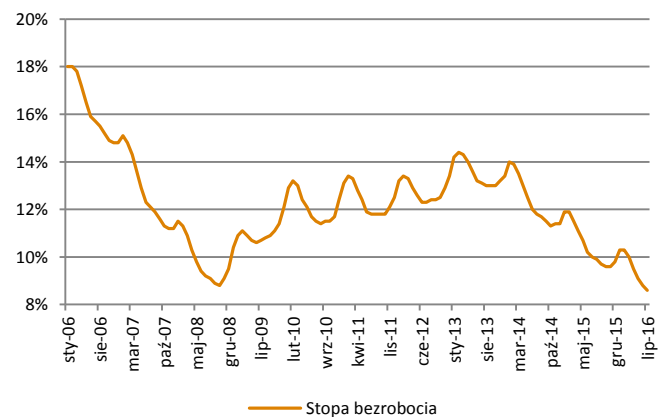
Dane w PLN



Źródło: GUS, Vestor DM

Wykres 12. Stopa bezrobocia w Polsce

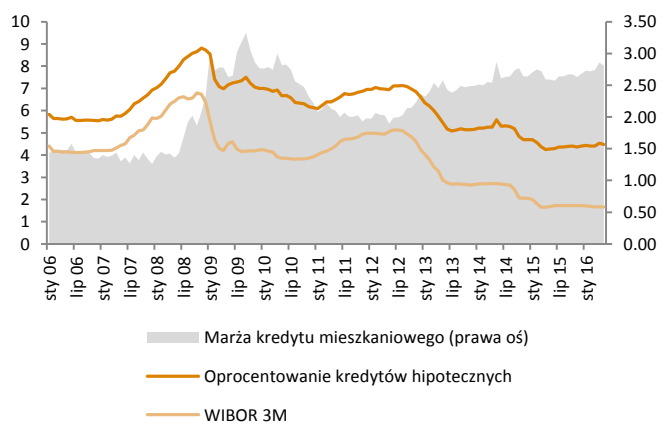
Dane w %



Źródło: GUS, Vestor DM

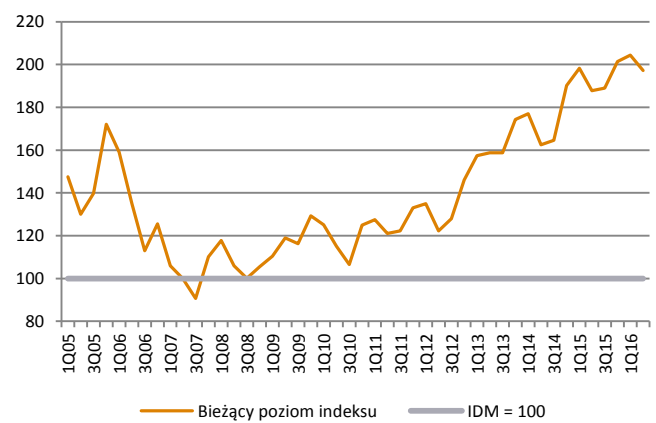
Wykres 13. Oprocentowanie kredytów hipotecznych oraz WIBOR 3M

Dane w %



Źródło: NBP, Vestor DM

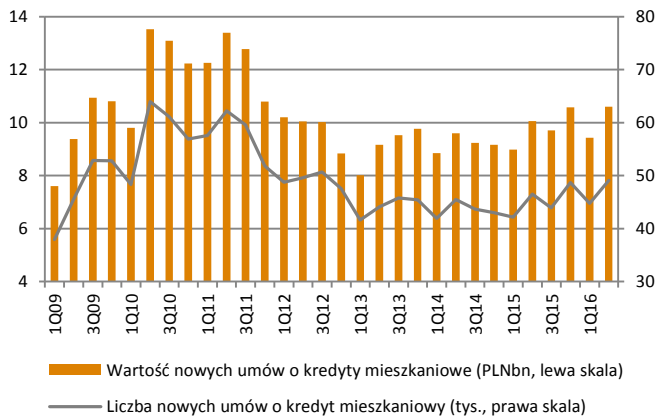
Wykres 14. Indeks dostępności mieszkaniowej



