

ENERGOMONTAŻ-POŁUDNIE EPD

Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji	Istotne wsparcie	Istotny opór	Cena zamknięcia	Kapitalizacja	C / Z
★★★★★	Wysokie	3,87	1,79	2,84	2,49	110,5 mln	10,6x

Ceny akcji w złotych

Skupieni na core-bussinesie?

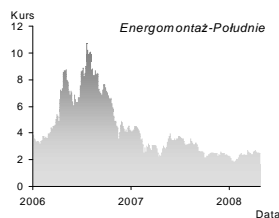
Opracowanie:

Adam Nowakowski
Analityk, Makler

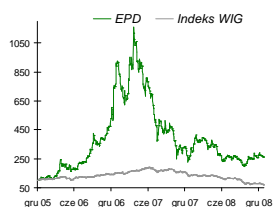
Tomasz Kaczmarek
Doradca Inwestycyjny

Aktualizacja oceny na:

4 lutego 2009



Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK



Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK

Komentarz analityczny, 4 lutego 2009

Trzy kolejne kwartały 2008 roku zakończone wynikiem netto „ponad kreską” oraz roczna poprawa wskaźników rentowności na niemal wszystkich poziomach RZiS zwróciły naszą uwagę na walory Energomontażu-Południe. Opierający swoją działalność przede wszystkim na świadczeniu usług dla sektora energetycznego, EPD w naszej opinii może być jednym z głównych beneficjentów przedsięwzięć mających na celu modernizację oraz budowę nowych mocy wytwórczych w Polsce, które mają się rozpocząć w ciągu najbliższych dwóch lat. Do tego czasu jedną z determinant przychodów spółki, w zakresie jej podstawowej działalności, będą kontrakty podpisane z niemieckimi i austriackimi kontrahentami. Spółka wypracowała już sobie opinię wiarygodnego partnera za granicą, co obrazują kolejne podpisane umowy, dzięki którym wartość portfela zamówień na 2009 rok wynosi już łącznie około 270 mln zł.

Tak jak to miało miejsce w IV kwartale 2007 roku (47 mln zł przychodów ze sprzedaży mieszkań w obiekcie Legnicka Park Popowice we Wrocławiu), również wyniki ostatniego kwartału 2008 roku będą podwyższone (choć w nie tak dużym stopniu) za sprawą segmentu deweloperskiego.

Energomontaż-Południe zdecydował się bowiem na zawarcie umowy leasingu zwrotnego dotyczącego nieruchomości Legnicka Park Popowice, dzięki czemu wykaże roczny skonsolidowany zysk netto na poziomie 17,4 mln zł vs. 9,6 mln zł bez uwzględnienia powyższej transakcji oraz 12,4 mln zł wykazanych w 2007 roku.

Rok 2008, to rok zmian w Energomontażu-Południe. Zarządzający spółką zdecydowali skoncentrować swoje starania przede wszystkim na rozwoju podstawowej działalności spółki. W tym celu dokonano racjonalizacji kosztowej na każdym poziomie budżetowania oraz zatrudniono nowych pracowników do zespołu ofertowania. Dodatkowo, pod skrzydła Grupy trafiło przedsiębiorstwo Amontex, dzięki czemu EPD może stawać do coraz to bardziej kompleksowych projektów opartych na wysokiej dywersyfikacji świadczonych usług, a tym samym odnotowało wzrost konkurencyjności. Ponadto, uruchomienie przez Amontex nowej hali produkcyjnej (o zdolnościach produkcyjnych 7-8 tys. ton rocznie konstrukcji stalowych), możliwość montażu na miejscu konstrukcji stalowych oraz zakończenie prac związanych z modernizacją zakładu produkcji przemysłowej – wybudowanie śrutowni i malarni – powinny pozytywnie przełożyć się na poziomy realizowanych marż. Takie też założenia poczyniliśmy w naszym modelu wyceny EPD, w którym marża brutto ze sprzedaży rośnie z 10,9% w 2009 roku do 12,5% w roku 2012 (oczywiście na poprawę marży przekłada się również zakładany wzrost przychodów, przy zachowaniu na niezmiennym poziomie części wielkości kosztów stałych).

Mimo, że spółka zadeklarowała marginalizację swojej działalności w segmencie deweloperki, tym niemniej wciąż realizowany jest pierwszy z trzech etapów budowy Os. Książęcego w Katowicach przez spółkę celową CK Modus. Łączny koszt całego projektu szacowany jest na ok. 80-90 mln zł. Uważamy, że EPD poprzestanie inwestycję na realizacji pierwszego etapu (prace powinny zostać ukończone do końca 2009 roku), z założeniem sprzedaży ziemi podlegającej II etapowi projektu, natomiast z przeznaczeniem III etapu pod ewentualne ulokowanie własnego ośrodka spawalniczego.

