

## Vantage Development

Deweloperzy | Polska

Cena docelowa: PLN 4.3

## Aktualizacja raportu analitycznego

- Podwyższamy prognozę przedsprzedaży o 7% i 13% w 2016-17p.
- Prognozujemy zysk netto skoryg. na poziomie PLN 10.9m w 2016p oraz PLN 25.9m w 2017p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na 0.47x P/BV w 2016p

14 września 2016 8:00

## Sukcesy w obu segmentach działalności

Dzięki bogatemu bankowi ziemi (ponad 2,400 lokali na koniec 2Q16) oraz wprowadzaniu kolejnych inwestycji mieszkaniowych do oferty (444 lokale na koniec 2Q16) Vantage Development systematycznie zwiększa poziomy przedsprzedaży (430 lokali w 1H16, +29% r/r). W rezultacie podwyższamy prognozę przedsprzedaży o 7% i 13% w 2016-17p. Jednocześnie zwracamy uwagę na potencjał generacji gotówki związany z ewentualną sprzedażą nieruchomości komercyjnych (możliwa sprzedaż biurowca Delta 44 oraz gruntu pod projekt Gamma). W oparciu o wysokie poziomy przedsprzedaży, jak również rozwój portfela nieruchomości komercyjnych i możliwą generację gotówki ze sprzedaży projektów podwyższamy 12-miesięczną cenę docelową do PLN 4.3/akcję z PLN 4.09/akcję poprzednio. Spółka obecnie wyceniana jest na 2016-17p P/BV 0.47x i 0.45x, odpowiednio z 45% i 43% dyskontem do spółek porównywalnych.

**Bank ziemi pozwalający na wzrosty przedsprzedaży.** W 2016r. spółka zabezpieczyła grunty o wartości PLN 74m pod realizację ponad 1,000 lokali we Wrocławiu oraz w Warszawie. W rezultacie na koniec 2Q16 spółka dysponowała ofertą na 444 lokale oraz bankiem ziemi pozwalającym na wybudowanie dodatkowych 2,429 lokali. W rezultacie podwyższamy prognozę przedsprzedaży o 7% do 711 w 2016p oraz o 13% do 765 w 2017p.

**Potencjał segmentu najmu.** Na koniec 2Q16 wartość portfela nieruchomości inwestycyjnych pracujących wynosiła PLN 233m (NAV PLN 95m przy zadłużeniu PLN 138m). W 2H16 spółka planuje zakończenie realizacji ostatniego etapu biurowca Zita D+A, co powinno pozwolić na wygenerowanie zysku z rewaluacji na poziomie ok. PLN 14m. Jednocześnie zwracamy uwagę na potencjalną generację środków pieniężnych z ewentualnych sprzedaży nieruchomości (podpisanie umowy przedwstępnej sprzedaży gruntu we Wrocławiu za PLN 10.8m oraz otrzymanie listu ofertowego dotyczącego sprzedaży Delta 44 za PLN 28m).

**Podwyższamy prognozę zysku netto do PLN 23.8m w 2016p oraz PLN 27.4m w 2017p.** Ze względu na podwyższenie prognozy przedsprzedaży mieszkań dokonujemy również rewizji prognozy przekazania na lata 2016-17p odpowiednio do 506 i 809 lokali (+3% i +14%). Uwzględniając pozytywny wpływ podatku dochodowego w 1H16 oraz zakładając sprzedaż biurowca Delta 44 w 2017r. (zysk ze sprzedaży ok. PLN 2.2m) podwyższamy prognozę zysku netto o 5% do PLN 23.8m w 2016p oraz o 14% do PLN 27.4m w 2017p.

**Wycena z 45% dyskontem do spółek porównywalnych w 2016-17p.** Spółka jest obecnie wyceniana na 2016-17p P/BV 0.47x i 0.45x, odpowiednio z 45% i 43% dyskontem do spółek porównywalnych. Uważamy tak wysokie dyskonto za nieuzasadnione mając na uwadze potencjał dalszego zwiększania poziomów przedsprzedaży oraz możliwą generację środków pieniężnych z ewentualnych sprzedaży nieruchomości komercyjnych. Podwyższamy 12-miesięczną cenę docelową do PLN 4.3/akcję z PLN 4.09/akcję.

Tabela 1. Vantage Development: Prognozy i wskaźniki.

|                          | 2013       | 2014        | 2015        | 2016p       | 2017p       | 2018p       |
|--------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody (PLNm)         | 44.8       | 61.8        | 95.4        | 121.3       | 247.0       | 300.0       |
| EBIT (PLNm)              | 3.7        | 11.3        | 16.8        | 31.5        | 43.0        | 55.2        |
| EBIT skoryg.* (PLNm)     | -0.8       | 4.2         | 11.5        | 15.5        | 41.2        | 55.2        |
| <b>Zysk netto (PLNm)</b> | <b>4.7</b> | <b>10.0</b> | <b>12.0</b> | <b>23.8</b> | <b>27.4</b> | <b>38.2</b> |
| P/BV (x)                 | 0.53       | 0.52        | 0.49        | 0.47        | 0.45        | 0.42        |
| P/E* (x)                 | 163.4      | 39.4        | 21.6        | 15.4        | 6.4         | 4.4         |
| DY (%)                   | 0.0%       | 0.0%        | 0.0%        | 4.9%        | 6.0%        | 6.0%        |

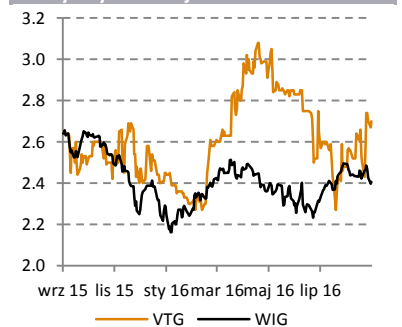
Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM, \*skoryg. o zysk z rewaluacji

| Podstawowe informacje          |       |
|--------------------------------|-------|
| Cena docelowa (PLN)            | 4.3   |
| Poprzednia cena docelowa (PLN) | 4.09  |
| Cena bieżąca (PLN)             | 2.7   |
| Potencjał wzrostu/spadku       | +62%  |
| Min (52T)                      | 2.20  |
| Max (52T)                      | 3.09  |
| Liczba akcji (m)               | 62.4  |
| Kapitalizacja (PLNm)           | 168.6 |
| Dług netto (2Q15, PLNm)        | 225.5 |
| EV (PLNm)                      | 394.1 |
| Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)   | 0.044 |

| Akcjonariat              | %     |
|--------------------------|-------|
| Nutit A.S.               | 47.3% |
| Trade Bridge Czechy A.S. | 22.4% |
| ING OFE                  | 9.1%  |
| Pozostali                | 21.3% |

**Opis spółki**  
Vantage Development jest deweloperem działającym na wrocławskim oraz warszawskim rynku. Spółka w swojej ofercie posiada zarówno projekty mieszkaniowe (Centauris, Promenady Wrocławskie, Nowy Gaj, Nowe Żerniki, Patio House oraz warszawski projekt Living Point Mokotów), jak również obiekty komercyjne biurowe (Epsilon, Delta 44, Zita) oraz handlowe (Grona Park, Galaktyka).

