

# 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

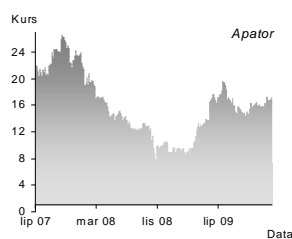
## Pomiar zysków czas zacząć

### Opracowanie:

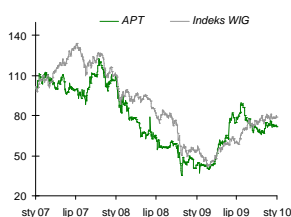
Adam Nowakowski  
Analityk, Makler

### Aktualizacja oceny na:

10 lutego 2010



Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK



Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK

### Komentarz analityczny, 10 lutego 2010

Globalne spowolnienie gospodarcze nie odcisnęło znaczącego piętna na fundamentach Apatora, 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 Apatora! 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, Apator w najbliższych latach będzie mógł się pochwalić rekordowymi wynikami na poziomie wyniku netto. Bazując na metodzie DCF wyznaczyliśmy wartość akcji Apatora na poziomie 20,1 zł, co generuje kilkunastoprocentowy potencjał wzrostu.

Mimo, że nie została jeszcze ogłoszona nowa oficjalna strategia rozwoju Apatora, 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 Apator 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 Apatora 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 dółek 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 Pařalu na Węgrzy 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 Apatora ze strony chińskich przedsiębiorstw. O wiele bardziej obiecująco zapowiadają się ewentualne kontrakty egipskie, w których Apator Metrix miałby dostarczać komponenty na potrzebę budowy gazomierzy dedykowanych na rynek egipski.

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

Nawiązując do wyników 2009 roku, szacujemy, że obniżona prognoza Aparatora, 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 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%.

## Wycena

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

W oparciu o model zdyskontowanych przepływów pieniężnych otrzymaliśmy bieżącą wartość spółki na poziomie 20,10 zł za akcję. Z kolei metoda porównawcza, w oparciu o wybrane zagraniczne spółki o podobnej charakterystyce działalności do Aparatora, wskazuje na średnią cenę 22,20 zł, na bazie mnożnika P/E 2009-11.

## Ryzyko

Nie możemy zakwalifikować Aparatora do spółek o niskim ryzyku, głównie za sprawą obserwowanej w ostatnim czasie sporej zmienności wyników, jako konsekwencji stosowania transakcji zabezpieczeń

walutowych. Tym niemniej, Aparator to bez wątpienia spółka o średnim ryzyku – jego analiza w dalszym ciągu wypada korzystnie dla Spółki, co odzwierciedlone jest przez niskie poziomy ryzyka niesystematycznego (0,7%) oraz bety (0,7). Dodatkowo, naszą ocenę silnie wspiera relatywnie niski stopień zadłużenia Spółki, z wskaźnikiem Długu netto/EBITDA oscylującym poniżej poziomu jedności.

## Zdaniem byków

- Aparator 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 Aparatora 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. Aparator wypłacił już w grudniu 2009 roku zaliczkę na poczet dywidendy z zysku ubiegłego roku. Łącznie, wskaźnik wypłaty dywidendy może sięgnąć 75%, co implikowałoby poziom dividend yield ok. 3,8%.

## Zdaniem niedźwiedzi

- Aparator 80% swojej ekspozycji netto na waluty zabezpiecza transakcjami terminowymi, które w przypadku ewentualnej deprecjacji rodzimej

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

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

Papier wytyczył maksimum w lipcu ub. na 19,86 po czym nastąpił spadek do 14,23. Dno zostało wytyczone w drugiej połowie października i od tego czasu papier sukcesywnie zwiększa i obecnie znajduje się w rejonie swoich maksimów. Wzrost testował opór na 17,72 i tam ujawniła się podaż, a pytaniem otwartym cały czas pozostaje charakter wzrostu. Czy mamy do czynienia z korektą spadku, czy też papier znajduje się już w kolejnej fali wzrostowej. Z tego względu poziom 17,72 ma duże znaczenie, bowiem wynika on z 61,8% zniesienia spadku i w pierwszym wariancie korekcyjnym może wyczerpywać potencjał wzrostowy. W takim układzie należałoby się liczyć z kolejną falą spadkową, której celem winien być poziom 12,10. Potwierdzeniem, iż z takim scenariuszem mamy do czynienia będzie przełamanie poziomu 15,61. Natomiast przebiecie 17,72 będzie faworyzowało scenariusz wzrostowy, gdzie istotnie wzrośnie prawdopodobieństwo testu szczytu na 19,86. W przypadku jego przebiccia kolejne bariery podaży widziałbym na 21,12 lub też na 22,50.

