

Aptor APT

Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji	Istotne wsparcie	Istotny opór	Cena zamknięcia	Kapitalizacja	C / Z
★★★★	Średnie	26,00	19,86	25,48	22,85	802,2 mln	17,8x

Ceny akcji w złotych

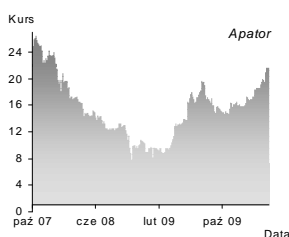
Małe déjà vu...

Opracowanie:

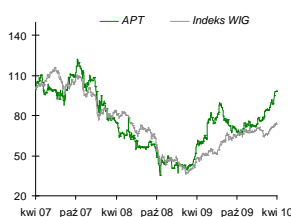
Adam Nowakowski
Analityk, Makler

Aktualizacja oceny na:

12 kwietnia 2010



Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK



Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK

Komentarz analityczny, 09 kwietnia 2010

Aptor wkroczył w 2010 rok z nadziejami na poprawę wyników, których odzwierciedleniem była prezentacja oficjalnej całorocznej prognozy zakładającej wypracowanie 40 mln zł zysku netto przy 400 mln zł na poziomie top line. To czego nie udało się dokonać w 2009 roku, w kontekście realizacji pierwotnej wielkości wyniku netto, ma zatem zostać osiągnięte w bieżącym roku. Inwestorzy mogą odczuwać swoiste déjà vu, tym niemniej liczymy, że konserwatywne prognozy zysku netto na 2010 rok zostaną tym razem zrealizowane, co uchroni ich od jednego z dwóch podstawowych rozczarowań, jakie w naszej ocenie decydowały o gorszym performance akcji Spółki w II połowie 2009 roku. Od naszego ostatniego raportu walory Aptora w skuteczny sposób minimalizowały wyznaczone przez nas dyskonto wyceny, tym niemniej dokonując aktualizacji Oceny spółki ustaliliśmy teoretyczną cenę akcji Aptora na bazie modelu DCF na poziomie 26 zł. W konsekwencji, decydujemy się utrzymać czterogwiazdkową Ocenę toruńskiej spółki.

Jakkolwiek na oficjalną prezentacji nowej strategii rozwoju Aptora poczekać trzeba będzie jeszcze kilka tygodni (spodziewamy się, że nastąpi ona na przełomie maja i czerwca), o tyle skłaniamy się do tego, że Grupa w najbliższych okresach: 1) będzie kładła nacisk na świadczenie kompleksowej usługi poprzez rozwój swojej oferty w zakresie wszystkich oferowanych produktów segmentu aparatury pomiarowej; 2) ubiegać się będzie w większym zakresie o zlecenia od klientów przemysłowych – w zakresie zdalnego odczytu, oprogramowania do zarządzania informacją o dystrybucji i pomiarach, czy też billingowania; 3) w dalszym ciągu rozwijać będzie eksport produktów – głównie do krajów Europy Zachodniej (m.in. Belgia, Holandia) oraz Rosji, jak również próbować zaistnieć na względnie nowych rynkach zbytu – m.in. szersze rozpoznanie

ryнку niemieckiego.

W kontekście przychodów z eksportu, zakładamy, że będą one kreowały odpowiednio 35% i 15% ich wartości w segmencie pomiarowym oraz łącznikowym w 2010 roku (vs. 40% i 16% zakładanych przez Spółkę), przy czym w kolejnych latach struktura przychodów segmentu pomiarowego winna ulegać zmianie na korzyść sprzedaży krajowej wraz z rozpoczęciem realizacji programu wymiany liczników energii elektrycznej na tzw. *smart-meters* (lata 2010-2017), którego łączną wartość szacuje się na ok. 7,6 mld zł.

Prezes Spółki w ostatnim czasie poinformował o planach restrukturyzacji Aptora. Wierzymy, że poza potencjalną sprzedażą gruntu w Toruniu i tym samym ewentualnymi przenosinami spółki matki do nowej siedziby, głównym przedmiotem działań restrukturyzacyjnych może być zależny Pafal – głównie w zakresie dalszej redukcji zatrudnienia, która winna nasilić się po upływie obowiązywania zagranicznych umów tej spółki na dostawę liczników indukcyjnych (połowa 2011 roku).

Zakładamy, że po dwóch latach przerwy Aptor powróci na ścieżkę realizacji dwucyfrowej marży netto, z kolei marża EBIT pozostanie na względnie podobnym poziomie, jak w 2009 roku (13,9%). O poprawie rentowności na bottom line decydować będą związane transakcje zabezpieczeń walutowych, które jeszcze rok wcześniej w dużej mierze zdeterminowały brak realizacji całorocznej prognozy wyników. Generalnie, w 2010 roku zakładamy, że z tytułu transakcji hedgingowych Aptor zaksięguje blisko 4,1 mln zł zysku, a wynik netto Grupy w tym roku przekroczy 45 mln zł (marża netto na poziomie 11,4%).

Utrzymujemy w mocy nasze wszystkie założenia ujęte w zakładce Zdaniem byków i niedźwiedzi z poprzedniego raportu.

