

## Archicom

Deweloperzy | Polska

Cena docelowa: 19.4 PLN

## Aktualizacja raportu analitycznego

- Prognozujemy skorygowany zysk netto na poziomach PLN 69.1m i PLN 62.6m w latach 2019-2020p.
- Zakładając 50% wskaźnik wypłaty dywidendy oczekujemy DPS PLN 1.03/akcję w 2019p (DY 7.5%) i 1.65 w 2020p (DY 12%).
- Spółka obecnie wyceniana jest na P/E 5.1x i 5.7x w 2019-20p.

15 Maja 2019

## Potencjał w banku ziemi i dywidendzie

Utrzymujemy 12M cenę docelową dla Archicomu na poziomie PLN 19.4/akcję. Pomimo mniej korzystnego otoczenia rynkowego oczekujemy, że przedsprzedaż mieszkań w 2019p w Archicomie wzrośnie o 3% r/r, a przekazania o 17% r/r. Jednocześnie, w 2019-20p spodziewamy się skorygowanego zysku netto w wysokości odpowiednio PLN 69.1m (+24% r/r) i PLN 62.6m (-9% r/r). Archicom posiada bogaty i zdywersyfikowany geograficznie bank ziemi. W najbliższych latach oczekujemy również atrakcyjnych dywidend – DY 7.5% w 2019p oraz 12% w 2020p, a dodatkowo w naszych prognozach nie uwzględniamy pełni potencjału wynikającego z segmentu nieruchomości komercyjnych. W tym świetle obecną wycenę Archicomu uważamy za atrakcyjną. Na naszych prognozach spółka wyceniana jest na 2019-20p na P/E 5.1x i 5.7x (z 12% i 21% dyskontem do spółek porównywalnych) oraz P/BV 0.68x i 0.64x (odpowiednio z 8% i 5% dyskontem).

**Dywersyfikacja w segmencie mieszkaniowym, bogaty bank ziemi.** Na koniec 1Q19 w ofercie Archicomu znajdowało się ponad 1,840 mieszkań, z czego ok. 1,740 we Wrocławiu. Bank ziemi pozwala dodatkowo na budowę ok. 5,640 mieszkań, w tym 683 w Krakowie, 431 w Łodzi, 421 w Poznaniu i 373 w Trójmieście. Projekty te trafią do oferty już w 2019p.

**W 2019-20p oczekujemy przekazania 1,556 (+17% r/r) i 1,461 lokali (-6% r/r).** Spodziewamy się przychodów na poziomie PLN 537m (+11% r/r) i PLN 539m (płasko r/r) oraz skorygowanego zysku netto PLN 69.1m (+24% r/r) i PLN 62.6m (-9% r/r) w 2019-20p. Pomimo wzrostu kosztów materiałów i wykonawstwa, oczekujemy, że marża brutto w segmencie mieszkaniowym wyniesie 27% (płasko r/r) w 2019p, po czym spadnie do 24.8% w 2020p.

**Atrakcyjny strumień dywidend.** Zakładamy 50% wskaźnik wypłaty dywidendy (minimalny poziom określony w polityce dywidendowej) i oczekujemy DPS PLN 1.03/akcję w 2019p (DY 7.5%) oraz 1.65/akcję w 2020p (DY 12%). Spodziewamy się, że w okresie 2019-2023p spółka wypłaci łącznie PLN 164m w postaci dywidendy – niemal 50% swojej obecnej kapitalizacji.

**Segment nieruchomości komercyjnych.** Archicom realizuje dwa projekty biurowe. Pierwszy z nich ma już pozwolenie na użytkowanie i jest skomercjalizowany w ok. 90%, drugi jest w trakcie budowy. Spółka zakłada sprzedaż budynków, której na ten moment nie uwzględniamy w prognozach, a która może mieć istotny dodatni wpływ na wyniki.

**Wycena.** Na naszych prognozach Archicom wyceniany jest na lata 2019-20p na P/E 5.1x i 5.7x, odpowiednio z 12 i 21% dyskontem do spółek porównywalnych oraz P/BV 0.68x i 0.64x (z 8% i 5% dyskontem). Biorąc pod uwagę powtarzalną wysoką dywidendę, solidny segment mieszkaniowy, bogaty bank ziemi oraz dodatkowy potencjał w segmencie nieruchomości komercyjnych, uważamy obecną wycenę za atrakcyjną.

Tabela 1. Archicom: Prognozy i wskaźniki.

	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p
Przychody (PLNm)	282.3	330.3	484.5	537.3	539.4	541.1
EBIT skoryg. * (PLNm)	52.0	51.7	86.4	94.4	85.5	78.2
Zysk netto (PLNm)	37.3	56.5	53.0	85.0	81.4	56.1
Zysk netto skoryg.* (PLNm)	44.6	42.5	55.6	69.1	62.6	56.1
P/E *(x)	7.9	8.3	6.4	5.1	5.7	6.3
P/BV (x)	0.94	0.79	0.77	0.68	0.64	0.62
Stopa dywidendy (%)	6.1%	6.8%	10.4%	7.5%	12.0%	11.5%

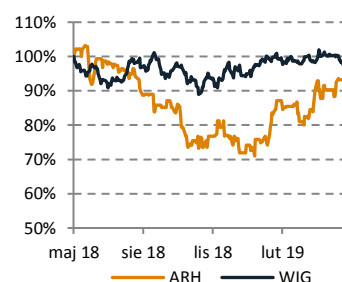
Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM, \* wynik skoryg. o wpływ rewaluacji oraz poz. dz. oper.

Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	19.4
Cena bieżąca (PLN)	13.8
Potencjał wzrostu/spadku	41%
Poprzednia cena docelowa	19.0
Data poprz. rekomendacji	10.12.2018
Min (52T)	10.8
Max (52T)	16.0
Kapitalizacja (PLNm)	355
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.1

Akcjonariat	% w kapitale
DKR Investment Sp. z o.o.	55.3%
DKR Invest S.A.	18.8%
Aviva OFE	9.9%
Pozostali	16.0%

**Opis spółki**  
Archicom jest spółką deweloperską działającą w segmencie budownictwa mieszkaniowego i komercyjnego we Wrocławiu. W 2017r. spółka dokonała akwizycji mLocum, co pozwoliło na rozpoczęcie działalności również na rynkach Krakowa, Łodzi, Poznania oraz Trójmiasta.

Archicom vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

**Jakub Jaworski**  
Młodszy Analityk Akcji  
(+48) 22 378 9214  
Jakub.Jaworski@vestor.pl

**Marcin Górnik**  
Analityk Akcji  
(+48) 22 378 9203  
Marcin.Gornik@vestor.pl

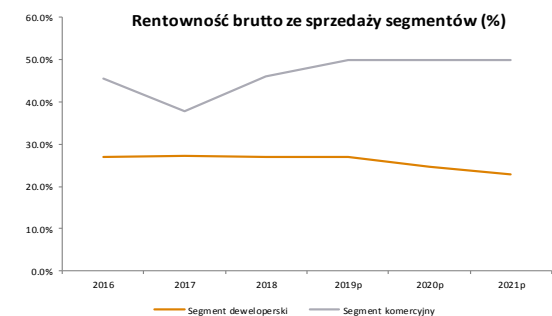
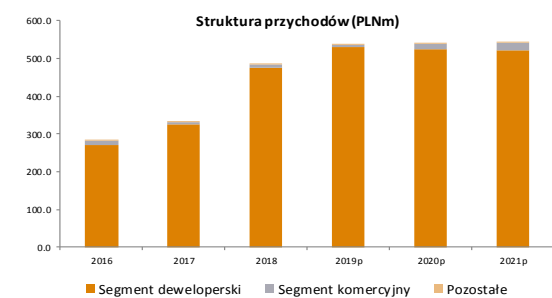
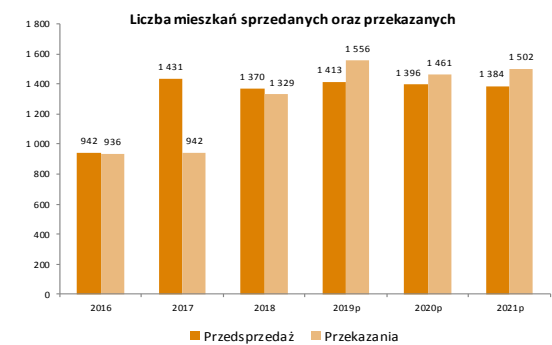
# Archicom – Wybrane dane, 2016-21p