Vantage Development vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

**Marek Szymański**  
Analityk akcji  
(+48) 22 378 9217

Marek.Szymanski@vestor.pl



## Podsumowanie inwestycyjne

---

W pierwszym półroczu Vantage Development zaraportował rekordową sprzedaż na poziomie 430 lokali (+29% r/r). Jednocześnie spółka dokonała zakupu gruntów za ok. PLN 74m, uzupełniając bank ziemi o dodatkowe ponad 1,000 lokali. W oparciu o osiąganą sprzedaż, jak również posiadany potencjał podwyższamy prognozę sprzedaży o 7% i 13% w latach 2016-17p (odpowiednio do 711 i 765 lokali). Dodatkowo zwracamy uwagę, że obecna wartość księgowa nieruchomości inwestycyjnych pracujących na poziomie PLN 324m oraz zadłużenie projektów komercyjnych PLN 138m, implikują wartość NAV segmentu komercyjnego w wysokości PLN 186m (w porównaniu do kapitalizacji spółki w wysokości PLN 169m). Ze względu na wyższe oczekiwane poziomy sprzedaży mieszkań, jak również rozwój portfela nieruchomości komercyjnych podwyższamy 12-miesięczną cenę docelową Vantage Development do PLN 4.3/akcję z PLN 4.09/akcję. Spółka obecnie wyceniana jest na naszych prognozach na 2016-17p P/BV 0.47x i 0.45x (odpowiednio z 45% i 43% dyskontem do spółek porównywalnych) oraz 2016-17p P/E skoryg. 15.4x i 6.4x (odpowiednio z 54% premią oraz 8% dyskontem do spółek porównywalnych).

**W oparciu o zwiększany bank ziemi...** Na koniec 2Q16 spółka dysponowała ofertą na 444 lokale oraz bankiem ziemi pozwalającym na realizację ponad 2,400 lokali. Zwracamy szczególną uwagę na zakupy gruntów, których spółka dokonała w 2016r na łącznie ponad 1,000 lokali, w tym 260 lokali w dwóch inwestycjach w Warszawie. Całkowita wartość transakcji wyniosła PLN 74m. Jednocześnie spółka wciąż aktywnie poszukuje gruntów przede wszystkim w Warszawie, jak również we Wrocławiu. W celu sfinansowania zakupu gruntów spółka nie wyklucza emisji obligacji do końca roku. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami budżet na zakup gruntów w 2016r. może wynieść ok. PLN 90m, zaś w przyszłym roku ok. PLN 50m.

**...podwyższamy prognozę sprzedaży o 7% w 2016p oraz o 13% w 2017p...** W 1H16 spółka zaraportowała sprzedaż na poziomie 430 lokali, w porównaniu do 335 lokali rok wcześniej. Przypominamy, że w 1H16 spółka zaraportowała pakietową sprzedaż 138 lokali w ramach inwestycji Promenady Wrocławskie VII do Funduszu Sektora Mieszkań na Wynajem, podczas gdy w 1H15 spółka zaraportowała podobną transakcję sprzedaży projektu Dąbrowskiego 40 (133 lokale). W 1H16 spółka wprowadziła do oferty cztery projekt na łącznie 500 lokali. W rezultacie na koniec 2Q16 oferta dewelopera obejmowała 444 lokale, podczas gdy bank ziemi pozwalał na wybudowanie ponad 2,400 lokali oraz ok. 62tys. mkw. powierzchni biurowej. W 2H16 spółka planuje rozpoczęcie realizacji kolejnych czterech inwestycjach we Wrocławiu i Warszawie na 669 lokali. Mając na uwadze osiągnięte poziomy sprzedaży oraz posiadaną ofertę i bank ziemi podwyższamy naszą prognozę sprzedaży o 7% do 711 lokali w 2016p oraz o 13% do 765 lokali w 2017p.

**...oraz przekazania o 3% do 506 i o 14% do 809 odpowiednio w latach 2016-17p.** W 1H16 spółka przekazała 120 lokali. Z punktu widzenia wynikowego istotniejsze pozostaje drugie półrocze, kiedy spółka planuje zakończyć realizację trzech inwestycji na łącznie 600 lokali. W rezultacie prognozujemy przekazanie 506 lokali w 2016r. (podwyższamy prognozę o 3%). Z kolei w 2017r. zakładamy zakończenie realizacji oraz rozpoczęcie przekazania w 6 projektach na ok. 765 lokali. Pozwoli to naszym zdaniem na przekazanie 809 lokali (podwyższenie prognozy o 14%).

**Podwyższamy prognozę zysku netto do PLN 23.8m oraz PLN 27.4m odpowiednio w 2016-17p.** W oparciu o wyższą prognozę przekazania podwyższamy naszą prognozę przychodów o 3% do PLN 121.3m w 2016p oraz o 11% do PLN 247.0m w 2017p. Jednocześnie w naszych prognozach uwzględniamy zysk ze sprzedaży gruntu we Wrocławiu (ok. PLN 0.9m) oraz

pozytywny podatek dochodowy zaraportowany przez spółkę w 1H16 (PLN 1.5m). W rezultacie podwyższamy prognozę zysku netto w 2016p z PLN 22.6m do PLN 23.8m (zysk netto skoryg. o rewaluację PLN 10.9m) oraz w 2017p z PLN 24.1m do PLN 27.4m (zysk netto skoryg. o rewaluację PLN 25.9m).

**Możliwość generacji gotówki netto ze sprzedaży nieruchomości komercyjnych.** Na koniec 2Q16 spółka posiadała w portfelu nieruchomości inwestycyjnych pracujących sześć inwestycji zakończonych o wartości bilansowej PLN 186.4m, jedną inwestycję w trakcie realizacji o wartości bilansowej PLN 47.0m oraz nieruchomościami inwestycyjnymi niepracującymi o wartości PLN 91.2m. Wskutek zakończenia realizacji ostatniego etapu biurowca Zita D+A oczekujemy rozpoznania pozytywnej rewaluacji na poziomie ok. PLN 14m. Przy całkowitym zadłużeniu nieruchomości komercyjnych na poziomie PLN 138m, ewentualna sprzedaż projektów po wartości księgowej pozwoliłaby na wygenerowanie ok. PLN 186m gotówki netto. Jednocześnie zwracamy uwagę, że w kwietniu 2016r. spółka dokonała sprzedaży projektu Galaktyka (wpływ gotówki netto na poziomie PLN 12m). Z kolei w 3Q16 spółka podpisała przedwstępną umowę sprzedaży gruntu we Wrocławiu (oczekujemy zysku ze sprzedaży na poziomie PLN 0.9m oraz wpływu gotówki netto w wysokości PLN 10.8m) oraz otrzymała list ofertowy dotyczący sprzedaży biurowca Delta 44 za ok. PLN 28m (oczekujemy ok. PLN 2m zysku ze sprzedaży oraz wpływu ok. PLN 10m gotówki netto).

