

ML System

Nowe Technologie | Polska

TP PLN 35.3

Aktualizacja rekomendacji

- Zakładamy więcej kontraktów BIPV w sektorze MŚP - biorąc pod uwagę wyższe ceny energii na 2019 istotnie poprawiła się rentowność BIPV jako inwestycji.
- Obniżamy prognozy marż brutto na sprzedaży (wyższe koszty podwykonawców oraz konkurencja).
- 2018-19p P/E 16x/12.2x (10% premii/30% dyskonta do spółek porównywalnych).

22 listopada 2018 8:10

Rosnące ceny prądu wzmacniają popyt na PV

Uwzględniając wyniki 3Q18 oraz informacje z konferencji wynikowej spółki, podnosimy nasze prognozy przychodów na 2018-2020p odpowiednio o 10-12%, jednocześnie obniżając prognozy zysku netto o -15%/-10%/-4%. Kluczowe zmiany: (1) Zakładamy więcej kontraktów BIPV w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw - biorąc pod uwagę wyższe ceny energii na 2019 istotnie poprawiła się rentowność BIPV jako inwestycji (payback period o kilka lat krótszy). ML System planuje wspólnie z BOŚ akcję marketingową skierowaną do MŚP. (2) Zakładamy wyższe przychody z kontraktów parasolowych w najbliższych latach (spółka ma już PLN 22.4m w backlogu na 2019p). (3) Obniżamy prognozy marż brutto na sprzedaży biorąc pod uwagę wyższe koszty podwykonawców oraz konkurencję w pozostałych segmentach rynku. Bazując na naszych prognozach 2018-2019p, ML System jest wyceniany na P/E 16x/12.2x (10% premii/30% dyskonta do spółek porównywalnych). Nasza nowa cena docelowa to PLN 35.3 (poprzednio PLN 38.6).

Backlog na 2019 – dynamiczny wzrost sprzedaży. Na konferencji zarząd ocenił obecny backlog na 2019 na PLN 35m (kontrakty podpisane) plus ok. PLN 65m w umowach jeszcze niepodpisanych (ale takich gdzie wybrano MLS jako wykonawcę). Biorąc pod uwagę już PLN 100m w portfelu na przyszły rok oraz możliwe nowe kontrakty podnosimy prognozę przychodów do PLN 130m. Spółka miała w 9M18 PLN 1.7m przychodów z eksportu, oczekujemy dalszego dynamicznego wzrostu w 2019.

Obniżamy prognozy marż. Zarząd oczekuje poprawy marż w 4Q18 (vs 9M18) oraz dalszej poprawy w 2019 (mniej kontraktów na budowę elektrowni PV w strukturze przychodów). Niemniej jednak obniżamy nasze prognozy rentowności o kilka pkt procentowych – rynek jest coraz bardziej konkurencyjny, ponadto nie spodziewamy się spadku kosztów podwykonawców w obecnym punkcie cyklu koniunkturalnego.

Rosnące ceny prądu otwierają nowy rynek – MŚP. W obliczu dwucyfrowych podwyżek cen energii elektrycznej na 2019, zarząd obserwuje rosnące zainteresowanie małych i średnich przedsiębiorstw rozwiązaniami BIPV. Spółka zwraca uwagę na to, że w nowym otoczeniu istotnie poprawia się opłacalność jej rozwiązań (okresy zwrotu / payback period spadają z 9 do 6-7 lat). MLS prowadzi w segmencie MŚP akcję marketingową razem z BOŚ (rozwiązania BIPV wraz z ofertą finansowania).

UltraPV startuje w 2Q19. Projekt ma niewielkie opóźnienie startu linii produkcyjnej, ale spółka oczekuje przyspieszenia od 2Q19 kontraktacji (jest już jeden kontrakt na PLN 1.5m w portfelu). Moduły UltraPV będą mieć zastosowanie m.in. na budynkach o lekkich konstrukcjach dachowych (tam gdzie nie da się montować tradycyjnych modułów PV) – zarząd liczy na kontrakty w segmencie wspomnianych wyżej MŚP.

