

- Prognozujemy znorm. zysk netto PLN 1.2m w 2016p oraz PLN 2.1m w 2017p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na naszych prognozach na P/E na poziomie 28.1x na 2016p i 15.9x na 2017p oraz EV/EBITDA odpowiednio 5.4x i 4.1x.

## Wolniejszy wzrost w chmurze

Z uwagi na opóźnienie przy rozbudowie infrastruktury Oktawave oraz wolniejszy od naszych założeń wzrost w działalności reklamowej obniżyliśmy naszą prognozę znorm. EBITDA i znorm. zysku netto na 2016p o 27% i 50% do odpowiednio PLN 6.0m i PLN 1.2m. Zakładamy, że opóźnienie w rozbudowie Oktawave ma charakter przejściowy i spodziewamy się wzrostu przychodów w 2017p, co skutkować będzie wzrostem znorm. zysku netto o 77% r/r do PLN 2.1m w 2017p i kolejne 93% r/r do PLN 4.1m w 2018p. Na naszych prognozach na lata 2016-2017 akcje K2 Internet wyceniane są obecnie z mnożnikiem P/E odpowiednio 28.1x w 2016p i 15.9x w 2017p oraz EV/EBITDA odpowiednio 5.4x i 4.1x. Uznając długoterminowy potencjał spółki ustalamy 12m cenę docelową dla akcji K2 Internet na poziomie PLN 21.5 (wobec PLN 29.2 wcześniej).

**Opóźnienia w rozbudowie Oktawave.** Pod koniec roku infrastruktura Oktawave zbliżała się do poziomu pełnego obciążenia. Prace nad rozbudową infrastruktury trwające od 1Q16 zakończono w czerwcu, a opóźnienie skutkowało spowolnieniem tempa wzrostu przychodów w 1H16. Ponieważ zniknęło techniczne ograniczenie tempa wzrostu, uważamy, że wyniki za 3Q i 4Q16 pozwolą ocenić, czy spowolnienie miało charakter przejściowy (jak zakładamy).

**Działalność reklamowa płasko r/r w 1H16.** Słabość na poziomie przychodów była wynikiem przesunięcia części kampanii marketingowych u klientów na drugą połowę roku oraz wydłużenia się procesów przetargowych (segment mediowy) oraz ograniczeniem aktywności klientów z grupy spółek Skarbu Państwa (segment agencyjny).

**Przegląd opcji strategicznych.** W prezentacji wynikowej za 2015r. pojawił się harmonogram ogłoszonego pod koniec 2015r. przeglądu opcji strategicznych, według którego do transakcji sprzedaży segmentów agencyjnego i mediowego może dojść jeszcze w 2016r. Według Equiteq mediany mnożników transakcyjnych dla sektora digital marketing implikują połączoną wycenę segmentów agencyjnego i mediowego w przedziale od PLN 25.6m do PLN 33.9m. Jednocześnie zaznaczamy, że w związku z pogorszeniem wyników działalności reklamowej w 1H16 prawdopodobieństwo dojścia transakcji do skutku w 2016r. w naszym przekonaniu znacząco spadło.

**Wycena.** Wyceniamy K2 Internet przy wykorzystaniu 2 metod: 1) DCF na PLN 46.8m lub 18.8 na akcję oraz 2) metodą porównawczą na PLN 49.1m lub PLN 19.7/akcję. Przyjmując równe wagi dla obydwu metod otrzymujemy PLN 47.9m lub PLN 19.3/akcję. Zakładając średnioważony koszt kapitału własnego na poziomie 11.3% wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową na PLN 21.5.

Tabela 1. K2 Internet: Prognozy finansowe i wskaźniki wyceny

	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody	79.3	87.6	88.9	95.5	101.6
Znorm. EBITDA (PLNm)	5.7	5.6	6.0	7.5	9.8
Znorm. Zysk netto	1.5	1.1	1.2	2.1	4.1
Znorm. P/E (x)	22.8	29.6	28.1	15.9	8.2
Znorm. EV/ EBITDA (x)	5.7	5.8	5.4	4.1	2.9

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	21.5
Cena bieżąca (PLN)	13.6
Potencjał wzrostu/spadku	59%
Min (52T)	9.8
Max (52T)	20.8
Liczba akcji (m)	2.5
Kapitalizacja (PLNm)	33.7
Dług netto (PLNm)	1.3
EV (PLNm)	35.0
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	72.2

Akcjonariat		%
Janusz Żebrowski		16.2%
Ipopema TFI		10.0%
Opoka TFI		8.1%
Bożena i Andrzej Kosiński		6.9%
Pozostali		58.9%

**Opis spółki**  
Grupa K2 działa na rynku reklamy internetowej, skupiając swoją działalność na następujących głównych obszarach: (1) komunikacji marketingowej w ramach największej polskiej agencji interaktywnej, (2) planowania obecności w mediach online i offline. W jej skład wchodzi także spółka Fabryta z sektora IT oferująca rozwiązania wspierające procesy biznesowe oraz dynamicznie rozwijająca się spółka Oktawave z sektora Cloud Computing (chmury obliczeniowej). Grupa świadczy swoje usługi przede wszystkim na terytorium Polski.

K2 Internet vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Adam Siniarski, CFA