**Wycena z 45% dyskontem do spółek porównywalnych.** Wyceniamy spółkę Vantage Development w oparciu o metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (PLN 2.83/akcję), metodę SOTP (PLN 5.93/akcję) oraz metodę porównawczą (PLN 4.25/akcję). Średnia ważona z wyżej wymienionych metod implikuje 12-miesięczną cenę docelową Vantage Development na poziomie PLN 4.3/akcję (podwyższenie z PLN 4.09/akcję). Na naszych prognozach spółka wyceniana jest na 2016-17p P/BV na poziomie 0.47x i 0.45x z 45% i 43% dyskontem do spółek porównywalnych. Jednocześnie w naszych prognozach zakładamy wypłatę PLN 10m dywidendy w kolejnych latach, co implikuje stopę dywidendy na poziomie 6.0%.

## Wycena

Wyceniamy Vantage Development w oparciu o 5-letni model DCF, wycenę SOTP oraz metodę porównawczą. Metoda DCF implikuje wycenę na poziomie PLN 2.84/akcję, SOTP na PLN 5.93/akcję, natomiast metoda porównawcza PLN 4.26/akcję. Średnia ważona z zastosowanych metod implikuje wycenę Vantage Development na poziomie PLN 4.3/akcję (podwyższamy z PLN 4.09/akcję).

**Tabela 2. Vantage Development: Podsumowanie wyceny**

|                                     | Waga (%) | Wycena (PLN) |
|-------------------------------------|----------|--------------|
| Metoda DCF                          | 33%      | 2.83         |
| Metoda SOTP                         | 33%      | 5.93         |
| Metoda porównawcza                  | 33%      | 4.25         |
| <b>Cena docelowa</b>                |          | <b>4.3</b>   |
| Cena rynkowa                        |          | 2.7          |
| <b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b> |          | <b>+62%</b>  |

Źródło: Szacunki Vestor DM

## Wycena DCF

**Tabela 3. Vantage Development: Wycena DCF (PLNm)**

|   | 2016p         | 2017p       | 2018p       | 2019p       | 2020p       | TV          |
|---|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody                               | 121.3         | 247.0       | 300.0       | 306.7       | 316.3       |             |
| Znormalizowana EBITDA                   | 15.9          | 41.6        | 55.6        | 55.6        | 57.1        |             |
| Znormalizowany EBIT                     | 15.5          | 41.2        | 55.2        | 55.2        | 56.7        |             |
| Podatek od EBIT                         | -2.0          | -7.8        | -10.5       | -10.5       | -10.8       |             |
| NOPAT                                   | 13.5          | 33.4        | 44.7        | 44.7        | 46.0        | 46.0        |
| Amortyzacja                             | 0.4           | 0.4         | 0.4         | 0.4         | 0.4         | 0.4         |
| Zmiany w kapitale obrotowym             | -97.6         | -43.1       | -19.7       | -8.8        | 39.9        | -6.0        |
| Capex                                   | -35.1         | -0.4        | -0.4        | -0.4        | -0.4        | -0.4        |
| <b>Wolne przepływy finansowe</b>        | <b>-118.8</b> | <b>-9.8</b> | <b>25.0</b> | <b>35.9</b> | <b>85.9</b> | <b>39.9</b> |
| Czynnik dyskontowy (%)                  | 98%           | 90%         | 82%         | 76%         | 69%         |             |
| Wartość bieżąca FCF                     | -115.8        | -8.8        | 20.6        | 27.1        | 59.7        |             |
| Wartość bieżąca FCF 2016-2020p          | -17           |             |             |             |             |             |
| Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%) | 1.0%          |             |             |             |             |             |
| Zdyskontowana wartość rezydualna        | 367           |             |             |             |             |             |
| Wartość przedsiębiorstwa                | 350           |             |             |             |             |             |
| Kapitały mniejszości                    | 0             |             |             |             |             |             |
| Dywidenda (wypłacona w 2016r.)          | 8             |             |             |             |             |             |
| Dług netto (koniec 4Q15)                | 183           |             |             |             |             |             |
| <b>Wartość kapitału własnego</b>        | <b>159</b>    |             |             |             |             |             |
| Liczba akcji (m)                        | 62.4          |             |             |             |             |             |
| Wartość godziwa na akcję                | 2.5           |             |             |             |             |             |
| <b>12M cena docelowa</b>                | <b>2.83</b>   |             |             |             |             |             |

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 4. Vantage Development: WACC**

|  | 2016-2020p   | TV          |
|--|--------------|-------------|
| Stopa wolna od ryzyka                    | 3.5%         | 4.0%        |
| Beta                                     | 1.6          | 1.1         |
| Premia za ryzyko                         | 5.0%         | 5.0%        |
| <b>Koszt kapitału własnego</b>           | <b>11.4%</b> | <b>9.6%</b> |
| Stopa wolna od ryzyka                    | 3.5%         | 4.0%        |
| Marża na zadłużeniu                      | 3.0%         | 3.0%        |
| Koszt długu                              | 6.5%         | 7.0%        |
| Stopa opodatkowania                      | 19.0%        | 19.0%       |
| <b>Koszt długu po podatku</b>            | <b>5.3%</b>  | <b>5.7%</b> |
| % Dług/(dług+kapitały własne)            | 41.8%        | 28.2%       |
| % Kapitały własne/(dług+kapitały własne) | 58.2%        | 71.8%       |
| <b>WACC</b>                              | <b>8.8%</b>  | <b>8.5%</b> |

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 5. Vantage Development: Analiza wrażliwości wyceny DCF (PLNm)**

|   |      | WACC (%) |      |      |      |      |
|---|------|----------|------|------|------|------|
|   |      | 7.8%     | 8.3% | 8.8% | 9.3% | 9.8% |
| Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%) | 0.0% | 2.36     | 2.21 | 2.07 | 1.93 | 1.79 |
|   | 0.5% | 2.73     | 2.58 | 2.43 | 2.28 | 2.13 |
|   | 1.0% | 3.15     | 2.99 | 2.83 | 2.68 | 2.52 |
|   | 1.5% | 3.64     | 3.46 | 3.30 | 3.13 | 2.97 |
|   | 2.0% | 4.19     | 4.01 | 3.83 | 3.65 | 3.48 |

Źródło: Szacunki Vestor DM

## Wycena SOTP

**Tabela 6. Vantage Development: Wycena SOTP (PLNm)**

| Nieruchomość  | Wartość księgową na koniec 2016p (PLNm) | Dyskonto (%) | Wycena Vestor DM na koniec 2016p (PLNm) |
|---|---|--------------|---|
| <b>Nieruchomości inwestycyjne pracujące</b>                     |   |              | <b>256.6</b>                            |
| Promenady Epsilon   | 55.0                                    | 0%           | 55.0                                    |
| Delta 44  | 26.1                                    | 0%           | 26.1                                    |
| Zita B  | 40.4                                    | 0%           | 40.4                                    |
| Zita C  | 45.0                                    | 0%           | 45.0                                    |
| Zita D+A  | 75.4                                    | 0%           | 75.4                                    |
| Grona Park  | 14.6                                    | 0%           | 14.6                                    |
| <b>Nieruchomości inwestycyjne niepracujące</b>                  |   |              | <b>36.1</b>                             |
| Promenady Wrocławskie   | 62.8                                    | 50%          | 31.4                                    |
| Nieruchomość Serock k. Warszawy                                 | 1.5                                     | 75%          | 0.4                                     |
| Stoneczne Sady  | 11.3                                    | 75%          | 2.8                                     |
| Działka inwestycyjna z bud. magazynowo-biurowym                 | 6.2                                     | 75%          | 1.5                                     |
| Akcje i udziały w jednostkach wycenianych metodą praw własności |   |              | 13.1                                    |
| Zapasy  |   |              | 304.8                                   |
| Dług netto  |   |              | 267.4                                   |
| <b>SOTP</b>   |   |              | <b>343.2</b>                            |
| Liczba akcji  |   |              | 62.4                                    |
| SOTP/akcję  |   |              | 5.50                                    |
| <b>Cena docelowa</b>  |   |              | <b>5.93</b>                             |

