

Vantage Development

Developeerzy | 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
Zysk netto (PLNm)	4.7	10.0	12.0	23.8	27.4	38.2
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%

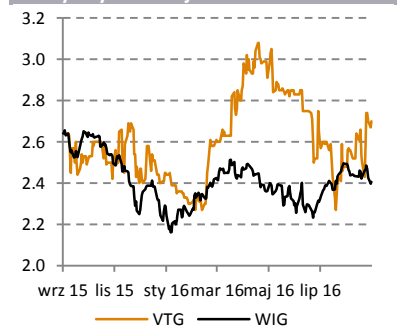
Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM, *skoryg. o zysk z rewaluacji

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

Vantage Development

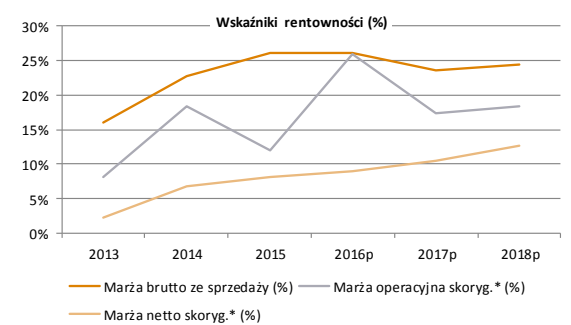
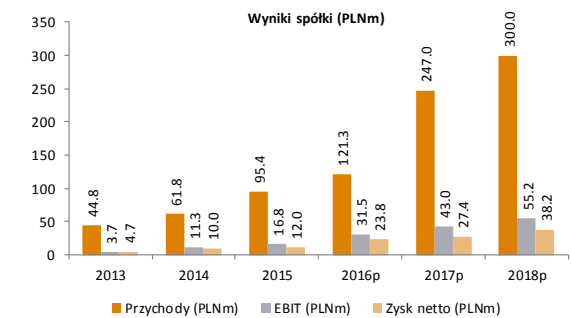
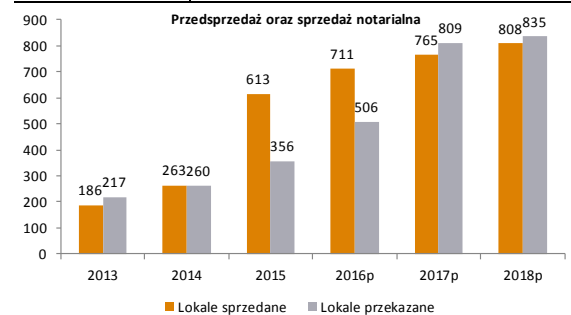
Rachunek zysków i strat (PLNm)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody	44.8	61.8	95.4	121.3	247.0	300.0
Sprzedaż mieszkań	35.4	50.7	79.9	103.1	224.6	280.4
Przychody z najmu	6.0	8.2	12.3	15.1	19.4	19.5
Pozostałe	3.3	2.8	3.3	3.1	2.9	0.0
Koszty sprzedaży	37.6	47.8	70.5	89.6	188.7	226.7
Zysk brutto ze sprzedaży	7.2	14.0	24.9	31.7	58.3	73.2
SG&A	7.0	10.1	13.0	16.1	17.1	18.0
Zysk z rewaluacji	4.5	7.1	5.3	16.0	1.9	0.0
Pozostałe przychody operacyjne netto	-1.1	0.3	-0.4	-0.1	0.0	0.0
EBITDA	3.9	11.5	17.2	31.9	43.4	55.6
EBIT skoryg.*	-0.8	4.2	11.5	15.5	41.2	55.2
EBIT	3.7	11.3	16.8	31.5	43.0	55.2
Koszty finansowe netto	3.9	5.0	8.4	7.6	8.6	8.1
Udziały w zyskach JV	-0.2	-0.1	0.8	3.3	-0.6	0.0
Zysk przed opodatkowaniem	-0.4	6.2	9.1	27.3	33.9	47.1
Podatek dochodowy	-5.1	-3.8	-2.9	3.5	6.4	9.0
Zysk netto	4.7	10.0	12.0	23.8	27.4	38.2
Zysk netto skoryg.*	1.0	4.2	7.7	10.9	25.9	38.2
Wskaźniki rentowności (%)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Marża brutto ze sprzedaży (%)	16.1%	22.7%	26.1%	26.1%	23.6%	24.4%
Marża operacyjna skoryg.* (%)	-1.8%	6.9%	12.0%	12.8%	16.7%	18.4%
Marża netto skoryg.* (%)	2.3%	6.9%	8.1%	8.9%	10.5%	12.7%
Dynamiki wzrostu (%)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Wzrost przychodów (%)	213%	38%	54%	27%	104%	21%
Wzrost EBIT (%)	-147%	208%	48%	88%	36%	28%
Wzrost zysku netto (%)	-203%	114%	20%	99%	15%	39%
Bilans (PLNm)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Aktywa trwałe	330.4	391.0	411.4	371.9	341.4	337.1
Rzeczowe aktywa trwałe	0.2	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Wartości niematerialne i prawne	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
Nieruchomości inwestycyjne	304.8	362.9	374.7	338.4	312.3	312.3
Udziały w jedn. wycenianych met. praw własności	17.0	16.7	17.4	13.1	8.7	4.4
Inne aktywa trwałe	8.1	9.6	17.6	18.7	18.7	18.7
Aktywa obrotowe	142.3	158.2	220.7	370.4	446.4	459.0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	51.4	35.2	59.0	43.1	34.7	22.9
