

## Kompendium Gracza

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla CD Projekt (CDR PW, Akumuluj, TP PLN 231, +14%), 11 bit studios (11B PW, Kupuj, TP 511, +18%), oraz PlayWay (PLW PW, Kupuj, TP PLN 195, +40%). Ponadto, w raporcie przedstawiamy przekrojową analizę globalnych trendów w sektorze (gry premium, free-to-play, chiński rynek gier), podsumowanie Vestor Games Week oraz profile 11 spółek gamingowych notowanych na GPW i NC, lub planujących debiut (TEN, F51, CFG, CHP, CIG, BLO, ART, JJB, FDG, 7LV, Creepy Jar).

Biorąc pod uwagę łączną liczbę godzin grania oraz oglądania streamingu, gry to najpopularniejsza na świecie forma spędzania wolnego czasu. Wartość rynku gier w 2018p ma osiągnąć USD 138mld (Newzoo), a CAGR w latach 2017-21p 10.3% (19.1% dla gier mobilnych). Główne trendy, wskazujące na dobre perspektywy dla branży: (1) Cyfrowa dystrybucja dominuje rynek; (2) Wydłużenie cyklu życia gier (model game-as-a-service, DLC, subskrypcje); (3) PC: mocny wzrost popularnego w Azji segmentu free-to-play; (4) Rekordowo duża baza graczy konsolowych; (5) Gry mobilne to największy (51% całego rynku gier) i najszybciej rosnący segment rynku.

**CD Projekt (Akumuluj, TP PLN 231):** Prognozujemy średni zysk CD Projektu w cyklu 2018-2020p (rok przed premierą, rok premiery Cyberpunka 2077 i rok po premierze) na poziomie PLN 859m, co implikuje średniocykliczny P/E na poziomie 22.8x (10% dyskonta do branży). Spółka rozpoczęła kampanię marketingową nowego tytułu - prezentacja trailera i gameplay Cyberpunka na targach E3 spotkała się z bardzo pozytywnym odbiorem inwestorów (wzrost kursu od pokazania trailera: 36%) oraz branży (liczne nagrody, gra wskoczyła na listy najbardziej oczekiwanych tytułów). W scenariuszu bazowym oczekujemy premiery tytułu oraz sprzedaży 19m egzemplarzy w 4Q19 (możliwe przesunięcie na 1Q20) oraz 62m w 5-letnim cyklu (70% sprzedaży GTA V).

**11 bit studios (Kupuj, TP PLN 511):** Prognozujemy średni zysk 11 bit studios w cyklu 2018-2019p na poziomie PLN 53m, co implikuje średniocykliczny P/E na poziomie 18.7x (32% dyskonta do branży). W scenariuszu bazowym szacujemy możliwą sprzedaż Frostpunka na 4.6m kopii w całym cyklu życia. Sukces gry pozwoli spółce na znaczące rozszerzenie bazy fanów studia, która przyczyni się do zwiększenia potencjału sprzedaży kolejnych gier. Doceniamy wysoką jakość oraz unikalną zawartość produkcji 11 bit, dzięki którym wyróżniają się one na mocno konkurencyjnym rynku gier wideo. Projekt 8, kolejna gra studia może według nas sprzedać się nakładzie 4m egz. (jej premierę szacujemy na połowę 2020 r.). Zakładamy, iż docelowo spółka może mieć premierę gry własnej raz na dwa lata.

**PlayWay (Kupuj TP PLN 195):** Prognozujemy średni zysk spółki w latach 2018-2020p na poziomie PLN 52m, co implikuje średniocykliczny P/E na poziomie 17.8x (30% dyskonta do branży). Oczekujemy w 2018p rekordowych wyników i walidacji modelu biznesowego spółki. Jednoczesny sukces House Flipper (ponad 400k egz.) oraz porażka Agony potwierdzają, że dywersyfikacja i duże portfolio premier jest bezpieczną strategią. Najbliższe premiery z większym potencjałem (w naszej ocenie): CMS 2018 – wersja konsolowa (2H18), Bum Simulator, Uboot oraz Mr. Prepper (wszystkie 2019). Od 2020p zakładamy, że PlayWay będzie publikować 20 gier rocznie, wyprodukowanych niskim kosztem PLN 1.0-1.5m każda. Oczekujemy, że jedna z nich będzie hitem (500k+ egz.), połowa przyniesie niewielkie zyski (100k+ egz. każdy), a reszta zwróci koszty produkcji lub przyniesie niewielkie straty (sprzedaż po 30-70k).