Wycena

Standardowo, wycenę Aptora przeprowadziliśmy za pomocą dwóch metod: DCF oraz metody porównawczej.

W oparciu o model zdyskontowanych przepływów pieniężnych otrzymaliśmy bieżącą wartość spółki na poziomie 26,0 zł za akcję. Pokażny, blisko 30%

Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji	Istotne wsparcie	Istotny opór	Cena zamknięcia	Kapitalizacja	C / Z
★★★★	Średnie	26,00	19,86	25,48	22,85	802,2 mln	17,8x

Ceny akcji w złotych

jej wzrost, w porównaniu z naszym ostatnim raportem, wynika w dużej mierze z powrotu wraz z początkiem II kwartału 2010 roku do stosowania 5% (zamiast uprzednich 6%) premii za ryzyko kapitału. W ten sposób obniżeniu uległ średnioważony koszt kapitału (WACC) wykorzystywany w procesie dyskontowania przepływów pieniężnych.

W oparciu o wybrane zagraniczne spółki o podobnej charakterystyce działalności do Apatora, wskazuje na średnią cenę 26,90 zł, na bazie mnożnika P/E 2010-12.

Ryzyko

W naszej ocenie Apator to spółka o średnim ryzyku – jego analiza wypada korzystnie dla Spółki, co odzwierciedlone jest przez niskie poziomy ryzyka niesystematycznego (0,8%) oraz bety (0,72). Dodatkowo, naszą ocenę wspiera relatywnie niski stopień zadłużenia Spółki, ze wskaźnikiem Długu netto/EBITDA oscylującym poniżej poziomu 2x. Tym niemniej, ekspozycja spółki na ryzyko walutowe (ok. 1/3 przychodów Grupy realizowanych w EUR + zabezpieczenia walutowe), determinuje względnie dużą zmienność raportowanych z okresu na okres wyników. Czynniki te wzbrania nas przed zakwalifikowaniem Apatora do spółek o niskim ryzyku.

Zdaniem byków

- Apator winien wykazać swoją silną pozycję na krajowym rynku liczników energii elektrycznej i skutecznie partycypować w propagowanym przez Urząd Regulacji Energetyki programie wymiany liczników na „smart-meters” w nadchodzących latach, do 2017 roku;
- Posiadanie w swojej ofercie czterech podstawowych produktów segmentu pomiarowego oraz systemów informatycznych winno pozwolić na stworzenie kompleksowej usługi w zakresie wszystkich mediów, co tym samym otworzyłoby drogę do szerszej współpracy z kontrahentami przemysłowymi (operatorami);
- Wdrożenia wodomierzy ze zdalnym odczytem radiowym oraz presja na większą dokładność pomiaru winny w dalszym ciągu wspierać stronę popytową Apatora Powogaz;

- Potrzeby inwestycyjne oraz modernizacyjne polskiego sektora energetycznego powinny zaowocować wzrostem krajowego popytu w segmencie pomiarowym, jak i łącznikowym (w zakresie instalacji NN i ŚN);
- Spółka rokrocznie przekazuje znaczną część wypracowanego zysku na dywidendę. Nie inaczej będzie również w 2010 roku. Apator wypłacił już w grudniu 2009 roku zaliczkę na poczet dywidendy z zysku ubiegłego roku, a w najbliższych miesiącach wypłaci dodatkowe 30 gr/akcję w postaci dywidendy.

Zdaniem niedźwiedzi

- Apator 80% swojej ekspozycji netto na waluty zabezpiecza transakcjami terminowymi, które w przypadku ewentualnej deprecjacji rodzimej waluty mogą okazać się brzemiennie w skutkach dla prezentowanych wyników Spółki;
- Skala programu wymiany liczników energii elektrycznej w Polsce z pewnością wzbudzi zainteresowanie szerszego grona konkurentów, co w jeszcze większym stopniu wywierać będzie presję na Spółce by utrzymywać reżim kosztowy w zakresie TKW w celu realizowania założonych poziomów marż;
- Surowe warunki pogodowe mogą niekorzystnie odbić się na wynikach segmentu aparatury łącznikowej w I kwartale 2010 roku;
- Problemy płynnościowe zagranicznych kontrahentów mogą odwlekać w czasie podpisanie znacznych kontraktów na dostawę aparatury pomiarowej, a tym samym redukować poziom realizowanego eksportu.

Z perspektywy AT – ważne poziomy cenowe

Kurs spółki znajduje się w średnioterminowym trendzie wzrostowym i aktualnie znajduje się na swoim maksimum na 22,85. Nieznacznie powyżej tego poziomu znajduje się opór na 23,05, gdzie może pojawić się podaż. Przebicie tego poziomu będzie potwierdzało siłę kupujących i będzie zapowiadało atak na dotychczasowe, absolutne maksimum na 25,48. W przypadku silniejszego wzrostu podaż winna pojawić się na górnym ograniczeniu kanału wzrostowego na 26,81 lub też

Apator APT

Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji	Istotne wsparcie	Istotny opór	Cena zamknięcia	Kapitalizacja	C / Z
★★★★	Średnie	26,00	19,86	25,48	22,85	802,2 mln	17,8x

Ceny akcji w złotych

na 27,90. Najbliższe wsparcie znajduje się na 20,17, a w razie jego przełamania będę zwracał uwagę na 19,11 oraz 18,16, gdzie znajduje się linia przyspieszonego trendu wzrostowego. Wykres spółki sprawia korzystne wrażenie i liczę, że papier będzie podejmował próbę przebicia barier na 23,05 oraz 25,48. O pogorszeniu wskazań dla spółki będzie można mówić w przypadku przełamania poziomu 19,86.