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 7. Vantage Development: Wycena nieruchomości inwestycyjnych (PLNm)**

| Projekt                        | Miasto       | Powierzchnia (mkw.) | Średni czynsz (EUR/mkw.) | Stopa kapitalizacji (%) | Wycena Vestor DM (PLNm) | Aktualne zadłużenie (PLNm) |
|--------------------------------|--------------|---------------------|--------------------------|-------------------------|-------------------------|----------------------------|
| <b>Inwestycje zakończone</b>   |              |                     |                          |                         |                         |                            |
| Promenady Epsilon              | Wrocław      | 7,132               | 12.0                     | 8.00%                   | 55.0                    | 39.1                       |
| Delta 44                       | Wrocław      | 4,213               | 11.0                     | 8.75%                   | 26.1                    | 18.0                       |
| Promenady Zita B               | Wrocław      | 5,693               | 11.5                     | 8.00%                   | 40.4                    | 26.0                       |
| Promenady Zita C               | Wrocław      | 6,343               | 11.5                     | 8.00%                   | 45.0                    | 25.6                       |
| Grona Park (cz. biurowa)       | Zielona Góra | 3,700               | 7.0                      | 8.75%                   | 14.6                    | 6.3                        |
| <b>Inwestycje w realizacji</b> |              |                     |                          |                         |                         |                            |
| Promenady Zita D+A             | Wrocław      | 10,189              | 12.0                     | 8.00%                   | 75.4                    | 23.0                       |

Źródło: Szacunki Vestor DM

**Tabela 8. Vantage Development: Analiza wrażliwości wyceny portfela nieruchomości inwestycyjnych pracujących (PLNm)**

|                                    |        | Zmiana stopy kapitalizacji (pp) |       |       |       |       |
|------------------------------------|--------|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|
|                                    |        | -0.50                           | -0.25 | 0.00  | 0.25  | 0.50  |
| Zmiana średniej stawki czynszu (%) | -10.0% | 244.7                           | 237.6 | 231.0 | 224.7 | 218.8 |
|                                    | -5.0%  | 258.3                           | 250.8 | 243.8 | 237.2 | 231.0 |
|                                    | 0.0%   | 271.9                           | 264.0 | 256.6 | 249.7 | 243.1 |
|                                    | 5.0%   | 285.5                           | 277.2 | 269.5 | 262.2 | 255.3 |
|                                    | 10.0%  | 299.1                           | 290.4 | 282.3 | 274.7 | 267.5 |

Źródło: Szacunki Vestor DM

## Wycena porównawcza

Vantage Development wyceniamy również metodą porównawczą w oparciu o mnożniki P/E i P/BV na lata 2016-18p oraz modelem regresji ROE-P/BV. Wycena P/E implikuje wartość bieżącą na poziomie PLN 2.89/akcję, zaś wycena P/BV implikuje PLN 4.69/akcję. Jednocześnie nasz model ROE-P/BV na lata 2016-18P implikuje następujące równania:

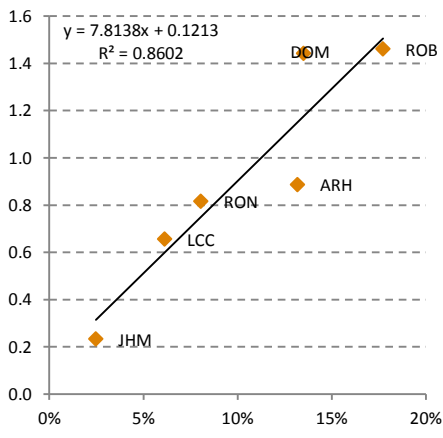
$2016p\ P/BV = 7.8138 * 2016p\ ROE + 0.1213,$ 
 $2017p\ P/BV = 8.5750 * 2017p\ ROE + 0.0659,$ 
 $2018p\ P/BV = 8.0111 * 2018p\ ROE + 0.0693.$ 

W oparciu o powyższe wyceniamy Vantage Development metodą regresji ROE-P/BV na PLN 3.88/akcję. Wyznaczamy cenę docelową przy użyciu metody porównawczej na podstawie średniej ważonej z powyższych wycen na poziomie PLN 4.26/akcję.

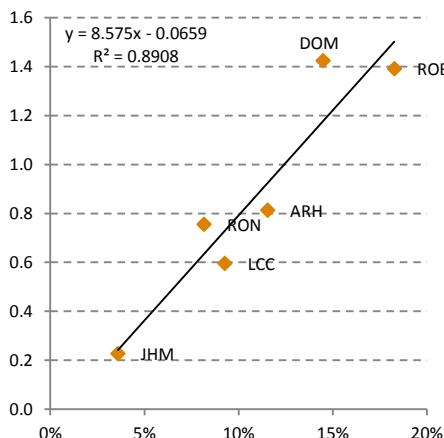
**Tabela 9. Vantage Development: Wycena porównawcza**

| Spółka                         | Cena        | Kapitalizacja (PLNm) | P/E (x) |       |       | P/BV (x) |       |       | ROE (%) |       |       |
|--------------------------------|-------------|----------------------|---------|-------|-------|----------|-------|-------|---------|-------|-------|
|                                |             |                      | 2016p   | 2017p | 2018p | 2016p    | 2017p | 2018p | 2016p   | 2017p | 2018p |
| Dom Development                | 54.05       | 1,339                | 10.7    | 9.8   | 10.0  | 1.44     | 1.42  | 1.43  | 14%     | 14%   | 14%   |
| LC Corp                        | 2.05        | 917                  | 10.7    | 6.4   | 5.7   | 0.66     | 0.60  | 0.53  | 6%      | 9%    | 9%    |
| Robyg                          | 3.00        | 789                  | 8.2     | 7.6   | 7.0   | 1.46     | 1.39  | 1.32  | 18%     | 18%   | 19%   |
| Archicom                       | 14.70       | 342                  | 7.7     | 5.9   | 4.8   | 0.89     | 0.81  | 0.74  | 13%     | 12%   | 12%   |
| Ronson                         | 1.45        | 395                  | 10.4    | 9.6   | 8.5   | 0.82     | 0.76  | 0.70  | 8%      | 8%    | 9%    |
| JHM Development                | 1.05        | 73                   | 9.5     | 6.3   | 6.1   | 0.23     | 0.23  | 0.22  | 2%      | 4%    | 4%    |
| Mediana                        |             |                      | 9.9     | 7.0   | 6.6   | 0.85     | 0.78  | 0.72  | 11%     | 10%   | 11%   |
| Vantage Development            | 2.67        | 167                  | 15.4    | 6.4   | 4.4   | 0.47     | 0.45  | 0.42  | 3%      | 7%    | 10%   |
| Premia/Dyskonto                |             |                      | 54%     | -8%   | -34%  | -45%     | -43%  | -42%  | -70%    | -31%  | -8%   |
| Implikowana wycena             |             |                      | 1.73    | 2.92  | 4.02  | 4.82     | 4.66  | 4.60  | 2.07    | 4.04  | 5.52  |
| Waga (%)                       |             |                      | 11%     | 11%   | 11%   | 11%      | 11%   | 11%   | 11%     | 11%   | 11%   |
| Średnia                        |             |                      |         | 2.89  |       |          | 4.69  |       |         | 3.88  |       |
| Implikowana cena akcji         | 3.82        |                      |         |       |       |          |       |       |         |       |       |
| <b>Cena docelowa 12M (PLN)</b> | <b>4.25</b> |                      |         |       |       |          |       |       |         |       |       |

