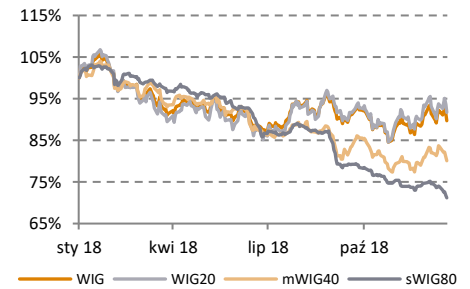


W 2018 r. wszystkie najważniejsze indeksy warszawskiej GPW były pod kreską: WIG spadł -9%, WIG20 -7%, mWIG40 -19%, a sWIG80 -28%. O ile jednak na wyceny wpływ miały nie tylko czynniki globalne, ale również lokalne, korekta sprowadziła wyceny polskich spółek do bardziej rozsądnych poziomów. Indeks WIG jest obecnie notowany na 11.6x 1YF P/E (z 5/10% dyskontem do 1/3Y średniej), mWIG40 na 12.9x P/E (z 12/19% dyskontem), sWIG80 na 10.5x P/E (z 10/14% dyskontem), a perspektywy wzrostu zysków pozostają relatywnie dobre (8% r/r WIG, 12.5% r/r mWIG40, 11% r/r sWIG80). Na horyzoncie pojawia się jednak coraz więcej czynników ryzyka zarówno na poziomie lokalnym, jak i globalnym. W Polsce dynamika PKB spowalnia, rozczarowujące wyniki spółek oraz spadek zaufania do branży potęgują odpływy z TFI, a dodatkową presję na rynki akcji wywierają czynniki polityczne (w tym zbliżające się wybory). Na świecie kluczowa pozostaje sytuacja w USA: po ponad 9 letniej hossie od sierpnia/września 2018 r. indeksy zanotowały 20-25% spadki, a pytania o zbliżającą się recesję są coraz bardziej uzasadnione. Istotny wpływ na rynki akcji miałyby także eskalacja wojny handlowej, silniejsze niż oczekiwane spowolnienie w strefie Euro (Niemcy w technicznej recesji w ostatnich 2 kwartałach 2018 r.), czy problemy niektórych europejskich gospodarek (np. Włochy). Potencjalnie pomóc może z kolei gołębia polityka FED prowadząca do osłabienia USD, a sentyment na krajowym rynku może się nieco poprawiać wraz ze zbliżającą się perspektywą uruchomienia PPK. Jesteśmy umiarkowanie pozytywni na polskie akcje. Naszymi faworytami na 2019 r. są: PEO, ALR, SLV, VGO, CDR, PLW, 1AT, LKD, LWB, WLT, EMT. Rekomendacje negatywne: LTS, JSW, TEN.

- Pozytywnie oceniamy **perspektywy dla banków**, gdzie oczekujemy wzrostu EPS o 13% r/r oraz dywidend, a wyceny uwzględniają dyskonto do historycznych średnich przy rosnącym zwrocie na kapitale (choć zwracamy uwagę na nowe czynniki ryzyka).
- **Rafinerie** korzystają z niskiej ceny ropy, jednak spodziewamy się, że fundamenty rynku paliw będą się pogarszać w 2019 r., a polskie spółki nie są naszym zdaniem atrakcyjnie wycenione na wskaźniku EV/EBITDA. Jesteśmy neutralni na PKN Orlen - dobre perspektywy na 2019F są zdyskontowane w kursie, a negatywni na Lotos gdyż uważamy, że rynek już dawno zdyskontował synergie z PKN.
- Pozytywnie oceniamy perspektywy dla **CCC** - po słabym 2018r. oczekujemy poprawy sprzedaży/mkw. w sklepach stacjonarnych, rozwoju e-commerce oraz oszczędności kosztowych. W **LPP** z uwagi na rozwój e-commerce (spadek marży brutto, wzrost kosztów SG&A) spodziewamy się słabnącej dynamiki wzrostu wyników w 2019-20p.
- **Wśród spółek węglowych** zwracamy uwagę na LWB, gdzie oczekujemy wzrostu EBITDA o 45% w 2019p, co naszym zdaniem będzie możliwe dzięki poprawie uzysku oraz wyższym cenom węgla koksowego. Jednocześnie jesteśmy negatywni na JSW m. in. ze względu na oczekiwany spadek cen węgla koksowego do poziomu USD 180/t w 2019p.
- **Producenci gier** powinni liczyć się z rosnącą konkurencją, w szczególności w segmencie F2P. Jednocześnie marże w segmencie gier premium mogą się poprawić dzięki wojnie cenowej w dystrybucji oraz potencjalnej uldze podatkowej o szerokim zakresie.
- Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do spółek **sektora deweloperskiego**. Wysoka podaż mieszkań oraz korzystne otoczenie makro powinny wspierać wysoką sprzedaż. Ze względu na potencjał sprzedażowy i atrakcyjną wycenę preferujemy Atal, Archicom oraz Lokum Deweloper.
- Jesteśmy pozytywni na **spółki medyczne**, a naszym faworytem jest Selvita. W Synektiku spodziewamy się bardzo dobrych wyników i końcowego raportu z zakończonej w grudniu II fazy badań klinicznych kardioznacznika (zakładamy partnering w 2020 r.). Na Celon Pharma mamy rekomendację Neutralnie, ale spodziewamy się bardzo dobrej dynamiki wyników i osiągnięcia kolejnych kamieni milowych w R&D.