Energomontaż-Południe EPD

Ocena DM BZ WBK



Ryzyko

Wysokie

Wartość akcji

3,87

Istotne wsparcie

1,79

Istotny opór

2,84

Cena zamknięcia

2,49

Kapitalizacja

110,5 mln

C/Z

10,6x

Ceny akcji w złotych

W posiadaniu spółki pozostają wciąż dwie działki: w Opolu oraz w Katowicach (związana z ewentualną budową osiedla Willa nad Potokiem). Szacujemy, że Energomontaż-Południe zdecyduje się na pozbycie obu działek, przy czym w naszym modelu założyliśmy sprzedaż działki w Opolu już w 2009 roku, a uzyskane z tego tytułu środki pieniężne przeznaczone zostały na spłatę zadłużenia oprocentowanego spółki. Potencjalna sprzedaż terenów pod budowę Willi nad Potokiem nie została ujęta w modelu wyceny, jednakże ziszczenie się sprzedaży będzie wpływało pozytywnie na prezentowane wyniki danego okresu.

Rosnące potrzeby systemu wytwórczego branży energetycznej niewątpliwie stwarzają okazję dla pokaźnych zarobków spółek świadczących usługi na rzecz sektora. Wystarczy wspomnieć o szacunkach resortu rozwoju regionalnego mówiących, że do roku 2025 polska energetyka będzie musiał wydać 120 mld zł dostosowując branżę do programu Unii Europejskiej „3x20”. Wciąż jednak, ze względów formalnych, trwa okres inwestycyjnej stagnacji na rynku polskim, który w naszej ocenie potrwa jeszcze przynajmniej rok, po którym trzy następne lata przyniosą względnie intensywną realizację projektów na rzecz branży. W tym okresie (2010-2012) zakładamy średnioroczny wzrost przychodów na poziomie 16,7% vs. 9,1% wzrostu w całym okresie prognozy.

Wycena

Wycenę Energomontażu-Południe przeprowadziliśmy za pomocą dwóch metod: DCF oraz metody porównawczej.

W pierwszym przypadku otrzymaliśmy wycenę spółki na poziomie 3,87 zł. Z kolei metoda porównawcza, w oparciu o polskie oraz zagraniczne spółki o podobnej charakterystyce działalności, dała nam wycenę na poziomie 2,11 zł.

Ryzyko

Analiza ryzyka nie wypada korzystnie dla Energomontażu-Południe. Ryzyko niesystematyczne, liczone na podstawie miesięcznej stopy zwrotu z pięciu lat, kształtuje się na poziomie 3,2% (beta wynosi 1,26). Ponadto, historycznie niska powtarzalność prezentowanych wyników oraz wzrastający poziom finansowana zewnętrznego implikują ocenę EPD jak spółki o wysokim ryzyku.

Zdaniem byków

- Polska branża energetyczna wymaga ogromnych inwestycji w nowe moce wytwórcze oraz prac modernizacyjnych, które powinny silnie wspierać realizowane wolumeny spółki w perspektywie najbliższych lat;
- Wypracowana renoma jakości u zachodnich kontrahentów pozwala na zawieranie kolejnych kontraktów w okresie przed inicjacją projektów w polskie branże energetycznej;
- Deklaracja zarządzających spółką o utrzymaniu stopy dywidendy na poziomie 1/3 wypracowywanych zysków może przykuć uwagę szerszego grona inwestorów (implikowany dividend yield na poziomie 5,2%);
- Dążenie do komplementarności oferty (m.in. poprzez zakup Amontexu) w zakresie usług świadczonych dla sektora energetycznego winno przekładać się na realizację większej ilości wysokomarżowych kontraktów;
- Elektromontaż-Południe nie posiada otwartych pozycji na opcjach walutowych, a zawarte kontrakty forward mają na celu zabezpieczenie części przychodów z umów realizowanych w walucie unijnej.

Zdaniem niedźwiedzi

- Spowolnienie gospodarcze ograniczy popyt na mieszkania, a tym samym odsunie w czasie

Energomontaż-Południe EPD

Ocena DM BZ WBK



Ryzyko

Wysokie

Wartość akcji

3,87

Istotne wsparcie

1,79

Istotny opór

2,84

Cena zamknięcia

2,49

Kapitalizacja

110,5 mln

C / Z

10,6x

Ceny akcji w złotych

zwrot z kapitałochłonnej inwestycji w Osiedle Książęce w Katowicach;

wsparcia znajdują się na 1,70 oraz 1 zł.