### CD Projekt Akumuluj

Cena docelowa (PLN)	231
Cena bieżąca (PLN)	203.6
Potencjał wzrostu/spadku	+14%

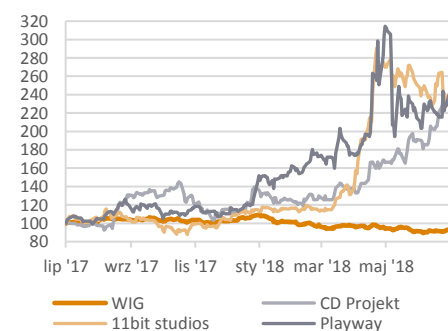
### 11 bit studios Kupuj

Cena docelowa (PLN)	511
Cena bieżąca (PLN)	432
Potencjał wzrostu/spadku	+18%

### PlayWay Kupuj

Cena docelowa (PLN)	195
Cena bieżąca (PLN)	139
Potencjał wzrostu/spadku	+40%

### Kursy akcji największych polskich producentów gier na tle WIGU (12M, %)



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

**Maciej Hebda, CFA**

Szef Zespołu Analiz Technologicznych

(+48) 22 378 9195

Maciej.Hebda@vestor.pl

**Michał Wojciechowski**

Młodszy Analityk Akcji

(+48) 22 378 9216

Michal.Wojciechowski@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 2017 r., poz. 1768 – 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 dokument stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejszy dokument stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.

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, w związku z powyższym przy sporządzeniu niniejszego dokumentu Vestor DM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji 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. Vestor DM nie świadczy usług doradztwa podatkowego związanych z inwestowaniem w instrumenty finansowe i zaleca skontaktowanie się z niezależnym doradcą podatkowym. Należy zwrócić uwagę, że podstawy i poziomy opodatkowania mogą ulegać zmianom.

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.

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 dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad obiektywizmu w oparciu o ogólnodostępne informacje w tym informacji publikowanych przez Emitenta. 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. Niniejszy dokument wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia. 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 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 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. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahanom 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 nagle 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 zagrożenia, na które takie inwestycje są narażone.

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

**INFORMACJI 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 NIE ŚWIADCZYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUG Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, W SZCZEGÓLNOŚCI OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH.**

**W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM NIE BYŁ UCZESTNIKIEM KONSORCJUM OFERUJĄCYM INSTRUMENTY FINANSOWE WYEMITOWANE PRZEZ EMITENTA.**

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Vestor DM nie otrzymał wynagrodzenia z tytułu świadczenia usług dla Emitenta.

Vestor DM nie posiada akcji Emitenta tj. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego. Osoby, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji nie posiadają akcji Emitenta i nie nabywały w przeszłości akcji Emitenta.

Vestor DM nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależy od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor DM lub podmioty powiązane z Vestor DM składać będą oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależy 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 na rzecz Emitenta, mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta.

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.

Z wyjątkiem umów maklerskich zawartych z klientami, na podstawie których Vestor DM sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie tych klientów, Vestor DM nie jest stroną jakiegokolwiek umowy, której wykonanie zależy od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym raporcie.

Wynagrodzenie otrzymane przez osoby przygotowujące ten dokument może zależeć pośrednio od wyników finansowych uzyskanych przez Vestor DM lub jego podmioty powiązane z transakcji Investment Banking, związanych z instrumentami finansowymi wyemitowanymi przez Emitenta.

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.

Wszystkie szacunki i opinie zawarte w raporcie stanowią niezależną opinię analityków na dzień wydania niniejszego raportu.