Tomasz Jerzyk, Analityk Techniczny DM BZ WBK

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 Aptor mógł się pochwalić najwyższym w swej historii wynikiem operacyjnym za I kwartał roku. Mając w pamięci to, że pierwsze trzy miesiące roku są standardowo najsłabszym 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 Aptora 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 Aptora 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 najsłabszego 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 Aptora 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%.

Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji	Istotne wsparcie	Istotny opór	Cena zamknięcia	Kapitalizacja	C / Z
★★★★★	Średnie	13,75	6,50	10,99	9,40	330 mln	12,8x

Ceny akcji w złotych

## Komentarz analityczny, 04 marca 2009

Od naszej ostatniej oceny spółki z września 2007 w sposób diametralny zmienił się sentyment oraz oczekiwania, co do wydarzeń na rynku kapitałowym. Pesymizm (a czasami wręcz panika) rodzący się na kanwie globalnego kryzysu gospodarczego nie ominął także wyceny rynkowej akcji toruńskiego Aptora, który w tym czasie stracił na wartości w niemalże identycznym stopniu, jak indeks szerokiego rynku WIG – ok. 62%. Tym niemniej, zważywszy na profil działalności, dobre wyniki finansowe oraz stabilną politykę dywidendową spółki, tak wyraźna przecena walorów producenta aparatury pomiarowej i łącznikowej jest w naszej ocenie fundamentalnie nieuzasadniona. Dlatego też, w naszym zestawieniu „Ocen spółek” Aptor otrzymuje pięć gwiazdek.

Wizja spółki, zakładająca uzyskania pozycji lidera regionu Europy Środkowo-Wschodniej w zakresie rozwoju i sprzedaży systemów aparatury pomiarowej oraz łącznikowej miała decydujący wpływ na działania Aptora w ostatnich latach. Spółka dążyła do zwiększenia obecności swojej marki m.in. na takich rynkach jak rosyjski, ukraiński, bułgarski, rumuński czy serbski. Obecna sytuacja makroekonomiczna regionu wymusza pewną powściągliwość i ostrożność w działaniu. Na przykład pogarszająca się sytuacja gospodarcza na Ukrainie spowodowała, iż wszelkie kontrakty realizowane są na tym rynku wyłącznie za gotówkę. Ponadto, spółka nie zdecydowała się na finalizację transakcji przejęcia w Rumunii.

Ostatecznie jednak, łączna wartość eksportu powinna w dalszym ciągu silnie wspierać górną pozycję RZiS Aptora. Uzasadnieniem dla naszych szacunków mają być, po pierwsze, kontrakty realizowane przez spółkę zależną FAP Pafal w zakresie dostawy liczników indukcyjnych na rynek niemiecki oraz węgierski (oczekujemy wzmożonej ilości zamówień na tego typu produkty jeszcze przez okres dwóch lat). Po drugie, umowy realizowane dla dość egzotycznych odbiorców (sprzedaż przedpłatowych liczników energii elektrycznej m.in. do Tunezji, Indonezji, Sierra Leone) – niektóre z nich wspierane mają być przez

Bank Światowy. W końcu po trzecie, Aptor poszerzył w 2008 roku swoją Grupę o poznańskiego producenta wodomierzy PoWoGaz, którego znaczna część produktów również sprzedawana jest poza granicami kraju. Ewentualnym wsparciem przychodów z eksportu będzie także dalsza deprecjacja rodzimej waluty w stosunku do euro.