Należności	21.5	21.5	10.5	20.0	32.7	31.7
Zapasy	66.4	101.0	149.0	304.8	376.5	401.9
Inne aktywa obrotowe	3.0	0.5	2.1	2.5	2.5	2.5
Aktywa razem	472.7	549.2	632.1	742.4	787.8	796.1
Kapitały własne	316.0	323.4	337.4	353.1	370.6	398.7
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	95.8	180.7	260.7	315.1	301.1	276.1
Dług długoterminowy	90.6	176.4	235.6	304.1	290.1	265.2
Inne zobowiązania długoterminowe	5.2	4.3	25.1	11.0	11.0	11.0
Zobowiązania krótkoterminowe	60.9	45.1	34.0	74.1	116.2	121.2
Dług krótkoterminowy	10.7	15.1	6.4	6.4	6.4	6.4
Zobowiązania handlowe	34.9	20.1	19.0	24.1	50.8	61.1
Inne zobowiązania krótkoterminowe	15.3	9.9	8.6	43.6	59.0	53.8
Zobowiązania i kapitały własne	472.7	549.2	632.1	742.4	787.8	796.1
NAV	338.8	326.0	360.0	390.6	437.5	471.6
Przepływy pieniężne (PLNm)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przepływy z działalności operacyjnej	13.9	-56.3	34.0	-88.7	-16.3	19.2
Zysk netto	4.7	10.0	12.0	23.8	27.4	38.2
Amortyzacja	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym	14.3	-57.4	25.0	-97.6	-43.1	-19.7
zmiana stanu zapasów	-1.6	-33.0	2.1	-112.2	-71.7	-25.4
zmiana stanu należności	-16.3	-0.2	9.7	-9.5	-12.6	0.9
zmiana stanu zobowiązań	32.2	-24.2	13.2	24.2	41.2	4.8
Inne zmiany niepieniężne	-5.2	-9.1	-3.4	-15.3	-1.0	0.3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-19.9	-41.0	-48.2	12.4	31.9	3.9
Nakłady na nieruch. inv., śr. trwałe i inne aktywa	-18.5	-44.4	-46.9	12.8	31.9	3.9
Inne przepływy inwestycyjne	-1.4	3.3	-1.3	-0.4	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	46.0	81.2	38.0	60.4	-24.0	-34.9
Zmiany netto w kapitale własnym	16.8	-2.5	2.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	36.8	90.3	50.4	68.5	-14.0	-24.9
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	-8.1	-10.0	-10.0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	11.7	51.4	35.2	59.0	43.1	34.7
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	39.9	-16.2	23.8	-15.9	-8.4	-11.8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec	51.4	35.2	59.0	43.1	34.7	22.9
Wskaźniki kredytowe (PLNm)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Dług brutto	101.3	191.6	242.0	310.5	296.5	271.5
Dług netto	49.9	156.4	183.0	267.4	261.8	248.6
Dług netto/EBITDA (x)	12.9	13.6	10.7	8.4	6.0	4.5
Dług netto/aktywa (x)	0.11	0.28	0.29	0.36	0.33	0.31
Dług netto/kapitały własne (x)	0.16	0.48	0.54	0.76	0.71	0.62
Kapitały własne/aktywa (x)	0.67	0.59	0.53	0.48	0.47	0.50
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	-0.3	1.2	1.3	1.9	4.5	6.5