Analitik Akcji

(+48) 22 378 9216

Adam.Siniarski@vestor.pl

## K2 Internet: Prognozy finansowe

Dane w PLN m o ile nie podano inaczej

Rachunek zysków i strat	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>59.6</b>	<b>79.3</b>	<b>87.6</b>	<b>88.9</b>	<b>95.5</b>	<b>101.6</b>
Koszty sprzedaży	-50.3	-69.2	-78.7	-78.8	-83.7	-87.0
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>9.3</b>	<b>10.1</b>	<b>8.9</b>	<b>10.1</b>	<b>11.8</b>	<b>14.6</b>
EBITDA	2.5	3.9	6.2	6.6	8.2	10.5
<b>Znorm. EBITDA*</b>	<b>3.4</b>	<b>5.7</b>	<b>5.6</b>	<b>6.0</b>	<b>7.5</b>	<b>9.8</b>
Amortyzacja	3.7	3.4	4.2	4.4	4.9	4.6
<b>EBIT</b>	<b>-1.2</b>	<b>0.4</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>3.3</b>	<b>5.8</b>
Pozostała działalność operacyjna netto	-0.9	-1.8	0.6	0.6	0.7	0.7
Przychody finansowe netto	-0.4	6.0	0.1	0.0	0.0	0.1
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>-1.7</b>	<b>6.5</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	<b>3.4</b>	<b>5.9</b>
Podatek dochodowy	0.5	-1.7	-0.6	-0.4	-0.7	-1.2
<b>Zysk netto</b>	<b>-1.2</b>	<b>4.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>	<b>2.7</b>	<b>4.6</b>
<b>Znorm. zysk netto*</b>	<b>-0.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>2.1</b>	<b>4.1</b>
Bilans	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Rzeczowe aktywa trwałe	6.7	6.1	5.3	7.6	8.4	9.1
Wartości niematerialne i prawne	7.5	10.1	9.6	8.1	6.7	5.7
Wartość firmy	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Inne aktywa trwałe	8.3	4.5	4.8	4.8	4.8	4.8
Środki pieniężne i ekwiwalenty	2.6	5.2	3.9	2.7	3.5	5.4
Należności handlowe	20.0	25.0	26.3	25.7	27.1	28.4
Zapasy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inne aktywa obrotowe	1.6	1.7	1.5	2.1	2.2	2.3
<b>Aktywa razem</b>	<b>47.8</b>	<b>53.9</b>	<b>52.5</b>	<b>52.2</b>	<b>54.0</b>	<b>57.0</b>
Dług krótkoterminowy	6.3	4.5	2.0	0.5	0.0	0.0
Zobowiązania handlowe	6.7	6.3	7.5	7.2	7.7	8.0
Inne zobowiązania krótkoterminowe	5.9	9.2	9.7	10.9	10.8	10.7
Dług długoterminowy	1.2	0.6	0.7	0.7	0.7	0.0
Inne zobowiązania długoterminowe	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
<b>Kapitały własne</b>	<b>23.6</b>	<b>28.4</b>	<b>27.5</b>	<b>26.7</b>	<b>28.5</b>	<b>31.8</b>
Udziały mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Pasywa</b>	<b>47.8</b>	<b>53.9</b>	<b>52.5</b>	<b>52.2</b>	<b>54.0</b>	<b>57.0</b>
Dług netto	5.0	0.0	-1.2	-1.5	-2.9	-5.4
Przepływy pieniężne	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
<b>Zysk brutto</b>	<b>-1.7</b>	<b>6.5</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	<b>3.4</b>	<b>5.9</b>
Podatek dochodowy	0.5	-1.7	-0.6	-0.4	-0.7	-1.2
Amortyzacja	1.1	1.4	2.6	3.7	3.4	4.2
Zmiany w kapitale obrotowym	2.8	5.3	-0.1	-0.1	1.0	1.0
Inne zmiany niepieniężne	1.4	-9.3	2.2	2.9	-0.7	-1.6
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>4.2</b>	<b>2.3</b>	<b>6.3</b>	<b>8.1</b>	<b>6.5</b>	<b>8.2</b>
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-3.8	-6.4	-2.5	-5.3	-4.3	-4.3
Inne przepływy inwestycyjne	0.7	10.4	1.2	0.0	0.0	0.0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-3.1</b>	<b>4.0</b>	<b>-1.3</b>	<b>-5.3</b>	<b>-4.3</b>	<b>-4.3</b>
Zmiany netto zadłużenia	0.0	-1.9	-2.0	-1.5	-0.5	-0.7
Odsetki zapłacone	-1.9	-1.8	-0.2	0.0	0.0	0.0
Dywidendy	0.0	0.0	-2.5	-2.5	-0.8	-1.3
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>0.0</b>	<b>-3.7</b>	<b>-6.3</b>	<b>-4.0</b>	<b>-1.3</b>	<b>-2.0</b>
<b>Zmiana gotówki</b>	<b>1.0</b>	<b>2.6</b>	<b>-1.3</b>	<b>-1.2</b>	<b>0.8</b>	<b>1.9</b>
Wskaźniki	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Wzrost przychodów (%)	9%	33%	10%	1%	7%	6%
Wzrost znorm. EBITDA (%)	n.a.	66%	-1%	7%	27%	30%
Wzrost znorm. zysku netto (%)	n.a.	n.a.	-23%	5%	77%	93%
<b>Marże</b>						
Brutto	15.5%	12.7%	10.2%	11.4%	12.4%	14.3%
EBITDA znorm.	5.7%	7.2%	6.4%	6.7%	7.9%	9.6%
EBIT	-2.0%	0.6%	2.3%	2.4%	3.5%	5.7%
Zysku netto znorm.	-0.7%	1.9%	1.3%	1.3%	2.2%	4.0%
<b>Dźwignia i stopy zwrotu</b>						
Dług netto/EBITDA (x)	2.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.3	-0.5
Wskaźnik płynności bieżącej (x)	1.3	1.6	1.7	1.6	1.8	1.9
Cykl konwersji gotówki (dni)	74.2	81.5	73.8	71.8	70.2	68.7
ROA (%)	-0.9%	2.9%	2.1%	2.3%	4.0%	7.4%
ROIC (%)	-1.0%	6.1%	4.1%	7.0%	10.8%	18.3%
ROE (%)	-1.7%	5.7%	4.1%	4.4%	7.7%	13.6%

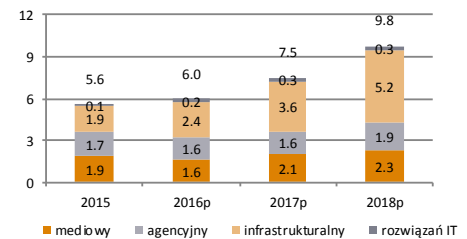
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM, \*korygowany o one-offy niegotówkowe, m.in. rozliczenie dotacji

Wskaźniki wyceny	2015	2016p	2017p	2018p
Znorm. P/E (x)	29.6	28.1	15.9	8.2
EV/Znorm. EBITDA (x)	5.8	5.4	4.1	2.9
EV/Sprzedaż (x)	0.4	0.4	0.3	0.3
P/BV (x)	1.2	1.3	1.2	1.1
Stopa FCF (%)	11.2%	2.1%	12.6%	17.6%
DY (%)	8.7%	7.4%	2.5%	3.9%

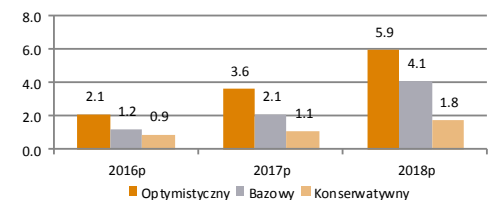
Na akcję	2015	2016p	2017p	2018p
Liczba akcji (średnia, mln)	2.5	2.5	2.5	2.5
Znorm. zysk na akcję (PLN)	0.5	0.5	0.9	1.6
BPS (PLN)	11.1	10.7	11.5	12.8
DPS (PLN)	1.0	1.0	0.3	0.5
FCF na akcję (PLN)	1.5	0.3	1.7	2.4