Tomasz Jerzyk, Analityk Techniczny DM BZ WBK

Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji	Istotne wsparcie	Istotny opór	Cena zamknięcia	Kapitalizacja	C / Z
★★★★	Średnie	20,10	15,61	17,72	17,59	617,5 mln	19,6x

Ceny akcji w złotych

Komentarz analityczny, 10 lutego 2010

Globalne spowolnienie gospodarcze nie odcisnęło znaczącego piętna na fundamentach Aptora, tym niemniej 2009 rok nie potoczył się dokładnie tak, jakby się mogli tego spodziewać akcjonariusze Spółki. Powody są w naszej opinii dwa: 1) początkowe nadzieje, a następnie rozczarowanie brakiem pozyskania kontraktów na dostawę liczników przedpłatowych do Indonezji oraz 2) brak możliwości realizacji i w konsekwencji rewizja w dół pierwotnej prognozy zysków dla Spółki w 2009 roku. Czynniki te spowodowały, że właściwie od połowy roku Spółka nie partycypowała w hossie, jaka stała się udziałem rynków kapitałowych. Czas jednak zapomnieć o minionym roku i rozpocząć pomiar zysków toruńskiego Aptora! Wierzymy, że m.in. dzięki realizacji planowanego projektu wymiany liczników w Polsce, wciąż atrakcyjnie wyglądającym perspektywom rozwoju przychodów z zagranicy oraz brakiem wpływu „toksycznych” opcji zawartych jeszcze w 2008 roku, Aptor w najbliższych latach będzie mógł się pochwalić rekordowymi wynikami na poziomie wyniku netto. Bazując na metodzie DCF wyznaczaliśmy wartość akcji Aptora na poziomie 20,1 zł, co generuje kilkunastoprocentowy potencjał wzrostu.

Mimo, że nie została jeszcze ogłoszona nowa oficjalna strategia rozwoju Aptora, to zakładamy, że w kontekście segmentu pomiarowego będzie ona kładła istotny nacisk na wykorzystanie wszystkich czterech podstawowych produktów Spółki w celu dostarczania kompleksowych usług zarówno dla klienta detalicznego, jak i w coraz większym stopniu przemysłowego. Mamy tu na myśli przede wszystkim dostarczanie produktów wyposażonych w systemy zdalnego odczytu, posiadających oprogramowanie do zarządzania informacją o dystrybucji i pomiarach, czy wreszcie billingowanie abonentów szerokopojętych usług komunalnych oraz produkty generujące siatkę pomiarową z mapami GIS dla operatorów.

Zakładamy, że w latach 2009-2012 przychody Grupy Aptor wzrastać będą w średniorocznym

tempie 8,8%. Głównym czynnikiem stymulującym sprzedaż na rynku krajowym winien być program wymiany tradycyjnych liczników energii elektrycznej na tzw. smart-meters (lata 2010-2017), którego łączną wartość szacuje się na ok. 7,6 mld zł. Poza segmentem liczników energii elektrycznej, liczymy na udany rok w wykonaniu Aptora Powogaz, głównie w zakresie rynku wodomierzy (rynek ciepłomierzy winien zgłaszać w dalszym ciągu umiarkowany popyt), na polu którego poznańska spółka miałaby walczyć o tę część rynku, która w ostatnich okresach zasilana była wodomierzami z zagranicy (według Spółki w 2009 roku wielkość sprzedanych wodomierzy z importu wyniosła ok. 1,3 mln szt.). Dodatkowo, wolumeny sprzedaży winny być wspierane przez wdrożenia wodomierzy ze zdalnym odczytem radiowym. W najbliższych trzech latach zakładamy również ożywienie na krajowym rynku gazomierzy, którego dołek popytu winien być ustanowiony w bieżącym roku (tempo wzrostu sprzedaży gazomierzy w najbliższych trzech latach wyniesie według naszych szacunków ponad 6%).

Ok. 30% przychodów Grupy pochodzi z eksportu, jednakże szacujemy, że struktura sprzedaży w najbliższych latach zmieni się na korzyść krajowej, głównie na skutek wspomnianego wyżej programu wymiany liczników energii elektrycznej. W kontekście eksportu, spodziewamy się jeszcze niecałych dwóch lat realizacji dostaw liczników indukcyjnych Pafalu na Węgry i do Niemiec. Mało realne jest z kolei uzyskanie kontraktów na dostawę liczników przedpłatowych do Indonezji, czego główną przesłanką jest wejście tego kraju do obszaru bezcłowego z Chinami, co spowodowało wzrost konkurencji wywierającej presję na potencjalne marże Aptora ze strony chińskich przedsiębiorstw. O wiele bardziej obiecująco zapowiadają się ewentualne kontrakty egipskie, w których Aptor Metrix miałby dostarczać komponenty na potrzebę budowy gazomierzy dedykowanych na rynek egipski.