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p
<b>Rachunek zysków i strat (PLNm)</b>						
<b>Przychody</b>	<b>282.3</b>	<b>330.3</b>	<b>484.5</b>	<b>537.3</b>	<b>539.4</b>	<b>541.1</b>
Segment deweloperski	270.2	324.7	476.5	529.3	524.1	522.3
Segment komercyjny	11.6	5.2	6.9	7.0	14.1	17.7
Pozostałe	0.5	0.4	1.1	1.1	1.1	1.1
Koszty własny sprzedaży	-203.8	-239.8	-352.2	-389.8	-401.6	-412.4
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>78.5</b>	<b>90.5</b>	<b>132.3</b>	<b>147.5</b>	<b>137.7</b>	<b>128.7</b>
Segment deweloperski	72.9	88.1	128.2	143.1	129.7	118.9
Segment komercyjny	5.3	2.0	3.2	3.5	7.1	8.9
Pozostałe	0.3	0.4	0.9	0.9	0.9	0.9
Koszty sprzedaży	-8.7	-11.4	-12.5	-16.1	-15.2	-13.3
Koszty ogólnego zarządu	-17.8	-27.4	-33.3	-37.0	-37.1	-37.2
Zmiana wartości godziwej nieruchomości, inw.	-1.0	-2.2	-3.9	15.9	18.7	0.0
Pozostałe przychody operacyjne netto	-6.3	16.2	1.3	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>45.7</b>	<b>67.3</b>	<b>85.7</b>	<b>112.6</b>	<b>106.8</b>	<b>81.1</b>
Amortyzacja	1.0	1.6	1.9	2.3	2.6	2.9
<b>EBIT</b>	<b>44.7</b>	<b>65.7</b>	<b>83.8</b>	<b>110.3</b>	<b>104.2</b>	<b>78.2</b>
Koszty finansowe netto	-1.3	1.5	-4.1	-3.7	-4.4	-4.8
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>43.4</b>	<b>67.2</b>	<b>79.7</b>	<b>106.6</b>	<b>99.8</b>	<b>73.3</b>
Podatek dochodowy	-6.1	-9.9	-23.7	-20.2	-19.0	-13.9
Mniejszości	0.0	0.8	3.0	1.3	-0.5	3.3
<b>Zysk netto</b>	<b>37.3</b>	<b>56.5</b>	<b>53.0</b>	<b>85.0</b>	<b>81.4</b>	<b>56.1</b>
Zysk netto skoryg.*	44.6	42.5	55.6	69.1	62.6	56.1
<b>Dynamiki wzrostu (%)</b>						
Wzrost przychodów (%)	80%	17%	47%	11%	0%	0%
Wzrost EBIT (%)	4%	47%	28%	32%	-6%	-25%
Wzrost zysku netto (%)	-13%	51%	-6%	60%	-4%	-31%
Wzrost zysku netto skoryg. (%)	44%	-5%	31%	24%	-9%	-10%
<b>Bilans (PLNm)</b>						
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>183.6</b>	<b>186.3</b>	<b>230.5</b>	<b>313.7</b>	<b>357.6</b>	<b>357.7</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	13.3	16.0	14.8	16.2	16.3	16.4
Wartości niematerialne i prawne	1.0	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3
Nieruchomości inwestycyjne	146.6	150.4	189.4	271.1	314.9	314.9
Aktywa z tytułu odroczonego pod. doch.	22.5	17.6	22.5	22.5	22.5	22.5
Inne aktywa trwałe	0.2	0.2	1.6	1.6	1.6	1.6
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>531.1</b>	<b>845.6</b>	<b>940.9</b>	<b>938.1</b>	<b>946.4</b>	<b>955.0</b>
Zapasy	417.5	670.7	716.1	778.8	800.0	806.5
Należności z tyt. dostaw i usług	39.2	42.7	55.0	61.0	61.3	61.4
Środki pieniężne i ekwiwalenty	72.8	130.0	165.8	94.2	81.2	83.0
Inne aktywa obrotowe	1.6	2.1	4.0	4.0	4.0	4.0
<b>Aktywa razem</b>	<b>714.7</b>	<b>1 031.9</b>	<b>1 171.4</b>	<b>1 251.8</b>	<b>1 304.0</b>	<b>1 312.7</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>374.7</b>	<b>447.0</b>	<b>461.4</b>	<b>519.9</b>	<b>558.7</b>	<b>574.1</b>
Udziały mniejszości	0.0	26.7	29.7	31.0	30.5	33.8
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>128.5</b>	<b>211.2</b>	<b>216.3</b>	<b>196.2</b>	<b>242.9</b>	<b>240.4</b>
Dług długoterminowy	112.2	184.4	176.5	156.4	203.0	200.5
Inne zobowiązania długoterminowe	16.2	26.8	39.8	39.8	39.8	39.8
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>211.6</b>	<b>347.0</b>	<b>464.1</b>	<b>504.7</b>	<b>471.9</b>	<b>464.4</b>
Dług krótkoterminowy	3.6	11.8	90.1	90.1	90.1	90.1
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług	50.2	112.9	56.8	62.8	64.8	66.5
Przedpłaty i zaliczki	146.5	215.6	302.7	337.3	302.6	293.3
Inne zobowiązania krótkoterminowe	11.2	6.7	14.4	14.4	14.4	14.4
<b>Zobowiązania i kapitały własne</b>	<b>714.7</b>	<b>1 031.9</b>	<b>1 171.4</b>	<b>1 251.8</b>	<b>1 304.0</b>	<b>1 312.7</b>
<b>Przepływy pieniężne (PLNm)</b>						
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>-17.6</b>	<b>-0.9</b>	<b>109.2</b>	<b>48.9</b>	<b>14.9</b>	<b>52.9</b>
Zysk netto	37.3	56.5	53.0	85.0	81.4	56.1
Amortyzacja	1.0	1.6	1.9	2.3	2.6	2.9
Mniejszości	0.0	0.0	3.0	1.3	-0.5	3.3
Rewaluacje	1.0	2.2	3.9	-15.9	-18.7	0.0
Zmiany w kapitale obrotowym, w tym						
zmiana stanu zapasów	-74.7	-72.8	-37.8	-62.7	-21.1	-6.5
zmiana stanu należności	-29.3	-0.4	-3.5	-6.0	-0.2	-0.2
zmiana stanu zobowiązań	37.9	32.9	81.6	40.7	-32.9	-7.5
Inne zmiany niepieniężne	9.3	-20.8	7.0	4.2	4.4	4.8
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-34.6</b>	<b>-24.3</b>	<b>-95.2</b>	<b>-69.6</b>	<b>-27.7</b>	<b>-3.0</b>
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-34.9	-7.1	-42.5	-69.6	-27.7	-3.0
Inne przepływy inwestycyjne	0.3	-17.2	-52.7	0.0	0.0	0.0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>89.5</b>	<b>82.5</b>	<b>21.8</b>	<b>-50.8</b>	<b>-0.2</b>	<b>-48.0</b>
Zmiany netto w kapitale własnym	71.1	0.0	1.4	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	42.1	112.4	66.4	-20.1	46.7	-2.5
Dywidendy	-21.4	-24.0	-36.9	-26.5	-42.5	-40.7
Pozostałe	-2.3	-5.9	-9.1	-4.2	-4.4	-4.8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początku	35.6	72.8	130.0	165.8	94.2	81.2
Zmiana w środkach pieniężnych i ich ekwiwalentach	37.3	57.2	35.8	-71.6	-13.1	1.9
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec</b>	<b>72.8</b>	<b>130.0</b>	<b>165.8</b>	<b>94.2</b>	<b>81.2</b>	<b>83.0</b>
<b>Wskaźniki kredytowe (PLNm)</b>						
Dług brutto	115.8	196.2	266.6	246.5	293.2	290.7
Dług netto	43.0	66.2	100.8	152.3	212.0	207.6
Dług netto/EBITDA (x)	0.9	1.0	1.2	1.4	2.0	2.6
Dług netto/aktywa (x)	0.06	0.06	0.09	0.12	0.16	0.16
Dług netto/kapitały własne (x)	0.11	0.15	0.21	0.29	0.38	0.36
Wskaźnik pokrycia odsetek (x)	34.6	34.4	22.1	26.3	23.6	16.4