### Indeksy GPW



Źródło: Bloomberg

### Raport przygotowali:

Michał Fidelus  
 Dyrektor Działu Analiz  
 +48 22 378 92 12

Beata Szparaga-Waśniewska, CFA  
 Wicedyrektor Działu Analiz  
 +48 22 378 91 69

Maciej Hebda, CFA  
 Szef Zespołu Analiz Technologicznych  
 +48 22 378 91 95

Marek Szymański  
 Analityk Akcji  
 +48 22 378 92 17

Marcin Górnik  
 Młodszy Analityk Akcji  
 +48 22 378 92 03

Michał Wojciechowski  
 Młodszy Analityk Akcji  
 +48 22 378 92 16

Jakub Jaworski  
 Research Associate  
 +48 22 378 92 14

**VESTOR DM: Analizowane spółki.**

Sektor	Spółka	Rekomendacja	Cena		Potencjał wzrostu	EV/EBITDA (P/BV dla firm finansowych, deweloperów, indeksów)		P/E	
			zamknięcia	12M Cena docelowa		19P	20P	19P	20P
<b>BANKI</b>	PKO BP	Akumuluj	40.90	45.0	10%	1.3	1.2	12.7	11.4
	PEKAO	Kupuj	113.05	140.0	24%	1.3	1.2	12.5	11.0
	SANTANDER	Akumuluj	369.20	401.0	9%	1.5	1.4	14.7	12.9
	MBANK	Neutralnie	427.00	439.0	3%	1.1	1.0	13.5	12.2
	ING	Neutralnie	185.80	197.0	6%	1.7	1.6	14.1	12.7
	HANDLOWY	Neutralnie	69.20	74.5	8%	1.3	1.3	13.7	12.2
	MILLENNIUM	Neutralnie	9.00	9.7	8%	1.2	1.1	13.9	10.1
	ALIOR BANK	Kupuj	56.20	70.0	25%	1.0	0.9	9.0	7.8
	GETIN NB	Kupuj	0.36	0.76	111%	0.1	0.1	11.2	2.9
<b>RAFINERIE</b>	PKN ORLEN	Neutralnie	107.50	108.0	1%	5.6	5.2	10.4	10.0
	LOTOS	Sprzedaj	90.72	68.0	-25%	6.8	5.6	13.3	11.9
<b>DETAL</b>	LPP	Akumuluj	8140.00	8600.00	6%	11.5	10.2	22.7	21.2
	CCC	Kupuj	186.40	260.00	40%	12.6	10.0	21.2	16.8
<b>WYDOBYCIE</b>	LW BOGDANKA	Akumuluj	54.70	62.6	14%	2.3	1.9	7.0	7.1
	JSW	Sprzedaj	68.28	56.6	-17%	3.3	4.2	9.4	16.5
<b>GRY WIDEO</b>	CD PROJEKT	Kupuj	153.70	222.00	44%	5.5	8.1	9.2	12.7
	11 BIT	Neutralnie	268.00	288.00	7%	14.7	19.3	27.0	47.5
	PLAYWAY	Kupuj	151.00	174.00	15%	10.3	9.2	17.6	15.9
	TEN SQUARE	Redukuj	83.40	75.60	-9%	14.5	12.9	19.2	17.5
<b>MEDYCYNIA</b>	CELON PHARMA	Neutralnie	30.45	33.00	8%	18.1	11.1	32.7	18.2
	SELVITA	n.a.	52.00	85.00	64%	116.9	456.1	n.a.	n.a.
	SYNEKTIK	Kupuj	9.10	20.00	120%	4.8	2.8	9.7	6.0
<b>DEWELOPERZY</b>	DOM DEV.	Kupuj	63.00	75.00	19%	1.5	1.5	7.7	7.3
	LC CORP	Kupuj	2.39	2.80	19%	0.7	0.7	6.0	6.2
	ARCHICOM	n.a.	11.20	18.80	68%	0.6	0.5	4.1	4.1
	WARIMPEX	n.a.	4.71	8.00	60%	0.5	0.5	n.a.	n.a.
	ATAL	Kupuj	28.00	38.00	38%	1.3	1.3	6.2	5.8
	LOKUM	Kupuj	15.00	23.5	57%	0.7	0.6	4.2	4.1
<b>PRZEMYSŁ</b>	WIELTON	Kupuj	9.79	14.6	49%	5.3	4.7	6.7	6.3
	AC AUTOGAZ	Akumuluj	43.80	48.4	11%	7.2	6.6	10.7	10.2
	ELEMENTAL HOLDING	n.a.	1.38	1.8	30%	5.2	4.7	6.2	5.5
	APLISENS	Kupuj	10.10	13.5	33%	4.0	3.7	8.1	8.0
<b>NOWE TECHNOLOGIE</b>	VIGO SYS.	n.a.	279.00	400.0	43%	7.4	6.1	10.6	9.4
	ML SYSTEM	n.a.	28.0	35.8	28%	7.6	5.6	12.6	9.7
<b>POZOSTAŁE</b>	KRUK	Kupuj	165.6	239.0	44%	5.4	5.1	8.3	7.4
	4FUN MEDIA	n.a.	12.60	21.70	72%	3.3	2.9	6.4	6.6