Segmenty (PLN m)	2015	2016p	2017p	2018p
<b>Przychody</b>	<b>87.6</b>	<b>88.9</b>	<b>95.5</b>	<b>101.6</b>
mediowy	33.0	33.0	35.0	37.1
agencyjny	38.8	39.2	41.5	43.6
infrastrukturalny	11.0	12.2	14.8	17.0
rozwiązań IT	8.3	8.3	8.5	8.7
wyłączenia	-3.6	-3.8	-4.3	-4.8

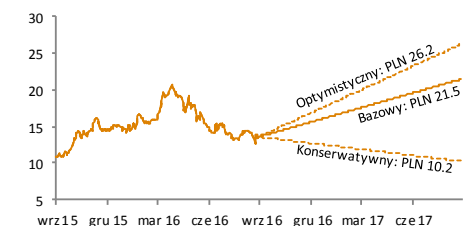
### Prognoza Znorm. EBITDA (2015-18p, PLN m)



### Analiza scenariuszowa: zysk netto (PLN m)



### Analiza scenariuszowa: Cena docelowa



### Ryzyka

Główne czynniki ryzyka:

- wolniejsze od założonego tempo wzrostu przychodów Oktawave,
- ograniczenie budżetów reklamowych wśród klientów K2 Internet
- ryzyko wzrostu wynagrodzeń wysoko wykwalifikowanych specjalistów z segmentów IT i reklamy, których wynagrodzenia stanowią główną pozycję kosztową w K2 Internet

### Nadchodzące wydarzenia

Skonsolidowany raport kwartalny za 3Q16 – 14 listopada 2016 r.

## Omówienie wyników kwartalnych

**Przychody.** W 2Q16 K2 Internet wygenerował przychody na poziomie PLN 21.6m (spadek o 1% r/r, zgodnie ze wstępnymi szacunkami). Za spadek odpowiadał głównie segment mediowy, który osiągnął przychody PLN 7.9m (wobec PLN 8.5m w 2Q15, spadek o 7% r/r). Grupa zanotowała nieznaczny spadek sprzedaży w segmencie agencyjnym (PLN 10.6m wobec PLN 10.8 w 2Q15, spadek o 2% r/r). Negatywnym zaskoczeniem jest dynamika segmentu infrastrukturalnego (chmura obliczeniowa Oktawave oraz hosting zarządzany), gdzie spółka zaraportowała PLN 2.8m przychodów (wobec PLN 2.8m w 2Q15, płasko r/r i -6% kw/kw), co związane było z opóźnieniem w rozbudowie infrastruktury Oktawave i spadkami w hostingu zarządzanym. Jednocześnie spółka podała, że nowa infrastruktura została uruchomiona w pierwszych tygodniach lipca, przez co zniknęło główne ograniczenie wzrostów dla Oktawave.

**Rentowność.** Na poziomie znorm. EBITDA spółka zaraportowała PLN 0.8m zysku (wobec PLN 1.2m w 2Q15). W segmencie infrastrukturalnym znorm. EBITDA wyniosła PLN 0.3m wobec PLN 0.4 rok wcześniej (-20% r/r). Z uwagi na czynnik sezonowy (koszty stałe pracowników przy słabszym kwartale w ujęciu przychodów) działalność reklamowa łącznie przyniosła PLN 0.5m poziomu znorm. EBITDA vs. PLN 0.7m w 2Q15. Słabość na poziomie przychodów była wynikiem przesunięcia części kampanii marketingowych u klientów na drugą połowę roku oraz wydłużenia się procesów przetargowych (segment mediowy) oraz ograniczeniem aktywności klientów z grupy spółek Skarbu Państwa (segment agencyjny).

**Przepływy pieniężne i zadłużenie.** Zwracamy uwagę na wysokie przepływy z działalności operacyjnej (PLN 0.9m wobec PLN -0.4m w 2Q15). Gotówka netto na koniec 2Q15 wyniosła PLN 0.3m wobec PLN 1.2m na koniec 4Q15. Przypominamy, że w lipcu spółka wypłaciła PLN 2.5m dywidendy (PLN 1/akcję).

**Podsumowanie.** Wyniki K2 Internet za 2Q16 były rozczarowujące. Z uwagi na sezonowy charakter segmenty agencyjny i mediowy większość wyniku wypracowują w 4Q, jednak ze względu na trudną sytuację w działalności reklamowej i opóźnienie w rozbudowie infrastruktury Oktawave spodziewamy się PLN 5.4m EBITDA w 2H16 (wobec PLN 4.8m w 2H15). W 1H16 działania spółki skupione były na przeglądzie opcji strategicznych i oczekujemy, że w najbliższych miesiącach największy wpływ na kurs będą miały informacje dotyczące jego postępów.

**Tabela 2. K2 Internet – Wyniki finansowe 2Q16, PLN m**

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	% r/r
Przychody	18.0	21.9	21.9	25.8	19.1	<b>21.6</b>	-1%
Znorm. EBITDA	-0.4	1.2	2.1	2.7	-0.3	<b>0.8</b>	-31%
Znorm. EBIT	-1.4	0.1	1.0	1.7	-1.4	<b>-0.3</b>	n.a.
Pozostałe przychody operacyjne netto	0.1	0.2	0.0	0.2	0.1	<b>0.3</b>	27%
EBITDA	-0.3	1.4	2.2	2.9	-0.1	<b>1.1</b>	-22%
EBIT	-1.3	0.3	1.1	1.9	-1.2	<b>0.0</b>	n.a.
Zysk netto	-1.2	0.5	0.8	1.5	-1.0	<b>-0.2</b>	n.a.