Tomasz Jerzyk Analityk Techniczny DM BZ WBK

- Realizując przedsięwzięcie deweloperskie, EPD zwiększa zadłużenie na poziomie skonsolidowanym, co przy ewentualnym opóźnieniu prac związanych z inwestycjami w sektor energetyczny w Polsce oraz ograniczonym popycie na mieszkania może rodzić problemy związane z obsługą zadłużenia;
- Spółka utrzymuje wysokie stany należności. Zamrożenie gotówki generuje potrzebę pozyskania dodatkowego finansowania na inwestycje w kapitał obrotowy (zakładamy, że m.in. stąd wzięła się decyzja o leasingu zwrotnym Legnicka Park Popowice);
- Poprawa wyników finansowych EPD ma niedługą historię i może być za krótka, by przekonać szerszy rynek do inwestycji w walory spółki.

Z perspektywy AT – ważne poziomy cenowe

Kurs spółki znajduje się w krótkoterminowym trendzie wzrostowym, który trwa od października od dna na 1,79 zł. Ostatnie sesje upływają pod znakiem konsolidacji i myślę, iż w najbliższych dniach winna się rozstrzygnąć dalsza perspektywa dla akcji. Teoretycznie większe szanse należy przypisać wybiciu w górę, a o sygnale kupna będzie można mówić w przypadku pokonania ostatnich maksimów na 2,84 zł. Jeśli tak by się stało potencjalnym celem winien być poziom 3,38 zł, a w przypadku silniejszego wzrostu poziom 3,94 zł. Najbliższe wsparcie znajduje się na 2,33 oraz 2,20 zł i mam wrażenie, iż na tych poziomach winno pojawić się zainteresowanie kupnem akcji spółki. W przypadku przebicia tego ostatniego poziomu będę zwracał uwagę na październikowe minimum na 1,79 zł. Ewentualne przebicie tego poziomu będzie potwierdzało dominujący w średnim terminie trend spadkowy. Kolejne

Energomontaż-Południe EPD

Roczna sprzedaż (w mln)

232,3

Kapitalizacja (w mln)

110,5

Sektor

Budownictwo

Profil działalności

Energomontaż-Południe jest wiodącym polskim przedsiębiorstwem z zakresu świadczenia usług dla energetyki. Podstawowym przedmiotem działalności spółki jest montaż, modernizacja i remonty urządzeń oraz instalacji energetycznych i przemysłowych. Ponadto formę uzupełnienia działalności stanowi produkcja spawanych konstrukcji stalowych oraz w coraz mniejszym stopniu realizacja projektów deweloperskich.

Główni udziałowcy

Gasinowicz Renata	18,0
Mikucki Andrzej	9,1
Gasinowicz Stanisław	4,8
Kamiński Radosław	4,7
Masiuk Sławomir	2,7
Free folat	59,0

Wskaźniki tempa wzrostu (roczne, składowe)

	1rok	2lata	3lata	4lata	5lat
Sprzedaż	82,4	38,2	15,0	16,4	9,5
Zysk operacyjny	n.a.	192,8	24,9	63,3	n.a.
Zysk netto	n.a.	121,8	330,4	261,3	n.a.
Zysk na akcję (EPS)	n.a.	10,9	171,1	155,5	n.a.

Wskaźniki rentowności

	2005	2006	2007	2008	2009
Marża brutto %	10,36	5,05	7,67	15,07	10,93
Marża na sprzedaż %	4,0	-2,1	3,7	10,4	5,0
Marża operacyjna %	1,0	-6,6	4,7	10,8	6,1
Marża netto %	2,1	-9,0	5,4	5,9	4,5

Wskaźniki efektywności

	2005	2006	2007	2008	2009
ROE %	5,3	-29,3	13,6	13,7	8,3
ROA %	2,5	-8,6	6,4	6,7	4,0
ROIC %	1,5	-11,2	7,7	17,3	7,4
EVA	-7,4	-14,3	-5,3	7,4	-8,5

Wskaźniki zadłużenia

	2005	2006	2007	2008	2009
Stopa zadłużenia %	53,6	70,5	52,8	50,8	52,0
Obsługa zadłużenia	2,5	-1,8	3,8	5,1	7,3
Dług/EBITDA	12,4	-18,8	6,8	3,6	6,2

Analiza wrażliwości wyceny metodą DCF

gwWACC	10,4%	11,4%	12,4%	13,4%	14,4%
1%	4,40	4,03	3,73	3,48	3,27
2%	4,65	4,22	3,87	3,59	3,36
3%	4,97	4,45	4,05	3,73	3,46

Wydane rekomendacje

Data publikacji	Cena rynkowa	Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji
04-02-2009	2,49	★★★★★	Wysokie	3,87