ML System – Wybrane dane 2015-2020p (PLN m)

PLN m	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Przychody	50.7	34.6	54.3	114.9	130.1	155.0
EBITDA	18.0	7.7	13.8	18.0	22.2	26.7
Zysk netto	13.9	2.1	6.1	9.6	12.5	16.4
P/E (x)	7.8	50.7	19.5	16.0	12.2	9.4
EV/EBITDA (x)	7.3	17.5	10.9	9.5	7.4	5.4

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM.

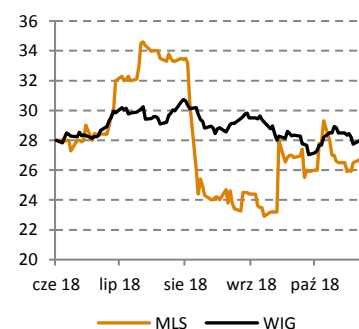
Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	35.3
Cena bieżąca (PLN)	27.1
Potencjał wzrostu/spadku	+30%
Poprzednia cena docelowa	38.6
Data poprzedniej rekomendacji	28.08.2018
Min (52T)	22.0
Max (52T)	39.0
Liczba akcji (m)	5.65
Kapitalizacja (PLN m)	153.1
Śr. dzienny obrót (3M, PLN m)	0.03
BBG Ticker	MLS PW

Akcjonariat

Akcjonariat	%
Edyta Stanek	35.4
Dawid Cycoń	35.4
Altus TFI	14.6
Pozostali	14.6

MLS vs. WIG relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Maciej Hebda, CFA