Wskaźniki wyceny	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p
Liczba akcji (mln)	23.3	25.6	25.7	25.7	25.7	25.7
P/E* (x)	7.9	8.3	6.4	5.1	5.7	6.3
P/BV (x)	0.94	0.79	0.77	0.68	0.64	0.62
Stopa dywidendy (%)	6.1%	6.8%	10.4%	7.5%	12.0%	11.5%
EPS* (PLN)	1.7	1.7	2.2	2.7	2.4	2.2
BVPS (PLN)	14.6	17.5	17.9	20.2	21.7	22.3
DPS (PLN)	0.84	0.94	1.43	1.03	1.65	1.58

Główne założenia	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p
Przedsprzedaż	942	1 431	1 370	1 413	1 396	1 384
Przekazania	936	942	1 329	1 556	1 461	1 502
<b>Marża brutto ze sprzedaży (%)</b>	<b>27.8%</b>	<b>27.4%</b>	<b>27.3%</b>	<b>27.5%</b>	<b>25.5%</b>	<b>23.8%</b>
Segment deweloperski	27.0%	27.1%	26.9%	27.0%	24.8%	22.8%
Segment komercyjny	45.4%	37.8%	46.0%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>Marża operacyjna (%)</b>	<b>15.8%</b>	<b>19.9%</b>	<b>17.3%</b>	<b>20.5%</b>	<b>19.3%</b>	<b>14.4%</b>
<b>Marża netto (%)</b>	<b>13.2%</b>	<b>17.1%</b>	<b>10.9%</b>	<b>15.8%</b>	<b>15.1%</b>	<b>10.4%</b>
Marża netto skoryg. (%)	15.8%	12.9%	11.5%	12.9%	11.6%	10.4%
Efektywna stopa podatkowa (%)	14.1%	14.7%	29.7%	19.0%	19.0%	19.0%



### Główne ryzyka dla naszych prognoz

Głównymi ryzykami dla naszych prognoz są: (1) Ryzyko wzrostu cen gruntów i wykonawstwa, (2) Ryzyko opóźnień w pozyskiwaniu wymaganych pozwoleń administracyjnych, (3) Ryzyko związane z wejściem na nowe rynki mieszkaniowe, (4) Ryzyko związane z pozyskiwaniem finansowania na realizację projektów, (5) Ryzyko związane z wysoką konkurencją na wrocławskim rynku mieszkaniowym, (6) Ryzyko ograniczenia akcji kredytowej przez banki, (7) Ryzyko związane z wprowadzeniem DFG

Analiza DuPont	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p
Marża zysku netto skoryg. *	15.8%	12.9%	11.5%	12.9%	11.6%	10.4%
Wskaźnik rotacji majątku	0.45	0.38	0.44	0.44	0.42	0.41
Dźwignia finansowa	1.89	2.13	2.43	2.47	2.37	2.31
ROE*	13.4%	10.3%	12.3%	14.1%	11.6%	9.9%

\*Zródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM, \* dane skorygowane o zmianę wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnych

# Archicom – Podsumowanie wyceny

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

	Waga (%)	Cena (PLN/akcje)	
Cena docelowa - metoda DCF	33%	20.5	
Cena docelowa - metoda DDM	33%	20.8	
Cena docelowa - metoda porównawcza	33%	16.8	
<b>Cena docelowa</b>		<b>19.4</b>	
Cena rynkowa		13.8	
Potencjał wzrostu/spadku (%)		41%	

	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	WACC	2018-2022p	TV
Przychody	537.3	539.4	541.1	557.4	562.2		Stopa wolna od ryzyka	3.5%
EBITDA*	96.7	88.0	81.1	78.3	75.8		Beta	1.4
EBIT*	94.4	85.5	78.2	75.6	72.9		Premia za ryzyko	4.5%
Podatek od EBIT	-17.9	-16.2	-14.9	-14.4	-13.8		<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>10.0%</b>
NOPAT	76.5	69.2	63.3	61.2	59.0		Stopa wolna od ryzyka	3.5%
Amortyzacja	2	3	3	3	3		Marża na zadłużeniu	3.0%
Zmiany w kapitale obrotowym	-28	-54	-14	-9	3		Kosztu długu	6.5%
Capex	-70	-28	-3	-3	-3		Stopa opodatkowania	19.0%
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>-18.9</b>	<b>-10.1</b>	<b>49.0</b>	<b>52.5</b>	<b>61.6</b>		<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>5.3%</b>
Czynnik dyskontowy (%)	95%	88%	81%	75%	69%		% D	35.2%
Wartość bieżąca FCF	-18.0	-8.9	39.7	39.3	42.5		% E	64.8%
Wartość bieżąca FCF 2018-2022p	95						<b>WACC</b>	<b>8.3%</b>
St. wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0%							<b>8.2%</b>
Zdyskontowana wartość rezydualna	516							
Wartość przedsiębiorstwa	611							
Mniejszości	30							
Dywidenda	0							
Dług netto (koniec 4Q18)	101							
<b>Wartość kapitału własnego</b>	<b>480</b>							
Liczba akcji (m)	25.7							
Wartość godziwa na akcję (PLN)	18.7							
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>	<b>20.5</b>							

Stoпа wzrostu w okresie rezydualnym (%)		Średni ważony koszt kapitału (%)				
		7.3%	7.8%	8.3%	8.8%	9.3%
-1.0%	19.2	18.7	18.1	17.7	17.2	
-0.5%	20.4	19.8	19.3	18.8	18.2	
0.0%	21.7	21.1	20.5	20.0	19.5	
0.5%	23.2	22.6	21.9	21.4	20.8	
1.0%	24.9	24.2	23.6	23.0	22.4	

	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	Po 2023p
Zysk netto	85.0	81.4	56.1	52.6	51.9	51.9
zmiana r/r	60%	-4%	-31%	-6%	-1%	0%
Stopa dywidendy	50%	50%	50%	50%	50%	100%
Dywidenda	26.5	42.5	40.7	28.0	26.3	51.9
Kapitał własny	551	589	608	637	667	667
ROE	16%	14%	9%	8%	8%	8%
Czynnik dyskontowy (%)	94%	86%	78%	71%	64%	
Wartość bieżąca dywidendy	25.0	36.4	31.7	19.8	16.9	
Wartość bieżąca dywidend 2019-23p	130					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	358					
<b>Wartość kapitału własnego</b>	<b>488</b>					
Liczba akcji (m)	25.7					
Wartość godziwa na akcję (PLN)	19.0					
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>	<b>20.8</b>					

Stoпа wzrostu w okresie rezydualnym (%)		Koszt kapitału własnego (%)				
		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
-1.0%	20.1	19.7	19.3	19.0	18.7	
-0.5%	20.8	20.4	20.1	19.7	19.3	
0.0%	21.6	21.2	20.8	20.5	20.1	
0.5%	22.5	22.1	21.7	21.3	20.9	
1.0%	23.5	23.1	22.7	22.2	21.8	

Spółka	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)			P/BV (x)		
			2019p	2020p	2021p	2019p	2020p	2021p
Dom Development	81.4	2 026	8.9	8.5	10.1	1.93	1.90	1.96
Atal	39.9	1 533	9.2	8.6	9.4	1.83	1.77	1.73
LC Corp	2.5	1 081	5.2	8.0	6.8	0.68	0.67	0.63
Lokum Deweloper	15.7	286	4.4	4.5	7.1	0.74	0.67	0.63
Marvipol Development	4.2	173	4.2	3.0	2.9	n.a.	n.a.	n.a.
Ronson	0.9	139	6.5	6.3	6.5	0.39	0.38	0.38
Mediana			5.8	7.2	7.0	0.74	0.67	0.63
Archicom	13.8	355	5.1	5.7	6.3	0.68	0.64	0.62
Premia/Dyskonto			-12%	-21%	-9%	-8%	-5%	-2%
Implikowana wycena			15.7	17.4	15.2	15.0	14.6	14.1
Waga			16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
Średnia				16.1			14.5	
Implikowana cena akcji (PLN)	15.3							
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>	<b>16.8</b>							

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM, \*dane skoryg. o zmianę wartości godziwej nieruchomości