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

**Tabela 3. K2 Internet – Rozbicie segmentowe 2Q16, PLN m**

	1Q15	2Q15	1Q16	2Q16	% r/r
<b>Agencyjny</b>					
Przychody	8.7	10.8	8.5	10.6	-2%
EBIT	-0.4	0.1	-0.7	0.1	-24%
EBITDA	-0.1	0.3	-0.5	0.2	-31%
<b>Infrastrukturalny</b>					
Przychody	2.3	2.8	3.0	2.8	0%
EBIT	-0.2	-0.3	-0.2	-0.4	58%
EBITDA	0.4	0.4	0.5	0.3	-20%
<b>Rozwiązań IT</b>					
Przychody	1.7	1.9	1.7	2.1	14%
EBIT	-0.2	0.0	-0.3	-0.1	n.a.
EBITDA	-0.2	0.0	-0.3	0.0	n.a.
<b>Mediowy</b>					
Przychody	5.9	8.5	7.1	7.9	-7%
EBIT	-0.7	0.3	-0.2	0.1	-54%
EBITDA	-0.5	0.4	0.0	0.3	-31%

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

## Ostatnie wydarzenia

---

### Umowa z Frontex

1 września Fabrity podpisało umowę ramową z Europejską Agencją Zarządzania Współpracą Operacyjną na Zewnętrznych Granicach Państw Członkowskich (Frontex). Zakres współpracy dotyczy świadczenia usług programistycznych rozwoju i utrzymania platformy SharePoint. Umowa ma charakter ramowy z maksymalnym budżetem w wysokości EUR 2.65m, w którym oprócz Fabrity partycypować będzie jeszcze dwóch dostawców. Podział prac w ramach umowy (a tym samym przyszłe przychody dla Fabrity) nie jest z góry określony. Umowa została zawarta na okres 2 lat z możliwością jej przedłużenia dwukrotnie, każdorazowo na okres kolejnych 12 miesięcy i zwiększenia budżetu łącznie do 100% wartości podstawowej.

### Dywidenda

Zgodnie z wcześniejszymi rekomendacjami zarządu i naszymi oczekiwaniami WZA zdecydowało o przeznaczeniu PLN 1.6m zysku netto za 2015 oraz PLN 0.9m zatrzymanych zysków z lat ubiegłych na dywidendę, co daje PLN 1 na akcję (DY 6.7%). Dywidenda została wypłacona 26 lipca 2016r.

### Przegląd opcji strategicznych

W prezentacji wynikowej za 2015r. pojawił się harmonogram ogłoszonego pod koniec 2015r. przeglądu opcji strategicznych. K2 Internet poszukuje obecnie partnerów dla segmentów agencyjnego, mediowego oraz rozwiązań IT. Planowany przebieg procesu jest następujący:

- kwiecień 2016 – pierwsze spotkania z wybranymi partnerami
- czerwiec 2016 – shortlista do potencjalnej transakcji oraz due diligence
- wrzesień-grudzień 2016 – finalizacja procesu

Jeżeli transakcja dojdzie do skutku, najbardziej prawdopodobnym wariantem według nas jest sprzedaż segmentów agencyjnego oraz mediowego do inwestora branżowego – według Equiteq w 2015r. najaktywniejszymi na świecie kupującymi spółki z sektora media consulting były WPP plc (14 transakcji), Publicis Groupe (11 transakcji) oraz Dentsu (9 transakcji), a głównym powodem akwizycji była chęć nabycia kompetencji technologicznych, zwłaszcza z zakresu reklamy internetowej. Uważamy, że segmenty agencyjny i mediowy stanowią atrakcyjne aktywo dla gracza branżowego ze względu na rozmiar (K2 jest największą w Polsce niezależną agencją interaktywną) oraz wysoki poziom specjalizacji w reklamie internetowej.

Ze względu na model biznesowy działalności reklamowej, gdzie głównym aktywem są pracownicy, uważamy, że istnieje ryzyko, że umowa sprzedaży mogłaby zawierać klauzule typu earn-out, lub – co możliwe, ale mniej prawdopodobne biorąc pod uwagę praktykę w segmencie digital marketing – płatność mogłaby zawierać komponent akcyjny. Zwracamy również uwagę na ryzyko wydłużenia procesu ze względu na sytuację międzynarodową w tym w szczególności wyniki referendum dotyczącego Brexitu.

Według Equiteq mediana mnożników transakcyjnych dla sektora digital marketing wyniosły 9.0x EBITDA i 0.7x przychody za 2015r. co w przypadku K2 dawałoby połączoną wycenę segmentów agencyjnego w przedziale od PLN 25.6m (przychody operacyjne) do PLN 33.9m (znorm. EBITDA skorygowana o pozostałe przychody/koszty operacyjne) wobec obecnej kapitalizacji PLN 33.7 m. Mediana mnożników transakcyjnych za ostatnie 6 lat na świecie wynosi 11.0x EBITDA i 1.1x przychody. Mediana mnożników sprzedażowych na polskim rynku w ostatnich latach wyniosła 1.7x przychody, a w ostatnich dwóch transakcjach 1.0x, co jest zbliżone z poziomami na świecie.

**Tabela 2. Mnożniki transakcyjne dla agencji reklamowych w Polsce**

Cel	Kupujący	Pakiet	P/Sales	P/EBITDA	Data
LemonSky	WPP	100%	1.0x	-	02/2014
The Digitals	MEDIACAP SA	51%	0.9x	7.6x	12/2013
Interactive Solutions	Publicis Groupe	100%	-	-	10/2013
Heureka	WPP	49%	-	-	06/2013
LBi	Publicis Groupe	98%	1.7x	10.5x	09/2012
Rosetta	Publicis Groupe	100%	2.3x	12.5x	05/2011
AKQA	WPP	80%	2.3x	12.2x	06/2012
Razorfish	Publicis Groupe	100%	1.4x	13.7x	08/2009
Digitas	Publicis Groupe	100%	3.3x	16.0x	01/2007
<b>Mediana</b>			<b>1.7x</b>	<b>12.4x</b>	

Źródło: MEDIACAP, Vestor DM

## Zmiana prognoz finansowych

**Wolniejszy wzrost Oktawave w 1H16 przez problemy techniczne.** Główną przyczyną zmiany prognoz jest opóźnienie w rozbudowie infrastruktury chmury obliczeniowej Oktawave. Pod koniec roku infrastruktura Oktawave zbliżała się do poziomu pełnego obciążenia. Prace nad rozbudową infrastruktury trwały do czerwca 2016r. Skutkowało to spowolnieniem tempa wzrostu przychodów w 1H16. Jednocześnie od 1Q16 spółka ponosi wyższe koszty zatrudnienia, natomiast zwiększenie wydatków marketingowych nastąpi dopiero w 3Q16. Zakładamy, że problemy techniczne są natury przejściowej (obecnie zainstalowane moce pozwalają na podwojenie sprzedaży z grudnia 2015r., tj. osiągnięcie ok. PLN 1.7m miesięcznego przychodu w samym Oktawave) i nie zmieniają długoterminowej perspektywy spółki. W prezentacji wyników rocznych K2 Internet podał, że grudniowa sprzedaż Oktawave wyniosła PLN 840k, co przy założeniu braku wzrostu miesięcznej sprzedaży w 2016r. oznaczałoby osiągnięcie w samym Oktawave PLN 10m przychodów (wobec PLN 8m w 2015r.). Zakładamy, że podane przez spółkę PLN 2m przychodów z biznesu hostingu w 2016r. jest równomiernie rozłożone w czasie (PLN 0.5m kwartalnie). Dopiero wyniki za 3Q16 pozwolą ocenić, czy spowolnienie tempa wzrostu przychodów ma charakter przejściowy (jak zakładamy), czy jest oznaką poważniejszych problemów segmentu infrastrukturalnego.