Szef Zespołu Analiz Technologicznych

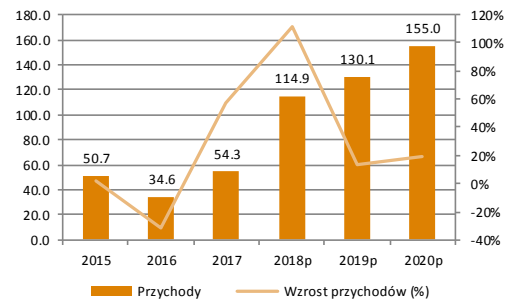
(+48) 22 378 9195

Maciej.Hebda@vestor.pl

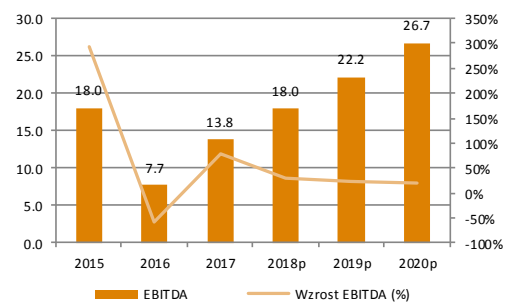
ML System – Wybrane dane, 2015-2020p

Rachunek zysków i strat (PLN m)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p	Wskaźniki wyceny	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Przychody	50.7	34.6	54.3	114.9	130.1	155.0	P/E (x)	11.0	71.6	25.2	16.0	12.2	9.4
COGS	(30.0)	(22.3)	(40.8)	(96.5)	(107.9)	(128.5)	EV/ EBITDA (x)	9.8	23.3	13.5	9.5	7.4	5.4
Zysk brutto na sprzedaży	20.8	12.3	13.6	18.4	22.1	26.5	EV/Sprzedaż (x)	3.5	5.2	3.4	1.5	1.3	0.9
Koszty sprzedaży	(0.2)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(1.3)	(1.7)	P/BV (x)	4.9	4.4	3.3	2.0	1.7	1.5
Koszty ogólnego zarządu	(8.1)	(11.3)	(7.3)	(9.7)	(10.7)	(11.7)	Stopa FCF (%)	-0.1%	-4.0%	-3.5%	11.7%	9.4%	15.2%
Pozostała działalność operacyjna	2.1	1.9	1.2	1.9	3.0	3.9	Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	1.6%
EBITDA	18.0	7.7	13.8	18.0	22.2	26.7	Na akcję						
EBIT	14.6	2.8	7.3	10.5	13.2	17.0	Liczba akcji (m)	4.00	4.00	4.37	5.65	5.65	5.65
Koszty finansowe netto	(0.7)	(0.7)	(1.2)	(0.9)	(0.7)	(0.6)	EPS (PLN)	3.5	0.5	1.4	1.7	2.2	2.9
Zysk brutto	13.9	2.1	6.1	9.6	12.5	16.4	BVPS (PLN)	5.6	6.1	8.2	13.8	15.7	18.1
Podatek	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.4
Zysk netto	13.9	2.1	6.1	9.6	12.5	16.4	FCF na akcję (PLN)	0.0	-1.1	-0.9	3.2	2.5	4.1
Bilans (PLN m)													
2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p								
Rzeczowe aktywa trwałe	59.5	61.4	90.7	133.2	153.0	151.7							
Wartości niematerialne i prawne	4.3	5.6	5.7	6.9	6.8	8.8							
Inne aktywa trwałe	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7							
Środki pieniężne i ekwiwalenty	2.4	1.6	2.4	17.6	23.7	42.0							
Należności handlowe	10.2	15.8	20.6	39.2	43.8	51.4							
Zapasy	3.8	7.2	5.3	12.6	14.1	16.8							
Inne aktywa obrotowe	0.2	0.1	10.1	10.1	10.1	10.1							
Aktywa razem	81.0	92.3	135.5	220.2	252.2	281.5							
Dług krótkoterminowy	10.4	12.7	14.9	14.9	14.9	14.9							
Zobowiązania handlowe	4.8	5.4	14.4	34.1	38.2	45.4							
Inne zobowiązania krótkoterminowe	1.8	3.7	8.2	5.7	6.1	6.8							
Dług długoterminowy	14.8	15.8	20.2	20.2	20.2	18.4							
Inne zobowiązania długoterminowe	0.6	0.2	0.7	0.7	0.7	0.7							
Rozliczenia międzyokresowe	26.1	26.5	40.9	65.7	82.5	91.6							
Rezerwy	0.2	3.4	0.5	1.1	1.2	1.4							
Zobowiązania i rezerwy razem	58.7	67.8	99.8	142.4	163.7	179.2							
Kapitały własne	22.3	24.5	35.7	77.8	88.5	102.3							
Pasywa	81.0	92.3	135.5	220.2	252.2	281.5							
Przepływy pieniężne (PLN m)													
2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p								
Zysk brutto	13.9	2.1	6.1	9.6	12.5	16.4							