Źródło: Bloomberg, Prognozy 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 2.009.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2018 r. , 2486, 2491, z 2018 r. poz. 106, 138, 650, 685, 723, 771, 1669.), 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 2018 r. poz. 512, 685) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. z 2018 r. poz. 1417, 2243.).

Vestor DM podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach 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 KWIEŃNIA 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 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 JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIONYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM.

Vestor DM nie jest obowiązywany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Vestor DM. Inwestycje oraz usługi przedstawione 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 materiału 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 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 JAKIKOLWIEK 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 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 zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

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

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji. Vestor DM nie udziela porad w zakresie konsekwencji podatkowych inwestycji, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą podatkowym. Vestor zwraca uwagę, że podstawa i wysokość opodatkowania może ulec zmianie.

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

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie stanowią część rekomendacji wydanych w przeszłości przez Vestor DM dla spółek i/lub instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie. Wszelkie istniejące lub potencjalne konflikty interesów zostały opisane w ww. rekomendacjach. Wszelkie wnioski, informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor DM w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor DM oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

Niniejszy raport może zawierać 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.

Vestor DM lub podmioty powiązane z Vestor DM mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach ze spółka/spółkami. Vestor DM może, w zakresie dopuszczonym prawem, świadczyć lub pośredniczyć w świadczeniu usług bankowych, ubezpieczeniowych lub zarządzania aktywami na rzecz spółki/spółek, o których mowa w niniejszym raporcie.

VESTOR DM INFORMUJE, ŻE WYNAGRODZENIE 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, DOKONYWANYCH PRZEZ VESTOR DM, A OPISANYCH POWYŻEJ. TAKA SYTUACJA MOŻE PROWADZIĆ DO POWSTANIA POTENCJALNEGO LUB RZECZYWISTEGO KONFLIKTU INTERESÓW. JEDNOCZEŚNIE VESTOR DM OŚWIADCZA, ŻE STOSUJE ODPOWIEDNIE REGULACJE WEWNĘTRZNE, KTÓRE MAJĄ SŁUżyć ZARZĄDZANIU TEGO RODZAJU KONFLIKTAMI W CELU ELIMINACJI ICH SKUTKÓW I ZAPEWNIENIA PRAWIDŁOWEJ OCHRONY INWESTORÓW, A KTÓRE SĄ SZCZEGÓLOWO OPISANE W DALSZEJ CZĘŚCI NINIEJSZEGO ZASTRZEŻENIA PRAWNEGO.

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

Vestor DM 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 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.

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.

**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.**

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 są regulowane przez KNF, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

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. 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.

Copyright © 2019 Vestor Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

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