Nawiązując do wyników 2009 roku, szacujemy, że obniżona prognoza Aptora, zakładająca wypracowanie 32 mln zł zysku netto, przy przychodach sięgających 360 mln zł może nie zostać w pełni zrealizowana (na co wpływ w dalszym ciągu będą miały przede wszystkim rozliczenia transakcji hedgingowych). Nasze

Apator APT

Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji	Istotne wsparcie	Istotny opór	Cena zamknięcia	Kapitalizacja	C / Z
★★★★	Średnie	20,10	15,61	17,72	17,59	617,5 mln	19,6x

Ceny akcji w złotych

szacunki wskazują na 31,6 mln zł na poziomie wyniku netto i 368,1 mln zł na poziomie top line.

W kontekście realizowanych marż, najbliższe okresy, pomimo zakładanego wzrostu konkurencji na krajowym rynku liczników energii elektrycznej, winny przynieść poprawę rentowności prowadzonego biznesu. Znajdujemy ku temu kilka przesłanek, spośród których na pierwszy plan wysuwa się 1) dalszy proces restrukturyzacji zatrudnienia, który winien nasilić się po okresie obowiązywania zagranicznych umów Pafalu na dostawę liczników indukcyjnych (połowa 2011 roku), jak również w następstwie upływu trzyletniego okresu ochrony zatrudnienia pracowników przejmowanego w 2008 roku PoWoGazu; 2) korzystnie zawarte transakcje zabezpieczające, przy założeniu umacniającego się złotego względem unijnej waluty, („toksyczne” umowy opcyjne z 2008 roku zostały niemalże w całości rozliczone w 2009 roku). Podsumowując, w okresie najbliższych trzech lat (2010-2012) marża zysku brutto na sprzedaży winna oscylować w przedziale 34,1-35,3%, a spodziewana marża netto w przedziale 11,2-12,6%.

Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji	Istotne wsparcie	Istotny opór	Cena zamknięcia	Kapitalizacja	C / Z
Wstrzymana	Średnie	15,15	14,00	19,00	16,57	584,8 mln	21,2x

Ceny akcji w złotych

Komentarz analityczny, 29 maja 2009

Pierwszy trzymiesięczny okres roku utwierdził w nas przekonanie o stabilności prowadzonego przez spółkę biznesu. Periodycznie napędzany (zgodnie z rytmem upływu okresu legalizacji) popyt na poszczególne segmenty aparatury pomiarowej oraz coraz większa ekspozycja spółki na eksport przy relatywnie słabej kondycji rodzimej waluty sprawiły, że Apator mógł się pochwalić najwyższym w swej historii wynikiem operacyjnym za I kwartał roku. Mając w pamięci to, że pierwsze trzy miesiące roku są standardowo najslabszym okresem w wykonaniu toruńskiej spółki, znajdujemy podstawy dla podwyższenia prognoz przychodów, a w konsekwencji wyceny akcji spółki o ponad 10%, do 15,15 zł. Jednocześnie, ze względu na opublikowane informacje o gotowości przystąpienia spółki do intratnego (12 mld USD !) przetargu na wymianę liczników energii elektrycznej w Indonezji, wstrzymujemy się ze sformułowaniem oceny gwiazdkowej dla spółki. Biorąc pod uwagę, iż obecne notowania akcji Apatora będą uzależnione od szacunków rynku dotyczących prawdopodobieństwa wygrania oraz ewentualnej kwoty kontraktu, nadanie oceny nastąpi po rozstrzygnięciu przetargu. Bazując bowiem na założeniach Prezesa w tej sprawie, nasze kalkulacje wskazują, że wartość spółki mogłaby wzrosnąć nawet ponad dwukrotnie...

Jakkolwiek trudno jest przecenić wpływ ocieplenia klimatu na rynkach kapitałowych, tak uważamy, że znakomity performance walorów spółki na przestrzeni ostatnich miesięcy związany był w dużej mierze z dyskontowaniem przez rynek dobrego wyniku za I kw.'09. Niska rokroczna baza porównawcza (spowodowana: 1) przedłużającym się procesem prywatyzacji i konsolidacji polskiej energetyki, co determinowało niższą sprzedaż przedpłatowych liczników energii elektrycznej w I kw.'08 oraz 2) nieujmowaniem w skonsolidowanym wyniku wkładu PoWoGazu) pozwoliła na wykazanie 44% r/r dynamiki wzrostu przychodów spółki (niecałe 20% uwzględniając wolumeny poznańskiej spółki zależnej w I kw.'08), a relatywnie silny kurs EURPLN przełożył się na historycznie najwyższy wynik Apatora w okresie I

kwartału roku na poziomie zysku na sprzedaży (13,0 mln zł, +86,2% r/r). Dodatkowo, wzrost o 4,4 pkt. proc. udziału eksportu w strukturze sprzedażowej Grupy, przy wspomnianym już silnym euro pozwolił na blisko podwojenie realizowanej marży na sprzedaży (z 7,24% do 14,39%).

