

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

Stabilna spółka na niestabilne czasy

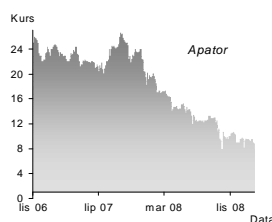
Opracowanie:

Adam Nowakowski
Analityk, Makler

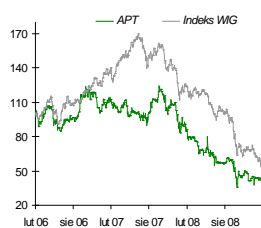
Tomasz Kaczmarek
Doradca Inwestycyjny

Aktualizacja oceny na:

04 marca 2009



Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK



Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK

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 Apatora, 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” Apator 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 Apatora 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 Apatora. 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, Apator 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,

Apator APT

Ocena DM BZ WBK



Ryzyko

Średnie

Wartość akcji

13,75

Istotne wsparcie

6,50

Istotny opór

10,99

Cena zamknięcia

9,40

Kapitalizacja

330 mln

C / Z

12,8x

Ceny akcji w złotych

ziszczenie się planów URE wywołałoby kilkukrotny wzrost popytu na inteligentne liczniki, czego beneficjentem stałyby się Apator, 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 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 wiązałyby 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.

Wycena

Wycenę Apatora przeprowadziliśmy za pomocą dwóch metod: DCF oraz metody porównawczej. W pierwszym przypadku otrzymaliśmy wycenę spółki na poziomie 13,75 zł. Z kolei metoda porównawcza, w oparciu o wybrane polskie przedsiębiorstwa budowlane oraz zagraniczne spółki o podobnej charakterystyce działalności od Apatora, dała nam wycenę na poziomie 9,45 zł.

Ryzyko

Analiza ryzyka wypada atrakcyjnie dla Apatora, tym niemniej wzrost w minionym roku stopy zadłużenia oraz wrażliwość wyników najbliższych okresów na kształtowanie się kursu EURPLN nakazują rewizję oceny Apatora do kategorii spółek o Średnim ryzyku. Na uwagę zasługuje niska zmienność kursu, która znajdują swoje odzwierciedlenie w wyliczonych poziomach ryzyka niesystematycznego (0,5%) oraz bety (0,4).

Zdaniem byków

- Propagowane przez Urząd Regulacji Energetyki zmiany w Prawie energetycznym oraz w przepisach Głównego Urzędu Miar, nakładające obowiązek wymiany liczników na elektroniczne liczniki ze zdalną transmisją danych, mogą nawet kilkukrotnie zwiększyć popyt na inteligentne liczniki, które są w ofercie Apatora;
- Utrzymanie się dużego zapotrzebowania na wodomierze i ciepłomierze ze zdalnym odczytem winny istotnie wspierać przychody segmentu pomiarowego w perspektywie najbliższych trzech lat, w kontekście całorocznej konsolidacji poznańskiego PoWoGazu;
- Potrzeby inwestycyjne oraz modernizacyjne polskiego sektora energetycznego powinny zaowocować wzrostem krajowego popytu w segmencie pomiarowym, jak i łącznikowym (w zakresie instalacji NN i ŚN);
- Deprecjacja złotówki w stosunku do waluty unijnej stymulująco wpływa na wyniki eksportu realizowanego przez Pałal w zakresie liczników indukcyjnych kierowanych na rynek niemiecki oraz węgierski. Ponadto na wyniki Grupy mogą pozytywnie wpływać kontrakty realizowane w

Apator APT

Ocena DM BZ WBK



Ryzyko

Średnie

Wartość akcji

13,75

Istotne wsparcie

6,50

Istotny opór

10,99

Cena zamknięcia

9,40

Kapitalizacja

330 mln

C / Z

12,8x

Ceny akcji w złotych

Tunezji, Indonezji, a które wspomagane będą przez Bank Światowy;

- Spółka rokrocznie przekazuje znaczną część wypracowanego zysku na dywidendę. Nie inaczej będzie również w 2009 roku. Apator wypłaci akcjonariuszom łączną dywidendę z zysku za 2008 rok w postaci 35 groszy na akcję, co implikuje dividend yield na poziomie 3,7%;
- Realizowany program skupu akcji winien stabilizująco wpływać na zachowanie się kursu akcji do połowy 2009 roku. Niewykluczone, że program zostanie przedłużony na kolejny rok, gdyż według naszych szacunków Apator do końca czerwca wyda jedynie 11-12% z przeznaczonych na ten cel max. 20 mln zł.