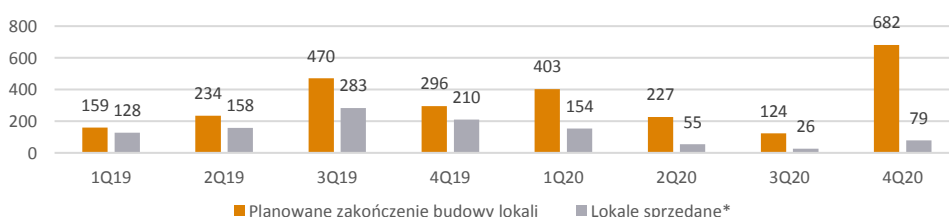
## Podsumowanie inwestycyjne

W 2018r. Archicom sprzedał 1,370 lokali, co oznaczało spadek -4% po rekordowym pod tym względem 2017r. (sprzedaż 1,431 lokali). Cel Spółki na 2019p zakłada osiągnięcie sprzedaży w przedziale 1,300 – 1,600 lokali. Bieżący rok Spółka rozpoczęła od bardzo mocnych wyników – w 1Q19 nabywców znalazło 406 lokali (+58% r/r, +12% kw./kw.). Czynnikiem wspierającym przedsprzedaż jest bogata oferta, w której na koniec 1Q19 znajdowało się 1,840 mieszkań (vs. 1,933 w 1Q18). 427 do sprzedaży trafiło właśnie w 1Q. Dodatkowo Archicom posiada bank ziemi umożliwiający budowę ok. 5,640 mieszkań i stopniowe zasilanie oferty, przy czym średnia cena zakupu gruntu nie przekracza PLN 700/m<sup>2</sup> PUM. Deweloper oferuje mieszkania w inwestycjach wieloetapowych, które pozwalają na ograniczanie kosztów budowy i są atrakcyjne z perspektywy klientów. Mając na uwadze powyższe, w 2019p pomimo mniej korzystnych warunków rynkowych, oczekujemy sprzedaży na poziomie 1,413 lokali (+3% r/r). W 2018r. Spółka przekazała 1,329 lokali (+41% r/r), natomiast cel Zarządu na rok 2019p zakłada przekazanie 1,500 – 1,600. Wobec braku opóźnień w realizowanych projektach, spodziewamy się 1,556 przekazania w 2019p (+17% r/r). W 2020p wg nas Archicom przekaze klientom klucze do 1,461 lokali (-6% r/r). Prognozujemy przychody na poziomach PLN 537m (+11% r/r) i PLN 539m (płasko r/r) oraz skorygowany zysk netto PLN 69.1m (+24% r/r) i PLN 62.6m (-9% r/r) odpowiednio w 2019p i 2020p. Obecnie Archicom wyceniany jest na 2019-20p na P/E 5.1x i 5.7x (z 12% i 21% dyskontem do spółek porównywalnych) oraz P/BV 0.68x i 0.64x (odpowiednio z 8% i 5% dyskontem). Zakładając 50% wskaźnik wypłaty dywidendy, oczekiwany przez nas DPS wynosi PLN 1.03 w 2019p (DY 7.5%) oraz PLN 1.65 w 2020p (DY 12%). Utrzymujemy 12M cenę docelową dla Archicomu na poziomie PLN 19.4/akcję.

Oczekujemy wzrostu przedsprzedaży mieszkań o 3% r/r w 2019p i stabilizacji w latach 2020-2023p. Po rekordowym 2017r. – sprzedaż 1431 lokali – rok 2018 przyniósł nieznaczny spadek (-4% r/r). Niemniej jednak z uwagi na nieustannie uzupełnianą ofertę i mocny pod względem sprzedaży 1Q19 (406 lokali, +58% r/r), pomimo mniej korzystnego otoczenia rynkowego, w całym 2019p spodziewamy się przedsprzedaży na poziomie 1,413 lokali (+3% r/r). W kolejnych latach oczekujemy stabilizacji poziomów sprzedaży, przy lekko ujemnej dynamice r/r. Wsparcie dla utrzymania wysokiej przedsprzedaży w kolejnych latach stanowić powinna struktura oferty oraz bank ziemi, który wg stanu na koniec 1Q19, pozwala na budowę ok. 5,640 mieszkań.

Prognozujemy przekazanie 1,556 lokali w 2019p (+17% r/r) oraz 1,461 (-6% r/r) w 2020p. W 2018r. Spółka ukończyła budowę 1802 lokali. Przekazania w większości projektów nadal trwają. W samym 2Q19, planowane jest uruchomienie procesów przekazania w 5 projektach zakończonych w 4Q18, liczących łącznie 520 mieszkań, z których na koniec 1Q19 sprzedano 414. Ponadto w ofercie Archicomu znajduje się 278 gotowych do odbioru lokali. Zgodnie z harmonogramem, w 2019p i 2020p spółka zakończy budowę projektów liczących łącznie 1144 i 1419 lokali, których wg stanu na koniec 1Q19 sprzedano już 767 i 312.

**Wykres 1. Archicom: Planowane zakończenie budowy mieszkań w latach 2019-20p**



Źródło: Spółka, Vestor DM, \*stan na 31.03.2019r.

**Zakładamy utrzymanie rentowności segmentu mieszkaniowego w 2019p i stopniowy spadek w latach 2020-2023p.** Pomimo znaczącego wzrostu kosztów materiałów i wykonawstwa w 2018r., w 2019p oczekujemy utrzymania przez spółkę marży brutto ze sprzedaży w segmencie mieszkaniowym na poziomie 27%, płasko r/r, co wg nas będzie możliwe dzięki podwyżkom cen mieszkań znajdujących się w ofercie, a także zakontraktowaniu części robót w okresie niższych stawek. W kolejnych latach spodziewamy się stopniowego spadku rentowności segmentu mieszkaniowego z uwagi na wspomniany wzrost kosztów. W okresie prognozy, w dalszym ciągu pozytywny wpływ na poziom marż będzie miał atrakcyjny bank ziemi, którego średnia cena zakupu nie przekracza PLN 700/m<sup>2</sup> PUM.

**Segment nieruchomości komercyjnych.** Archicom realizuje budowę dwóch nieruchomości komercyjnych City Forum. Pierwsza z nich, której poziom komercjalizacji wynosi ok. 60%, a dodatkowo 30% powierzchni objęte jest LOI, w marcu 2019r. otrzymała pozwolenie na użytkowanie. Budynek czeka jeszcze proces dostosowywania powierzchni do potrzeb najemców. Spółka spodziewa się, że będą oni wprowadzać się do wynajętych lokali w 4Q19 i 1Q20. Budowa drugiego z budynków City Forum trwa, przy czym część prac została wykonana już w trakcie budowy CF I w celu ograniczenia kosztów. Jej zakończenie planowane jest na 2H 2020p. Spodziewamy się, że na przystosowanie powierzchni do potrzeb najemców potrzebny będzie podobny czas, jak w przypadku CF I. Spółka zakłada sprzedaż obu nieruchomości, która może mieć istotny dodatni wpływ na wyniki i wypłacaną dywidendę. Na ten moment w naszych prognozach nie uwzględniamy obu transakcji. Zwracamy uwagę na fakt, że w latach 2019p i 2020p Spółka dokona rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych, które również będą miały wpływ na wynik netto.

**Czynniki ryzyka.** Wobec stabilizacji cen materiałów i wykonawstwa w 1Q19 sygnalizowanej przez deweloperów, jako główne ryzyko dla naszych prognoz postrzegamy spadek popytu na lokale mieszkaniowe. Niemniej jednak, dane REAS dotyczące sprzedaży w sześciu największych miastach Polski w 1Q19, wskazują na utrzymanie zbliżonego kw./kw. poziomu sprzedaży przez firmy działające na tych rynkach. Jako czynnik ryzyka postrzegamy również ewentualną podwyżkę stóp procentowych przez NBP, którą pomimo wcześniejszej komunikacji, może przyspieszyć rosnąca inflacja. Na ten moment, biorąc pod uwagę wciąż sprzyjające tendencje w zakresie dochodu konsumentów, a także ograniczony zasób mieszkań w Polsce, nie spodziewamy się gwałtownego spadku popytu na lokale mieszkaniowe w nadchodzących kwartałach.

**Dywidenda.** Zakładamy 50% wskaźnik wypłaty dywidendy (minimalny poziom określony w polityce dywidendowej) i oczekujemy DPS PLN 1.03/akcję w 2019p (DY 7.5%) oraz 1.65/akcję w 2020p (DY 12%). Spodziewamy się, że w okresie 2019-2023p spółka wypłaci łącznie PLN 164m w postaci dywidendy – niemal 50% swojej obecnej kapitalizacji.