Jeśli chodzi o rynek krajowy, to również znajdujemy argumenty wspierające stronę popytową na produkty spółki. Poczynione dziesięć lat temu inwestycje przekładają się obecnie na cykliczną wymianę liczników elektrycznych, podwyższając wynik sprzedaży segmentu pomiarowego. Wciąż liczymy na odwrócenie się negatywnej tendencji i rozpoczęcie w okresie dwóch najbliższych lat prac inwestycyjnych i modernizacyjnych w branży energetycznej, co pozwoliłoby nie tylko na zwiększenie wolumenów segmentu pomiarowego, ale również działałoby stymulująco na wynik segmentu aparatury łącznikowej (m.in. poprzez realizację usług w zakresie instalacji ŚN i NN). Warto również zauważyć zwiększony popyt na wodomierze oraz ciepłomierze ze zdalnym odczytem. Według spółki sama branża wodomierzy wzrosła w 2008 roku ponad dwukrotnie, a dynamiczny rozwój tego segmentu winien być zachowany w ciągu 3-4 najbliższych lat.

Mimo, że nie uwzględniliśmy jego wpływu w naszym modelu wyceny, należy wspomnieć o ewentualnym wejściu w życie projektu obowiązkowej instalacji inteligentnych liczników (którego propagatorem jest Urząd Regulacji Energetyki). Wymiana starych liczników objęłaby 14 mln liczników u odbiorców indywidualnych oraz 1,5 mln u odbiorców przemysłowych i miałyby miejsce w latach 2010-2017 (łączny koszt szacowany jest na blisko 7,6 mld zł). Wprowadzenie obowiązku wymiany liczników w tak szybkim okresie czasu jest obciążone, w naszej opinii, sporym ryzykiem legislacyjnym. Jednakże, ziszczenie się planów URE wywołałoby kilkukrotny wzrost popytu na inteligentne liczniki, czego beneficjentem stałby się Aptor, którego oferta, zdaniem spółki, spełnia wymogi programu. Abstrahując od wdrożenia w życie programu, nasz model zakłada średnioroczne tempo wzrostu łącznych przychodów w okresie prognozy na

# Apator APT

Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji	Istotne wsparcie	Istotny opór	Cena zamknięcia	Kapitalizacja	C / Z
★★★★★	Średnie	13,75	6,50	10,99	9,40	330 mln	12,8x

Ceny akcji w złotych

poziomie 5,1%.

Odnosząc się do rentowności prowadzonego biznesu zakładamy, że marże brutto na sprzedaży będą mieścić się w przedziale 31,9-33,0%, przy czym ich poprawy w stosunku do dolnej wartości wskazanego zakresu należy oczekiwać po 2010 roku, kiedy zarządzający Apatora będą mogli podjąć bardziej radykalne kroki w zakresie restrukturyzacji PoWoGazu. Wzmocnieniem dla realizowanych marż winna być również działalność innej zakupionej w 2008 roku spółki – zielonogórskiego Rectora. Z kolei na rentowność netto w dalszym ciągu presję będą wywierać otwarte pozycje na kontraktach i opcjach walutowych, które walnie przyczyniły się do niższej od prognozy (36 mln zł) realizacji zysku netto za 2008 rok (22,25 mln zł).

W posiadaniu spółki pozostają dwie nieruchomości: w Poznaniu oraz Świdnicy. O ile nie należy się spodziewać w najbliższym czasie sprzedaży pierwszej z nich, o tyle zbycie działki w Świdnicy może wzbogacić wypracowany wynik 2009 roku o kilkanaście milionów zł. Ponadto, Apator podjął decyzję o pozostawieniu swojej centrali na dotychczasowym miejscu, co wyklucza rozpatrywaną do niedawna sprzedaż gruntu w Toruniu.

Innym aktywem nieoperacyjnym pozostają wciąż akcje Apatora (6,6 mln szt.) posiadane przez spółkę zależną Apator Mining. Wycena rynkowa akcji nie zachęca Zarządu spółki do ich sprzedaży, co podobnie jak w przypadku umorzenia akcji wiązałoby się z koniecznością zapłaty podatku. Również ewentualna akwizycja spółki z branży za w/w udziały raczej nie wchodzi w rachubę, raz ze względu na możliwość korzystania z tańszego kapitału obcego, a dwa – takie rozwiązanie zakłócałoby przyjętą budowę struktury organizacyjnej Grupy.