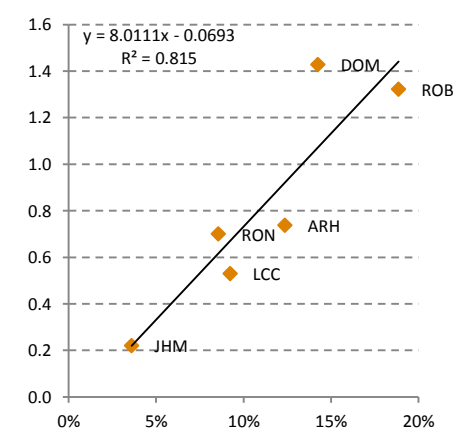
Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

**Wykres 1. Vantage Development: P/BV vs. ROE (%), 2016p**


Źródło: Bloomberg, Vestor DM

**Wykres 2. Vantage Development: P/BV vs. ROE (%), 2017p**


Źródło: Bloomberg, Vestor DM

**Wykres 3. Vantage Development: P/BV vs. ROE (%), 2018p**


Źródło: Bloomberg, Vestor DM

## Omówienie wyników za 2Q16

W 2Q16 spółka zaraportowała przychody na poziomie PLN 13.7m (+37% r/r, 4% powyżej naszych oczekiwań). W 2Q16 spółka przekazała 36 lokali (w tym 14 Promenady Wrocławskie, 15 Patio House oraz 7 Centauris), co pozwoliło na wygenerowanie przychodów w wysokości PLN 9.7m. Z kolei przychody segmentu najmu wyniosły PLN 3.4m (+14% r/r pomimo sprzedaży projektu handlowego Galaktyka).

Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 25.4%, w porównaniu do 30.2% w 2Q15 (wpływ zmiany udziału poszczególnych segmentów w przychodach spółki). Rentowność segmentu mieszkaniowego kształtowała się na poziomie 6.9% (vs. 13.7% rok wcześniej), natomiast segmentu najmu na poziomie 74.1% (vs. 71.9% rok wcześniej).

Zysk operacyjny w 2Q16 wyniósł PLN 1.8m (+21% r/r). Pozytywny wpływ na wynik operacyjny spółki miał zysk z przeszacowania nieruchomości inwestycyjnych pracujących do wartości godziwej na poziomie PLN 1.8m (w porównaniu do PLN 1.2m rok wcześniej). EBIT skoryg. o rewaluacje wyniósł PLN -0.01m. Wraz ze wzrostem skali działalności oraz liczby prowadzonych inwestycji koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły o 5% r/r do PLN 3.6m.

Zysk netto wyniósł PLN 1.1m w 2Q16 w porównaniu do PLN 0.1m rok wcześniej. Pozytywny wpływ na wynik netto miał dodatni podatek dochodowy na poziomie PLN 1.7m.

Na koniec 2Q16 spółka posiadała dług netto w wysokości PLN 225.5m, co implikowało wskaźnik dług netto/kapitały własne 0.68x. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły PLN -23.4m (vs. PLN 0.5m w 2Q15).

**Tabela 10. Vantage Development: Wyniki kwartalne (PLNm)**

|                                | 1Q15        | 2Q15       | 3Q15       | 4Q15        | 1Q16       | 2Q16       | % r/r        | 2Q16p       | vs. Vestor    |
|--------------------------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|------------|--------------|-------------|---------------|
| Przedsprzedaż                  | 93          | 242        | 114        | 163         | 250        | 180        | -26%         | 180         | 0%            |
| Sprzedaż notarialna            | 25          | 20         | 165        | 146         | 84         | 36         | 80%          | 36          | 0%            |
| Przychody                      | 10.4        | 10.1       | 44.6       | 30.3        | 23.2       | 13.7       | 37%          | 13.2        | 4%            |
| Zysk brutto ze sprzedaży       | 2.7         | 3.0        | 10.4       | 8.7         | 5.7        | 3.5        | 15%          | 4.2         | -17%          |
| EBITDA                         | -0.4        | 1.6        | 6.1        | 9.9         | 2.9        | 1.9        | 22%          | 1.8         | 7%            |
| <b>EBIT</b>                    | <b>-0.5</b> | <b>1.5</b> | <b>6.0</b> | <b>9.8</b>  | <b>2.7</b> | <b>1.8</b> | <b>21%</b>   | <b>1.7</b>  | <b>6%</b>     |
| EBIT skoryg.*                  | -0.2        | 0.3        | 6.1        | 5.0         | 2.5        | 0.0        | -104%        | 0.7         | -102%         |
| <b>Zysk netto</b>              | <b>-1.7</b> | <b>0.1</b> | <b>2.3</b> | <b>11.3</b> | <b>1.7</b> | <b>1.1</b> | <b>1333%</b> | <b>-0.1</b> | <b>-1296%</b> |
| Marża brutto ze sprzedaży      | 26%         | 30%        | 23%        | 29%         | 25%        | 25%        | -            | 32%         | -             |
| Marża operacyjna               | -5%         | 15%        | 14%        | 32%         | 12%        | 13%        | -            | 13%         | -             |
| Dług netto                     | 166.2       | 183.5      | 193.9      | 183.0       | 216.2      | 225.5      | -            | -           | -             |
| Dług netto/kapitały własne (x) | 0.51        | 0.57       | 0.60       | 0.54        | 0.64       | 0.68       | -            | -           | -             |

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM

Notatki po spotkaniu powynikowym:

- **Oferta mieszkaniowa na 444 lokale...** Na koniec 2Q16 spółka posiadała ofertę mieszkaniową na 444 lokale (w 1H16 spółka uruchomiła cztery projekty na łącznie blisko 500 lokali). W drugiej połowie 2016r. spółka planuje wprowadzić do oferty kolejne cztery inwestycje we Wrocławiu oraz Warszawie na 669 lokali.
- **...oraz bank ziemi na ponad 2,400 lokali.** Dodatkowo spółka dysponuje bankiem ziemi pozwalającym na wybudowanie ponad 2,400 lokali (w tym ponad 1,000 lokali w ramach inwestycji Promenady Wrocławskie) oraz 62tys. mkw .powierzchni biurowej. Od początku roku spółka dokonała zakupu czterech gruntów pod ponad 1,000 lokali o wartości blisko PLN 75m. Jednocześnie spółka wciąż aktywnie poszukuje gruntów zarówno w Warszawie jak również we Wrocławiu.
- **Spółka oczekuje przedsprzedaży na poziomie ponad 700 lokali.** W 1H16 spółka zaraportowała przedsprzedaż na poziomie 430 lokali (w tym pakietowa sprzedaż projektu Promenady Wrocławskie VII na 138 lokali do FSMnW). W oparciu o



posiadaną ofertę oraz planowane do wprowadzenia do oferty inwestycje spółka oczekuje przedsprzedaży na poziomie ponad 700 lokali w 2016r. (w porównaniu do 613 lokali w 2015r.).