Źródło: Amron-Sarfin, Vestor DM

Wykres 15. Wartość oraz liczba nowych umów o kredyty mieszkaniowe

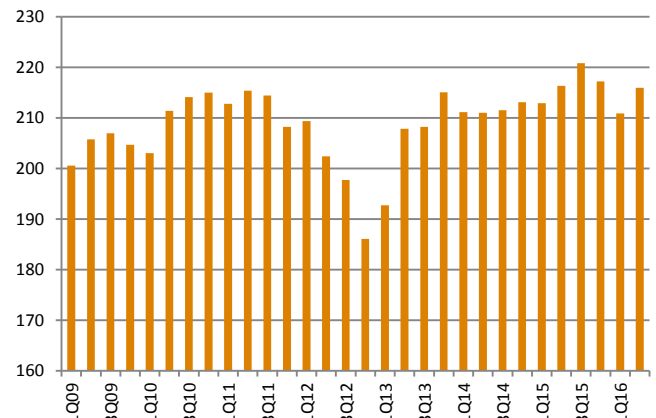
PLNm o ile nie podano inaczej



Źródło: Amron-Sarfin, Vestor DM

Wykres 16. Średnia wartość nowego kredytu mieszkaniowego

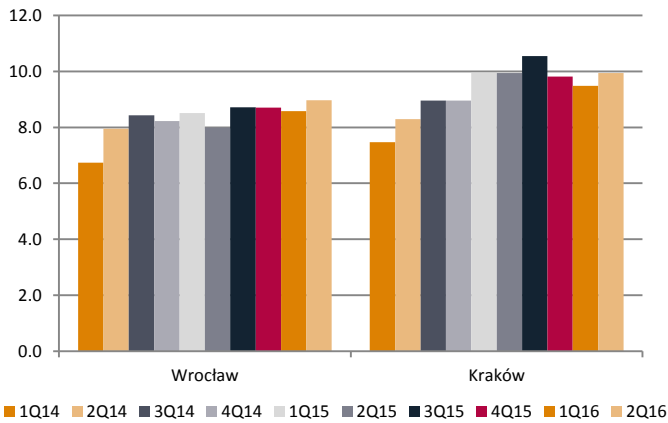
PLN tys. o ile nie podano inaczej



Źródło: Amron-Sarfin, Vestor DM

Wykres 17. Porównanie oferty mieszkaniowej dla Wrocławia i Krakowa

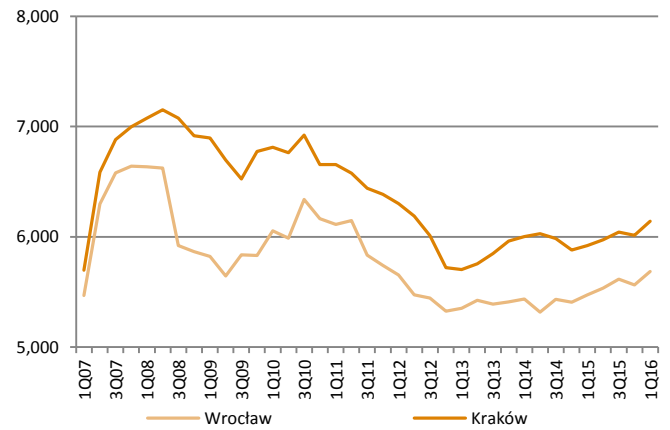
Liczba mieszkań w tys.



Źródło: REAS, Vestor DM

Wykres 18. Porównanie przeciętnych cen mieszkań we Wrocławiu i Krakowie

PLN/mkw. PUM



Źródło: Amron-Sarfin, Vestor DM

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor DM") z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r., poz. 94 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1382 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).

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

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

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

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor DM z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor DM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor DM oraz podmioty z nim powiązane nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

Vestor DM nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Vestor DM. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora odpowiednie, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor DM w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor DM oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej Vestor DM, Vestor DM oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej Vestor DM) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

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

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdując się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla Vestor DM i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor DM i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie są regulowane przez KNF, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY 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.

VESTOR DM INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

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

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

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. Vestor DM niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrazonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności na ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotykać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożenie, na które takie inwestycje są narażone.

NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓLPRACY Z EMITENTEM W ZAKRESIE, JAKI ZOSTAŁ WSKAZANY POWYŻEJ – EMITENT WPROWADZAŁ POPRAWKI/ZMIANY DO CZĘŚCI OPISOWEJ.