**Wycena.** Wyceniamy spółkę Archicom przy wykorzystaniu trzech metod: DCF (PLN 20.5/akcję), DDM (PLN 20.8/akcję) oraz metody porównawczej (PLN 16.8/akcję), co oznacza 12M TP na poziomie PLN 19.4/akcję. Spółka obecnie wyceniana jest na P/E 5.1x i 5.7x na lata 2019-20p (z 12 i 21% dyskontem do spółek porównywalnych) oraz P/BV 0.68 i 0.64 (z 8% i 5% dyskontem do spółek porównywalnych).

## Zmiana prognoz na lata 2019-2021p

Tabela 2. Archicom – Zmiana prognoz na lata 2019-21p

	2019p			2020p			2021p		
	Obecnie	Poprzednio	Zmiana (%)	Obecnie	Poprzednio	Zmiana (%)	Obecnie	Poprzednio	Zmiana (%)
Lokale sprzedane	1 413	1 423	-1%	1 396	1 411	-1%	1384	1413	-2%
Lokale przekazane	1 556	1 588	-2%	1 461	1 618	-10%	1502	1607	-7%
<b>Przychody</b>	<b>537.3</b>	<b>526.7</b>	<b>2%</b>	<b>539.4</b>	<b>541.7</b>	<b>0%</b>	<b>541.1</b>	<b>515.9</b>	<b>5%</b>
Segment deweloperski	529.3	511.6	3%	524.1	525.0	0%	522.3	499.1	5%
Segment komercyjny	7.0	13.9	-50%	14.1	15.5	-9%	17.7	15.5	14%
Pozostałe	1.1	1.2	-10%	1.1	1.2	-10%	1.1	1.2	-10%
Koszt własny sprzedaży	-389.8	-386.6	1%	-401.6	-402.0	0%	-412.4	-391.3	5%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>147.5</b>	<b>140.2</b>	<b>5%</b>	<b>137.7</b>	<b>139.7</b>	<b>-1%</b>	<b>128.7</b>	<b>124.6</b>	<b>3%</b>
Koszty sprzedaży	-16.1	-12.6	28%	-15.2	-12.5	21%	-13.3	-12.5	6%
Koszty ogólnego zarządu	-37.0	-34.1	8%	-37.1	-34.3	8%	-37.2	-34.9	7%
Zmiana wartości godziwej NI	15.9	15.0	6%	18.7	3.8	393%	0.0	0.0	n.m.
Pozostałe przychody operacyjne netto	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
<b>EBITDA</b>	<b>112.6</b>	<b>110.9</b>	<b>2%</b>	<b>106.8</b>	<b>99.4</b>	<b>7%</b>	<b>81.1</b>	<b>79.7</b>	<b>2%</b>
Amortyzacja	2.3	2.4	-3%	2.6	2.7	-4%	2.9	2.6	11%
<b>EBIT</b>	<b>110.3</b>	<b>108.5</b>	<b>2%</b>	<b>104.2</b>	<b>96.7</b>	<b>8%</b>	<b>78.2</b>	<b>77.2</b>	<b>1%</b>
Koszty finansowe netto	-3.7	-3.3	12%	-4.4	-3.5	26%	-4.8	-6.20	-22%
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>106.6</b>	<b>105.2</b>	<b>1%</b>	<b>99.8</b>	<b>93.3</b>	<b>7%</b>	<b>73.3</b>	<b>73.7</b>	<b>0%</b>
Podatek dochodowy	-20.2	-20.0	1%	-19.0	-17.7	7%	-13.9	-14.0	0%
<b>Zysk netto</b>	<b>85.0</b>	<b>85.5</b>	<b>-1%</b>	<b>81.4</b>	<b>74.8</b>	<b>9%</b>	<b>56.1</b>	<b>57.1</b>	<b>-2%</b>
Zysk netto skoryg.*	69.1	70.4	-2%	62.6	71.0	-12%	56.1	57.1	-2%

Źródło: Prognozy Vestor DM, \*wynik skorygowany o wpływ rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych

## Prognozy wyników 1Q19

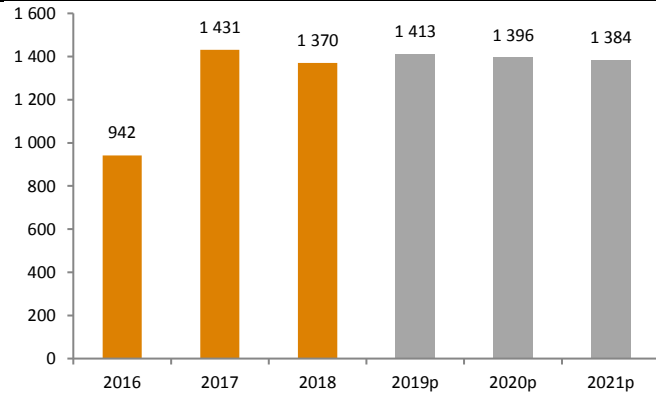
- W 1Q19 spółka przekazała klientom 157 lokali (-31% r/r). Największy udział w przekazaniach miała inwestycja Forma. Na pozostałą część przekazaniałożyły się inwestycje River Point, Róża Wiatrów oraz Łąkowa.
- Prognozujemy przychody na poziomie PLN 58m** (-23% r/r). Oczekujemy przeciętnej wartości przekazywanego lokalu na poziomie PLN 356tys. (vs. PLN 320 w 1Q18).
- W segmencie mieszkaniowym spodziewamy się **marży brutto 26.9%** (vs. 28.3% w 1Q18), natomiast marży brutto ze sprzedaży 27.9% (vs. 29.2% w 1Q18).
- Prognozujemy **zysk brutto ze sprzedaży na poziomie PLN 16m**.
- Zakładając **koszty SG&A na poziomie PLN 13.5m**, prognozujemy **zysk operacyjny na poziomie PLN 2.7m**.
- Prognozujemy zysk netto PLN 1.4m** (vs. PLN 6.1m rok wcześniej).
- Sprzedaż w 1Q19 wzrosła do 406 lokali (+58% r/r). Do oferty wprowadzono 427 lokali.
- Archicom opublikuje wyniki za 1Q19 dnia 29.05.2019r.

Tabela 4. Archicom: Prognoza wyniku 1Q19

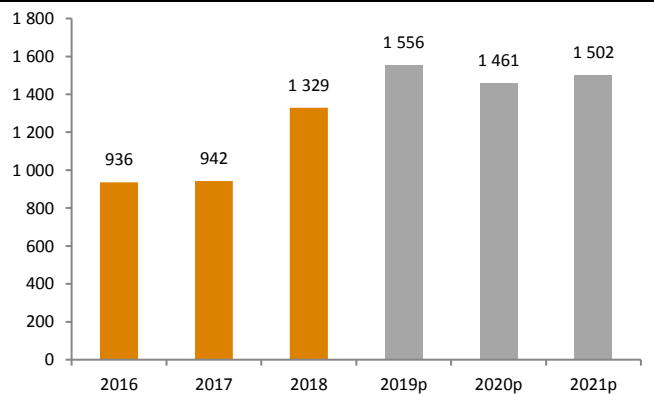
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19p	% r/r
Przedsprzedaż (l. lokali)	257	389	363	361	406	58%
Przekazania (l. lokali)	228	242	182	677	157	-31%
<b>Przychody</b>	<b>75.3</b>	<b>77.2</b>	<b>67.1</b>	<b>264.9</b>	<b>58.0</b>	<b>-23%</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	22.0	19.2	13.9	77.2	16.2	-26%
SG&A	-10.5	-10.9	-10.2	-14.3	-13.5	29%
Pozostałe przychody operacyjne netto	0.0	-0.3	-0.4	-1.9	0.0	n.a.
<b>EBITDA</b>	<b>12.0</b>	<b>8.6</b>	<b>3.5</b>	<b>61.6</b>	<b>3.3</b>	<b>-72%</b>
<b>EBIT</b>	<b>11.5</b>	<b>8.0</b>	<b>3.4</b>	<b>60.9</b>	<b>2.7</b>	<b>-76%</b>
Koszty finansowe netto	-0.8	-1.2	-1.2	-0.9	-1.0	n.a.
<b>Zysk netto przypadający akcjonariuszom podmiotu dominującego</b>	<b>6.1</b>	<b>4.9</b>	<b>2.0</b>	<b>40.0</b>	<b>1.4</b>	<b>-77%</b>
<b>Marża brutto ze sprzedaży (%)</b>	<b>29.2%</b>	<b>24.9%</b>	<b>20.8%</b>	<b>29.1%</b>	<b>27.9%</b>	-

