

Energomontaż Południe

Pod skrzydłami PBG

PBG wygrało bitwę o pakiet kontrolny akcji Energomontażu Południe (EPD). Dzięki temu udanemu posunięciu PBG zostało inwestorem strategicznym w Energomontażu, co otwiera przed tą spółką nowe możliwości rozwoju (EPD ma szansę stać się głównym podwykonawcą PBG przy dużych projektach dla sektora energetycznego). Prognozujemy, że w nadchodzących latach EPD będzie generować wysokie zyski, jednak z powodu ryzyka dalszych opóźnień w przyznawaniu dużych kontraktów budowlanych na projekty w sektorze energetycznym zakładamy możliwość obniżenia naszych prognoz. Ponadto przewidujemy, że niezadowolające wyniki za II kw. i cały rok obrotowy 2011 mogą niekorzystnie wpłynąć na zainteresowanie inwestorów akcjami spółki. Istnieje również prawdopodobieństwo, że spółka będzie miała problemy z odzyskaniem środków zamrożonych w nieruchomościach, co mogłoby niekorzystnie wpłynąć na naszą cenę docelową. Biorąc pod uwagę wymienione ryzyka, wydajemy rekomendację „Sprzedaj”, ustalając 12-mies. cenę docelową na poziomie 3,56 PLN za akcję.

PBG przystępuje do najważniejszych przetargów w polskim sektorze energetycznym. W naszej ocenie każdy przetarg wygrany przez PBG może bezpośrednio przełożyć się na nowy kontrakt dla EPD. PBG ma duże szanse wygrać co najmniej jeden duży przetarg w sektorze energetycznym. Największe przetargi mogą rozstrzygnąć się w 2. połowie 2011/2012 r. Jeśli tak się stanie, to według naszych szacunków wolumen zamówień EPD będzie rósł w błyskawicznym tempie. Przewidujemy, że zysk netto w 2013 r. wyniesie 23,4 mln PLN wobec straty netto w 2010 r, natomiast zyski netto w latach 2012-15 osiągną składaną stopę wzrostu rocznego (CAGR) na poziomie 31%. Jednakże należy mieć na uwadze, że przetargi w sektorze energetycznym były przez wiele lat opóźniane i naszym zdaniem można spodziewać się dalszych opóźnień w tym zakresie (niepewność dotycząca certyfikatów CO₂), co stanowi ryzyko obniżenia prognoz. Ponadto ograniczenia mocy produkcyjnych spółki mogą być głównym czynnikiem hamującym szybki wzrost zysków.

Według naszych szacunków 120 mln PLN (1,7 PLN na akcję) jest zamrożonych w nieruchomościach firmy. Uwzględniamy te aktywa w naszej wycenie wartości godziwej EPD, ale warto zaznaczyć, że spółka ma problemy ze spieniężeniem tych aktywów, co stanowi ryzyko obniżenia ceny docelowej akcji tej spółki. Wystarczy spojrzeć na niski wolumen sprzedaży mieszkań w ostatnich kwartałach związany z projektem mieszkaniowym realizowanym w Katowicach.

Naszym zdaniem ani wyniki spółki za II kw. 2011, ani za cały rok obrotowy 2011 nie zadowolą inwestorów, co może przełożyć się na spadek zainteresowania jej akcjami. Warto zaznaczyć, że akcje EPD są notowane przy wskaźniku P/E za 2011 wynoszącym >20, co jest wartością zdecydowanie wyższą niż średnia dla sektora.

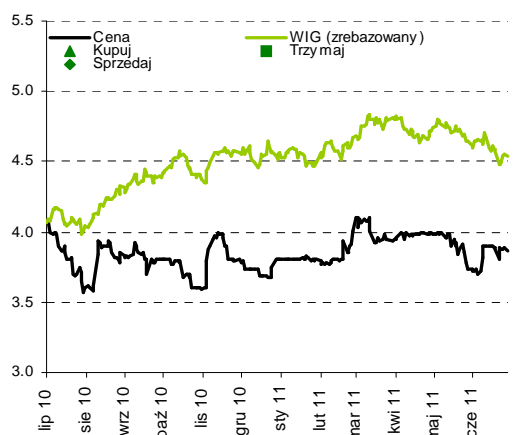
Energomontaż Południe: Podsumowanie finansowe

W mln PLN, chyba że zaznaczono inaczej

	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	274,2	338,1	364,9	401,9	456,3
EBITDA	2,5	-7,2	34,6	43,7	47,7
EBIT	-4,2	-17,2	24,6	33,2	36,7
Zysk netto	-13,4	-4,9	12,2	20,4	23,4
Zysk na akcję (EPS)	-0,28	0,7	0,17	0,29	0,33
Cena/zysk (P/E)					
(x)	ujemny	ujemny	2,0	13,2	11,5
EV/EBITDA (x)	127,8	ujemny	10,3	7,5	7,1