INFORMACJA DOTYCZĄCYCH WYCNEN/PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI VESTOR DM.

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM ŚWIADCZYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUGI Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, W TYM OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH. VESTOR DM OTRZYMYWAŁ W CIĄGU OSTATNICH DWUNASTU MIESIĘCY WYNAGRODZENIE Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA USŁUG NA RZECZ EMITENTA W ZAKRESIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER ORAZ W ZAKRESIE OPISANYM POWYŻEJ.

VESTOR DM INFORMUJE, ŻE WYNAGRODZENIE OTRZYMYWANE PRZEZ VESTOR DM ORAZ OSOBY SPORZĄDZAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ W SPOSÓB POŚREDNI ZALEŻNE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIANYCH W RAMACH TRANSAKCYJ Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, DOTYCZĄCYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ SPÓŁKĘ, DOKONYWANYCH PRZEZ VESTOR DM, A OPISANYCH POWYŻEJ. TAKA SYTUACJA MOŻE PROWADZIĆ DO POWSTANIA POTENCJALNEGO LUB RZECZYWISTEGO KONFLIKTU INTERESÓW. JEDNOCZEŚNIE VESTOR DM OŚWIADCZA, ŻE STOSUJE ODPOWIEDNIE REGULACJE WEWNĘTRZNE, KTÓRE MAJĄ SŁUżyć ZARZĄDZANIU TEGO RODZAJU KONFLIKTAMI W CELU ELIMINACJI ICH SKUTKÓW I ZAPEWNIENIA PRAWDLIWEJ OCHRONY INWESTORÓW, A KTÓRE SĄ SZCZEGÓŁOWO OPISANE W DALSZEJ CZĘŚCI NINIEJSZEGO ZASTRZEŻENIA PRAWNEGO.

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

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

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

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

Vestor DM nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Vestor DM nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor DM składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

Podmioty powiązane z Vestor DM lub Vestor DM mogą, w zakresie dopuszczalnym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta/Emitentów, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta/Emitentów („instrumenty finansowe”).

Vestor DM może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki/spółek, do których odnosi się niniejszy raport.

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor DM mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje stanowiących więcej niż 0,5% wszystkich wyemitowanych akcji przez Emitenta.

Analitycy sporządzający niniejszy raport pozostają w stosunku pracy z Vestor DM na podstawie zawartej umowy o pracę. Analitycy Vestor DM działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

Vestor DM, członkowie jego organów ani pracownicy nie przyjmują jakiegokolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub na innej zasadzie) za jakiegokolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści.

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

Vestor DM zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do aktualizacji tych informacji lub zaprzestania jej całkowicie bez uprzedzenia.

Z wyjątkiem zastrzeżeń wyrażonych powyżej niniejszy raport pozostaje w mocy przez okres 12 miesięcy, lecz nie dłużej niż do dnia wydania następnego raportu.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor DM wydał: 4 rekomendacje kupuj, 0 rekomendacji Akumuluj, 4 rekomendacje Neutralnie, 4 rekomendacje Redukuj oraz 1 rekomendacji Sprzedaż. Oprócz powyższego, Vestor DM wydał 5 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego, na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor DM, w okresie ostatnich 3 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 39 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu. W okresie kolejnych 12 miesięcy Vestor DM zamierza wydać co najmniej aktualizację niniejszego raportu.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich z nich.

NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIONYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM.

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż Vestor DM, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport

nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Vestor DM do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor DM, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treści.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i logo użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami Vestor DM lub jego podmiotów powiązanych. Vestor DM jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor DM. Żaden z materiałów, ani jej treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody Vestor DM.

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

Opis zastosowanych w organizacji mechanizmów chińskich murów zapobiegających powstaniu konfliktów interesów:

W Vestor DM obowiązuje „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Vestor Domu Maklerskim S.A.”, który określa sposób postępowania w celu przeciwdziałania powstawaniu oraz sprawnego zarządzania konfliktami interesów poprzez wyeliminowanie ryzyka naruszenia interesu klienta, jak również określa środki i procedury zarządzania konfliktami interesów. Obowiązki z zakresu przeciwdziałania powstawaniu, zarządzania oraz monitorowania w przypadku powstania konfliktu interesów wykonuje wyznaczona jednostka organizacyjna, której pracownicy dysponują następującymi narzędziami zapewniającymi prawidłowe wykonywanie tych zadań: (i) dostęp do wszelkiej dokumentacji zarówno Spółki jak i spółki zależnej, (ii) uprawnienia do żądania przedstawienia wyjaśnień przez wszystkich pracowników, (iii) możliwość analizowania zawieranych przez osoby powiązane transakcji własnych.