Wynik netto był po raz kolejny zaniżony przez negatywny wpływ zabezpieczeń walutowych. Tym niemniej, rozliczenie przed terminem części zwartych umów kontraktowych oraz podpisane z bankami porozumienia dają nadzieję na mniejsze obciążenia zysku netto kosztami finansowymi w dalszej części roku, zwłaszcza w kontekście zakładanej przez nas aprecjacji złotówki względem unijnej waluty.

Rekordowo wysokie przychody, w kontekście sezonowo najslabszego pierwszego kwartału roku, dały nam podstawę do rewizji w górę całorocznego wyniku sprzedażowego (404,9 mln zł, +13,7% r/r i +7,2% vs. naszej wcześniejszej prognozy). Poza relatywnie silnym euro, w ujęciu rocznym obiecująco zapowiadają się wolumeny sprzedaży wodomierzy (zakładamy dynamiczny wzrost tego segmentu sprzedaży przez najbliższe trzy lata), liczników energii elektrycznej (zwłaszcza liczników zdalnego odczytu oraz liczników indukcyjnych kierowanych na rynek niemiecki i węgierski przez FAP Pafal) oraz gazomierzy elektronicznych kierowanych na eksport (głównie do Belgii oraz Holandii). Generalnie, zrewidowane średnioroczne tempo wzrostu przychodów w okresie prognozy jest wyższe wobec naszych marcowych szacunków o 0,3 pkt. proc. i wynosi 5,4%.

W kontekście realizowanych marż, po dwuletniej regresji (lata 2008-2009) zakładamy powrót Apatora na ścieżkę dwucyfrowej rentowności netto, a tym samym ponad czterdziestomilionowe zyski netto począwszy od przyszłego roku. W lata 2010-2016 marża netto ma oscylować w granicach 10-11,4%.

Apator APT

Roczna sprzedaż (w mln) 367,6 Kapitalizacja (w mln) 802,2 Sektor Elektromaszynowy

Profil działalności

Apator SA jest grupą działającą na rynku aparatury pomiarowej, łącznikowej oraz górniczej. Spółka sprzedaje swoje wyroby zarówno na rynku krajowym jak i na rynkach zagranicznych. Podstawowe produkty spółki to m.in. LEWsystem APATOR, AMRsystem APATOR, przedpłatowe liczniki energii elektrycznej czy ograniczniki przepięć.

Główni udziałowcy	
Apator Mining	18,80 %
Mariusz Lewicki	5,74 %
Tadeusz Sosgórnik	5,41 %
Danuta Guzowska	4,33 %
Zbigniew Jaworski	3,78 %
Janusz Marzygłowski	2,99 %
Free folat	58,95 %

Wskaźniki tempa wzrostu (roczne, składowe)					
	1rok	2lata	3lata	4lata	5lat
Sprzedaż	8,0	5,6	8,4	8,3	7,5
Zysk operacyjny	8,1	-1,1	8,9	7,0	8,7
Zysk netto	48,7	45,4	9,2	4,7	0,1
Zysk na akcję (EPS)	48,7	45,4	9,3	4,8	-37,9

Wskaźniki rentowności					
	2007	2008	2009	2010P	2011P
Marża brutto %	31,45	33,20	34,93	34,64	36,51
Marża na sprzedaży %	13,2	13,5	13,5	14,1	16,4
Marża operacyjna %	13,8	15,9	13,9	13,9	15,9
Marża netto %	11,1	6,0	8,2	11,4	13,4

Wskaźniki efektywności					
	2007	2008	2009	2010P	2011P
ROE %	22,5	13,2	17,2	20,4	20,8
ROA %	17,7	6,8	10,2	12,8	14,4
ROIC %	21,2	19,1	16,4	18,3	21,3
EVA	18,0	21,3	15,8	19,9	29,3

Wskaźniki zadłużenia					
	2007	2008	2009	2010P	2011P
Stopa zadłużenia %	21,1	47,5	39,5	36,1	29,8
Obsługa zadłużenia	17,8	2,4	5,2	19,0	27,8
Debt/EBITDA	0,7	2,1	1,8	1,8	1,4

Analiza wrażliwości wyceny metodą DCF					
gWACC	8,2%	9,2%	10,2%	11,2%	12,2%
1%	30,8	27,2	24,5	22,3	20,5
2%	33,7	29,3	26,0	23,4	21,3
3%	37,8	32,0	27,9	24,8	22,4

Wydane rekomendacje

Data publikacji	Cena rynkowa	Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji
09-04-2010	22,85	★★★★	Średnie	26,00
10-02-2010	17,59	★★★★	Średnie	20,10
29-05-2009	16,57	Wstrzymana	Średnie	15,15
04-03-2009	9,40	★★★★	Średnie	13,75

DLUGOTERMINOWE OCENY SPÓŁEK:

Data publikacji	Cena rynkowa*	Wycena rynkowa	Ocena bezpieczeństwa	Ocena AT	Cena docelowa*
26-09-2007	23,64	4	4	4	27,54-28,35