W prezentacji wyników rocznych K2 przedstawiło plan sprzedaży w Oktawave na 2016r. na poziomie PLN 12-13m (a całego segmentu infrastrukturalnego na 14-15m) i docelowy poziom marży EBITDA 24% (EBITDA PLN 2.9-3.1m). Nasza obecna prognoza przychodów PLN 12.2m oraz EBITDA PLN 2.4m w segmencie infrastrukturalnym wypada poniżej przedstawionych przez spółkę założeń.

**Tabela 3. K2 Internet: Zmiana prognoz (PLNm)**

	2016p			2017p			2018p		
	Nowe	Poprz.	Zmiana	Nowe	Poprz.	Zmiana	Nowe	Poprz.	Zmiana
Przychody	88.9	100.6	-12%	95.5	111.2	-14%	101.6	118.6	-14%
EBIT	2.1	3.8	-44%	3.3	5.5	-40%	5.8	8.7	-33%
EBITDA	6.6	8.9	-26%	8.2	11.4	-28%	10.5	14.0	-25%
Znorm. EBITDA	6.0	8.2	-27%	7.5	10.7	-30%	9.8	13.3	-26%
Zysk netto	1.7	3.0	-44%	2.7	4.4	-40%	4.6	6.9	-33%
Znorm. zysk netto	1.2	2.4	-50%	2.1	3.9	-46%	4.1	6.4	-36%

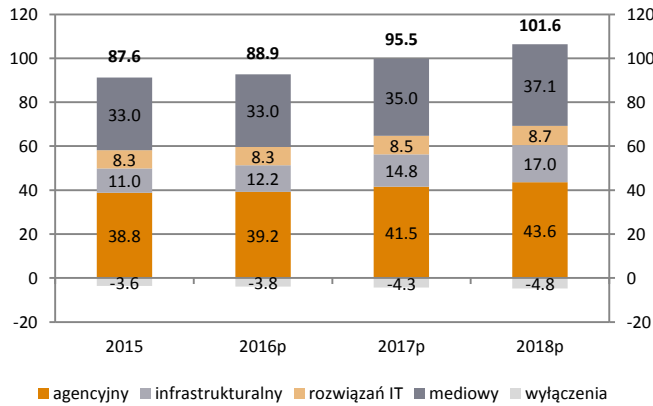
Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

**Pogorszenie dynamiki w działalności reklamowej.** W związku z sygnalizowaną przez spółkę słabością w działalności reklamowej, będącą m.in. efektem wydłużenia się procesów przetargowych (segment mediowy) oraz ograniczeniem aktywności klientów z grupy spółek Skarbu Państwa (segment agencyjny) obniżamy prognozy przychodów i EBITDA na 2016p dla tych segmentów do odpowiednio PLN 39.2m i PLN 1.6m (z PLN 42.7 i PLN 2.5) w segmencie agencyjnym oraz PLN 33.0m i PLN 1.6m (z PLN 38.0m i PLN 2.0m).

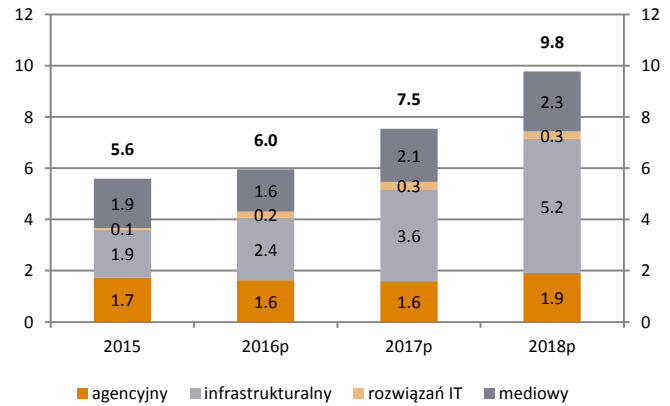
**Niższe wyniki operacyjne przez wolniejszy wzrost chmury.** W związku ze słabością we wszystkich segmentach obniżamy prognozę skonsolidowanych przychodów na 2016p o 12% do PLN 88.9m z PLN 100.6m poprzednio. Ze względu na wysoką dźwignię operacyjną obniżenie przychodów skłania nas do obniżenia prognozy EBIT (z PLN 3.8m do PLN 2.1m w 2016p i z PLN 5.5m do PLN 3.3m w 2017p), oraz EBITDA (o 26% w 2016p i 28% w 2017p) i zysku netto (o 50% w 2016p i 46% w 2017p).

W związku z obniżeniem prognoz zysku operacyjnego i zysku netto oczekujemy także niższej dywidendy w latach 2017-2018p – na naszych obecnych prognozach stopa dywidendy wynosi odpowiednio 2.5% i 3.9%, przy założeniu wypłaty 50% zysku netto w formie dywidendy zgodnie z polityką dywidendową.

**Wykres 1. K2 Internet : przychody segmentów latach 2015- 2018p**



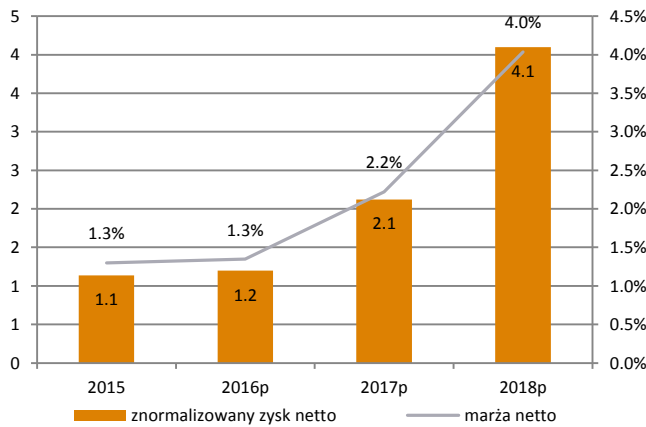
**Wykres 2. K2 Internet: Znrm. EBITDA segmentów latach 2015 – 2018p**