Dom Maklerski stosuje następujące mechanizmy mające na celu zapobieganie powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku istnienia takiego konfliktu - zarządzanie i monitorowanie nimi w celu zapobiegania potencjalnemu niekorzystnemu wpływowi na interesy klientów:

Niezależność działania: zapewnienie niezależności działania każdej jednostki organizacyjnej Vestor DM, która oznacza w szczególności, że (i) nie istnieje możliwość wywierania niekorzystnego wpływu osób trzecich na sposób wykonywania przez pracowników czynności związanych z prowadzeniem przez Vestor DM działalności, (ii) zakres zadań danej jednostki organizacyjnej jest przypisany danej jednostce organizacyjnej i co do zasady nie krzyżuje się z zakresem zadań innych jednostek organizacyjnych;

- i. Niezależność wynagrodzeń: Vestor DM zapobiega powstawaniu bezpośrednich zależności pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników wykonujących określone czynności z zakresu działalności maklerskiej, z wynagrodzeniem lub zyskami osiąganymi przez osoby wykonujące czynności innego rodzaju, które stanowią lub mogą stanowić źródło konfliktu interesów;
- ii. Efektywny nadzór: zapewnienie nadzoru nad pracownikami wykonującymi w ramach swoich podstawowych zadań czynności na rzecz i w imieniu klientów, w zakresie działalności prowadzonej przez Vestor DM, które to czynności powodują lub mogą powodować wystąpienie sprzeczności interesów pomiędzy klientami lub interesami klienta i Vestor DM, w tym:
 - system sprawozdawczości wewnętrznej zapewniający niezwłoczne informowanie osób odpowiedzialnych za nadzorowanie przestrzegania zasad określonych w Regulaminie o przypadku wystąpienia konfliktu interesów lub ryzyku jego powstania;
 - nadzór nad transakcjami własnymi dokonywanymi przez osoby powiązane, okresowe przeglądy i ocena skuteczności wdrożonych przez Vestor DM systemów kontrolnych i procedur; prowadzenie wymaganych prawem rejestrów oraz ewidencji, przede wszystkim rejestru konfliktów interesów związanych z istotnym ryzykiem naruszenia interesów klienta;
- iii. Odmowa działania: prawo odmowy przez Vestor DM podjęcia działań na rzecz klienta, jeżeli z uwagi na zaangażowanie w określone działania na rzecz innego klienta Vestor DM nie może skutecznie zarządzać potencjalnymi konfliktami interesów, bądź uniemożliwiają to ograniczenia prawne lub regulacje wewnętrzne;
- iv. Podział funkcji: organizacja zadań pracowników mająca na celu wyeliminowanie przypadków jednoczesnego lub jednoczynnego wykonywania przez danego pracownika zadań w ramach różnych usług świadczonych przez Vestor DM, jeśli mogło by to mieć negatywny wpływ na prawidłowe zarządzanie konfliktami interesów;
- v. Chińskie mury: Vestor DM podejmuje wszelkie działania, aby zapobiegać przepływowi informacji pomiędzy osobami powiązanymi wykonującymi w ramach działalności prowadzonej przez Vestor DM określone czynności, które powodują lub mogą powodować powstanie konfliktu interesów, w przypadku, gdy taka wymiana informacji może zaszkodzić interesom klienta lub klientów, lub zapewnić nadzór nad takim przepływem informacji, gdy przepływ taki jest konieczny.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Vestor DM opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Vestor DM korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożnik docelowy
- 4) analiza scenariuszowa
- 5) zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartości aktywów netto
- 7) Suma części
- 8) zdyskontowanych zysków rezydualnych

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywność pozaoperacyjna, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Wycena na podstawie mnożnika docelowego oparta jest na założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych mnożników cenowych. Do zalet tej metody można zaliczyć możliwość zastosowania jej do każdej spółki. Z drugiej jednak strony metoda ta jest bardzo subiektywna.