Zmiany w kapitale obrotowym	(6.9)	(9.6)	(3.4)	(8.6)	(1.7)	(2.3)							
Amortyzacja**	3.5	4.9	6.5	7.5	9.0	9.7							
Inne zmiany niepieniężne	(1.8)	(0.4)	(6.3)	(6.0)	(4.7)	0.8							
Przepływy z działalności operacyjnej	8.6	(3.0)	2.9	2.4	15.1	24.6							
Nakłady na środki trwałe i prace rozwojowe	(43.0)	(8.5)	(31.1)	(54.4)	(32.6)	(14.7)							
Inne przepływy inwestycyjne	0.0	2.3	0.3	0.0	0.0	0.0							
Przepływy z działalności inwestycyjnej	(43.0)	(6.2)	(30.8)	(54.4)	(32.6)	(14.7)							
Zmiany w kapitale własnym netto	0.0	0.0	5.0	32.6	0.0	0.0							
Zmiany zadłużenia netto	16.9	3.3	5.8	0.0	0.0	(1.8)							
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	(1.9)	(2.5)							
Wpływy z dotacji	17.1	5.9	18.9	35.5	26.1	13.3							
Inne przepływy finansowe	(0.6)	(0.9)	(1.0)	(0.9)	(0.7)	(0.6)							
Przepływy z działalności finansowej	33.4	8.3	28.7	67.2	23.6	8.4							
Zmiana stanu gotówki	(1.0)	(0.9)	0.8	15.2	6.2	18.3							
Wskaźniki													
2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p								
Dynamiki wzrostu													
Wzrost przychodów (%)	2.2%	-31.9%	57.3%	111.4%	13.2%	19.2%							
Wzrost EBITDA (%)	292.8%	-57.1%	78.9%	30.2%	23.3%	20.6%							
Wzrost zysku netto (%)	587.1%	-84.6%	184.0%	57.5%	30.9%	30.8%							
Marże													
Marża brutto (%)	40.9%	35.5%	25.0%	16.0%	17.0%	17.1%							
Marża EBITDA (%)	35.5%	22.3%	25.4%	15.6%	17.1%	17.3%							
Marża EBIT (%)	28.7%	8.2%	13.4%	9.1%	10.1%	11.0%							
Marża zysku netto (%)	27.3%	6.2%	11.2%	8.3%	9.6%	10.6%							
Dźwignia i stopy zwrotu													
Dług netto	22.8	27.0	32.7	17.5	11.3	-8.7							
Dług netto/EBITDA (x)	1.3	3.5	2.4	1.0	0.5	-0.3							
Dług netto /Kapitały własne (x)	1.0	1.1	0.9	0.2	0.1	-0.1							
Wskaźnik płynności bieżącej (x)	1.0	1.1	1.0	1.5	1.6	1.8							
Cykl konwersji gotówki (dni)	39.2	133.1	30.3	30.3	30.3	30.3							
ROA (%)	23.0%	2.5%	5.3%	5.4%	5.3%	6.1%							
ROIC (%)	45.4%	5.6%	11.8%	11.4%	11.1%	13.1%							
ROE (%)	62.1%	8.7%	17.0%	12.3%	14.2%	16.0%							
Analiza DuPonta													
2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p								
Marża netto	27.3%	6.2%	11.2%	8.3%	9.6%	10.6%							
Obrotowość aktywów	0.63	0.37	0.40	0.52	0.52	0.55							
Dźwignia finansowa	3.63	3.77	3.79	2.83	2.85	2.75							
ROE (%)	62.1%	8.7%	17.0%	12.3%	14.2%	16.0%							
Główne ryzyka dla naszej wyceny													
(1) Ryzyka makro oraz regulacyjne (dostępność dotacji)													
(2) Ryzyko niepowodzenia prac R&D i trudności z przeskalowaniem produkcji													
(3) Ryzyko konkurencji i nowych technologii (presja na marże)													
(4) Ryzyko patentowe													
(5) Ryzyko trudności z pozyskaniem kontraktów zagranicznych													