- **Spółka podtrzymuje plan przekazania ok. 500 lokali w 2016r.** W 1H16 spółka przekazała 120 lokali. Na koniec 2Q16 spółka posiadała 666 lokali sprzedanych ale nieprzekazanych (o wartości blisko PLN 200m), w tym 25 w inwestycjach zakończonych. W 3Q16 spółka planuje rozpoczęcie przekazania w projekcie Centauris IV+V (134 lokale), natomiast w 4Q16 planowane jest rozpoczęcie przekazania w Promenadach Wrocławskich IV (331 lokali) oraz przekazanie projektu Dąbrowskiego 40 (133 lokale). W rezultacie spółka oczekuje przekazania ok. 500 lokali w 2016r (vs. 356 lokali w 2015r.). Z kolei w 2017r. spółka planuje zakończenie realizacji projektów na łącznie ponad 700 lokali
- **Segment nieruchomości komercyjnych.** Na koniec 2Q16 spółka posiadała portfel zakończonych nieruchomości komercyjnych o powierzchni najmu ponad 27tys. mkw. oraz wartości księgowej PLN 186.3m. Jednocześnie w 3Q16 spółka planuje oddać do użytkowania ostatni etap biurowca Zita D+A (10,200mkw. powierzchni najmu), w związku z czym możliwe będzie rozpoznanie zysku z rewaluacji w wynikach za 3Q16.

## Zmiana prognoz na lata 2016-17p

W oparciu o wyniki zaraportowane przez spółkę w 1H16, poziomy przedsprzedaży osiągnięte przez spółkę w ostatnich kwartałach, jak również obecny bank ziemi, ofertę i harmonogram realizacji inwestycji mieszkaniowych, dokonujemy następujących zmian w naszych prognozach:

- **Podwyższamy prognozę przedsprzedaży o 7% w 2016p oraz o 13% w 2017p.** W 1H16 spółka zaraportowała przedsprzedaż na poziomie 430 lokali (+29% r/r), przy czym wpływ na wynik za 1Q16 miała sprzedaż 138 mieszkań w projekcie Promenady Wrocławskie VII do Funduszu Mieszkań na Wynajem, podczas gdy w 2Q15 spółka odnotowała pakietową przedsprzedaż projektu Dąbrowskiego 40 (133 lokale) do FSMnW. Na koniec 2Q16 spółka posiadała w swojej ofercie 444 lokale oraz bank ziemi na ok. 2,400 lokali, natomiast w 2H16 spółka planuje wprowadzić do oferty dodatkowo trzy projekty na blisko 450 mieszkań. W rezultacie oczekujemy, że w skali całego 2016r. spółka będzie w stanie zaraportować przedsprzedaż na poziomie 711 lokali (+16% r/r). Z kolei w 2017r. zakładamy rozpoczęcie realizacji 6 inwestycji na łącznie blisko 1,200 lokali (głównie w oparciu o posiadane już grunty), co pozwoli naszym zdaniem na osiągnięcie przedsprzedaży w wysokości 765 lokali (+5% r/r, podwyższenie prognozy o 13%).
- **Podwyższamy prognozę przekazania o 3% i 14% w latach 2016-17p.** W pierwszym półroczu 2016r. spółka przekazała 120 lokali (w porównaniu do 45 mieszkań przekazanych w analogicznym okresie 2015r.), w tym 32 lokale w projekcie Centauris (projekt JV). Zwracamy uwagę, że pod kątem wyników istotne dla spółki pozostaje drugie półrocze, kiedy spółka planuje zakończyć realizację projektów Centauris IV+V (136 lokali) oraz Promenady Wrocławskie (331 lokali), jak również przekazać do FSMnW projekt Dąbrowskiego 40 (133 lokale). W rezultacie prognozujemy przekazanie 506 lokali, w tym 109 w inwestycji Centauris. Z kolei w 2017r. zakładamy zakończenie realizacji sześciu projektów na ponad 750 lokali, co powinno naszym zdaniem przełożyć się na wzrost liczby przekazania o 60% r/r do 809 w 2017p.
- **Podwyższamy prognozę zysku netto do PLN 23.8m w 2016p (+5%) oraz do PLN 27.4m w 2017p (+14%).** Ze względu na oczekiwaną wyższą liczbę przekazania podwyższamy prognozę przychodów w 2016p o 3% do PLN 121m oraz zysku netto o 5% do PLN 23.8m (nasza obecna prognoza uwzględnia pozytywny wpływ podatku dochodowego zaraportowanego przez spółkę w 1H16 na poziomie PLN 1.5m). Z kolei na 2017p podwyższamy prognozę przychodów, EBIT oraz zysku netto odpowiednio o 12%, 11% oraz 14% (efekt podwyższenia prognozy przekazania o 14%).