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny (15% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (70% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (15% prawdopodobieństwa). Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założenia znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoco subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże ilości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do uzyskania. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może niedoszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody można uznać możliwość niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowana wartość rezydualna. Do jej mocnych stron zaliczyć można wycenę na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utraconych korzyści przez właścicieli kapitału. Wadami wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

- P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję
- PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków
- EPS - zysk na akcję
- P/BV – cena/wartość księgową
- BV – wartość księgową
- EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto
- EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
- EV/EBITDA – kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ zysk operacyjny + amortyzacja
- EBIT - zysk operacyjny
- NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu
- FCF - wolne przepływy pieniężne
- ROE – zwrot na kapitale własnym
- WACC - średni ważony koszt kapitału
- CAGR - średnioroczny wzrost
- CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych
- COE – koszt kapitału własnego
- L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

Definicje rekomendacji:

Kupuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 1,5-krotność kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Akumuluj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą koszt kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Neutralnie – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie 0% w stosunku do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Redukuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie od minus kosztu kapitału własnego do 0% w odniesieniu do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Sprzedaj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu poniżej minus kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Lista wszystkich rekomendacji wydanych przez Vestor DM w okresie ostatnich 12 miesięcy:

Spółka	Data rekomendacji	Analityk	TP	Cena bieżąca na godz.	Rekomendacja	Time
OT Logistics	2015-09-10	Piotr Nawrocki	337.0	260.0	Brak	12M
Pekabex	2015-09-10	Piotr Nawrocki	13.4	10.5	Kupuj	12M
Kredyt Inkaso	2015-09-11	Michał Fidelus	34.0	30.5	Neutralnie	12M
JHM	2015-09-11	Marek Szymański	2.5	1.7	Brak	12M
Polwax	2015-09-14	Wojciech Wozniak	26.1	16.4	Brak	12M
Marvipol	2015-09-17	Marek Szymański	10.5	7.0	Brak	12M
Immobile	2015-09-18	Piotr Raciborski	3.1	2.3	Brak	12M
Pharmena	2015-09-18	Beata Szparaga	20.0	18.7	Brak	12M
Polmed	2015-09-24	Michał Mordel	4.2	3.0	Brak	12M
Warimpex	2015-10-02	Marek Szymański	3.7	2.8	Brak	12M
Altus	2015-10-09	Michał Fidelus	12.6	10.7	Kupuj	12M
Quercus	2015-10-09	Michał Fidelus	6.6	6.5	Neutralnie	12M
Dom Development	2015-10-27	Marek Szymański	53.0	53.0	Neutralnie	12M
LC Corp	2015-10-27	Marek Szymański	2.5	1.9	Kupuj	12M
Robyg	2015-10-27	Marek Szymański	3.0	2.5	Kupuj	12M
PKO BP	2015-10-28	Michał Fidelus	30.0	29.5	Neutralnie	12M
Pekao	2015-10-28	Michał Fidelus	170.0	155.1	Akumuluj	12M
BZWBK	2015-10-28	Michał Fidelus	302.0	318.0	Redukuj	12M
mBank	2015-10-28	Michał Fidelus	323.0	370.1	Sprzedaj	12M
ING	2015-10-28	Michał Fidelus	138.0	125.3	Akumuluj	12M
Handlowy	2015-10-28	Michał Fidelus	91.0	83.0	Akumuluj	12M
Millennium	2015-10-28	Michał Fidelus	6.3	6.2	Neutralnie	12M
Getin Noble	2015-10-28	Michał Fidelus	0.74	0.85	Sprzedaj	12M
Alior Bank	2015-10-28	Michał Fidelus	85.0	83.3	Neutralnie	12M
PKP Cargo	2015-11-02	Piotr Nawrocki	60.0	66.4	Redukuj	12M