Źródło: dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Rekomendacja	Sprzedaj
Cena (PLN, 26 lipca 2011)	3,79
Cena docelowa (PLN, 12-mies.)	3,56
Kapitalizacja rynkowa (mln PLN)	269
Akcje w wolnym obrocie (%)	35,2
Liczba akcji (w mln)	71,0
EURPLN	4,00
USDPLN	2,76



Wykres pokazuje zmianę w stosunku do indeksu WIG. Dnia 26.07.2011 indeks WIG zamknął się na poziomie 47,186.

Główni akcjonariusze

PBG SA	64,84%
Pioneer Pekao Investment Management	5,06%
Inni	30,10%

Opis spółki

Energomontaż Południe to wykonawca z sektora energetycznego (modernizacja i budowa urządzeń i instalacji dla elektrowni i elektrociepłowni) z ponad 50-letnim doświadczeniem na rynku. To także producent konstrukcji stalowych (za pośrednictwem swojego działu w Będzinie oraz w 100% kontrolowanej spółki zależnej Amontex), które umożliwiają firmie świadczenie kompleksowych usług. Udział eksportu w sprzedaży wynosi 37%, a kluczowym rynkiem zagranicznym dla spółki są Niemcy.

Czynniki wpływające na wzrost ceny akcji

1. Udział w przetargach energetycznych.
2. Wzrost wolumenu sprzedaży mieszkań (ok. 200 ukończonych, mieszkań o wartości > 60 mln PLN).
3. Sprzedaż budynku biurowego we Wrocławiu o szacowanej wartości rynkowej rzędu 40-50 mln PLN.
4. Sprzedaż innych nieruchomości.
5. Prawdopodobne przejęcie podmiotu specjalizującego się w budowaniu spalarni odpadów.

Czynniki ryzyka

1. Prognozowane słabe wyniki za II kw. 2011.
2. Niezadowolające zyski w roku obrotowym 2011.
3. Opóźnienia w rozpoczęciu programu inwestycyjnego w polskim sektorze energetycznym.
4. Powolna sprzedaż nieruchomości.
5. Słabe wyniki Amontex-u w tym roku.
6. Ograniczenia mocy przerobowej.
7. Duża zależność od jednego inwestora (Alstom).
8. Zarządzanie dużymi kontraktami.

Dział Analiz:

Adrian Kyrccz

Dom Maklerski BZ WBK SA

Pl. Wolności 15
60-967 Poznań
fax. +48 61 856 48 80
www.dmbzwbk.pl

Zespół Maklerów Transakcyjnych

Tomasz Leśniewski, Kierownik	tel. +48 61 856 43 67	tomasz.lesniewski@bzwbk.pl
Grzegorz Skrzyczyński, Zastępca Kierownika	tel. +48 22 526 21 23	grzegorz.skrzyczynski@bzwbk.pl
Artur Kołsut, Makler	tel. +48 22 526 21 25	artur.kolsut@bzwbk.pl
Paweł Bartczak, Makler	tel. +48 61 856 43 89	pawel.bartczak@bzwbk.pl
Paweł Kubiak, Makler	tel. +48 61 856 50 57	pawel.kubiak@bzwbk.pl
Sławomir Koźlarek, Makler	tel. +48 61 856 50 13	slawomir.kozlarek@bzwbk.pl
Artur Pisarzowski, Makler	tel. +48 61 856 46 87	artur.pisarzowski@bzwbk.pl
Jacek Siera, Makler	tel. +48 61 856 41 29	jacek.siera@bzwbk.pl
Paweł Łabęcki, Makler	tel. +48 61 856 50 38	pawel.labecki@bzwbk.pl
Marcin Skupień, Makler	tel. +48 61 856 44 72	marcin.skupien@bzwbk.pl
Karol Koszarski, Makler	tel. +48 61 856 45 68	karol.koszarski@bzwbk.pl
Maciej Ciesielski, Makler	tel. +48 61 856 48 57	maciej.ciesielski@bzwbk.pl
Jan Nowakowski, Makler	tel. +48 22 526 21 24	jan.nowakowski@bzwbk.pl

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

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. (DM BZ WBK S.A.), podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz.1384 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.). Materiał ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów DM BZ WBK S.A. uprawnionych do otrzymywania rekomendacji na podstawie umów o świadczenie usług.