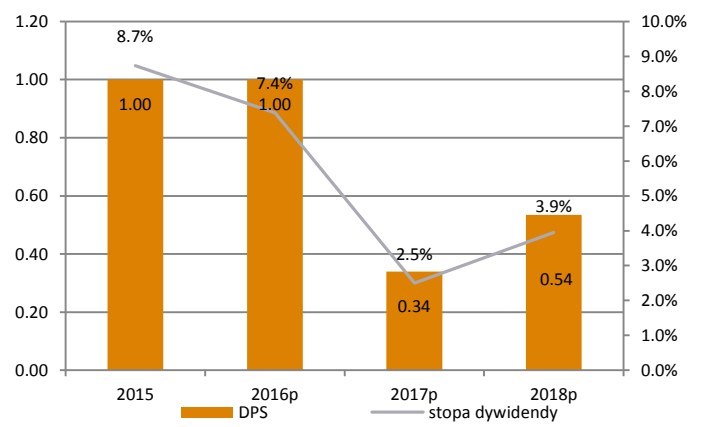
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

**Wykres 3. K2 Internet : znrm. zysk netto i marża netto w latach 2015-2018p**



**Wykres 4. K2 Internet: DPS i stopa dywidendy w latach 2015 – 2018p**



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor



## Wycena

Wyceniamy K2 Internet przy użyciu dwóch metod: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Wycenę porównawczą oparliśmy o dwie grupy spółek: działające na szeroko pojętym rynku mediowym oraz spółki technologiczne rozwijające chmurę obliczeniową. Na podstawie naszych wycen oszacowaliśmy 12m cenę docelową dla akcji K2 Internet na 21.5 PLN/akcję, 59% powyżej obecnej ceny rynkowej.

**Tabela 5. K2 Internet: Podsumowanie wyceny**

Metoda Wyceny	Metodologia	PLN m	Na akcję	Waga
Wycena DCF	Zdysk. przepływy gotówkowe 2016-2020	46.8	18.8	50%
Wycena porównawcza	Mnożniki 2016-17p P/E i znorm. EV/EBITDA	49.1	19.7	50%
Wycena akcji K2 Internet		47.9	19.3	
Koszt kapitału własnego			11.3%	
<b>12m cena docelowa</b>		53.4	21.5	
Obecna wycena rynkowa		33.7	13.3	

Źródło: Szacunki Vestor DM

## Wycena DCF

Wyceniamy K2 Internet metodą sum-of-the-parts, osobno dla segmentu infrastrukturalnego i działalności marketingowej.

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF zwraca wartość kapitału własnego w perspektywie 12 miesięcy na poziomie odpowiednio PLN 22.1m i PLN 24.7m dla segmentu infrastrukturalnego i pozostałej działalności, co daje odpowiednio PLN 8.9 i PLN 9.9/akcję, a więc łącznie PLN 18.8/akcję.

Nasz model wyceny został zbudowany w oparciu o następujące główne założenia:

- 5-letnia szczegółowa prognoza finansowa na lata 2016p-20p
- Kalkulację wartości rezydualnej opieramy o znormalizowane przepływy pieniężne na bazie prognozy na rok 2020p.
- Do kalkulacji wartości rezydualnej używamy stopy wzrostu równej 3% dla segmentu infrastrukturalnego i 1% dla pozostałej działalności.
- Czynniki dyskontowe zostały zbudowane w oparciu o średnioważony koszt kapitału (WACC).
- Używamy stopy wolnej od ryzyka na poziomie 3% oraz premię za ryzyko w wysokości 5%.
- W celu wyznaczenia wartości kapitałów własnych używamy wartości długu netto na dzień 31.12.2015r. skorygowanego o wypłaconą w 2016r. dywidendę i alokujemy go w równych częściach między segmentami.

**Tabela 6. K2 Internet: Podsumowanie wyceny DCF**

Segment	PLN m	Na akcję
Infrastrukturalny	22.1	8.9
Agencyjny, mediowy i rozwiązań IT	24.7	9.9
<b>Wycena akcji K2 Internet</b>	<b>46.8</b>	<b>18.8</b>
Obecna wycena rynkowa	33.7	13.6

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 7. K2 Internet: Segment Infrastrukturalny: Wycena DCF (PLNm)**

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	>2020p
Przychody	12.2	14.8	17.0	19.4	22.0	
EBITDA	2.4	3.6	5.2	6.6	8.1	
EBIT	-0.3	0.2	2.2	4.2	4.8	
Podatek od EBIT	0.1	0.0	-0.5	-0.9	-1.0	
NOPAT	-0.2	0.1	1.7	3.3	3.8	3.8
Amortyzacja	2.7	3.4	3.0	2.4	3.3	3.3
Zmiany w kapitale obrotowym	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.1
Capex	-4.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.3
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>-1.7</b>	<b>0.3</b>	<b>1.5</b>	<b>2.5</b>	<b>3.9</b>	<b>3.7</b>
Czynnik dyskontowy (%)	96%	85%	76%	67%	59%	52%
Wartość bieżąca FCF	-1.6	0.3	1.2	1.7	2.3	
Wartość bieżąca FCF 2016-2020	3.8					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	3.0%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	19.0					
Wartość przedsiębiorstwa	22.7					
Kapitały mniejszości	0.0					
Dług netto	0.6					
<b>Wartość kapitału własnego</b>	<b>22.1</b>					
Liczba akcji (m)	2.5					
<b>Wartość godziwa na akcję</b>	<b>8.9</b>					

Źródło: Szacunki DM Vestor

**Tabela 8. K2 Internet: Segment Infrastrukturalny: WACC**

WACC	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	4.5%
Beta	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>14.4%</b>	<b>13.8%</b>	<b>13.3%</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.0%</b>	<b>14.5%</b>
Stopa wolna od ryzyka	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	4.5%
Marża na zadłużeniu	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Kosztu długu	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	7.5%
Stopa opodatkowania	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.7%</b>	<b>5.9%</b>
% D	15.4%	8.8%	4.1%	2.1%	0.0%	0.0%
% E	84.6%	91.2%	95.9%	97.9%	100.0%	100.0%
<b>WACC</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.9%</b>	<b>12.9%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.0%</b>	<b>14.5%</b>

