

## Rozpoczęcie wydawania rekomendacji

- Zakładamy spadek cen benchmarków do 140 USD/t w 1Q18 oraz zmniejszanie dyskonta cenowego przez JSW do końca 2018.
- Wygenerowana nadwyżka finansowa umożliwi spłatę obligacji oraz wpłynie na wzrost CAPEX umożliwiając eksploatację nowych pokładów i poprawę mixu asortymentowego.
- Uważamy, iż rynek nie doszacowuje wyników w '18. Nasze szacunki EBITDA i netto są wyższe od konsensusu o odpowiednio 46% i 48%.

## Powrót na ścieżkę zysku

Wydajemy rekomendację Kupuj z ceną docelową na poziomie 112 PLN/akcję. Po pierwsze, wzrost cen węgla koksowego oraz działania restrukturyzacyjne podjęte w kryzysowych latach znacząco wpłyną na poprawę sytuacji gotówkowej JSW, co zmniejsza tym samym ryzyko emisji akcji. Po drugie, o ile obecny konsensus EBITDA na 2017 w wys. PLN 3.5b uważamy za realistyczny, to z drugiej strony, uważamy że konsensusowy 35% spadek EBITDA w 2018 do poziomu PLN 2.26b jest zbyt pesymistyczny. Nasze szacunki zakładają wypracowanie PLN 3.3b EBITDA w 2018, 46% powyżej konsensusu. Po trzecie, uważamy obecne wskaźniki wyceny za zbyt niskie. Wg naszych prognoz, JSW jest wyceniane z EV/EBITDA w latach 17-18 na poziomie 3.1x i 2.7x tj. 35% i 51% dyskontem do spółek z grupy porównawczej.

**Zakładamy obniżenie cen benchmarków.** Uważamy, że ceny węgla koksowego na poziomie 300 USD/t to sytuacja przejściowa wywołana czynnikami podaźowymi, dlatego też w kolejnych kwartałach zakładamy sukcesywne obniżenie benchmarku (HCC) do 150 USD/t w 4Q17 z obecnych 200 USD/t, powodując, iż średnia dla 2017 wyniesie 195 USD/t. Biorąc pod uwagę krzywą terminową w kolejnych latach zakładamy, iż benchmark ukształtuje się na poziomie 140 USD/t.

**Ceny JSW vs. benchmark.** Zakładamy, iż sprzedaż „resztówek” węgla z zamykanych/wygaszanych kopalni spowoduje, iż w najbliższych dwóch kwartałach dysproporcja jaką spółka zanotowała w 4Q16 (tj. -26%) zostanie utrzymana. W kolejnych kwartałach sytuacja stopniowo wróci do normy, a sprzedaż lepszych jakościowo węgla umożliwi zmniejszenie dyskonta do 5%. Zakładamy, iż stanie się to do końca 2018. Jednocześnie prognozujemy, iż zrealizowana przez JSW średnia cena węgla (mix) w 2017 wyniesie 149 USD/t (598 PLN/t) oczekując spadku do 127 USD/t (509 PLN/t) w 2018, zaś cena koksu wróci w 2018 do historycznej blisko 50% premii względem ceny węgla mix w JSW.

**Poprawa płynności umożliwi spłatę obligacji oraz wpłynie na wzrost CAPEX.** Nadwyżka finansowa jaką spółka wygeneruje w latach '16-17 posłuży do całkowitej spłaty zobowiązań z tyt. obligacji w 2018 oraz zwiększy CAPEX, który w latach 2018-19 wyniesie po ok. PLN 1.7b z czego 1/3 zostanie wydatkowana na wyrobiska ruchowe, które umożliwią eksploatację nowych pokładów.

**Sytuacja chwilowo opanowana lecz ....** niepewność rodzi poziom kosztów funkcjonowania po sprzedaży aktywów (PEC i SEJ) oraz możliwy powrót strony społecznej do rokowań ws. szybszego przywrócenia zawieszonych części wynagrodzeń. Zakładamy utrzymanie porozumień do końca 2018, następnie w 2019 wzrost średniego wynagrodzenia o ok. 17% r/r. Tym samym w 2019 oczekujemy wzrostu jednostkowego kosztu wydobycia i konwersji koksu do odpowiednio 305 PLN/t i 142 PLN/t względem 251 i 134 PLN/t w 2016.