Zdaniem niedźwiedzi

- Spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce w negatywny sposób przekłada się na wyniki, bardziej koniunkturalnej w stosunku do segmentu pomiarowego, aparatury łącznikowej;
- Zapaść gospodarcza u wschodnich sąsiadów Polski może negatywnie wpłynąć na poziom realizowanego eksportu w ramach Grupy. Ponadto, dla bezpieczeństwa podejmowanych kontraktów, wynikające z nich płatności już w tej chwili odbywają się wyłącznie za gotówkę w przypadku kontrahentów z Ukrainy;
- W chwili obecnej Apator utrzymuje otwarte pozycje na kontraktach i opcjach walutowych (łączna wartość na 31 grudnia 2008 wynosiła 36,9 mln euro), co przy deprecjacji złotówki względem euro będzie w dalszym ciągu ujemnie wpływać na jakość prezentowanych wyników kwartalnych;
- Charakter podpisanej umowy przy przejęciu PoWoGazu uniemożliwia szybką restrukturyzację poznańskiej spółki co powoduje, że poprawa marż skonsolidowanego wyniku na sprzedaży nie nastąpi w okresie najbliższych dwóch lat.

Z perspektywy AT – ważne poziomy cenowe

Kurs spółki znajduje się w średnioterminowym trendzie spadkowym. Kupującym udało się przebić linię trendu spadkowego, ale przyczyniło się to

jedynie do spowolnienia dynamiki ruchu.

Najbliższe wsparcie znajduje się na 8,20 zł, a jego przebicie będzie sugerowało test dotychczasowego minimum na 7,23 zł. W razie przełamania tego wsparcia kupno winno pojawić się na 6,50 zł lub też w mniej optymistycznym wariacie na 4,04 zł. Najbliższy opór wytyczają średnie ruchome (15,45) które znajdują się odpowiednio na 9,13 i 9,37 zł. W razie ich pokonania będą oczekiwać na test maksimum na 10,99 zł. W przypadku silniejszej zwyżki podaż winna pojawić się na 12,43 lub też 13 zł. By myśleć o poprawie technicznych wskazań w dłuższej perspektywie czasowej konieczne wydaje się sforsowanie tego ostatniego poziomu. Do tego czasu większe prawdopodobieństwo będą przypisywał pogłębieniu spadku.

Tomasz Jerzyk, Analityk Techniczny DM BZ WBK

Apator APT

Roczna sprzedaż (w mln) 356,1 Kapitalizacja (w mln) 330 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	5,69
Tadeusz Sosgórnik	5,38
Danuta Guzowska	4,28
Zbigniew Jaworski	3,76
Janusz Marzyglński	3,00
Pioneer Pekao Investment Management	8,55
Free folat	50,64

Wskaźniki tempa wzrostu (roczne, składowe)

	1rok	2lata	3lata	4lata	5lat
Sprzedaż	14,4	11,0	8,8	16,9	27,4
Zysk operacyjny	31,8	15,6	15,7	6,6	26,8
Zysk netto	-35,8	-23,0	-20,8	-13,4	12,9
Zysk na akcję (EPS)	-35,5	-22,9	-64,3	-52,4	-29,4

Wskaźniki rentowności

	2006	2007	2008 PRE	2009P	2010P
Marża brutto %	33,52	31,45	33,19	33,03	31,93
Marża na sprzedaży %	14,4	13,2	13,6	13,5	12,3
Marża operacyjna %	14,6	13,8	15,8	13,5	12,3
Marża netto %	13,0	11,1	6,2	10,0	9,5

Wskaźniki efektywności

	2006	2007	2008 PRE	2009P	2010P
ROE %	27,0	22,5	13,7	18,8	16,1
ROA %	19,4	17,7	7,1	10,7	10,1
ROIC %	21,9	21,2	19,4	17,4	16,0
EVA	17,4	17,1	20,4	15,6	13,2

Wskaźniki zadłużenia

	2006	2007	2008 PRE	2009P	2010P
Stopa zadłużenia %	27,8	21,1	47,3	42,3	37,0
Obsługa zadłużenia	22,0	17,8	2,7	15,4	18,2
Dług/EBITDA	1,0	0,7	2,1	2,3	2,2