* ceny skorygowane o wypłacone w danym okresie dywidendy

Wybrane dane finansowe

	2007	2008	2009	2010P	2011P
Sprzedaż	311,3	356,2	367,6	397,0	434,6
Koszty produktów	213,4	237,9	239,2	259,5	275,9
Marża brutto	97,9	118,3	128,4	137,5	158,7
Koszty sprzedaży	18,0	22,0	24,4	26,4	28,9
Koszty zarządu	38,9	48,1	54,2	55,2	58,7
Zysk na sprzedaży	41,0	48,2	49,7	55,9	71,1
Poz. dział. oper.	1,8	8,3	1,5	-0,6	-1,8
Zysk operacyjny	42,8	56,5	51,2	55,3	69,3
EBITDA	55,6	70,5	66,4	70,7	95,0
Dział. finansowa	0,6	-27,5	-11,5	1,3	3,8
Zysk brutto	43,4	29,0	39,7	56,7	73,1
Podatek	8,8	6,0	8,1	11,6	14,9
Inne obciążenia	0,0	1,7	1,4	0,0	0,0
Zysk netto	34,7	24,8	30,3	45,1	58,2
EPS	0,98	0,61	0,86	1,28	1,66

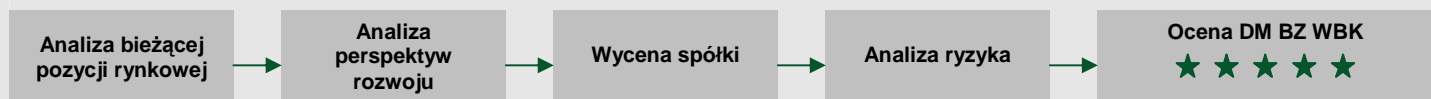
Mnożniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010P	2011P
P/E	26,3	42,8	30,1	20,2	15,7
EV/EBITDA	17,2	13,6	14,4	13,6	11,2
EV/Sprzedaż	3,1	2,7	2,6	2,4	2,2
P/BV	5,9	5,7	5,2	4,1	3,3

Mnożniki rynkowe – spółki porównawcze

	C/Z		EV/EBITDA	
	2010P	2011P	2010P	2011P
Itron Inc.	24,9	19,5	13,1	10,9
Phoenix Mecano AG	16,2	11,6	7,9	6,6
Vaisala Oyj	22,7	17,5	10,4	8,4
Wasion Group Holdings Ltd	13,4	11,3	10,8	8,7
Schaffner Holding AG	28,8	13,4	10,5	7,2
Avx Corp	18,0	16,1	7,9	6,1
Nedap	17,7	12,5	8,5	7,8
Crompton Greaves Limited	22,8	20,0	14,2	12,7
Havells India Limited	30,5	17,6	14,7	9,7
Mediana	22,7	16,1	10,5	8,4
Apator	17,8	13,8	11,3	8,9
dyskonto/premia	-21,7%	-14,5%	8,1%	5,8%

METODOLOGIA OCENY SPÓŁKI DM BZ WBK



- Sytuacja branży, w której działa spółka
- Pozycja konkurencyjna
- Analiza sprawozdań finansowych

- Ocena kompetencji zarządu (spotkanie z zarządem)
- Weryfikacja wartości dodanej realizowanych/planowanych inwestycyjnych

- Wiodącą metodą wyceny jest DCF
- Dodatkowo przygotowywana jest wycena porównawcza

- Stabilność wyników
- Obsługa zadłużenia
- Ryzyko systematyczne oraz niesystematyczne

- Skala ryzyka**
- Niskie
- Średnie
- Umiarkowane
- Wysokie
- Ekstremalne

- ★★★★★ Odpowiednik KUPIUJ
- ★★★★ Odpowiednik AKUMULUJ
- ★★★ Odpowiednik NEUTRANIE
- ★★ Odpowiednik REDUKUJ
- ★ Odpowiednik SPRZEDAJ

Jak nadajemy ocenę?

Krok 1 Wyceniamy bieżącą wartość spółki

Krok 2 Określamy poziom ryzyka spółki

Krok 3 Nakładamy premie do bieżącej wartości dla spółek o niskim ryzyku oraz dyskonto dla spółek o wysokim ryzyku (max premia 10%, max dyskonto -10%)

Krok 4 Nadajemy Ocenę DM BZ WBK

- ★★★★★ Cena rynkowa mniejsza o 20% od skorygowanej ryzykiem wartości bieżącej
- ★★★★ Cena rynkowa mniejsza o 10 do 20% od skorygowanej ryzykiem wartości bieżącej
- ★★★ Cena rynkowa w przedziale -10 do +10% w stosunku do skorygowanej ryzykiem wartości bieżącej
- ★★ Cena rynkowa większa o 10 do 20% od skorygowanej ryzykiem wartości bieżącej
- ★ Cena rynkowa większa o 20% od skorygowanej ryzykiem wartości bieżącej

Jak sugerujemy dokonywać transakcje?

Kluczowym elementem naszego raportu jest Ocena DM BZ WBK. Uważamy, że spółki dla których wydaliśmy ocenę pięć oraz czterogwiazdkową są niedowartościowane i będą generować stopy zwrotu wyższe od wymaganych (WACC), natomiast spółki z ocenami trzygwiazdkowymi będą osiągać stopy zwrotu na poziomie WACC. Nie zawsze jednak kupno spółki bezpośrednio po wydaniu rekomendacji jest najlepszym momentem dokonania transakcji. Dlatego w naszym raporcie uwzględniliśmy również istotne poziomy cenowe wynikające z Analizy Technicznej. Poziomy w nagłówku raportu są optymalne z punktu widzenia AT, jednak nie można zagwarantować, że pułapy te zostaną osiągnięte. Więcej poziomów AT można znaleźć w komentarzu – „Ważne poziomy cenowe”.