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

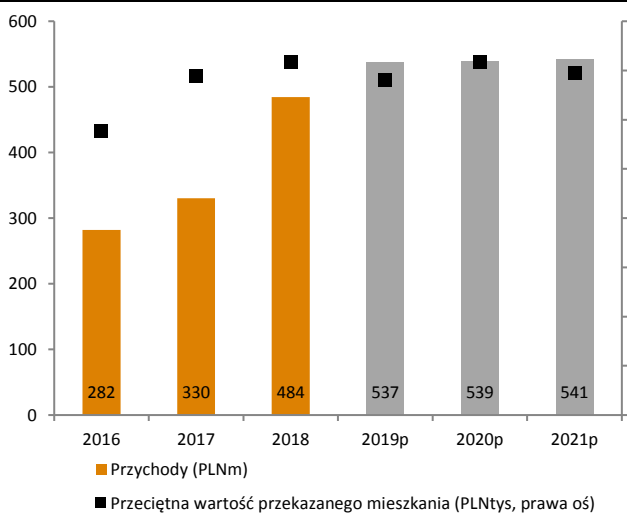
# Prognozy finansowe i założenia

**Wykres 2. Archicom: Przedaż (liczba lokali)**


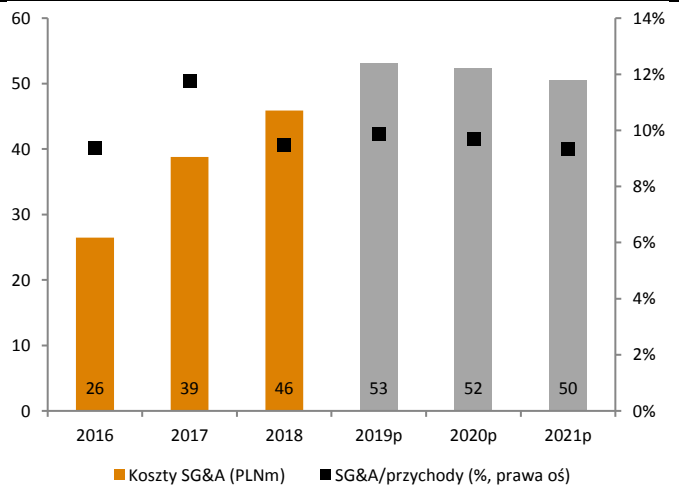
Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

**Wykres 3. Archicom: Przekazania (liczba lokali)**


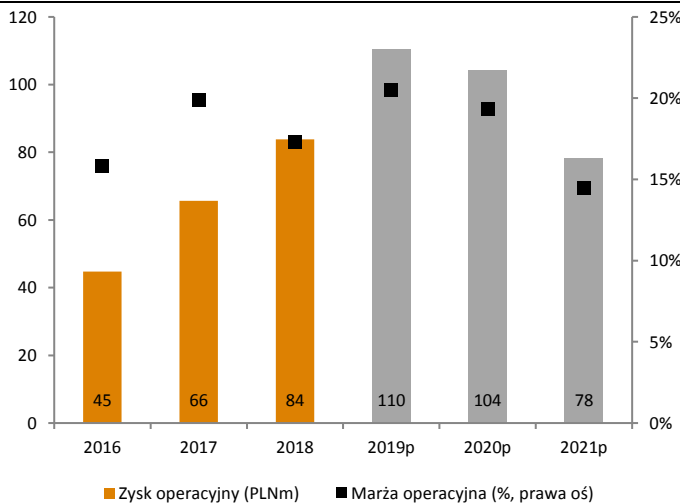
Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

**Wykres 4. Archicom: Przychody (PLNm)**


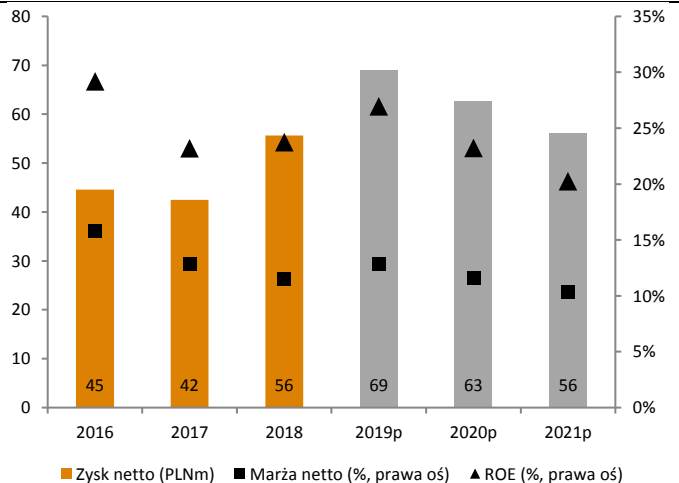
Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

**Wykres 5. Archicom: Koszty SG&A (PLNm)**


Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

**Wykres 6. Archicom: Zysk operacyjny (PLNm)**


Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

**Wykres 7. Archicom: Zysk netto skoryg. (PLNm)**


Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

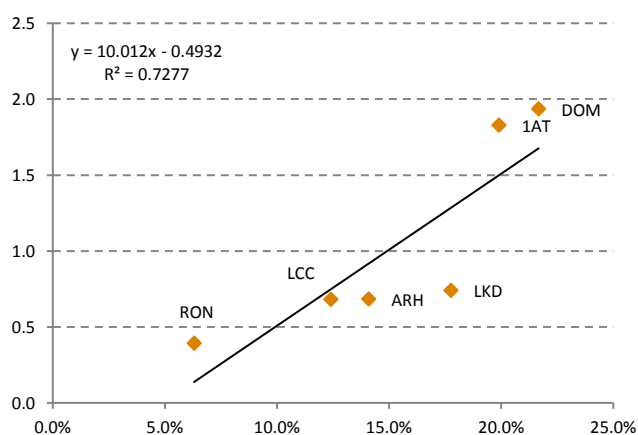
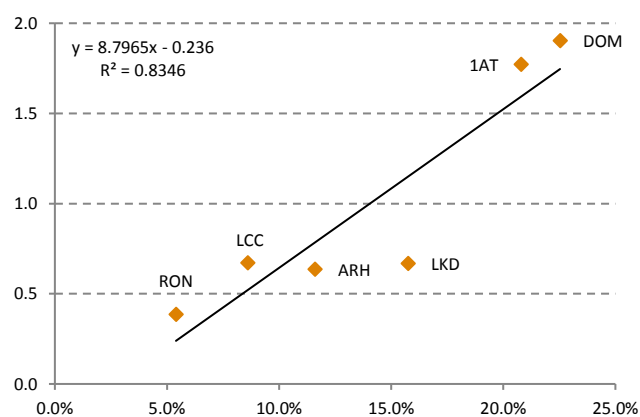


# Analiza porównawcza

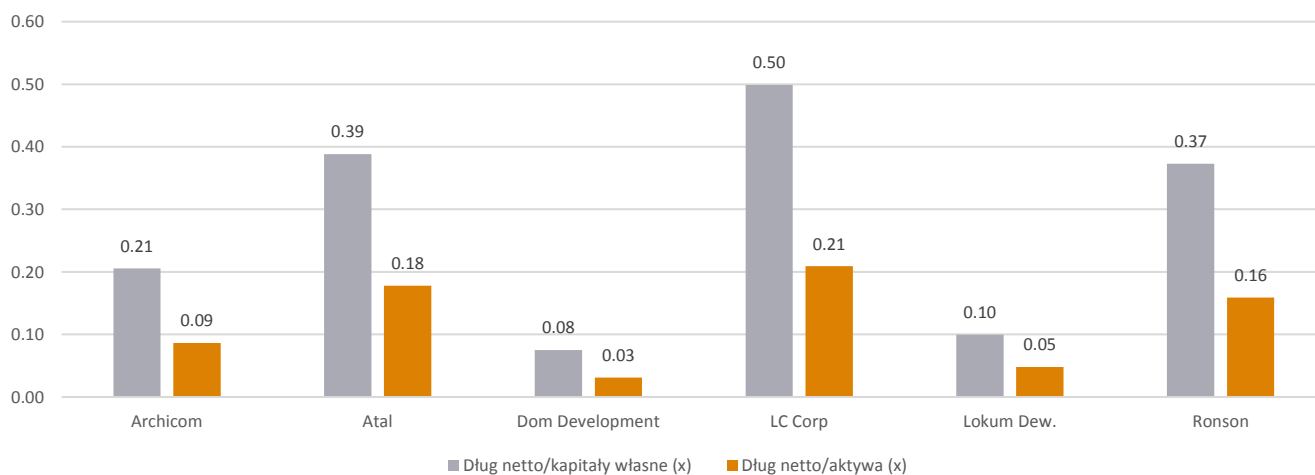
**Tabela 5. Deweloperzy mieszkaniowi – porównanie wskaźników finansowych**