# Apator APT

Roczna sprzedaż (w mln) 356,2      Kapitalizacja (w mln) 617,5      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	18,70 %
Mariusz Lewicki	5,70 %
Tadeusz Sosgórnik	5,38 %
Danuta Guzowska	4,28 %
Zbigniew Jaworski	3,76 %
Janusz Marzygliński	3,00 %
Pioneer Pekao Investment Management	7,88 %
Free folat	51,30 %

### Wskaźniki tempa wzrostu (roczne, składowe)

	1rok	2lata	3lata	4lata	5lat
Sprzedaż	3,3	8,7	8,4	6,5	14,1
Zysk operacyjny	-15,0	5,9	4,4	11,6	1,9
Zysk netto	48,1	-4,5	-5,6	-16,9	-4,4
Zysk na akcję (EPS)	48,2	-4,3	-5,4	-54,3	-40,8

### Wskaźniki rentowności

	2006	2007	2008	2009P	2010P
Marża brutto %	33,52	31,45	33,20	34,59	34,11
Marża na sprzedaży %	14,4	13,2	13,5	13,1	13,6
Marża operacyjna %	14,6	13,8	15,9	13,1	13,6
Marża netto %	13,0	11,1	6,0	8,6	11,2

### Wskaźniki efektywności

	2006	2007	2008	2009P	2010P
ROE %	27,0	22,5	13,2	17,8	20,0
ROA %	19,4	17,7	6,8	9,8	12,0
ROIC %	21,9	21,2	19,1	16,2	18,6
EVA	16,3	15,9	18,3	11,4	16,7

### Wskaźniki zadłużenia

	2006	2007	2008	2009P	2010P
Stopa zadłużenia %	27,8	21,1	47,5	44,2	39,2
Obsługa zadłużenia	22,0	17,8	2,4	5,1	18,6
Dług/EBITDA	1,0	0,7	2,1	2,2	2,1

### Analiza wrażliwości wyceny metodą DCF

g/WACC	9,4%	10,4%	11,4%	12,4%	13,4%
1%	23,5	21,1	19,1	17,6	16,2
2%	25,2	22,3	20,1	18,3	16,8
3%	27,5	24,0	21,3	19,2	17,5

## Wydane rekomendacje

Data publikacji	Cena rynkowa	Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji
10-02-2010	17,59	★★★★	Srednie	20,10
29-05-2009	16,57	Wstrzymana	Srednie	15,15
04-03-2009	9,40	★★★★★	Srednie	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

	2006	2007	2008	2009P	2010P
Sprzedaż	288,9	311,3	356,2	368,1	395,8
Koszty produktów	192,1	213,4	237,9	240,8	260,8
<b>Marża brutto</b>	<b>96,8</b>	<b>97,9</b>	<b>118,3</b>	<b>127,3</b>	<b>135,0</b>
Koszty sprzedaży	18,0	18,0	22,0	24,3	26,1
Koszty zarządu	37,3	38,9	48,1	54,8	55,0
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>41,5</b>	<b>41,0</b>	<b>48,2</b>	<b>48,2</b>	<b>53,9</b>
Poz. dział. oper.	0,8	1,8	8,3	-0,1	0,0
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>42,3</b>	<b>42,8</b>	<b>56,5</b>	<b>48,0</b>	<b>53,9</b>
<b>EBITDA</b>	<b>55,0</b>	<b>55,6</b>	<b>70,5</b>	<b>63,2</b>	<b>69,2</b>
Dział. finansowa	1,0	0,6	-27,5	-9,1	0,8
<b>Zysk brutto</b>	<b>43,3</b>	<b>43,4</b>	<b>29,0</b>	<b>39,0</b>	<b>54,7</b>
Podatek	6,6	8,8	6,0	7,4	10,4
Inne obciążenia	-0,9	0,0	1,7	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>35,8</b>	<b>34,7</b>	<b>24,8</b>	<b>31,6</b>	<b>44,3</b>
<b>EPS</b>	<b>1,06</b>	<b>0,98</b>	<b>0,61</b>	<b>0,90</b>	<b>1,26</b>