KGHM	2015-11-04	Piotr Nawrocki	107.0	92.0	Kupuj	12M
Selvita	2015-11-04	Beata Szparaga	24.0	22.5	Brak	12M
AAT Holding	2015-11-06	Wojciech Wozniak	31.3	22.0	Kupuj	12M
Arteria	2015-11-10	Piotr Raciborski	23.3	14.9	Brak	12M
Alior Bank	2015-11-12	Michał Fidelus	83.0	75.5	Akumuluj	12M
Impel	2015-11-17	Piotr Raciborski	38.0	26.0	Brak	12M
DTP	2015-11-19	Michał Fidelus	6.4	4.2	Brak	12M
Polmed	2015-11-23	Michał Mordel	4.1	3.0	Brak	12M
PKN Orlen	2015-11-27	Beata Szparaga	83.0	68.9	Kupuj	12M
Lotos	2015-11-27	Beata Szparaga	34.0	28.9	Akumuluj	12M
Vigo	2015-12-04	Piotr Nawrocki	306.0	249.0	Brak	12M
Marvipol	2015-12-09	Marek Szymański	10.5	5.8	Brak	12M
PKO BP	2015-12-11	Michał Fidelus	28.6	25.8	Akumuluj	12M
BZWBK	2015-12-11	Michał Fidelus	288.0	268.7	Neutralnie	12M
mBank	2015-12-11	Michał Fidelus	318.0	313.3	Neutralnie	12M
Millennium	2015-12-11	Michał Fidelus	5.8	5.2	Kupuj	12M
Getin Noble	2015-12-11	Michał Fidelus	0.60	0.56	Neutralnie	12M
PGNIG	2015-12-16	Beata Szparaga	4.6	5.0	Redukuj	12M
Sfinks	2015-12-18	Piotr Raciborski	5.3	3.9	Brak	12M
The Farm 51	2015-12-21	Michał Mordel	17.9	12.7	Brak	12M
OT Logistics	2015-12-29	Piotr Nawrocki	275.0	166.0	Brak	12M
PKO BP	2016-01-11	Michał Fidelus	27.0	25.7	Neutralnie	12M
Pekao	2016-01-11	Michał Fidelus	148.0	133.5	Akumuluj	12M
BZWBK	2016-01-11	Michał Fidelus	269.0	260.1	Neutralnie	12M
mBank	2016-01-11	Michał Fidelus	302.0	295.8	Neutralnie	12M
ING	2016-01-11	Michał Fidelus	123.0	116.0	Neutralnie	12M
Handlowy	2016-01-11	Michał Fidelus	74.0	67.6	Akumuluj	12M
Millennium	2016-01-11	Michał Fidelus	5.6	5.5	Neutralnie	12M
Getin Noble	2016-01-11	Michał Fidelus	0.60	0.57	Neutralnie	12M
Alior Bank	2016-01-11	Michał Fidelus	71.0	62.5	Kupuj	12M
KGHM	2016-01-12	Piotr Nawrocki	63.0	53.0	Akumuluj	12M
Vigo	2016-01-12	Piotr Nawrocki	279.0	229.0	Brak	12M
Serinus	2016-01-14	Beata Szparaga	2.6	1.6	Kupuj	12M
Pekabex	2016-01-14	Piotr Nawrocki	14.0	10.3	Kupuj	12M
KGHM	2016-02-08	Piotr Nawrocki	64.0	62.0	Neutralnie	12M
Handlowy	2016-02-09	Michał Fidelus	75.0	78.0	Redukuj	12M
Kredyt Inkaso	2016-02-16	Michał Fidelus	27.8	21.8	Kupuj	12M
PGNIG	2016-02-18	Beata Szparaga	4.4	5.2	Sprzedaj	12M
Sfinks	2016-03-01	Piotr Raciborski	5.0	4.3	Brak	12M
PGNIG	2016-03-07	Beata Szparaga	4.4	4.8	Redukuj	12M
Kruk	2016-03-08	Michał Fidelus	204.0	189.0	Neutralnie	12M
KGHM	2016-03-09	Piotr Nawrocki	68.0	73.0	Redukuj	12M
Selvita	2016-03-10	Beata Szparaga	26.0	21.2	Brak	12M
Bumech	2016-03-16	Wojciech Wozniak	1.1	0.68	Brak	12M
mBank	2016-03-17	Michał Fidelus	317.0	354.0	Sprzedaj	12M
Polwax	2016-03-23	Wojciech Wozniak	26.1	17.6	Brak	12M
Impel	2016-03-31	Piotr Raciborski	32.5	27.8	Brak	12M
JHM	2016-03-31	Marek Szymański	2.3	1.2	Brak	12M
Vantage	2016-04-01	Marek Szymański	4.1	2.6	Brak	12M
K2 Internet	2016-04-01	Adam Siniarski	29.2	19.7	Brak	12M
Selvita	2016-04-04	Beata Szparaga	27.0	22.9	Brak	12M
Pekao	2016-04-06	Michał Fidelus	148.0	158.0	Redukuj	12M
Marvipol	2016-04-12	Marek Szymański	10.5	7.0	Brak	12M
PKO BP	2016-04-21	Michał Fidelus	28.0	26.3	Neutralnie	12M
Pekao	2016-04-21	Michał Fidelus	147.0	160.6	Redukuj	12M
BZWBK	2016-04-21	Michał Fidelus	304.0	288.0	Neutralnie	12M
mBank	2016-04-21	Michał Fidelus	316.0	331.7	Redukuj	12M
ING	2016-04-21	Michał Fidelus	135.0	121.8	Akumuluj	12M
Handlowy	2016-04-21	Michał Fidelus	73.0	82.1	Sprzedaj	12M
Millennium	2016-04-21	Michał Fidelus	5.3	5.5	Redukuj	12M
Getin Noble	2016-04-21	Michał Fidelus	0.58	0.54	Neutralnie	12M
Alior Bank	2016-04-21	Michał Fidelus	74.0	69.8	Neutralnie	12M
PKP Cargo	2016-04-21	Piotr Nawrocki	37.0	44.0	Redukuj	12M
PKN Orlen	2016-04-26	Beata Szparaga	76.0	70.0	Neutralnie	12M
Lotos	2016-04-26	Beata Szparaga	33.0	28.9	Akumuluj	12M
Soho Development	2016-04-27	Marek Szymański	3.0	1.4	Brak	12M
Archicom	2016-05-11	Marek Szymański	22.5	15.0	Brak	12M
Handlowy	2016-05-16	Michał Fidelus	73.0	72.0	Neutralnie	12M
Warimpex	2016-05-19	Marek Szymański	3.8	2.5	Brak	12M
OT Logistics	2016-05-22	Piotr Nawrocki	275.0	220.0	Brak	12M