Spółka	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)			P/BV (x)			ROE (%)			DY (%)		
			2019p	2020p	2021p	2019p	2020p	2021p	2019p	2020p	2021p	2019p	2020p	2021p
Dom Dev.	81.4	2025.5	8.9	8.5	10.1	1.93	1.90	1.96	21.7	22.5	19.2	11.2	11.2	11.0
Atal	39.9	1533.1	9.2	8.6	9.4	1.83	1.77	1.73	19.9	20.8	18.6	11.8	9.9	9.3
LC Corp	2.5	1080.9	5.2	8.0	6.8	0.68	0.67	0.63	12.4	8.6	9.7	12.4	10.4	6.6
<b>Archicom</b>	<b>13.8</b>	<b>355.2</b>	<b>5.1</b>	<b>5.7</b>	<b>6.3</b>	<b>0.68</b>	<b>0.64</b>	<b>0.62</b>	<b>14.1</b>	<b>11.6</b>	<b>9.9</b>	<b>7.5</b>	<b>12.0</b>	<b>11.5</b>
Lokum Dew.	15.7	286.2	4.4	4.5	7.1	0.74	0.67	0.63	17.8	15.8	9.4	n.a.	n.a.	n.a.
Marvipol	4.2	172.9	4.2	3.0	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	11.3	12.4	n.a.	n.a.	14.0	19.0
Ronson	0.9	139.4	6.5	6.3	6.5	0.39	0.38	0.38	6.3	5.4	4.1	7.6	7.6	7.6
<b>Mediana</b>			<b>5.2</b>	<b>6.3</b>	<b>6.8</b>	<b>0.71</b>	<b>0.67</b>	<b>0.63</b>	<b>14.1</b>	<b>12.4</b>	<b>9.8</b>	<b>11.2</b>	<b>10.8</b>	<b>10.2</b>

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

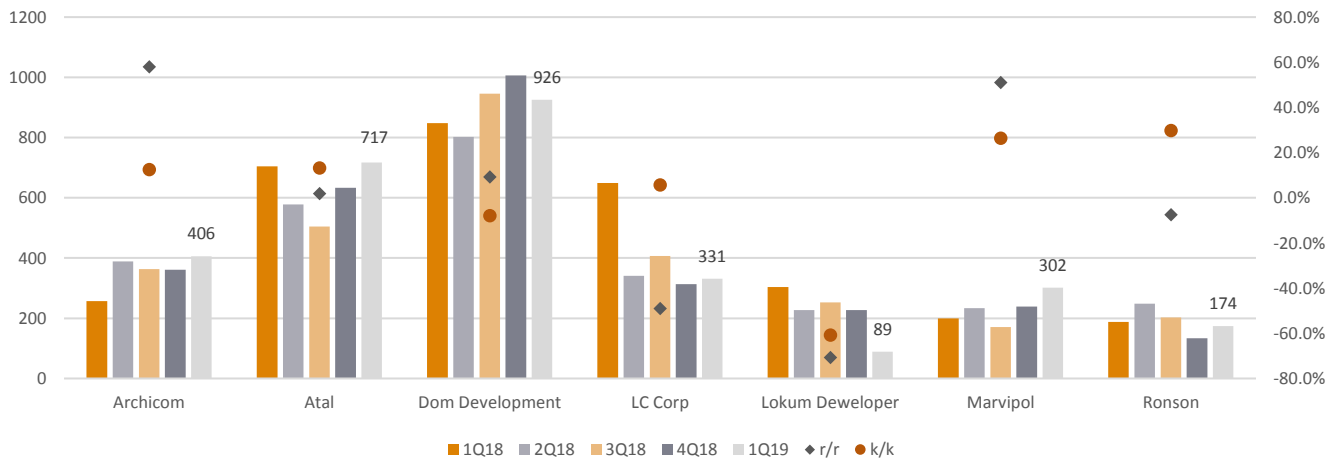
**Wykres 8. P/BV (x) vs. ROE (%), 2019p**

**Wykres 9. P/BV (x) vs. ROE (%), 2020p**


Źródło: Bloomberg, Prognozy Vestor DM

**Wykres 10. Deweloperzy mieszkaniowi: Dług netto/kapitały własne (x), Dług netto/aktywa (x) (stan na koniec 4Q18)**


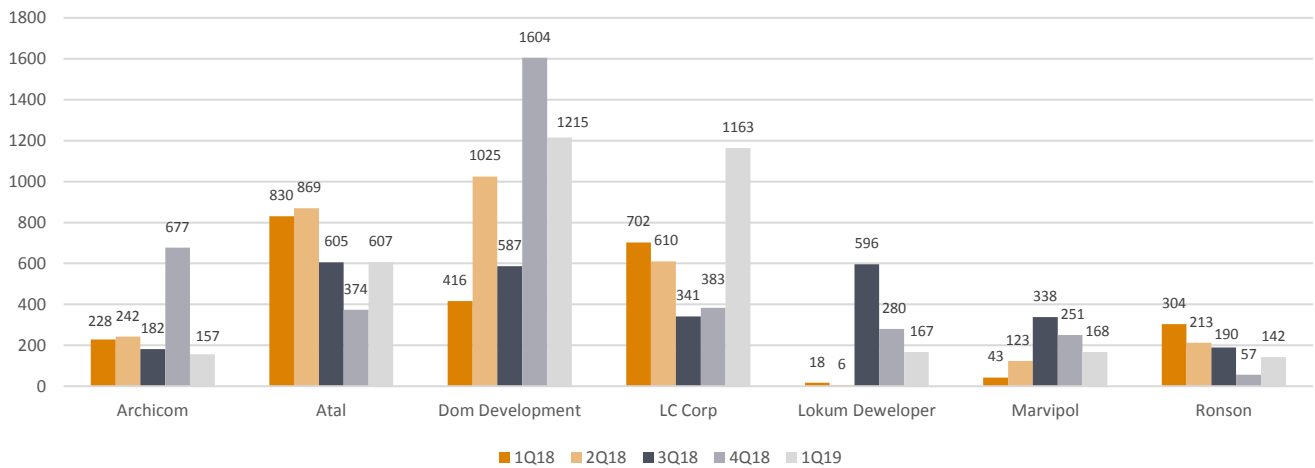
Źródło: Dane spółek, Vestor DM.

**Wykres 11. Deweloperzy mieszkaniowi: Przedprzedaż 1Q18 – 1Q19**



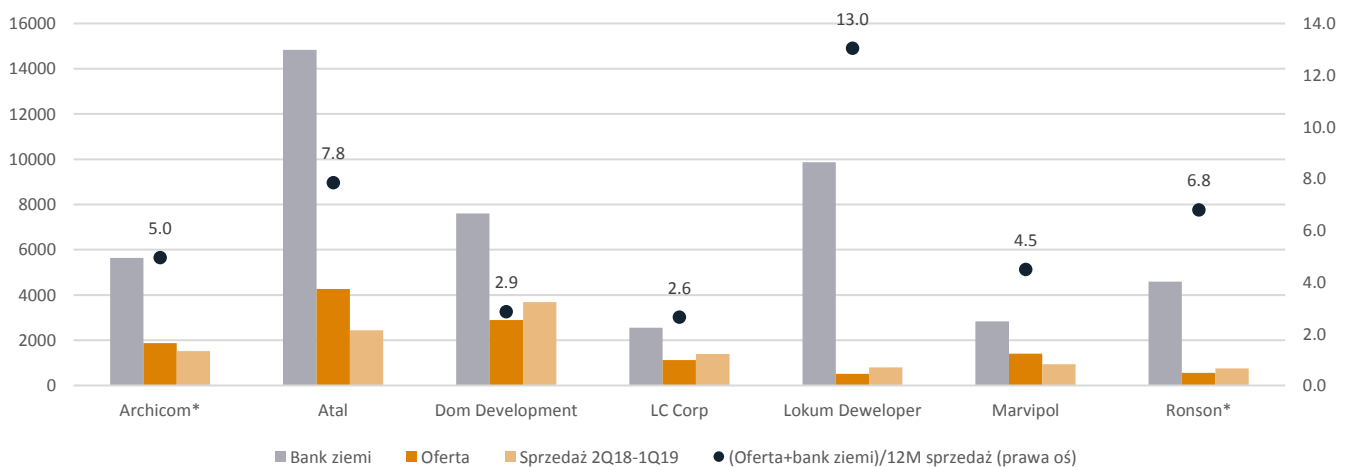
Źródło: Dane spółek, Vestor DM

**Wykres 12. Deweloperzy mieszkaniowi: Przekazania 1Q18 – 1Q19**



Źródło: Dane spółek, Vestor DM

**Wykres 13. Deweloperzy mieszkaniowi: Sprzedaż z 4 ostatnich kwartałów vs. oferta vs. bank ziemi (stan na koniec 4Q18)**



Źródło: Dane spółek, Vestor DM, \*stan na koniec 1Q19.