ML System: Prognoza przychodów (PLN m)



ML System: Prognoza EBITDA (PLN m)



Źródło: Spółka, szacunki Vestor DM. **Amortyzacja - Część amortyzacji (od dotowanych projektów) ujmowana jest w RZIS w pozostałych kosztach operacyjnych (a w sprawozdaniu przepływów pieniężnych w pozycji Inne korekty w części operacyjnej) – kwoty raportowane w pozycji Amortyzacja w latach 2015-2017 w RZIS są zanizone.

ML System – Podsumowanie wyceny

ML System - Podsumowanie wyceny
PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Metoda Wyceny	Metodologia	Na akcję (PLN)	Waga	Poprzednio	Zmiana
Wycena DCF	Zdyskontowane przepływy gotówkowe za 2018-22p	34.5	50%	37.3	-8%
Wycena porównawcza	Mnożniki 2018-2019p P/E i EV/EBITDA	27.8	50%	29.4	-5%
Wycena kapitału własnego	Średnia ważona	31.2		33.3	-6%
Koszt kapitału własnego		13.4%			
12M Cena docelowa		35.3		38.6	-8%
Cena bieżąca		27.1			
Potencjał wzrostu/spadku		30%			

Wycena metodą DCF

	4Q18p	2019p	2020p	2021p	2022p	>2022p
Przychody	114.9	130.1	155.0	176.5	204.9	
zmiana r/r (%)		13%	19%	14%	16%	
EBITDA	18.0	22.2	26.7	30.1	33.9	
marża EBITDA %	16%	17%	17%	17%	17%	
zmiana r/r (%)		23%	21%	12%	13%	
EBIT	5.0	13.2	17.0	19.6	23.0	
Znormalizowany EBIT*	2.0	9.6	13.1	15.5	18.9	18.9
Efektywna stopa podatkowa (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.0%
Podatek od EBIT	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.6
NOPLAT	2.0	9.6	13.1	15.5	18.9	15.3
Amortyzacja**	5.1	12.9	13.9	14.7	15.1	15.1
CAPEX (netto po dotacjach)	-2.0	-6.4	-1.4	-6.5	-6.5	-15.1
Zmiany w kapitale obrotowym	12.8	-1.7	-2.3	-2.0	-2.7	-1.5
Wolne przepływy pieniężne	17.9	14.4	23.3	21.6	24.8	13.8
Czynnik dyskontowy (%)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
Wartość bieżąca FCF	17.7	13.0	19.4	16.5	17.3	
Wartość bieżąca FCF 2018-22p	83.9					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1.5%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	136.2					
Wartość przedsiębiorstwa	220.0					
Dług netto na koniec 3Q18	20.8					
Wartość kapitału własnego (PLN m)	199.3					
Liczba akcji (m)****	5.8					
Wycena kapitału własnego (PLN/akcję)	34.5					

	Stopy wzrostu w okresie rezydualnym (%)	WACC (%)	7.6%	8.1%	8.7%	9.1%	9.6%
Wartość przedsiębiorstwa	0.5%	34.5	33.0	31.4	30.4	29.3	
Dług netto na koniec 3Q18	1.0%	36.4	34.6	32.9	31.7	30.5	
Wartość kapitału własnego (PLN m)	1.5%	38.7	36.6	34.5	33.2	31.8	
Liczba akcji (m)****	2.0%	41.3	38.8	36.4	34.9	33.3	
Wycena kapitału własnego (PLN/akcję)	2.5%	44.4	41.5	38.6	36.8	35.0	

*zysk EBIT znormalizowany o wpływ dotacji rozliczanej proporcjonalnie do amortyzacji środków trwałych; ** Amortyzacja - uwzględnia amortyzację od niedotowanych aktywów trwałych oraz amortyzację od dotowanych aktywów trwałych, wykazywaną w pozostałych kosztach operacyjnych; *** dług netto znormalizowany o wpływ środków z emisji akcji PLN 32.4m;

Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja (USD m)	P/E		EV/EBITDA		CAGR 2017-2019			Marża EBITDA	
		2018p	2019p	2018p	2019p	Przychody	EBITDA	Zysk netto	2018p	2019p
First Solar	4 471	28.2	13.7	6.9	3.1	3%	43%	11%	11%	19%
SolarEdge	1 751	11.9	13.9	7.2	8.1	30%	27%	9%	19%	16%
SMA Solar	762	113.4	20.9	3.9	3.3	0%	-2%	-3%	10%	10%
SunPower Corp	856	n.a.	n.a.	19.8	11.3	17%	n.a.	n.a.	6%	8%
Canadian Solar	953	7.3	9.7	6.8	7.8	3%	-7%	-1%	10%	9%
Hanwha Q Cells	807	17.3	35.9	9.4	9.6	n.a.	22%	n.a.	n.a.	n.a.
Jinko Solar	360	10.3	21.3	7.1	7.8	0%	12%	-50%	5%	4%
Mediana		14.6	17.4	7.1	7.8	3%	17%	-1%	10%	10%
ML System	41	16.0	12.2	9.5	7.4					
ML System - premia/(dyskonto) do sektora		10%	-30%	34%	-5%					
ML System - implikowana wycena (PLN/akcję)		24.7	38.6	19.5	28.5					
Waga (%)		25%	25%	25%	25%					
Średnia (PLN/akcję)		27.8								