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU DOKUMENTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE DOKUMENTU

* Dom Maklerski BZ WBK Spółka Akcyjna z siedzibą w Poznaniu, Pl. Wolności 15, 60-697 Poznań, wpisany do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy Poznań - Nowe Miasto i Wilda, VIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 000006408, o kapitale zakładowym w wysokości 45 073 400 zł w pełni wpłaconym, NIP 778-13-59-968, będącym spółką zależną Banku Zachodniego WBK S.A., działającym pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego.* Niniejszy dokument stanowi publikację handlową.

www.dmbzbwbk.pl, e-mail: sekretariat.dm@bzbwbk.pl, dm.inwestor@bzbwbk.pl, Pl. Wolności 15, 60-697 Poznań, tel.: (061) 856 48 80, (061) 856 44 45

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Maklerski BZ WBK S.A., podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U.05.183.1538 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.05.184.1539 z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U.05.183.1537 z późn. zm.). Materiał ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Domu Maklerskiego BZ WBK S.A. uprawnionych do otrzymywania rekomendacji na podstawie umów o świadczenie usług maklerskich.

Wszelkie znaki towarowe, oznaczenia usług i logo użyte w niniejszym dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług lub zarejestrowanymi znakami towarowymi lub oznaczeniami usług Domu Maklerskiego BZ WBK S.A.

Niniejszy dokument nie stanowi oferty, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym. Jego autorem jest Dom Maklerski BZ WBK S.A. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Niniejszy dokument nie będzie stanowił podstawy do uznania jego adresatów klientami Domu Maklerskiego BZ WBK S.A., ze względu na fakt jego otrzymania. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację u niezależnego doradcy inwestycyjnego. Zaden z zapisów w niniejszym dokumencie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakakolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Podmioty powiązane z Domem Maklerskim BZ WBK S.A. mogą, w zakresie dopuszczalnym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje związane z finansowaniem spółki Apator S.A. („Emitent”) świadcząc usługi na rzecz lub pośrednicząc w świadczeniu usług przez Emitenta lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). Dom Maklerski BZ WBK S.A. może, w zakresie dopuszczalnym prawem Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom. O ile stosowne prawo w zakresie właściwej jurysdykcji nie przewiduje inaczej, jedynie autoryzowane spółki powiązane Domu Maklerskiego BZ WBK S.A. będą uprawnione do realizowania zleceń na Instrumenty finansowe od klientów w obrębie tych jurysdykcji. Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub usług świadczonych przez osobę spoza Wielkiej Brytanii lub innych zagadnień nie leżących w zakresie Financial Services Authority.

Szczegółowe informacje dostępne są na życzenie. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. ze źródeł uznawanych za wiarygodne, pomimo to, Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie przyjmuje odpowiedzialności za straty spowodowane jego wykorzystaniem i nie gwarantuje jego dokładności lub kompletności. Nie należy opierać się na niniejszym dokumencie jako takim i nie należy go wykorzystywać zamiast niezależnego osądu.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku. Niniejsza rekomendacja obowiązuje przez okres 12 miesięcy od dnia jej wydania, nie dłużej jednak niż do czasu wydania następnego rekomendacji

Dom Maklerski BZ WBK S.A. mógł wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie jest zobowiązany do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów dokumentu niniejszego.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. oraz spółki powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia w niniejszym dokumencie przygotowanym przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. lub wysłanym przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. do dowolnej osoby w związku z oferowanymi instrumentami finansowymi i każda taka osoba będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i będzie odpowiedzialna za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi tematem niniejszego lub dowolnego innego dokumentu. Niniejsze oświadczenie będzie częścią oraz warunkiem każdej umowy zawartej przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. lub jego spółki powiązane z każdą taką osobą odnośnie dowolnej transakcji instrumentami finansowymi. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikłe wskutek złożenia zlecenia na podstawie niniejszego dokumentu. NINIEJSZY DOKUMENT NIE STANOWI OFERTY LUB ZAPROSZENIA DO SUBSKRYPCJI LUB ZAKUPU INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH. NINIEJSZY DOKUMENT ANI ŻADEN Z JEGO ZAPISÓW NIE BĘDZIE STANOWIŁ PODSTAWY DO ZAWARCIA UMOWY LUB POWSTANIA ZOBOWIĄZANIA. NINIEJSZY DOKUMENT JEST PRZEDSTAWIONY PAŃSTWU WYŁĄCZNIE W CELACH INFORMACYJNYCH I NIE MOŻE BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY OSOBOM TRZECIM.

W SZCZEGÓLNOŚCI ANI NINIEJSZY DOKUMENT, ANI JEGO KOPIA NIE MOGĄ ZOSTAĆ BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO PRZEKAZANE LUB WYDANE W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, AUSTRALII, KANADZIE, JAPONII.