Wybrane dane finansowe

	2005	2006	2007	2008P*	2009P
Sprzedaż	121,6	127,4	232,3	244,7	254,6
Koszty produktów	109,0	121,0	214,5	214,1	226,7
Marża brutto	12,6	6,4	17,8	30,6	27,8
Koszty sprzedaży	0,5	0,3	0,1	0,0	0,0
Koszty zarządu	7,3	8,8	9,2	13,7	15,0
Zysk na sprzedaży	4,8	-2,7	8,5	16,9	12,8
Poz. dział. oper.	-3,6	-5,7	2,4	1,2	2,8
Zysk operacyjny	1,3	-8,4	10,9	18,1	15,7
Dział. finansowa	1,5	-0,6	5,7	-0,9	-0,8
Zysk brutto	2,8	-9,0	16,6	17,1	14,9
Podatek	0,2	2,5	4,2	7,5	3,4
Inne obciążenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	2,5	-11,5	12,4	9,6	11,5
EPS	0,23	-1,04	0,28	0,22	0,24

*Nie uwzględnia wpływu transakcji sprzedaży w ramach zawartej umowy leasingu zwrotnego

Mnożniki rynkowe

	2005	2006	2007	2008P*	2009P
P/E	69,9	-15,4	14,2	18,4	15,4
EV/EBITDA	35,3	-31,7	10,4	7,1	6,5
EV/Sprzedaż	1,3	1,2	0,7	0,6	0,6
P/BV	3,7	4,5	1,9	1,5	1,4

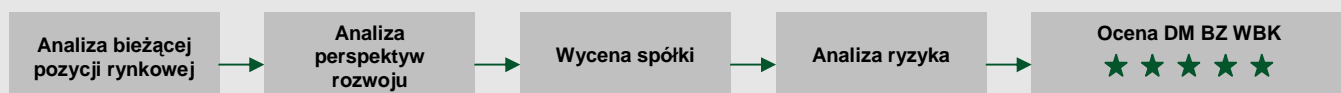
*Nie uwzględnia wpływu transakcji sprzedaży w ramach zawartej umowy leasingu zwrotnego

Mnożniki rynkowe – spółki porównawcze

	C/Z		EV/EBITDA	
	2008P	2009P	2008P	2009P
Hydrobudowa	12,2	10,6	12,8	9,6
PBG	17,2	12,5	11,3	8,2
Polmiox-Mostostal	7,8	6,7	5,8	5,1
Budimex	14,3	13,2	8,1	8,6
Pol-Aqua	7,2	6,7	3,0	2,8
Alstom	10,1	8,7	5,3	4,7
Alfa Laval AB	8,7	10,2	5,8	6,7
Driver Group PLC	9,8	8,7	6,3	5,6
GRD LTD	90,0	8,4	8,8	6,5
Lian Beng Group Ltd	2,4	2,3	4,6	4,3
Mediana	9,9	8,7	6,0	6,0
Energomontaż Południe	18,4*	15,4	7,1	6,5
dyskonto/premia	85%	77%	17%	8%

*Nie uwzględnia wpływu transakcji sprzedaży w ramach zawartej umowy leasingu zwrotnego

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 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 UDOŚTĘPNIENIE 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 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 handlową.

www.dmbzwbk.pl, e-mail: sekretariat.dm@bzwbk.pl, dm.inwestor@bzwbk.pl, pl. Wolności 15, 60-967 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), 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) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U.05.183.1537). Materiał ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych 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 brokerskich.

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 ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. 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 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. Żaden 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 dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje związane z finansowaniem spółki Energomontaż-Południe S.A. (Emitent), świadcząc usługi na rzecz lub pośrednicząc 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 dopuszczonym 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 Maklerskim 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 Organów Regulujących Usługi Finansowe. 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.

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 niniejszego dokumentu.

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. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmieniać 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 USA, AUSTRALII, KANADZIE, JAPONII.

ROZPOWSZECZNIANE 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.

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

W USA LUB WIELKIEJ BRYTANII NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ JEDYNE ROZPOWSZECZNIANIE 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 NIE ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB 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 WIAŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

DOM MAKLERSKI BZ WBK S.A. ZWRACA UWAGĘ, IŻ NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPLYW 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 PRAWA

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

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych („DCF”) 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 uczestniczyły oraz które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, mogą istnieć takie osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej mniej niż 5% kapitału zakładowego.

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. pełni rolę animatora emitenta dla instrumentów finansowych emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

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. w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta (usługi te obejmowały świadczenie usług animatora emitenta).

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.

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, Emitentem 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, 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 obowiązków podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będący 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 BZ WBK S.A. działalności.

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

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY, KTO PRZYJMIE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU TEGO DOKUMENTU WYRAŻA ZGODĘ 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 45 063 200 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 handlową.