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM, * po uwzględnieniu wyniku z rewaluacji

Wskaźniki wyceny	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
P/E skoryg.*(x)	163.4	39.4	21.6	15.4	6.4	4.4
EV/EBITDA skoryg.*(x)	-86.6	35.6	15.6	17.0	6.4	4.5
P/BV (x)	0.53	0.52	0.49	0.47	0.45	0.42
P/NAV (x)	0.49	0.51	0.46	0.43	0.38	0.35
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	4.9%	6.0%	6.0%

Dane spółki	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Liczba akcji (m)	62.4	62.4	62.4	62.4	62.4	62.4
EPS skoryg.*(PLN)	0.02	0.07	0.12	0.17	0.42	0.61
BVPS (PLN)	5.06	5.18	5.40	5.66	5.93	6.39
NAV/akcję (PLN)	5.43	5.22	5.76	6.26	7.01	7.55
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.13	0.16	0.16

Główne założenia	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Lokale sprzedane	186	263	613	711	765	808
Lokale przekazane	217	260	356	506	809	835
Marża brutto	16.1%	22.7%	26.1%	26.1%	23.6%	24.4%
Segment mieszkaniowy	9.0%	16.6%	20.4%	20.2%	19.8%	21.1%
Segment najmu	66.4%	75.2%	71.8%	71.8%	71.8%	71.8%


Główne ryzyka dla naszych prognoz

Głównymi ryzykami dla naszych prognoz są: (1) konieczność uzupełniania oferty mieszkaniowej o nowe projekty, (2) ryzyko wzrostu cen gruntów oraz kosztów generalnego wykonawstwa, (3) opóźnienia w pozyskiwaniu wymaganych pozwoleń administracyjnych, (4) trudności w pozyskaniu finansowania na realizację nowych inwestycji.

Analiza DuPont	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Marża zysku netto*	2.3%	6.9%	8.1%	8.9%	10.5%	12.7%
Wskaźnik rotacji majątku	0.10	0.12	0.16	0.18	0.32	0.38
Dźwignia finansowa	1.41	1.60	1.79	1.99	2.11	2.06
ROE	0.3%	1.3%	2.3%	3.1%	7.2%	9.9%

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
Cena docelowa		4.3
Cena rynkowa		2.7
Potencjał wzrostu/spadku (%)		+62%

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
Wolne przepływy finansowe	-118.8	-9.8	25.0	35.9	85.9	39.9
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 (wyplacona w 2016r.)	8					
Dług netto (koniec 4Q15)	183					
Wartość kapitału własnego	159					
Liczba akcji (m)	62.4					
Wartość godziwa na akcję	2.5					
12M cena docelowa	2.83					

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%
Koszt kapitału własnego	11.4%	9.6%
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%
Koszt długu po podatku	5.3%	5.7%
% Dług/(dług+kapitały własne)	41.8%	28.2%
% Kapitały własne/(dług+kapitały własne)	58.2%	71.8%
WACC	8.8%	8.5%

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)
Nieruchomości inwestycyjne pracujące			256.6
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
Nieruchomości inwestycyjne niepracujące			36.1
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
SOTP			343.2
Liczba akcji			62.4
SOTP/akcję			5.50
Cena docelowa			5.93

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)
Inwestycje zakończone						
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
Inwestycje w realizacji						
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:

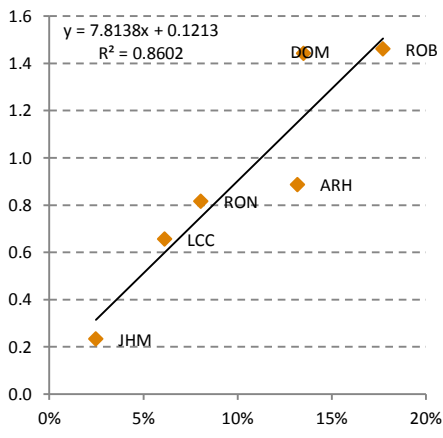
$2016p\ P/BV = 7.8138 * 2016p\ ROE + 0.1213,$
 $2017p\ P/BV = 8.5750 * 2017p\ ROE + 0.0659,$
 $2018p\ P/BV = 8.0111 * 2018p\ ROE + 0.0693.$

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.

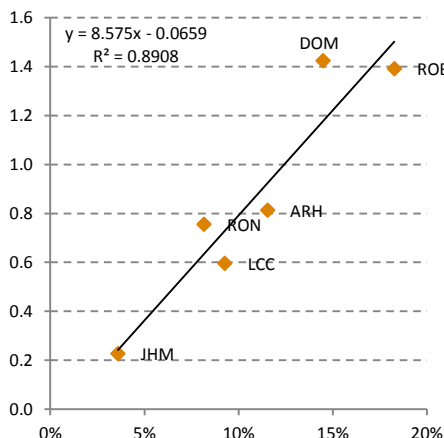
Tabela 9. Vantage Development: Wycena porównawcza

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										
Cena docelowa 12M (PLN)	4.25										

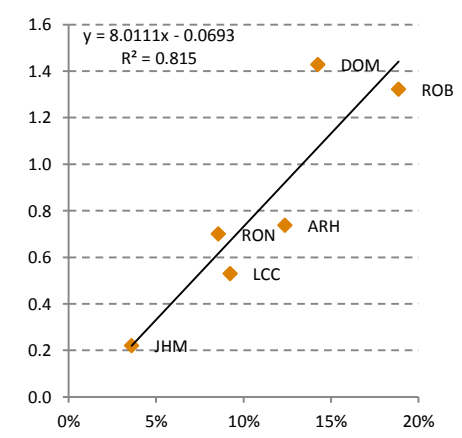
Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

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%
EBIT	-0.5	1.5	6.0	9.8	2.7	1.8	21%	1.7	6%
EBIT skoryg.*	-0.2	0.3	6.1	5.0	2.5	0.0	-104%	0.7	-102%
Zysk netto	-1.7	0.1	2.3	11.3	1.7	1.1	1333%	-0.1	-1296%
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 osiągnane 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	n.m.
EBITDA	31.9	32.4	-2%	43.4	39.3	11%
EBIT	31.5	32.0	-2%	43.0	38.9	11%
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%
Zysk netto	23.8	22.6	5%	27.4	24.1	14%
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

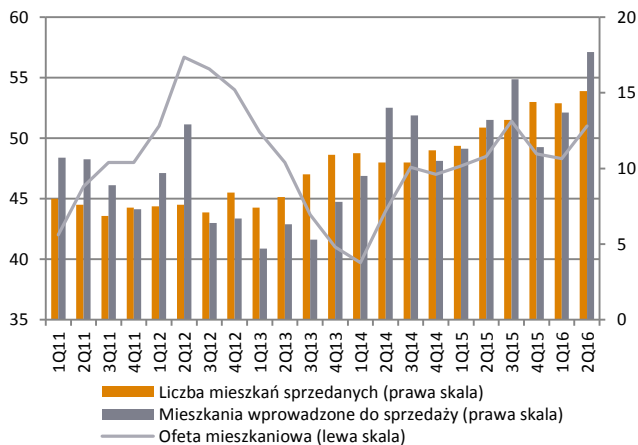
Tabela 12. Vantage Development – Portfel nieruchomości mieszkaniowych

Projekt	Liczba lokali	PUM (mkw.)	Realizacja	Przedsprzedaż			Przekazania			Przychody (PLNm)			Marża brutto (%)
				2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p	2016p	2017p	2018p	
Inwestycje zakończone													
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%
Inwestycje realizowane													
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%
Inwestycje planowane													
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%
Razem				711	765	808	506	809	835	131	230	280	