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 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.

Vestor DM mógł wydać i może wydać w przyszłości raporty dotyczące Emitenta, które różnią się od niniejszego raportu i zawierają inne wnioski w porównaniu do informacji zawartych w niniejszym raporcie. Raporty te odpowiadają przyjętym w nich założeniom, poglądom i metodom analitycznym analityków, którzy je przygotowali, a Vestor DM nie jest zobowiązany aby dostarczyć inne raporty odbiorcom niniejszego dokumentu.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu. Rekomendacja wydana przez Vestor DM obowiązuje przez okres 12 miesięcy od dnia jej opublikowania lub do momentu osiągnięcia prognozowanego kursu, chyba, że w tym okresie rekomendacja zostanie zaktualizowana. 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.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor DM wydał: 5 rekomendacji Kupuj, 0 rekomendacji Akumuluj, 5 rekomendacje Neutralnie, 0 rekomendacje Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor DM wydał 3 rekomendacje, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego w tym 3 na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner, publikacje *handlowe w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy, która nie wskazywała kierunku inwestycyjnego*. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających łącznie każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor DM, w okresie ostatnich 3 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 23 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

VESTOR DM NIE WYDAŁ W CIĄGU OSTATNICH 12 MIESIĘCY REKOMENDACJI DOTYCZĄCEJ SPÓŁKI CD Projekt S.A.

VESTOR DM NIE WYDAŁ W CIĄGU OSTATNICH 12 MIESIĘCY REKOMENDACJI DOTYCZĄCEJ SPÓŁKI 11bit studios S.A.

VESTOR DM NIE WYDAŁ W CIĄGU OSTATNICH 12 MIESIĘCY REKOMENDACJI DOTYCZĄCEJ SPÓŁKI Playway S.A.

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 © 2018 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:

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

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów rekomendacji 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 rekomendacji Vestor DM korzysta co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) Zdyktowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) Porównawczej (w tym model ROE-P/BV)
- 3) Mnożnik docelowy
- 4) Analiza scenariuszowa
- 5) Zdyktowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części (sum of the parts)
- 8) Zdyktowanych zysków rezydualnych (ZZR)
- 9) Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV)

Metoda zdyktowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyktowanych 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, scenariusz bazowy, scenariusz pozytywny, przy czym każdemu scenariuszowi nadawane są 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 zdyktowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyktowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta może być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyktowanych 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 wartości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do przeprowadzenia. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może nie doszacować wartości niematerialnych i prawnych.

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

Metoda zdyktowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyktowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyktowana 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 zdyktowanych zysków rezydualnych jest duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i przyjmując, a także wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV - risk-adjusted net present value) jest metodą stosowaną do prognozy przyszłych przepływów pieniężnych w ryzykownych projektach. W wycenie spółek biotechnologicznych, polega ona na ważeniu przepływów pieniężnych w poszczególnych fazach rozwoju leku prawdopodobieństwem sukcesu w danej fazie. Głównymi zaletami tej metody jest uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu. Wadami tej metody jest duża ilość założeń i wysoki poziom skomplikowania obliczeń.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacjach:

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

ROA – zwrot na aktywach

COE – koszt kapitału własnego

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

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.