**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 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 OBYWATEŁOM 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 NIEZALŻNE 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 wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotykać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożenia, na które takie inwestycje są narażone.

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

**INFORMACJI DOTYCZĄCYCH WYCN/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 ŚWIADZYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUG Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, W SZCZEGÓLNOŚCI OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH.**

**W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM 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 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 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 składają bądź oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość 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 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 przygotowywali, 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: 1 rekomendację Kupuj, 2 rekomendacje Akumuluj, 2 rekomendacje Neutralnie, 0 rekomendacji 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 38 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

OSTATNIA REKOMENDACJA DOTYCZĄCA SPÓŁKI ARCHICOM ZOSTAŁA WYDANA W DNIU 10 STYCZNIA 2019 ROKU I NIE WSKAZYWAŁA KIERUNKU REKOMENDACYJNEGO.

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) 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 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 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 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.

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
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	Neutralnie	12M
66/2018	LC Corp	2018-11-22	Marek Szymański	3.2	2.5	Kupuj	12M
67/2018	ML System	2018-11-22	Maciej Hebda	35.3	27.1	Brak	12M
68/2018	LPP	2018-11-26	Marek Szymański	8600	7850	Akumuluj	12M
69/2018	PlayWay	2018-11-27	Maciej Hebda	172	140	Kupuj	12M
70/2018	Atal	2018-12-10	Marek Szymański	38.0	29.7	Kupuj	12M
71/2018	Dom Development	2018-12-10	Marek Szymański	75.0	65.6	Akumuluj	12M
72/2018	Archicom	2018-12-10	Marek Szymański	19.0	11.9	Brak	12M
73/2018	PKO BP	2018-12-10	Michał Fidelus	45.0	40.6	Akumuluj	12M
74/2018	Pekao	2018-12-10	Michał Fidelus	139.0	108.6	Kupuj	12M
75/2018	Santander Bank Polska	2018-12-10	Michał Fidelus	395.0	353.0	Akumuluj	12M
76/2018	mBank	2018-12-10	Michał Fidelus	440.0	429.0	Neutralnie	12M
77/2018	ING BSK	2018-12-10	Michał Fidelus	197.0	180.0	Akumuluj	12M
78/2018	Handlowy	2018-12-10	Michał Fidelus	75.6	70.0	Neutralnie	12M
79/2018	Millennium	2018-12-10	Michał Fidelus	9.7	9.1	Neutralnie	12M
80/2018	Alior Bank	2018-12-10	Michał Fidelus	70.0	55.2	Kupuj	12M
81/2018	Getin Noble Bank	2018-12-10	Michał Fidelus	0.76	0.31	Kupuj	12M
82/2018	Selvita	2018-12-12	Beata Szparaga-Waśniewska	85.0	49.0	Brak	12M
83/2018	Celon Pharma	2018-12-12	Beata Szparaga-Waśniewska	33.0	32.4	Neutralnie	12M
84/2018	Warimpex	2018-12-21	Marek Szymański	8.0	4.6	Brak	12M
1/2019	PKO BP	2019-01-10	Michał Fidelus	45.0	40.9	Akumuluj	12M
2/2019	PEKAO	2019-01-10	Michał Fidelus	140.0	113.1	Kupuj	12M
3/2019	SANTANDER	2019-01-10	Michał Fidelus	401.0	369.2	Akumuluj	12M
4/2019	MBANK	2019-01-10	Michał Fidelus	439.0	427.0	Neutralnie	12M
5/2019	ING	2019-01-10	Michał Fidelus	197.0	185.8	Neutralnie	12M
6/2019	HANDLOWY	2019-01-10	Michał Fidelus	74.5	69.2	Neutralnie	12M
7/2019	MILLENNIUM	2019-01-10	Michał Fidelus	9.7	9.0	Neutralnie	12M
8/2019	ALIOR BANK	2019-01-10	Michał Fidelus	70.0	56.2	Kupuj	12M
9/2019	GETIN NB	2019-01-10	Michał Fidelus	0.8	0.4	Kupuj	12M
10/2019	PKN ORLEN	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	108.0	107.5	Neutralnie	12M

11/2019	LOTOS	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	68.0	90.7	Sprzedaj	12M
12/2019	LPP	2019-01-10	Marek Szymański	8 600.0	8 140.0	Akumuluj	12M
13/2019	CCC	2019-01-10	Marek Szymański	260.0	186.4	Kupuj	12M
14/2019	LW BOGDANKA	2019-01-10	Marcin Górnik	62.6	54.7	Akumuluj	12M
15/2019	JSW	2019-01-10	Marcin Górnik	56.6	68.3	Sprzedaj	12M
16/2019	CD PROJEKT	2019-01-10	Maciej Hebda	222.0	153.7	Kupuj	12M
17/2019	11 BIT	2019-01-10	Michał Wojciechowski	288.0	268.0	Neutralnie	12M
18/2019	PLAYWAY	2019-01-10	Maciej Hebda	174.0	151.0	Kupuj	12M
19/2019	TEN SQUARE	2019-01-10	Maciej Hebda	75.6	83.4	Redukuj	12M
20/2019	CELON PHARMA	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	33.0	30.5	Neutralnie	12M
21/2019	SELVITA	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	85.0	52.0	Brak	12M
22/2019	SYNEKTIK	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	20.0	9.1	Kupuj	12M
23/2019	DOM DEV.	2019-01-10	Marek Szymański	75.0	63.0	Kupuj	12M
24/2019	LC CORP	2019-01-10	Marek Szymański	2.8	2.4	Kupuj	12M
25/2019	ARCHICOM	2019-01-10	Marek Szymański	18.8	11.2	Brak	12M
26/2019	WARIMPEX	2019-01-10	Marek Szymański	8.0	4.7	Brak	12M
27/2019	ATAL	2019-01-10	Marek Szymański	38.0	28.0	Kupuj	12M
28/2019	LOKUM	2019-01-10	Marek Szymański	23.5	15.0	Kupuj	12M
29/2019	WIELTON	2019-01-10	Marcin Górnik	14.6	9.8	Kupuj	12M
30/2019	AC AUTOGAZ	2019-01-10	Marcin Górnik	48.4	43.8	Akumuluj	12M
31/2019	ELEMENTAL HOLDING	2019-01-10	Marcin Górnik	1.8	1.4	Brak	12M
32/2019	APLISENS	2019-01-10	Michał Wojciechowski	13.5	10.1	Kupuj	12M
33/2019	VIGO SYS.	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	400.0	279.0	Brak	12M
34/2019	ML SYSTEM	2019-01-10	Maciej Hebda	35.8	28.0	Brak	12M
35/2019	KRUK	2019-01-10	Michał Fidelus	239.0	165.6	Kupuj	12M
36/2019	4FUN MEDIA	2019-01-10	Michał Wojciechowski	21.7	12.6	Brak	12M
37/2019	Elemental Holding	2019-02-12	Marcin Górnik	1.8	1.4	Brak	12M
38/2019	JSW	2019-02-12	Marcin Górnik	62	59	Neutralnie	12M
39/2019	PKO BP	2019-03-25	Michał Fidelus	43	38.7	Akumuluj	12M
40/2019	4FUN MEDIA	2019-03-26	Michał Wojciechowski	21.8	11.0	Brak	12M
41/2019	KGHM	2019-03-29	Marcin Górnik	117.0	104.0	Akumuluj	12M
42/2019	GETIN NB	2019-04-03	Michał Fidelus	0.7	0.7	Neutralnie	12M
43/2019	BOGDANKA	2019-04-16	Marcin Górnik	60.0	45.0	Kupuj	12M
44/2019	4FUN MEDIA	2019-04-29	Michał Wojciechowski	18.2	12.9	Brak	12M