WACC	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
Beta	2.1	2.0	1.7	1.6	1.5	1.5
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Koszt kapitału własnego	13.4%	12.5%	11.6%	11.1%	10.7%	10.4%
Stopa procentowa	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
Marża na zadłużeniu	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
Koszt długu	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
Stopa opodatkowania	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	3.3%
%D	45%	40%	32%	28%	24%	24%
%E	55%	60%	68%	72%	76%	76%
WACC	9.2%	9.2%	9.1%	9.1%	9.1%	8.7%

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

*zysk EBIT znormalizowany o wpływ dotacji rozliczanej proporcjonalnie do amortyzacji środków trwałych; ** Amortyzacja - uwzględnia amortyzację od niedotowanych aktywów trwałych oraz amortyzację od dotowanych aktywów trwałych, wykazywaną w pozostałych kosztach operacyjnych; *** dług netto znormalizowany o wpływ środków z emisji akcji PLN 32.4m. ****liczba akcji uwzględnia rozwodnienie z tytułu programu ESOP (75% maksymalnego).

ML System - zmiana prognoz Vestor DM

	2018p	2018p	Zmiana	2019p	2019p	Zmiana	2020p	2020p	Zmiana
	Nowe	Poprzednie	(%)	Nowe	Poprzednie	(%)	Nowe	Poprzednie	(%)
Przychody	114.9	102.5	12.1%	130.1	118.5	9.7%	155.0	138.6	11.8%
EBITDA	18.0	19.7	-8.6%	22.2	23.7	-6.6%	26.7	27.7	-3.5%
EBIT	10.5	12.2	-13.9%	13.2	14.7	-10.6%	17.0	18.0	-5.3%
Zysk netto	9.6	11.3	-15.0%	12.5	13.9	-9.7%	16.4	17.1	-4.3%

Źródło: Prognozy Vestor DM.

ML System – Skonsolidowane wyniki 3Q17-3Q18 (PLN m)

	3Q17	3Q18	% r/r	3Q18p	% vs Vestor	9M17	9M18	% r/r
Przychody	4.3	45.1	961%	38.0	19%	25.5	86.4	240%
Zysk brutto na sprzedaży	1.6	5.7	248%	5.0	13%	8.5	11.2	32%
EBIT	0.8	3.3	291%	3.4	-2%	2.9	5.5	91%
EBITDA	2.3	5.3	133%	5.2	1%	6.9	11.2	62%
Koszty finansowe netto	(0.3)	(0.5)		(0.2)		(0.8)	(1.2)	
Zysk netto	2.1	2.8	33%	3.1	-9%	2.1	4.3	102%
Marża brutto na sprzedaży	38%	13%		13%		33%	13%	
Marża EBITDA	53%	12%		14%		27%	13%	
Marża EBIT	20%	7%		9%		11%	6%	
Marża zysku netto	50%	6%		8%		8%	5%	

Źródło: Dane spółki, Vestor DM.

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 publikację handlową 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 w związku z powyższym nie został on przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

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 uwzględnił 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 znajdują 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. 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 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.

NINIEJSZY DOKUMENT NIE ZOSTAŁ UDOSTĘPNIONY I SPORZĄDZONY 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 ŚWIADCZYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUGI Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, W SZCZEGÓLNOŚCI OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH. W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM BYŁ PODMIOTEM Z KTÓRYM EMITENT MA ZAWARŁ UMOWĘ OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH ORAZ UMOWĘ WSPÓŁPRACY. W CIĄGU OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM OTRZYMAŁ WYNAGRODZENIA Z TYTUŁU ŚWIADCZENIA USŁUG DLA EMITENTA.

VESTOR DM OTRZYMA WYNAGRODZENIE OD SPÓŁKI Z TYTUŁU SPORZĄDZENIA NINIEJSZEGO RAPORTU ORAZ MOŻE OTRZYMYWAĆ W PRZYSZŁOŚCI WYNAGRODZENIE NA PODSTAWIE UMOWY O ŚWIADCZENIE UMOWY Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, KTÓRE MOGĄ ZOSTAĆ ZAWARTE W PRZYSZŁOŚCI.

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

W 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 subemisje 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.

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 zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor 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 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 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 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.