Analiza wrażliwości wyceny metodą DCF

gWACC	8,8%	9,8%	10,8%	11,8%	12,8%
1%	16,23	14,45	13,03	11,89	10,95
2%	17,58	15,41	13,75	12,43	11,37
3%	19,39	16,66	14,65	13,10	11,88

Wydane rekomendacje

Data publikacji 04-03-2009 Cena rynkowa 9,40 Ocena DM BZ WBK ★★★★★ Ryzyko Średnie Wartość akcji 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 PRE	2009P	2010P
Sprzedaż	288,9	311,3	356,1	377,8	404,7
Koszty produktów	192,1	213,4	237,9	253,0	275,5
Marża brutto	96,8	97,9	118,2	124,8	129,2
Koszty sprzedaży	18,0	18,0	22,0	23,3	25,0
Koszty zarządu	37,3	38,9	47,8	50,7	54,3
Zysk na sprzedaży	41,5	41,0	48,5	50,8	50,0
Poz. dział. oper.	0,8	1,8	8,0	0,0	0,0
Zysk operacyjny	42,3	42,8	56,4	50,8	50,0
Dział. finansowa	1,0	0,6	-25,7	-3,0	-1,2
Zysk brutto	43,3	43,4	30,4	47,8	48,8
Podatek	6,6	8,8	6,4	10,1	10,3
Inne obciążenia	-0,9	0,0	1,7	0,0	0,0
Zysk netto	35,8	34,7	22,3	37,7	38,5
EPS	1,06	0,98	0,63	1,07	1,10

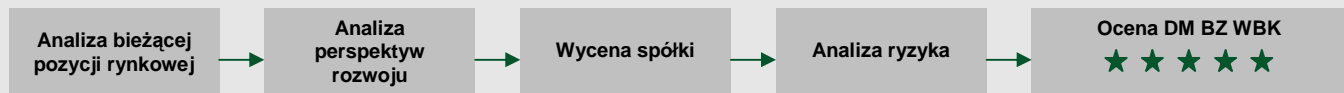
Mnożniki rynkowe

	2006	2007	2008 PRE	2009P	2010P
P/E	12,8	13,9	21,7	12,8	12,5
EV/EBITDA	9,5	9,4	7,4	8,0	8,0
EV/Sprzedaż	1,8	1,7	1,5	1,4	1,3
P/BV	3,5	3,1	3,0	2,4	2,0

Mnożniki rynkowe – spółki porównawcze

	C/Z		EV/EBITDA	
	2008 PRE	2009P	2008 PRE	2009P
Budimex	14,7	12,5	6,6	6,2
PBG	18,2	13,3	12,1	8,7
Mostostal Warszawa	9,4	8,5	5,3	4,5
Polimex	11,2	9,6	6,8	6,0
Schaffner Holding AG	10,3	10,2	5,8	6,2
AVX Corp	9,1	13,3	3,7	4,6
Neways Electronics Int.	6,2	7,9	4,8	4,5
Itron Inc.	12,4	12,1	9,1	9,0
Phoenix Mecano AG	5,8	9,7	3,4	4,4
Vaisala Oyj	14,5	14,2	7,3	7,0
Nedap	7,6	9,5	4,8	5,7
Mediana	10,3	10,2	5,8	6,0
Apator	12,8	12,5	8,0	8,0
dyskonto/premia	24%	23%	38%	32%

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 projektów 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 KUPUJ
- ★★★★ 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 niewartościowane 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

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 zobowiązany do zapewnienia czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Niniejszy dokument nie będzie stanowić 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 z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Zaden z zapisów w niniejszym dokumencie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakiegokolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. Podmioty powiązane z Domem Maklerskim BZ WBK S.A. mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje związane z finansowaniem spółki: Apator S.A. („Emitent”) świadczą usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta i/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 z Domem 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.

ROZPOWSZECHNIANE 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 UDOŚTĘPNIĄJĄCE LUB ROZPOWSZECHNIAJĄCE TEN DOKUMENT SA 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 PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITEM. INFORMACJI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SA 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
 NOPAT - 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 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 umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających 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 Emitentów na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta (usługi te obejmowały pośrednictwo przy nabyciu akcji).

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

Bank Zachodni WBK S.A., który jest podmiotem powiązany 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, instrumentów finansowych Emitenta, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitent nie łączy 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 Emitent 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 wymitowane przez Emitent lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wymitowanych przez Emitent. 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.

UWAGA SIĘ, ŻE KAŻDY KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU TEGO DOKUMENTU WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻENI.

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 45 063 200 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 44 973 500 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 spółką.