**Wycena.** Opierając się na dwóch metodach wyceny wyznaczamy **12 miesięczną cenę docelową na poziomie 112 PLN/akcję**. Na naszych prognozach akcje JSW z EV/EBITDA '17-18 na poziomie 3.1x i 2.7x, są handlowane z dyskontem do spółek z grupy porównawczej. Nasz model DCF wyznacza cenę docelową na poziomie 115 PLN/akcję, jednocześnie wskazując istotną wrażliwość wyceny od przyjętych cen benchmarkowych, gdzie zmiana cen o +/- 10 USD/t oznacza zmianę wyceny o ok. 38 PLN/akcję (tj. 33%).

Tabela 1. JSW Prognozy i wskaźniki

| mPLN                     | 2014        | 2015        | 2016         | 2017p        | 2018p        | 2019p        |
|--------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody                | 6 815       | 6 935       | 6 731        | 8 043        | 7 996        | 8 238        |
| EBITDA                   | 528         | -2 325      | 1 065        | 3 271        | 3 303        | 3 114        |
| <b>EBITDA znorm.</b>     | <b>455</b>  | <b>514</b>  | <b>1 170</b> | <b>3 271</b> | <b>3 303</b> | <b>3 114</b> |
| Zysk netto               | -658        | -3 077      | 4            | 1 832        | 1 826        | 1 563        |
| <b>Zysk netto znorm.</b> | <b>-729</b> | <b>-258</b> | <b>107</b>   | <b>1 832</b> | <b>1 826</b> | <b>1 563</b> |
| Dług netto               | 799         | 1 268       | 520          | 1 008        | -144         | -1 356       |
| Dług netto/EBITDA        | 1.75        | 2.47        | 0.44         | 0.31         | -0.04        | -0.44        |
| P/E znorm.               | -2.7x       | -4.8x       | 73.4x        | 5.0x         | 5.0x         | 5.8x         |
| EV/EBITDA znorm.         | 6.1x        | 4.9x        | 7.2x         | 3.1x         | 2.7x         | 2.5x         |

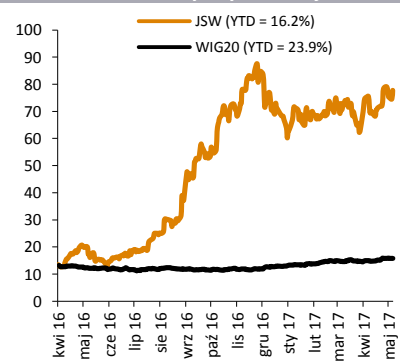
Źródło: Spółka, prognozy Vestor DM

| Podstawowe informacje        |       |
|------------------------------|-------|
| Cena docelowa (PLN)          | 112   |
| Cena bieżąca (PLN)           | 78    |
| Potencjał wzrostu/spadku     | 44%   |
| Min (52T)                    | 12.8  |
| Max (52T)                    | 88.7  |
| Liczba akcji (m)             | 117.4 |
| Kapitalizacja (PLNm)         | 9,129 |
| Dług netto (2016, PLNm)      | 520   |
| EV (2016, PLNm)              | 9,648 |
| Śr. dzienny obrót (3M, PLNm) | 45.3  |

| Akcjonariat   |       |
|---------------|-------|
| Skarb Państwa | 55.2% |
| NN OFE        | 2.2%  |
| Pozostali     | 42.6% |

**Opis spółki**  
Grupa JSW jest największym producentem wysokiej jakości węgla koksowego typu hard i znaczącym producentem koksu w UE. Głównymi odbiorcami produktów są klienci w Polsce, Niemczech, Austrii, Czechach, na Słowacji, we Włoszech. Kopalnie JSW posiadają łącznie ok. 6,2 mld ton zasobów bilansowych węgla, w tym ok. 0,993 mld ton zasobów operacyjnych węgla.