ROZPOWSZECHNIANIE BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W TYCH PAŃSTWACH LUB WŚRÓD OBYWATELI TYCH PAŃSTW LUB OSÓB W NICH PRZEBYWAJĄCYCH MOŻE STANOWIĆ NARUSZENIE PRAWA DOTYCZĄCEGO INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH OBOWIĄZUJĄCEGO W TYCH KRAJACH.

ROZPOWSZECHNIANIE LUB UDOŚTĘPNIANIE TEGO DOKUMENTU NA TERYTORIUM INNYCH PAŃSTW MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ ODPOWIEDNIE PRZEPISY PRAWA. OSOBY UDOŚTĘPNIAJĄCE LUB ROZPOWSZECHNIAJĄCE TEN DOKUMENT SĄ OBOWIĄZANE ZNAĆ TE OGRANICZENIA I ICH PRZESTRZEGAĆ.

W USA LUB WIELKIEJ BRYTANII NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ JEDYNIENIE ROZPOWSZECHNIANY WŚRÓD OSÓB, KTÓRE POSIADAJĄ PROFESJONALNĄ WIEDZĘ W ZAKRESIE INWESTOWANIA ZGODNIE Z (A) ARTYKUŁEM 19(5), 38, 47 I 49 USTAWY Z 2000 ROKU O RYNKACH I USŁUGACH FINANSOWYCH I ROZPORZĄDZENIEM Z 2001. NINIEJSZY DOKUMENT ANI JEGO KOPIE NIE MOGĄ BYĆ UDOŚTĘPNIANE NA TERENIE JURYSDYKCJI POZA TERYTORIUM WIELKIEJ BRYTANII, W KTÓRYCH JEGO UDOŚTĘPNIANIE MOŻE BYĆ ZAKAZANE PRAWEM. OSOBY, KTÓRE OTRZYMUJĄ NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY SIĘ ZAZNAJOMIĆ I PRZESTRZEGAĆ WSZELKICH TAKICH OGRANICZEŃ.

NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM. INFORMACJI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI DOMU MAKLERSKIEGO BZ WBK S.A.

DOM MAKLERSKI BZ WBK S.A. INFORMUJE, IŻ INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW. DOM MAKLERSKI BZ WBK S.A. ZWRACA UWAGĘ, IŻ 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, POLITYCZNE I PODATKOWE.

DECYZJA O ZAKUPIE WSZELKICH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Dom Maklerski BZ WBK S.A. korzystał z następujących metod wyceny :

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz
- 2) porównawczej.

Metoda 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 porównywalnych 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 porównywalnych spółek.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

- EBIT - zysk operacyjny
- EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
- P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję
- EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto
- PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków
- EPS - zysk na akcję
- CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych
- WACC - średni ważony koszt kapitału
- CAGR - średnioroczny wzrost
- P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
- NOFAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu
- FCF - wolne przepływy pieniężne
- BV – wartość księgowa
- ROE – zwrot na kapitale własnym

Emitent nie posiada akcji Domu Maklerskiego BZ WBK S.A.

Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Domu Maklerskiego BZ WBK S.A.

Żądna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej mniej niż 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie był stroną umowy mającej za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mającej związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie nabywał lub nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie pełni roli animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie pełni roli animatora emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał wynagrodzenia z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Bank Zachodni WBK S.A., który jest powiązany z Domem Maklerskim BZ WBK S.A., nie otrzymał wynagrodzenia z tytułu świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz Emitenta oraz nie zawarł umowy z Emitentem w sprawie świadczenia takich usług.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie posiada akcji Emitenta instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Bank Zachodni WBK S.A., który jest podmiotem powiązanym z Domem Maklerskim BZ WBK S.A., nie jest pośrednio powiązany z Emitentem.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z Domem Maklerskim BZ WBK S.A. Dom Maklerski BZ WBK S.A. 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 Dom Maklerski BZ WBK S.A. składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie jest stroną żadnej umowy – z wyjątkiem umów brokerskich z Klientami, w wykonaniu których Dom Maklerski BZ WBK S.A. sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie swoich klientów - której świadczenie byłoby zależne od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym dokumencie.

Wynagrodzenie otrzymywane przez 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 Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. lub podmioty z nim powiązane.

W opinii Domu Maklerskiego BZ WBK S.A. niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Dom Maklerski BZ WBK S.A. 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 wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego i niniejszy dokument został sporządzony w ramach prowadzonej przez Dom Maklerski działalność.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODNIE NA PRZEKAZANIE MU TEGO DOKUMENTU WYRAŻA ZGODNIE NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. z siedzibą w Poznaniu, pl. Wolności 15, 60 - 967 Poznań, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym Poznań – Nowe Miasto i Wilda, VIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 000006408, nr NIP 778-13-59-988, kapitał zakładowy 45 073 400 zł w całości wpłacony.

* Dom Maklerski BZ WBK Spółka Akcyjna z siedzibą w Poznaniu, Pl. Wolności 15, 60-697 Poznań, wpisany do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy Poznań – Nowe Miasto i Wilda, VIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 000006408, o kapitale zakładowym w wysokości 45 073 400 zł w pełni wpłaconym, NIP 778-13-59-988, będącym spółką zależną Banku Zachodniego WBK S.A., działającym pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego.* Niniejszy dokument stanowi publikację handlową.