Altus	2016-05-24	Michał Fidelus	17.3	14.0	Kupuj	12M
Mex Polska	2016-05-30	Piotr Raciborski	11.2	5.7	Brak	12M
Vigo	2016-06-01	Piotr Nawrocki	277.0	226.0	Brak	12M
Pekao	2016-06-14	Michał Fidelus	156.0	146.5	Neutralnie	12M
Marvipol	2016-06-16	Marek Szymański	10.5	6.9	Brak	12M
mBank	2016-06-24	Michał Fidelus	293.0	333.4	Sprzedaj	12M
PKP Cargo	2016-06-28	Piotr Nawrocki	36.0	33.0	Neutralnie	12M
Alior Bank	2016-06-30	Michał Fidelus	62.0	52.2	Kupuj	12M
The Farm 51	2016-07-08	Michał Mordel	13.8	12.5	Brak	12M
PGNIG	2016-07-20	Beata Szparaga	5.1	5.6	Redukuj	12M
PKN Orlen	2016-07-27	Beata Szparaga	72.0	65.7	Neutralnie	12M
LC Corp	2016-08-01	Marek Szymański	2.6	2.0	Kupuj	12M
Robyg	2016-08-01	Marek Szymański	3.7	2.9	Kupuj	12M
Dom Development	2016-08-01	Marek Szymański	59	54.0	Akumuluj	12M
mBank	2016-08-02	Michał Fidelus	293.0	310.8	Redukuj	12M
Mercator Medical	2016-08-02	Piotr Nawrocki	22.9	14.0	Brak	12M
ING BSK	2016-08-08	Michał Fidelus	142.0	139.9	Neutralnie	12M
Eurocash	2016-08-11	Jakub Rafał	50	54	Redukuj	12M
Quercus TFI	2016-08-18	Michał Fidelus	6.2	5.2	Kupuj	12M
Eurocash	2016-08-22	Jakub Rafał	43	46.3	Redukuj	12M
Marvipol	2016-08-26	Marek Szymański	11.4	6.5	Brak	12M
K2 Internet	2016-09-09	Adam Siniarski	21.5	13.6	Brak	12M
Vantage Development	2016-09-14	Marek Szymański	4.3	2.7	Brak	12M

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