Źródło: Szacunki DM Vestor

**Tabela 9. K2 Internet: Segment Infrastrukturalny: Analiza wrażliwości**

		stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)						
		1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
premia za ryzyko rynkowe (%)	3.5%	11.3	11.8	12.4	13.0	13.8	14.6	15.5
	4.0%	10.0	10.4	10.9	11.4	11.9	12.5	13.2
	4.5%	8.9	9.2	9.6	10.0	10.4	10.9	11.5
	5.0%	8.0	8.3	8.6	<b>8.9</b>	9.2	9.6	10.0
	5.5%	7.2	7.5	7.7	8.0	8.2	8.5	8.9
	6.0%	6.6	6.8	7.0	7.2	7.4	7.7	7.9
	6.5%	6.0	6.1	6.3	6.5	6.7	6.9	7.1

Źródło: Szacunki DM Vestor

Osobno wyznaczamy wycenę dla działalności marketingowej grupy:

**Tabela 10. K2 Internet: Segmenty agencyjny, mediowy i rozwiązań IT: Wycena DCF (PLNm)**

	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	>2020p
Przychody	76.7	80.8	84.6	87.5	89.7	
EBITDA	3.5	3.9	4.5	5.4	6.2	
EBIT	1.8	2.5	2.9	3.3	3.8	
Podatek od EBIT	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-0.8	
NOPAT	1.4	2.0	2.3	2.6	3.0	3.0
Amortyzacja	1.7	1.4	1.6	2.1	2.4	1.3
Zmiany w kapitale obrotowym	0.6	-0.8	-0.8	-0.5	-0.2	-0.4
Capex	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>2.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.9</b>	<b>2.9</b>	<b>3.9</b>	<b>2.6</b>
Czynnik dyskontowy (%)	97%	88%	80%	72%	66%	59%
Wartość bieżąca FCF	2.3	1.1	1.5	2.1	2.6	
Wartość bieżąca FCF 2016-2020	9.6					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1.0%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	15.7					
Wartość przedsiębiorstwa	25.3					
Kapitały mniejszości	0.0					
Dług netto	0.6					
<b>Wartość kapitału własnego</b>	<b>24.7</b>					
Liczba akcji (m)	2.5					
<b>Wartość godziwa na akcję</b>	<b>9.9</b>					

Źródło: Szacunki DM Vestor

**Tabela 11. K2 Internet: Segmenty agencyjny, mediowy i rozwiązań IT: WACC**

WACC	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	4.5%
Beta	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11.3%</b>	<b>10.9%</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.3%</b>	<b>11.8%</b>
Stopa wolna od ryzyka	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	4.5%
Marża na zadłużeniu	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Kosztu długu	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	7.5%
Stopa opodatkowania	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.7%</b>	<b>5.9%</b>
% D	15.4%	8.8%	4.1%	2.1%	0.0%	0.0%
% E	84.6%	91.2%	95.9%	97.9%	100.0%	100.0%
<b>WACC</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.3%</b>	<b>11.8%</b>

Źródło: Szacunki DM Vestor

**Tabela 12. K2 Internet: Segmenty agencyjny, mediowy i rozwiązań IT: Analiza wrażliwości**

		stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)						
		-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
premia za ryzyko rynkowe (%)	3.5%	11.2	11.6	12.0	12.5	13.0	13.6	14.3
	4.0%	10.4	10.7	11.1	11.5	11.9	12.4	13.0
	4.5%	9.8	10.0	10.3	10.7	11.0	11.4	11.9
	5.0%	9.2	9.4	9.7	<b>9.9</b>	10.2	10.6	11.0
	5.5%	8.6	8.9	9.1	9.3	9.6	9.9	10.2
	6.0%	8.2	8.4	8.6	8.8	9.0	9.2	9.5
	6.5%	7.8	7.9	8.1	8.3	8.5	8.7	8.9

Źródło: Szacunki DM Vestor

## Wycena porównawcza

Grupę porównawczą zbudowaliśmy ze spółek sektora mediowego oraz spółek świadczących usługi chmury obliczeniowej. Obydwu grupom przypisujemy równe wagi. Do wyceny porównawczej używamy wskaźników P/E oraz EV/EBITDA na lata 2016p-17p, co daje wycenę na poziomie PLN 19.7/akcję.

**Tabela 13. K2 Internet: porównywalne spółki z sektora mediowego**

Nazwa	Kraj	Kapitalizacja PLN m	P/E*			EV/EBITDA*			dynamika EBITDA*			dynamika EPS*		
			2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p
Syzygy Ag	DE	656.1	28.9	26.3	25.8	15.8	13.7	12.7	34%	15%	6%	5%	10%	3%
Sinnerschrader Ag	DE	239.2	17.6	14.2	13.0	8.6	7.1	6.3	78%	19%	10%	102%	21%	11%
Yoc Ag	DE	49.7	n.a.	n.a.	58.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Jcdecaux Sa	FR	28 748.7	28.5	24.9	22.4	11.0	9.9	8.8	-2%	9%	8%	-4%	13%	13%
Omnicom Group	US	78 975.5	18.3	17.0	15.8	10.1	9.5	8.7	4%	5%	5%	5%	6%	7%
Wpp Plc	GB	118 683.2	16.5	14.9	13.7	11.9	10.9	10.2	15%	8%	6%	14%	10%	7%
M&C Saatchi Plc	GB	1 270.7	16.8	15.1	14.6	10.3	9.3	7.8	16%	10%	10%	n.a.	10%	6%
Dotdigital Group Plc	GB	763.3	29.5	23.4	19.4	17.9	13.5	10.2	3%	28%	25%	6%	29%	21%
Rubicon Project Inc/The	US	1 728.0	10.5	10.6	8.9	n.a.	n.a.	n.a.	53%	10%	11%	47%	-8%	27%
<b>MEDIANA</b>		<b>1 499.3</b>	<b>18.0</b>	<b>16.1</b>	<b>15.8</b>	<b>11.0</b>	<b>9.9</b>	<b>8.8</b>	<b>15%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	<b>6%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>
<b>K2 Internet</b>	<b>PL</b>	<b>33.7</b>	<b>28.1</b>	<b>15.9</b>	<b>8.2</b>	<b>5.4</b>	<b>4.1</b>	<b>2.9</b>	<b>7%</b>	<b>27%</b>	<b>30%</b>	<b>5%</b>	<b>77%</b>	<b>93%</b>
Premia/dyskonto K2			56%	-1%	-48%	-51%	-59%	-67%						

Źródło: Bloomberg, Vestor DM, \*zysk netto i EBITDA znormalizowane dla K2 Internet