JSW vs. WIG20: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

**Marcin Stebakow**  
Wicedyrektor Działu Analiz  
(+48) 22 378 92 14  
Marcin.Stebakow@vestor.pl

**ZASTRZEŻENIA PRAWNE**

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor DM") z siedzibą w Warszawie, al. Jana Pawła II 22, 00-133 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 2016 r., poz. 1636 – 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 2016 r., poz. 1639 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2016 r., poz. 1289 – j.t. 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 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 zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

Vestor 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.

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

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor 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 odesła 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 wyгоды 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 jakiekolwiek 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 podlegają nadzorowi sprawowanemu przez Komisję Nadzoru Finansowego, 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 OBYWATELUM 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 napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

**NINIEJSZY DOKUMENT NIE ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM.**

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

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

**VESTOR DM INFORMUJE, ŻE WYMNAGRODZENIE OTRZYMYWANE PRZEZ VESTOR DM ORAZ OSOBY SPORZĄDZAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ W SPOBÓB POŚREDNI ZALEŻNE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIWANYCH W RAMACH TRANSAKCJI Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, DOTYCZĄCYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ EMITENTA, DOKONYWANYCH PRZEZ VESTOR DM, A OPISANYCH POWYŻEJ. TAKA SYTUACJA MOŻE PROWADZIĆ DO POWSTANIA POTENCJALNEGO KONFLIKTU INTERESÓW. JEDNOCZESNIE VESTOR DM OŚWIADACZA, 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 S.A. dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

Vestor DM nie pełni roli animatora emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. 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 dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta/Emitentów, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta/Emitentów („Instrumenty finansowe”).

Vestor DM może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zechęć 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 jakikolwiek 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 jakichkolwiek 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: 6 rekomendacji kupuj, 6 rekomendacji Akumuluj, 5 rekomendacji Neutralnie, 5 rekomendacji Redukuj oraz 2 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego, Vestor DM wydał 4 rekomendacje, 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 29% (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

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

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

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

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż Vestor DM, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Vestor DM do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor DM, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treści.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i loga 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 © 2017 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;

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;

Efektowny 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;

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;

Podział funkcji: organizacja zadań pracowników mająca na celu wyeliminowanie przypadków jednoczesnego lub bezpośrednio po sobie następującego wykonywania przez danego pracownika zadań w ramach różnych usług świadczonych przez Vestor DM, jeśli mogło by to mieć negatywny wpływ na prawidłowe zarządzanie konfliktami interesów;

Chińskie mury: Vestor DM podejmuje wszelkie działania, aby zapobiegać przepływowi informacji pomiędzy osobami powiązanymi wykonującymi w ramach działalności prowadzonej przez Vestor DM określone czynności, które powodują lub mogą powodować powstanie konfliktu interesów, w przypadku, gdy taka wymiana informacji może zaszkodzić interesom klienta lub klientów, lub zapewnia nadzór nad takim przepływem informacji, gdy przepływ taki jest konieczny.

Informacja, o podstawach na których cena 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 wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