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: 9 rekomendacji Kupuj, 2 rekomendacje Akumuluj, 4 rekomendacje Neutralnie, 0 rekomendację Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor DM wydał 6 rekomendacje, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego w tym 6 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 20 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W CIĄGU OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM WYDAŁ REKOMENDACJĘ DOTYCZĄCĄ SPÓŁKI ML SYSTEM S.A. REKOMENDACJA WYDANA 8 SIERPNIĄ 2018 ROKU NIE WSKAZYWAŁY KERUNEK INWESTYCYJNEGO.

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

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, 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 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 może 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 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 wyceny 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 uznać można 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 jest duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i przyjąć, 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 księgowa

BV – wartość księgowa

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.

KAŻDY, 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
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
37/2018	CCC	2018-07-16	Marek Szymański	280.0	204.0	Kupuj	12M
38/2018	LPP	2018-07-16	Marek Szymański	9200.0	9105	Neutralnie	12M
39/2018	PKN	2018-07-19	Beata Szparaga-Waśniewska	104.0	81.06	Kupuj	12M
40/2018	CD Projekt	2018-07-25	Maciej Hebda	231.0	208.00	Akumuluj	12M
41/2018	11 bit studios	2018-07-25	Michał Wojciechowski	511.0	426.0	Kupuj	12M
42/2018	PlayWay	2018-07-25	Maciej Hebda	195.0	149.0	Kupuj	12M
43/2018	Millennium	2018-07-30	Michał Fidelus	9.3	8.9	Neutralnie	12M
44/2018	BZ WBK	2018-08-02	Michał Fidelus	410.0	378.2	Akumuluj	12M
45/2018	Synektik	2018-08-07	Beata Szparaga-Waśniewska	20.0	14.9	Kupuj	12M
46/2018	ML System	2018-08-28	Maciej Hebda	38.6	33.3	Brak	12M
47/2018	CD Projekt	2018-08-29	Maciej Hebda	228.0	219.2	Neutralnie	12M
48/2018	11 bit studios	2018-09-03	Michał Wojciechowski	386.0	380.0	Neutralnie	12M
49/2018	Alior	2018-09-05	Michał Fidelus	85.0	66.9	Kupuj	12M
50/2018	British Automotive Holding	2018-09-05	Marek Szymański	2.2	1.9	Brak	12M
51/2018	Wielton	2018-09-12	Marcin Górnik	15.5	9.7	Kupuj	12M
52/2018	Atal	2018-09-13	Marek Szymański	41.0	31.5	Kupuj	12M
53/2018	PKN	2018-09-14	Beata Szparaga-Waśniewska	109.0	99.4	Neutralnie	12M
54/2018	Ten Square Games	2018-09-20	Maciej Hebda	116.0	96.5	Kupuj	12M
55/2018	Archicom	2018-09-21	Marek Szymański	20.5	13.2	Brak	12M
56/2018	Marvipol	2018-09-21	Marek Szymański	8.0	3.5	Brak	12M
57/2018	PlayWay	2018-09-25	Maciej Hebda	177	151	Kupuj	12M
58/2018	JSW	2018-10-01	Marcin Górnik	72.7	66.2	Neutralnie	12M
59/2018	Bogdanka	2018-10-01	Marcin Górnik	69.2	60.0	Akumuluj	12M
60/2018	4fun Media	2018-10-29	Michał Wojciechowski	20.5	13.0	Brak	12M
61/2018	Elemental Holding	2018-11-14	Marcin Górnik	1.8	1.1	Brak	12M
62/2018	CD Projekt	2018-11-15	Maciej Hebda	202	146.5	Kupuj	12M
63/2018	Lokum Deweloper	2018-11-15	Marek Szymański	26.0	17.4	Kupuj	12M
64/2018	CCC	2018-11-16	Marek Szymański	260	182	Kupuj	12M
65/2018	11 bit studios	2018-11-19	Michał Wojciechowski	270	247	Kupuj	12M
66/2018	LC Corp	2018-11-22	Marek Szymański	3.2	2.5	Kupuj	12M