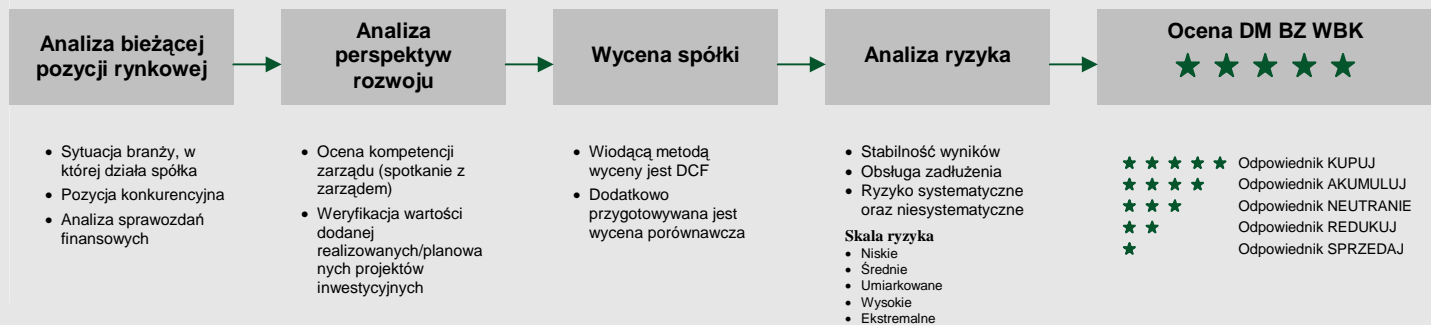
### Mnożniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P
P/E	18,8	20,4	33,1	22,4	15,9
EV/EBITDA	13,6	13,5	10,7	11,9	10,8
EV/Sprzedaż	2,6	2,4	2,1	2,0	1,9
P/BV	5,1	4,6	4,4	4,0	3,2

### Mnożniki rynkowe – spółki porównawcze

	C/Z		EV/EBITDA	
	2009	2010P	2009	2010P
Itron Inc.	32,4	20,7	16,3	11,3
Phoenix Mecano AG	31,2	15,9	10,0	7,3
Vaisala Oyj	35,9	17,3	12,8	8,6
Wasion Group Holdings Ltd	13,7	11,9	11,6	9,1
Schaffner Holding AG	n.a.	27,0	n.a.	9,9
Avx Corp	13,5	13,3	5,0	4,7
Nedap	73,6	16,7	12,3	8,2
Crompton Greaves Limited	20,6	18,0	12,8	11,3
Havells India Limited	23,1	15,8	13,2	8,5
Osaki Electric Co Ltd	28,5	20,5	9,5	8,5
<b>Mediana</b>	<b>28,5</b>	<b>17,0</b>	<b>12,3</b>	<b>8,5</b>
Apator	19,6	13,9	10,2	8,6
dyskonto/premia	-31,4%	-17,8%	-16,6%	1,1%

## METODOLOGIA OCENY SPÓŁKI DM BZ WBK



### 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 większa 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 wydaliliśmy 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 SPORZADZENIE, TREŚĆ I UDOŚTĘPNIENIE DOKUMENTU**

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 loga 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 odpowiedzialny za zapewnienie, czy instrumenty, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednio 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 jakkolwiek 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 mieć możliwość 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 następnej 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, JAPONI.**

**ROZPOWISZCZNIANIE 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.**

**ROZPOWISZCZNIANIE LUB UDOŚTĘPNIENIE TEGO DOKUMENTU NA TERYTORIUM INNYCH PAŃSTW MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ ODPOWIEDNIE PRZEPISY PRAWA. OSOBY UDOŚTĘPNIAJĄCE LUB ROZPOWISZCZNIAJĄCE TEN DOKUMENT SĄ OBOWIĄZANE ZNAĆ TE OGRANICZENIA I ICH PRZESTRZEGAĆ.**

**(W USA LUB WIELKIEJ BRYTANII NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ JEDYNY ROZPOWISZCZNIANY 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 EMITENTÓW. 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 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.

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.

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmując 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, mogą istnieć 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 submisję 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 kogoś 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 następujących 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 Emitentów 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 należytym 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 działalności.

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 0000006408, nr NIP 778-13-59-968, 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 0000006408, o kapitale zakładowym w wysokości 45 063 200 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.