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

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

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody można uznać małą 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 | Analitik              | TP | Cena bieżąca na godz. upublicznienia rekomendacji | Rekomendacja | Time       |     |
|---------------------|-------------------|-----------------------|----|---|--------------|------------|-----|
| Archicom            | 2016-05-11        | Marek Szymański       |    | 22.5  | 15.0         | Brak       | 12M |
| Handlowy            | 2016-05-16        | Michał Fidelus        |    | 73.0  | 72.0         | Neutralnie | 12M |
| Warimpex            | 2016-05-19        | Marek Szymański       |    | 3.8   | 2.5          | Brak       | 12M |
| OT Logistics        | 2016-05-22        | Piotr Nawrocki        |    | 275.0   | 220.0        | Brak       | 12M |
| Altus               | 2016-05-24        | Michał Fidelus        |    | 17.3  | 14.0         | Kupuj      | 12M |
| Mex Polska          | 2016-05-30        | Piotr Raciborski      |    | 11.2  | 5.7          | Brak       | 12M |
| Vigo                | 2016-06-01        | Piotr Nawrocki        |    | 277.0   | 226.0        | Brak       | 12M |
| Pekao               | 2016-06-14        | Michał Fidelus        |    | 156.0   | 146.5        | Neutralnie | 12M |
| Marvipol            | 2016-06-16        | Marek Szymański       |    | 10.5  | 6.9          | Brak       | 12M |
| mBank               | 2016-06-24        | Michał Fidelus        |    | 293.0   | 333.4        | Sprzedaj   | 12M |
| PKP Cargo           | 2016-06-28        | Piotr Nawrocki        |    | 36.0  | 33.0         | Neutralnie | 12M |
| Alior Bank          | 2016-06-30        | Michał Fidelus        |    | 62.0  | 52.2         | Kupuj      | 12M |
| The Farm 51         | 2016-07-08        | Michał Mordel         |    | 13.8  | 12.5         | Brak       | 12M |
| PGNIG               | 2016-07-20        | Beata Szparaga        |    | 5.1   | 5.6          | Redukuj    | 12M |
| PKN Orlen           | 2016-07-27        | Beata Szparaga        |    | 72.0  | 65.7         | Neutralnie | 12M |
| LC Corp             | 2016-08-01        | Marek Szymański       |    | 2.6   | 2.0          | Kupuj      | 12M |
| Robyg               | 2016-08-01        | Marek Szymański       |    | 3.7   | 2.9          | Kupuj      | 12M |
| Dom Development     | 2016-08-01        | Marek Szymański       |    | 59  | 54.0         | Akumuluj   | 12M |
| mBank               | 2016-08-02        | Michał Fidelus        |    | 293.0   | 310.8        | Redukuj    | 12M |
| Mercator Medical    | 2016-08-02        | Piotr Nawrocki        |    | 22.9  | 14.0         | Brak       | 12M |
| ING BSK             | 2016-08-08        | Michał Fidelus        |    | 142.0   | 139.9        | Neutralnie | 12M |
| Eurocash            | 2016-08-11        | Jakub Rafał           |    | 50  | 54           | Redukuj    | 12M |
| Quercus TFI         | 2016-08-18        | Michał Fidelus        |    | 6.2   | 5.2          | Kupuj      | 12M |
| Eurocash            | 2016-08-22        | Jakub Rafał           |    | 43  | 46.3         | Redukuj    | 12M |
| Marvipol            | 2016-08-26        | Marek Szymański       |    | 11.4  | 6.5          | Brak       | 12M |
| K2 Internet         | 2016-09-09        | Adam Siniarski        |    | 21.5  | 13.6         | Brak       | 12M |
| Vantage Development | 2016-09-14        | Marek Szymański       |    | 4.3   | 2.7          | Brak       | 12M |
| Archicom            | 2016-09-15        | Marek Szymański       |    | 22.5  | 14.7         | Brak       | 12M |
| PKO BP              | 2016-09-19        | Michał Fidelus        |    | 28  | 27.0         | Neutralnie | 12M |
| BZ WBK              | 2016-09-19        | Michał Fidelus        |    | 314   | 310.5        | Neutralnie | 12M |
| mBank               | 2016-09-19        | Michał Fidelus        |    | 308   | 344.1        | Redukuj    | 12M |
| Millennium          | 2016-09-19        | Michał Fidelus        |    | 5.1   | 5.6          | Redukuj    | 12M |
| Getin Noble Bank    | 2016-09-19        | Michał Fidelus        |    | 0.46  | 0.5          | Redukuj    | 12M |
| Warimpex            | 2016-09-21        | Marek Szymański       |    | 3.88  | 3.2          | Brak       | 12M |