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

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

Nr.	Spółka	Data rekomendacji	Analityk	TP	Cena bieżąca na godz. upublicznienia rekomendacji	Rekomendacja	Horyzont
42/2017	Marvipol	2017-07-13	Marek Szymański	18.0	12.7	Brak	12M
43/2017	PKO BP	2017-07-24	Michał Fidelus	34.0	35.8	Redukuj	12M
44/2017	Pekao	2017-07-24	Michał Fidelus	140.0	128.0	Akumuluj	12M
45/2017	BZ WBK	2017-07-24	Michał Fidelus	349.0	362.5	Redukuj	12M
46/2017	mBank	2017-07-24	Michał Fidelus	380.0	460.0	Sprzedaj	12M
47/2017	ING BSK	2017-07-24	Michał Fidelus	191.0	189.0	Neutralnie	12M
48/2017	Handlowy	2017-07-24	Michał Fidelus	71.0	68.1	Neutralnie	12M
49/2017	Millennium	2017-07-24	Michał Fidelus	7.1	7.5	Redukuj	12M
50/2017	Alior	2017-07-24	Michał Fidelus	68.0	60.5	Akumuluj	12M
51/2017	Getin Noble Bank	2017-07-24	Michał Fidelus	1.58	1.45	Neutralnie	12M
52/2017	Grupa Azoty	2017-07-28	Katarzyna Włodarczyk	75.0	67.6	Akumuluj	12M
53/2017	JSW	2017-08-09	Marcin Stebakow	102.0	90.5	Kupuj	12M
54/2017	Ciech	2017-08-10	Katarzyna Włodarczyk	68.0	62.5	Neutralnie	12M
55/2017	Lotos	2017-08-21	Beata Szparaga-Waśniewska	56.0	51.0	Neutralnie	12M
56/2017	Getback	2017-08-25	Michał Fidelus	26.6	21.8	Akumuluj	12M
57/2017	KGHM	2017-08-28	Marcin Stebakow	153.0	126.0	Kupuj	12M
58/2017	Wawel	2017-08-30	Marcin Stebakow	1153	990	Kupuj	12M
59/2017	Mercator Medical	2017-09-07	Aleksandra Jakubowska	23.1	18.0	Brak	12M
60/2017	Kruk	2017-09-14	Michał Fidelus	340.0	311.0	Akumuluj	12M
61/2017	Bogdanka	2017-09-21	Marcin Stebakow	95.0	78.0	Kupuj	12M
62/2017	JSW	2017-09-28	Marcin Stebakow	107	93	Kupuj	12M
63/2017	MZN Property	2017-10-04	Aleksandra Jakubowska	2.0	1.45	Brak	12M
64/2017	Warimpex	2017-10-11	Marek Szymański	7.3	6.73	Brak	12M
65/2017	ATC Cargo	2017-10-13	Marcin Stebakow	3.0	2.0	Brak	12M
66/2017	LPP	2017-10-19	Marek Szymański	6962.0	7960.0	Sprzedaj	12M
67/2017	CCC	2017-10-19	Marek Szymański	322.0	265.3	Kupuj	12M
68/2017	PKO BP	2017-10-24	Michał Fidelus	35.0	36.7	Redukuj	12M
69/2017	Pekao	2017-10-24	Michał Fidelus	139	125.2	Akumuluj	12M
70/2017	BZ WBK	2017-10-24	Michał Fidelus	370	356	Neutralnie	12M
71/2017	mBank	2017-10-24	Michał Fidelus	393	452.5	Redukuj	12M
72/2017	ING BSK	2017-10-24	Michał Fidelus	193	191.2	Neutralnie	12M
73/2017	Handlowy	2017-10-24	Michał Fidelus	75.0	70.0	Neutralnie	12M
74/2017	Millennium	2017-10-24	Michał Fidelus	7.7	7.55	Neutralnie	12M
75/2017	Alior Bank	2017-10-24	Michał Fidelus	80.0	70.2	Kupuj	12M
76/2017	Getin Noble	2017-10-24	Michał Fidelus	1.40	1.53	Redukuj	12M
77/2017	Marvipol	2017-10-30	Marek Szymański	19.0	13	Brak	12M
78/2017	KGHM	2017-11-23	Marcin Stebakow	134	114.25	Kupuj	12M
79/2017	JSW	2017-11-29	Marcin Stebakow	86.8	90.2	Redukuj	12M
80/2017	Vigo System	2017-12-05	Beata Szparaga-Waśniewska	455	305	Brak	12M