**Tabela 11. Vantage Development: Zmiana prognoz na lata 2016-17p (PLNm)**

|                                  | 2016p        |              |             | 2017p        |              |             |
|----------------------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
|                                  | Obecne       | Poprzednie   | Zmiana %    | Obecne       | Poprzednie   | Zmiana %    |
| Przedsprzedaż                    | 711          | 665          | 7%          | 765          | 679          | 13%         |
| Przekazania                      | 506          | 491          | 3%          | 809          | 709          | 14%         |
| Przychody                        | 121.3        | 117.2        | 3%          | 247.0        | 223.1        | 11%         |
| Sprzedaż mieszkań                | 103.1        | 98.1         | 5%          | 224.6        | 200.1        | 12%         |
| Przychody z najmu                | 15.1         | 16.0         | -6%         | 19.4         | 20.0         | -3%         |
| Pozostałe                        | 3.1          | 3.1          | 0%          | 2.9          | 2.9          | 0%          |
| Zysk brutto ze sprzedaży         | 31.7         | 30.8         | 3%          | 58.3         | 54.9         | 6%          |
| SG&A                             | 16.1         | 15.5         | 4%          | 17.1         | 16.0         | 7%          |
| Zysk z rewaluacji                | 16.0         | 16.7         | -4%         | 1.9          | 0.0          | <i>n.m.</i> |
| EBITDA                           | 31.9         | 32.4         | -2%         | 43.4         | 39.3         | 11%         |
| <b>EBIT</b>                      | <b>31.5</b>  | <b>32.0</b>  | <b>-2%</b>  | <b>43.0</b>  | <b>38.9</b>  | <b>11%</b>  |
| EBIT skoryg.*                    | 15.5         | 15.3         | 1%          | 41.2         | 38.9         | 6%          |
| Koszty finansowe netto           | 7.6          | 7.4          | 2%          | 8.6          | 8.5          | 0%          |
| Udziały w zyskach JV             | 3.3          | 3.3          | 0%          | -0.6         | -0.6         | 0%          |
| Zysk brutto                      | 27.3         | 27.9         | -2%         | 33.9         | 29.7         | 14%         |
| <b>Zysk netto</b>                | <b>23.8</b>  | <b>22.6</b>  | <b>5%</b>   | <b>27.4</b>  | <b>24.1</b>  | <b>14%</b>  |
| Zysk netto skoryg.*              | 10.9         | 9.1          | 19%         | 25.9         | 24.1         | 8%          |
| <i>Marża brutto ze sprzedaży</i> | <i>26.1%</i> | <i>26.3%</i> | <i>-0.2</i> | <i>23.6%</i> | <i>24.6%</i> | <i>-1.0</i> |
| <i>Segment mieszkaniowy</i>      | <i>20.2%</i> | <i>19.7%</i> | <i>0.5</i>  | <i>19.8%</i> | <i>20.2%</i> | <i>-0.5</i> |
| <i>Segment najmu</i>             | <i>71.8%</i> | <i>71.8%</i> | <i>0.0</i>  | <i>71.8%</i> | <i>71.8%</i> | <i>0.0</i>  |

Źródło: Dane spółki, Szacunki Vestor DM, \* pozycja skorygowana o zyski z rewaluacji

## Załącznik: Założenia

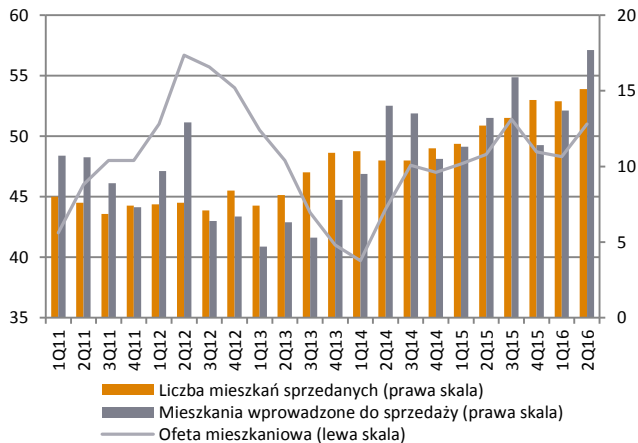
**Tabela 12. Vantage Development – Portfel nieruchomości mieszkaniowych**

| Projekt                       | Liczba lokali | PUM (mkw.) | Realizacja  | Przedsprzedaż |            |            | Przekazania |            |            | Przychody (PLNm) |            |            | Marża brutto (%) |
|-------------------------------|---------------|------------|-------------|---------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------------|------------|------------|------------------|
|                               |               |            |             | 2016p         | 2017p      | 2018p      | 2016p       | 2017p      | 2018p      | 2016p            | 2017p      | 2018p      |                  |
| <b>Inwestycje zakończone</b>  |               |            |             |               |            |            |             |            |            |                  |            |            |                  |
| Promenady Wrocławskie II      | 224           | 11,381     | 2013 - 2014 | 10            | 0          | 0          | 30          | 0          | 0          | 8                | 0          | 0          | 23%              |
| Centauris III                 | 103           | 6,050      | 2014 - 2015 | 10            | 0          | 0          | 40          | 0          | 0          | 8                | 0          | 0          | 18%              |
| Promenady Wrocławskie III     | 207           | 9,199      | 2014 - 2015 | 15            | 0          | 0          | 32          | 0          | 0          | 8                | 0          | 0          | 22%              |
| Patio House                   | 61            | 3,385      | 2014 - 2015 | 30            | 0          | 0          | 51          | 0          | 0          | 16               | 0          | 0          | 24%              |
| <b>Inwestycje realizowane</b> |               |            |             |               |            |            |             |            |            |                  |            |            |                  |
| Centauris IV+V                | 136           | 7,725      | 2015 - 2016 | 52            | 0          | 0          | 109         | 27         | 0          | 20               | 5          | 0          | 18%              |
| Promenady Wrocławskie IV      | 331           | 15,400     | 2015 - 2016 | 197           | 58         | 0          | 109         | 222        | 0          | 28               | 57         | 0          | 21%              |
| Dąbrowskiego 40               | 133           | 6,550      | 2015 - 2016 | 0             | 0          | 0          | 133         | 0          | 0          | 43               | 0          | 0          | 17%              |
| WUWA 2                        | 60            | 2,981      | 2016 - 2017 | 31            | 29         | 0          | 0           | 60         | 0          | 0                | 14         | 0          | 16%              |
| Living Point Mokotów I        | 173           | 7,560      | 2016 - 2017 | 78            | 85         | 10         | 0           | 147        | 26         | 0                | 48         | 9          | 23%              |
| Nowy Gaj I                    | 131           | 6,817      | 2016 - 2017 | 78            | 53         | 0          | 0           | 79         | 52         | 0                | 25         | 16         | 19%              |
| Promenady Wrocławskie V       | 195           | 9,750      | 2016 - 2017 | 30            | 100        | 65         | 0           | 104        | 91         | 0                | 29         | 25         | 22%              |
| Promenady Wr. FSMnW           | 138           | 6,900      | 2016 - 2017 | 138           | 0          | 0          | 0           | 138        | 0          | 0                | 38         | 0          | 13%              |
| <b>Inwestycje planowane</b>   |               |            |             |               |            |            |             |            |            |                  |            |            |                  |
| Dom Saski                     | 68            | 3,400      | 2016 - 2017 | 15            | 40         | 13         | 0           | 33         | 35         | 0                | 13         | 14         | 26%              |
| Living Point Mokotów II       | 176           | 7,496      | 2016 - 2018 | 10            | 75         | 60         | 0           | 0          | 145        | 0                | 0          | 46         | 23%              |
| Nowy projekt                  | 200           | 10,500     | 2016 - 2018 | 15            | 90         | 80         | 0           | 0          | 185        | 0                | 0          | 77         | 19%              |
| Nowy Gaj II                   | 163           | 8,483      | 2017 - 2018 | 0             | 70         | 60         | 0           | 0          | 78         | 0                | 0          | 25         | 19%              |
| Grabiszewska                  | 170           | 9,200      | 2017 - 2018 | 0             | 50         | 70         | 0           | 0          | 72         | 0                | 0          | 25         | 20%              |
| Promenady Wrocławskie VI      | 284           | 13,950     | 2017 - 2018 | 0             | 40         | 100        | 0           | 0          | 84         | 0                | 0          | 23         | 22%              |
| Małopanewska I                | 207           | 10,350     | 2017 - 2018 | 0             | 30         | 80         | 0           | 0          | 66         | 0                | 0          | 20         | 24%              |
| Nowy projekt                  | 150           | 7,500      | 2017 - 2019 | 0             | 25         | 80         | 0           | 0          | 0          | 0                | 0          | 0          | 20%              |
| Promenady Wrocławskie VIII    | 218           | 10,682     | 2017 - 2019 | 0             | 20         | 50         | 0           | 0          | 0          | 0                | 0          | 0          | 20%              |
| Małopanewska II               | 207           | 10,350     | 2018 - 2019 | 0             | 0          | 40         | 0           | 0          | 0          | 0                | 0          | 0          | 23%              |
| Nowy projekt                  | 150           | 7,500      | 2018 - 2019 | 0             | 0          | 40         | 0           | 0          | 0          | 0                | 0          | 0          | 20%              |
| Nowy projekt                  | 150           | 7,500      | 2018 - 2019 | 0             | 0          | 30         | 0           | 0          | 0          | 0                | 0          | 0          | 20%              |
| Nowy projekt                  | 150           | 7,500      | 2018 - 2020 | 0             | 0          | 30         | 0           | 0          | 0          | 0                | 0          | 0          | 20%              |
| <b>Razem</b>                  |               |            |             | <b>711</b>    | <b>765</b> | <b>808</b> | <b>506</b>  | <b>809</b> | <b>835</b> | <b>131</b>       | <b>230</b> | <b>280</b> |                  |