**Tabela 14. K2 Internet: porównywalne spółki z sektora cloud computing**

Nazwa	Kraj	Kapitalizacja PLN m	P/E*			EV/EBITDA*			dynamika EBITDA*			dynamika EPS*		
			2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p
Rapidcloud Intl Plc	JE	32.3	11.8	8.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	79%	47%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Spark New Zealand Ltd	NZ	20 006.4	19.2	18.1	17.2	7.8	7.8	7.7	3%	3%	2%	7%	6%	5%
S&T Ag	AT	1 726.4	21.5	17.0	14.1	11.8	9.8	8.2	19%	16%	13%	24%	26%	20%
Cdw Corp/De	US	28 186.5	13.6	12.4	11.2	9.3	8.4	7.3	8%	6%	9%	10%	7%	8%
Endurance Intl Group	US	4 517.3	19.3	10.5	n.a.	10.6	8.7	7.8	12%	17%	7%	-35%	41%	-88%
Redcentric Plc	GB	1 370.7	18.4	16.4	14.4	11.2	9.7	8.6	22%	12%	10%	38%	7%	14%
Tieto Oyj	FI	8 758.0	16.8	15.9	14.8	10.1	9.4	8.9	9%	7%	4%	8%	6%	6%
Servicenow Inc	US	48 249.3	116.9	75.2	49.3	48.1	30.0	20.0	68%	54%	41%	135%	62%	54%
Rackspace Hosting Inc	US	15 231.9	28.7	27.0	23.2	5.6	5.3	4.8	6%	3%	3%	9%	0%	18%
<b>MEDIANA</b>		<b>6 637.6</b>	<b>19.2</b>	<b>16.4</b>	<b>14.8</b>	<b>10.4</b>	<b>9.0</b>	<b>8.0</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>	<b>7%</b>	<b>11%</b>
<b>K2 Internet</b>	<b>PL</b>	<b>33.7</b>	<b>28.1</b>	<b>15.9</b>	<b>8.2</b>	<b>5.4</b>	<b>4.1</b>	<b>2.9</b>	<b>7%</b>	<b>27%</b>	<b>30%</b>	<b>5%</b>	<b>77%</b>	<b>93%</b>
Premia/dyskonto K2			46%	-3%	-45%	-48%	-55%	-64%						

Źródło: Bloomberg, Vestor DM, \*zysk netto i EBITDA znormalizowane dla K2 Internet

**Tabela 15. K2 Internet: Wycena porównawcza - podsumowanie**

Wycena wskaźnikowa	Waga (%)	P/E			EV/EBITDA		
		2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p
Spółki marketingowe	50%	18.0	16.1	15.8	11.0	9.9	8.8
Spółki z sektora cloud computing	50%	19.2	16.4	14.8	10.4	9.0	8.0
<b>Średnia ważona</b>		<b>18.6</b>	<b>16.3</b>	<b>15.3</b>	<b>10.7</b>	<b>9.5</b>	<b>8.4</b>
K2 Internet (wyniki znormalizowane)		1.2	2.1	4.1	6.0	7.5	9.8
Dług netto					-1.5	-2.9	-5.4
<b>K2I: wycena/akcję</b>		<b>9.0</b>	<b>13.9</b>	<b>25.3</b>	<b>26.2</b>	<b>29.9</b>	<b>35.3</b>
Waga	%	25%	25%	0%	25%	25%	0%
<b>K2I: Średnia wycena na akcję</b>		<b>19.7</b>					

Źródło: Szacunki Vestor DM

**ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI**

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor"), 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 podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez Vestor.

**NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ VESTOR NA ZLECENIE EMITENTA NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER. VESTOR 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, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy 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 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. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, 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 jakakolwiek 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 w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor 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, Vestor 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) 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 jakichkolwiek 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 i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor 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 INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

VESTOR ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPLYW 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 niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego 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 w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM W ZAKRESIE, JAKI ZOSTAŁ WSKAZANY POWYŻEJ – W ZAKRESIE WPROWADZANIA POPRAWEK/ZMIAN DO CZĘŚCI OPISOWEJ.

INFORMACJI DOTYCZĄCYCH WYCEN/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.

**W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR NIE ŚWIADCZYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUG Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, W SZCZEGÓLNOŚCI OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH.**

VESTOR DM INFORMUJE, ŻE WYNAGRODZENIE OTRZYMYWANE PRZEZ VESTOR DM ORAZ OSOBY SPORZĄDZAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ W SPOSÓB POŚREDNI ZALEŻNE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIWANYCH W RAMACH TRANSAKЦИИ 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 PRAWIDŁOWEJ OCHRONY INWESTORÓW, A KTÓRE SĄ SZCZEGÓŁOWO OPISANE W DALSZEJ CZĘŚCI NINIEJSZEGO ZASTRZEŻENIA PRAWNEGO.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Vestor nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta/Emitentów.

Vestor nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. W okresie ostatnich 12 miesięcy Vestor nie nabywał instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta w ramach prowadzenia działalności inwestycyjnej na własny rachunek.

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

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

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

Vestor 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 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 składać będzie ofertę świadczenia usług

na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

Podmioty powiązane z Vestor lub Vestor mogą, w zakresie dopuszczonym 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 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 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 działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

Vestor, 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 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 tą wyceną.

Vestor 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.

Vestor podkreśla, że dokument ten ma być aktualizowany co najmniej raz w roku.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor wydał: 4 rekomendacje kupuj, 0 rekomendacji Akumuluj, 5 rekomendacji Neutralnie, 4 rekomendacji Redukuj oraz 1 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 4 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, w okresie ostatnich 6 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 50 % (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 UPOWAŻNIENYCH 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, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinni 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 do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor, 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 loga użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami Vestor lub jego podmiotów powiązanych.

Vestor jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor. 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.

Copyright © 2016 Vestor 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:

- a) **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;
- b) **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;
- c) **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:
  - i. system sprawozdawczości wewnętrznej zapewniający niezwłoczne informowanie osób odpowiedzialnych za nadzorowanie przestrzegania zasad określonych w Regulaminie o przypadku wystąpienia konfliktu interesów lub ryzyku jego powstania;
  - ii. 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;
- d) **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;
- e) **Podział funkcji:** organizacja zadań pracowników mająca na celu wyeliminowanie przypadków jednoczesnego lub bezpośrednio po sobie następującego 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;
- f) **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 zapewnia 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 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 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) Wartość 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, aktywa pozaoperacyjne, 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 wysoce 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 równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody można uznać 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 oparcie wyceny 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 kosztu 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 w okresie ostatnich 12 miesięcy:

Spółka	Data rekomendacji	Analitik	TP	Cena bieżąca na godz. upublicznienia rekomendacji	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
Bumeh	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

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