| Mex Polska          | 2016-09-26        | Michał Mordel         |    | 11.4  | 6.3          | Brak       | 12M |
| Mercator Medical    | 2016-10-07        | Piotr Nawrocki        |    | 26.5  | 17.4         | Brak       | 12M |
| OT Logistics        | 2016-10-14        | Piotr Nawrocki        |    | 259   | 241          | Brak       | 12M |
| PRÓCHNIK            | 2016-10-26        | Marek Szymański       |    | 1.64  | 1.28         | Brak       | 12M |
| MARVIPOL            | 2016-12-05        | Marek Szymański       |    | 14.0  | 10.7         | Brak       | 12M |
| Mercator Medical    | 2016-12-09        | Aleksandra Jakubowska |    | 27.2  | 18.8         | Brak       | 12M |
| Eurocash            | 2017-01-11        | Jakub Rafał           |    | 41  | 40.6         | Trzymaj    | 12M |
| Pekao               | 2017-01-13        | Michał Fidelus        |    | 147   | 128          | Kupuj      | 12M |
| Mex Polska          | 2017-02-02        | Aleksandra Jakubowska |    | 11.9  | 7.7          | Brak       | 12M |
| ING BSK             | 2017-02-03        | Michał Fidelus        |    | 158.0   | 167.0        | Redukuj    | 12M |
| GTC                 | 2017-02-06        | Marek Szymański       |    | 8.6   | 8.5          | Neutralnie | 12M |
| PKN                 | 2017-02-15        | Beata Szparaga        |    | 96.0  | 86.9         | Akumuluj   | 12M |
| Lotos               | 2017-02-15        | Beata Szparaga        |    | 48.0  | 43.1         | Akumuluj   | 12M |
| PKO BP              | 2017-02-22        | Michał Fidelus        |    | 32.5  | 35.1         | Redukuj    | 12M |
| Pekao               | 2017-02-22        | Michał Fidelus        |    | 147.0   | 145.0        | Neutralnie | 12M |
| BZ WBK              | 2017-02-22        | Michał Fidelus        |    | 357.0   | 370.6        | Neutralnie | 12M |
| mBank               | 2017-02-22        | Michał Fidelus        |    | 368.0   | 419.9        | Sprzedaj   | 12M |
| ING BSK             | 2017-02-22        | Michał Fidelus        |    | 167.0   | 177.9        | Redukuj    | 12M |
| Handlowy            | 2017-02-22        | Michał Fidelus        |    | 75.0  | 82.0         | Redukuj    | 12M |
| Millennium          | 2017-02-22        | Michał Fidelus        |    | 6.4   | 7.0          | Redukuj    | 12M |
| Alior               | 2017-02-22        | Michał Fidelus        |    | 75.0  | 66.0         | Kupuj      | 12M |
| Getin Noble Bank    | 2017-02-22        | Michał Fidelus        |    | 2.56  | 2.1          | Kupuj      | 12M |
| Dom Development     | 2017-02-23        | Marek Szymański       |    | 69.0  | 63.7         | Akumuluj   | 12M |
| LC Corp             | 2017-02-23        | Marek Szymański       |    | 2.6   | 2.0          | Kupuj      | 12M |
| Robyg               | 2017-02-23        | Marek Szymański       |    | 4.0   | 3.0          | Kupuj      | 12M |
| Eurocash            | 2017-02-24        | Jakub Rafał           |    | 36.0  | 35.0         | Trzymaj    | 12M |
| KGHM                | 2017-03-02        | Marcin Stebakow       |    | 152.0   | 131.5        | Kupuj      | 12M |
| Emperia             | 2017-03-09        | Jakub Rafał           |    | 79  | 73           | Akumuluj   | 12M |
| PKN                 | 2017-03-23        | Beata Szparaga        |    | 105.0   | 105.0        | Neutralnie | 12M |
| Lotos               | 2017-03-23        | Beata Szparaga        |    | 52.0  | 57.9         | Redukuj    | 12M |
| Eurocash            | 2017-03-28        | Jakub Rafał           |    | 36  | 32           | Akumuluj   | 12M |
| Marvipol            | 2017-04-06        | Marek Szymański       |    | 17.0  | 13.3         | Brak       | 12M |
| Mex Polska          | 2017-04-07        | Aleksandra Jakubowska |    | 12.1  | 7.3          | Brak       | 12M |
| Archicom            | 2017-04-19        | Marek Szymański       |    | 22.5  | 16.2         | Brak       | 12M |
| Grupa Azoty         | 2017-04-25        | Katarzyna Włodarczyk  |    | 62.1  | 68.9         | Sprzedaj   | 12M |
| Mercator Medical    | 2017-04-27        | Aleksandra Jakubowska |    | 25.1  | 18.0         | Brak       | 12M |
| KGHM                | 2017-05-11        | Marcin Stebakow       |    | 121.0   | 114.3        | Neutralnie | 12M |

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