81/2017	LW Bogdanka	2017-12-07	Marcin Stebakow	75	95	Akumuluj	12M
82/2017	Śnieżka	2017-12-08	Aleksandra Jakubowska	63	69	Brak	12M
83/2017	Dom Development	2017-12-14	Marek Szymański	90	83.4	Akumuluj	12M
84/2017	Atal	2017-12-14	Marek Szymański	43	41.0	Neutralnie	12M
85/2017	LC Corp	2017-12-14	Marek Szymański	3.3	2.7	Kupuj	12M
86/2017	Robyg	2017-12-14	Marek Szymański	4.1	3.5	Akumuluj	12M
87/2017	Lokum Deweloper	2017-12-14	Marek Szymański	23	16.55	Kupuj	12M
88/2017	Archicom	2017-12-14	Marek Szymański	23	15.39	Brak	12M
1/2018	PKO BP	2018-01-08	Michał Fidelus	45	44.3	Neutralnie	12M
2/2018	Pekao	2018-01-08	Michał Fidelus	152	134.3	Kupuj	12M
3/2018	BZ WBK	2018-01-08	Michał Fidelus	442	408.4	Akumuluj	12M
4/2018	mBank	2018-01-08	Michał Fidelus	443	496	Sprzedaj	12M
5/2018	ING BSK	2018-01-08	Michał Fidelus	222	215	Neutralnie	12M
6/2018	Handlowy	2018-01-08	Michał Fidelus	86	83	Neutralnie	12M
7/2018	Millenium	2018-01-08	Michał Fidelus	8.9	9.4	Redukuj	12M
8/2018	Alior	2018-01-08	Michał Fidelus	87	78	Akumuluj	12M
9/2018	Getin Noble Bank	2018-01-08	Michał Fidelus	1.55	1.71	Redukuj	12M
10/2018	PKN	2018-01-09	Beata Szparaga-Waśniewska	117	106.7	Neutralnie	12M
11/2018	Lotos	2018-01-09	Beata Szparaga-Waśniewska	54	57.4	Redukuj	12M
12/2018	PKP Cargo	2018-02-14	Marcin Stebakow	68	58.8	Kupuj	12M
13/2018	BZ WBK	2018-02-21	Michał Fidelus	436	385.8	Kupuj	12M
14/2018	Wielton	2018-02-23	Marcin Górnik	15.3	12.36	Kupuj	12M
15/2018	Selvita	2018-03-20	Beata Szparaga-Waśniewska	85	59	Brak	12M
16/2018	JSW	2018-03-22	Marcin Stebakow	99	95.3	Neutralnie	12M
17/2018	Marvipol Development	2018-03-26	Marek Szymański	8.9	8.7	Brak	12M
18/2018	Kruk	2018-03-28	Michał Fidelus	286	208	Kupuj	12M
19/2018	British Automotive Holding	2018-03-28	Marek Szymański	10.5	8.3	Brak	12M
20/2018	Aplisens	2018-04-04	Michał Wojciechowski	15.1	12.9	Kupuj	12M
21/2018	Wielton	2018-04-05	Marcin Górnik	16.0	13.7	Kupuj	12M
22/2018	KGHM	2018-04-16	Marcin Stebakow	110.0	92.0	Kupuj	12M
23/2018	LPP	2018-04-18	Marek Szymański	9000	8965	Neutralnie	12M
24/2018	CCC	2018-04-18	Marek Szymański	310	272	Kupuj	12M
25/2018	mBank	2018-04-19	Michał Fidelus	441	439	Neutralnie	12M
26/2018	AC	2018-04-23	Marcin Górnik	38.5	40.8	Redukuj	12M
27/2018	MZN Property	2018-05-08	Aleksandra Jakubowska	2.2	1.9	Brak	12M
28/2018	Pekao	2018-05-16	Michał Fidelus	148	118.7	Kupuj	12M
29/2018	Archicom	2018-05-24	Marek Szymański	23.0	15.9	Brak	12M
30/2018	PKO BP	2018-05-25	Michał Fidelus	42.0	38.9	Neutralnie	12M
31/2018	Warimpex	2018-05-28	Marek Szymański	8.3	6.0	Brak	12M
32/2018	Handlowy	2018-06-20	Michał Fidelus	81.0	67.0	Kupuj	12M
33/2018	Dom Development	2018-06-25	Marek Szymański	90.0	86.0	Neutralnie	12M
34/2018	Atal	2018-06-25	Marek Szymański	43.0	37.0	Akumuluj	12M
35/2018	LC Corp	2018-06-25	Marek Szymański	3.0	2.4	Kupuj	12M