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM, \*wartości uwzględniają przychody projektu Centauris realizowanego w JV

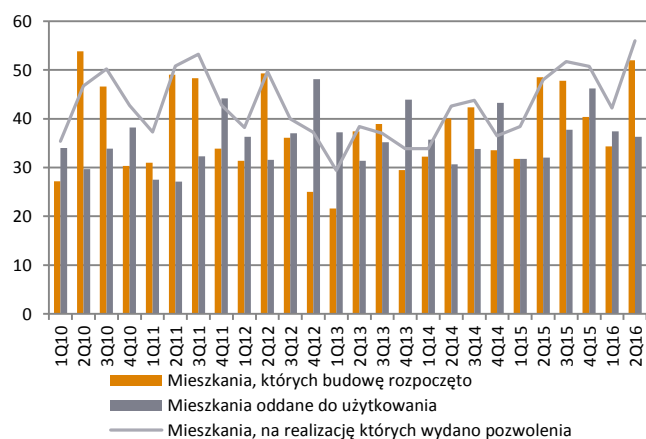
## Załącznik: Rynek mieszkaniowy

**Wykres 4. Deweloperzy mieszkaniowi: Mieszkania wprowadzone do sprzedaży oraz sprzedane na tle oferty (dane w tys. mieszkań)**



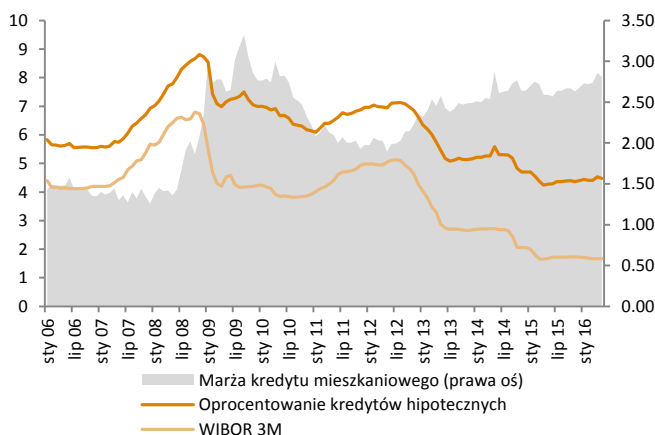
Źródło: REAS, Vestor DM

**Wykres 5. Deweloperzy mieszkaniowi: Statystyki budownictwa mieszkaniowego w Polsce w ujęciu kwartalnym (dane w tys.)**



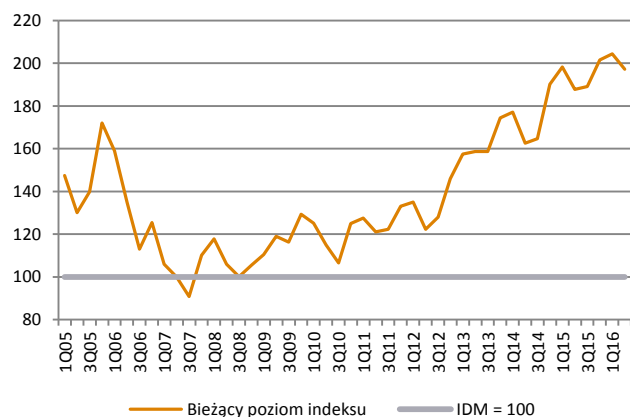
Źródło: GUS, Vestor DM

**Wykres 6. Oprocentowanie kredytów hipotecznych oraz WIBOR 3M (%)**



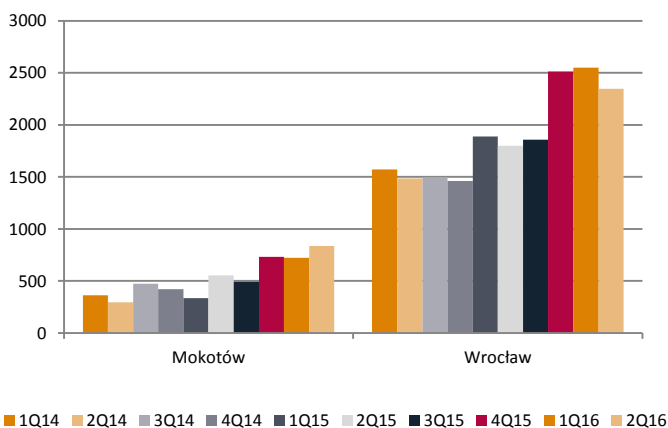
Źródło: NBP, Vestor DM

**Wykres 7. Indeks Dostępności Mieszkaniowej**



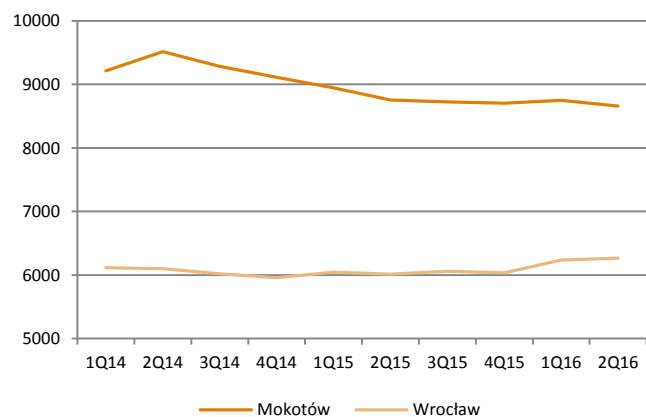
Źródło: Amron-Sarfin, Vestor DM

**Wykres 8. Wolumen sprzedaży na Mokotowie oraz w Warszawie**



Źródło: Emmerson, Vestor DM

**Wykres 9. Ceny mieszkań na Mokotowie oraz we Wrocławiu (PLN/mkw.)**



Źródło: Emmerson, Vestor DM



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 bezpośredniego 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;
- 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) 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 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 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 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 |

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