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

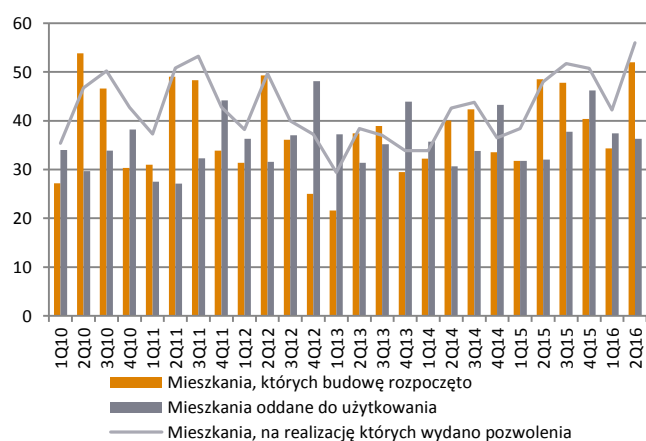
Załącznik: Rynek mieszkaniowy

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



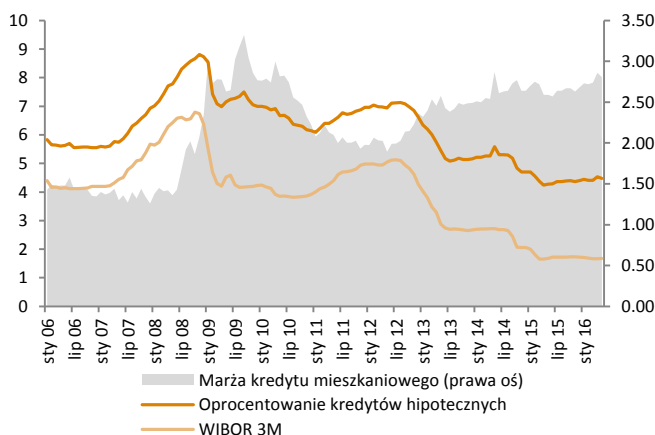
Źródło: REAS, Vestor DM

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



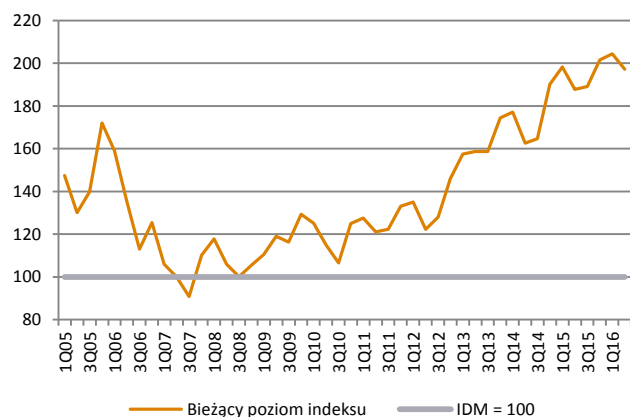
Źródło: GUS, Vestor DM

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



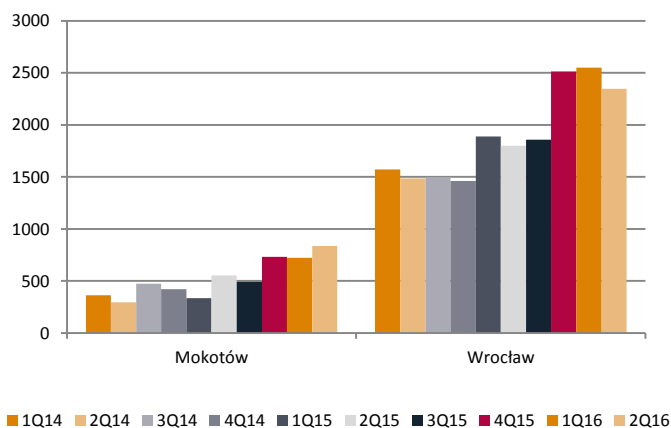
Źródło: NBP, Vestor DM

Wykres 7. Indeks Dostępności Mieszkaniowej



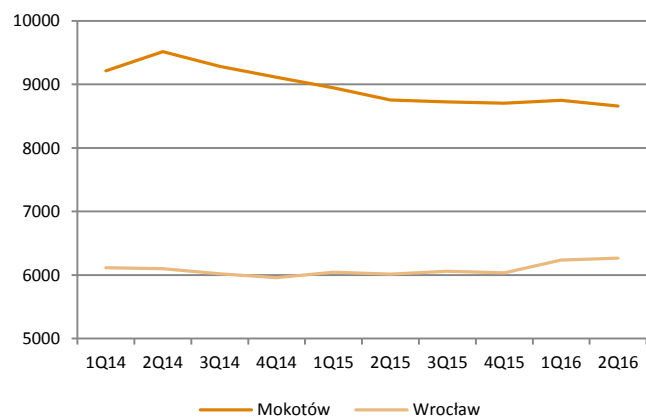
Źródło: Amron-Sarfin, Vestor DM

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

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

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

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

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

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

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor DM z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor DM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o 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 DM nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Vestor DM. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora odpowiednie, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

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

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

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

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

Niniejszy dokument ma jedynie informacyjny charakter i (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji 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 jakichkolwiek instrumentów finansowych.

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

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

NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATELOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.

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

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

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

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. Vestor DM niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub 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 napotykać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożen, na które takie inwestycje są narażone.

NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓLPRACY Z EMITENTEM W ZAKRESIE, JAKI ZOSTAŁ WSKAZANY POWYŻEJ – EMITENT WPROWADZAŁ POPRAWKI/ZMIANY DO CZĘŚCI OPISOWEJ. INFORMACJA DOTYCZĄCYCH WYCNEN/PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI VESTOR DM.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy, nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie, Vestor DM wydał: 4 rekomendacje kupuj, 0 rekomendacji Akumuluj, 5 rekomendacji Neutralnie, 4 rekomendacje Redukuj oraz 1 rekomendację Sprzedaż. Oprócz powyższego, Vestor DM wydał 5 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego, na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor DM, w okresie ostatnich 3 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 42 % (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.

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

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- i. Niezależność wynagrodzeń: Vestor DM zapobiega powstawaniu bezpośrednich zależności pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników wykonujących określone czynności z zakresu działalności maklerskiej, z wynagrodzeniem lub zyskami osiąganymi przez osoby wykonujące czynności innego rodzaju, które stanowią lub mogą stanowić źródło konfliktu interesów;
- ii. Efektywny nadzór: zapewnienie nadzoru nad pracownikami wykonującymi w ramach swoich podstawowych zadań czynności na rzecz i w imieniu klientów, w zakresie działalności prowadzonej przez Vestor DM, które to czynności powodują lub mogą powodować wystąpienie sprzeczności interesów pomiędzy klientami lub interesami klienta i Vestor DM, w tym:
 - system sprawozdawczości wewnętrznej zapewniający niezwłoczne informowanie osób odpowiedzialnych za nadzorowanie przestrzegania zasad określonych w Regulaminie o przypadku wystąpienia konfliktu interesów lub ryzyku jego powstania;
 - nadzór nad transakcjami własnymi dokonywanymi przez osoby powiązane, okresowe przeglądy i ocena skuteczności wdrożonych przez Vestor DM systemów kontrolnych i procedur; prowadzenie wymaganych prawem rejestrów oraz ewidencji, przede wszystkim rejestru konfliktów interesów związanych z istotnym ryzykiem naruszenia interesów klienta;
- iii. Odmowa działania: prawo odmowy przez Vestor DM podjęcia działań na rzecz klienta, jeżeli z uwagi na zaangażowanie w określone działania na rzecz innego klienta Vestor DM nie może skutecznie zarządzać potencjalnymi konfliktami interesów, bądź uniemożliwiają to ograniczenia prawne lub regulacje wewnętrzne;
- iv. Podział funkcji: organizacja zadań pracowników mająca na celu wyeliminowanie przypadków jednoczesnego lub 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 porównywalnych 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 porównywalnych 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