36/2018	Lokum Deweloper	2018-06-25	Marek Szymański	25.0	18.8	Kupuj	12M
36/2018	CCC	2018-07-16	Marek Szymański	280.0	204.0	Kupuj	12M
36/2018	LPP	2018-07-16	Marek Szymański	9200.0	9105	Neutralnie	12M
36/2018	PKN	2018-07-19	Beata Szparaga-Wańsiewska	104.0	81.1	Kupuj	12M

#### ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor"), 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.) oraz jest przeznaczony do dystrybucji na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

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

Niniejszy dokument, ani żadna jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazane obywatelowi lub rezydentowi Stanów Zjednoczonych, Kanady, Australii lub Japonii, tj. krajów gdzie jego dystrybucja może być prawnie ograniczona. Jego dystrybucja może być ograniczona przez prawo również w innych krajach. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

**NINIEJSZY DOKUMENT NIE STANOWI ANI OFERTY ANI ZAPROSZENIA DO SUBSKRYPCJI LUB ZAKUPU DOWOLNYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH I NIE POWINIEN BYĆ TRAKTOWANY JAKO OFERTA SPRZEDAŻY LUB ZAKUPU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH. TEN DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY I ZAPREZENTOWANY WYŁĄCZNIE W CELACH INFORMACYJNYCH I NIE MOŻE BYĆ KOPIOWANY LUB DALEJ DYSTRYBUOWANY JAKIKOLWIEK OSOBOM TRZECIM.**

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.

Niniejszy dokument został sporządzony jako uzupełnienie wcześniej wydanego przez Vestor DM raportu dotyczącego Emitenta i nie zmienia wskazanej w raporcie ceny docelowej ani kierunku rekomendacyjnego.

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

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej ani podatkowej ani zapewnienia, że jakakolwiek inwestycja lub strategia w nim zawarta jest odpowiednia lub adekwatna w określonych okolicznościach lub stanowi osobistą rekomendację dla odbiorcy. Vestor nie świadczy usług doradztwa w zakresie konsekwencji podatkowych działalności inwestycyjnej, w związku z czym adresat materiału powinien skontaktować się z doradcą podatkowym przed podjęciem decyzji inwestycyjnej na jego podstawie.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Vestor oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej Vestor, Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej Vestor) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców materiału, w związku z, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

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

Jeżeli niniejszy materiał jest dystrybuowany przez instytucję finansową inną niż Vestor lub podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję. Klienci tej instytucji powinni skontaktować się z tą instytucją w celu uzyskania dalszych informacji. Poprzez udostępnienie niniejszego materiału Vestor nie świadczy porady inwestycyjnej na rzecz klientów takiej instytucji dystrybuującej. Ani Vestor, jego podmioty powiązane, zarząd, dyrektorzy, czy pracownicy nie przyjmują jakiegokolwiek odpowiedzialności za szkodę lub utracone korzyści powstałe na skutek takiego wykorzystania niniejszego materiału.

Wszelkie opinie, prognozy i zawarte tu szacunki odzwierciedlają naszą ocenę w dniu publikacji i mogą ulec zmianie bez wcześniejszego powiadomienia. Analitycy działali z należytą starannością przy sporządzaniu tego dokumentu. Niniejsza analiza stosownych spółek i papierów wartościowych jest oparta na osobistych opiniach analityków o wspomnianych spółkach oraz papierach wartościowych. Opublikowane w niniejszym raporcie opinie, prognozy i szacunki odzwierciedlają osobiste przekonania analityków w czasie, gdy ta publikacja została wydana.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagle 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.

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

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

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje.

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

Copyright © 2018 Vestor Dom Maklerski S.A. i / lub jej podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.