Wszelkie znaki towarowe, oznaczenia usług i loga użyte w niniejszym dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług lub zarejestrowanymi znakami towarowymi lub oznaczeniami usług DM BZ WBK S.A. lub innych podmiotów z Grupy kapitałowej, do której należy DM BZ WBK S.A.

Autorem dokumentu jest DM BZ WBK S.A. DM BZ WBK S.A. nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. 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 jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Podmioty powiązane z DM BZ WBK S.A. mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach ze spółką/spółkami: **Budimex S.A., Energomontaż Południe S.A., Hydrobudowa Polska S.A., Polimex-Mostostal S.A., Trakcja-Tiltra S.A.** („Emitent”), świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). DM 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 DM 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.

DM BZ WBK S.A. informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz na kwartał.

DM 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 przygotowujących je analityków. DM BZ WBK S.A. nie jest zobowiązany do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego dokumentu.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez DM BZ WBK S.A. ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jednak DM BZ WBK S.A. oraz spółki powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia w niniejszym dokumencie przygotowanym przez DM BZ WBK S.A. lub wysłanym przez DM 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 DM 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.

DM 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, ANI NIE MA NA CELU NAKŁANIANIA DO NABYCIA LUB ZBYCIA JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH. 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 UDOSTĘPNIANIE TEGO DOKUMENTU NA TERYTORIUM INNYCH PAŃSTW MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ ODPOWIEDNIE PRZEPISY PRAWA. OSOBY UDOSTĘPNIAJĄCE LUB ROZPOWSZECHNIAJĄCE TEN DOKUMENT SĄ OBOWIĄZANE ZNAĆ TE OGRANICZENIA I ICH PRZESTRZEGAĆ.

W USA LUB WIELKIEJ BRYTANII NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ JEDYNIEM ROZPOWSZECHNIANY WŚRÓD OSÓB, KTÓRE POSIADAJĄ PROFESJONALNĄ WIEDZĘ W ZAKRESIE INWESTOWANIA ZGODNIE Z 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 UDOSTĘPNIANE NA TERENIE JURYSDYKCJI POZA TERYTORIUM WIELKIEJ BRYTANII, W KTÓRYCH JEGO UDOSTĘPNIANIE 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 DM BZ WBK S.A.

DM BZ WBK S.A. INFORMUJE, IŻ INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIAŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

DM 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 DM 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

Definicje rekomendacji:

Kupuj – całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje przekroczy 15% w ciągu dwunastu miesięcy.

Trzymaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie od 0% do 15% w ciągu dwunastu miesięcy.

Sprzedaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie mniej niż 0% w ciągu dwunastu miesięcy.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy Dom Maklerski BZ WBK S.A. wydał: 7 rekomendacji Kupuj, 4 rekomendacji Trzymaj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj.

Emitent nie posiada akcji DM BZ WBK S.A.

Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz DM 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, 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 DM BZ WBK S.A. nie był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BZ WBK S.A. nie był także członkiem konsorcjum dystrybucyjnego dla instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

DM 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.

DM BZ WBK S.A. pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych następujących Emitentów: Hydrobudowa Polska S.A., Energomontaż Południe S.A., na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

DM BZ WBK S.A. pełni rolę animatora emitenta dla instrumentów finansowych następujących Emitentów: Hydrobudowa Polska S.A., Energomontaż Południe S.A., na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

DM BZ WBK S.A. w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz następujących Emitentów: Hydrobudowa Polska S.A., Energomontaż Południe S.A. (usługi te obejmowały pełnienie roli animatora emitenta).

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Bank Zachodni WBK S.A., który jest powiązany z DM BZ WBK S.A., otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz Hydrobudowa Polska S.A. w związku ze współpracą w ramach grupy kapitałowej.

DM 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 powiązany z DM BZ WBK S.A. nie jest powiązany pośrednio ani bezpośrednio z Emitentem.

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

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta mogą łączyć inne stosunki umowne z DM BZ WBK S.A. DM BZ WBK S.A. nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitentów lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez pozostałych Emitentów (za wyjątkiem pełnienia roli animatora rynku i animatora emitenta). Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji DM BZ WBK S.A. składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta jak również będzie nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta lub których wartość

zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. DM BZ WBK S.A. nie jest stroną żadnej umowy – z wyjątkiem umów brokerskich z klientami, w wykonaniu których DM 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 DM BZ WBK S.A. lub podmioty z nim powiązane.

W opinii DM BZ WBK S.A. niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. DM 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.

DM 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 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 45 073 400 zł w całości wpłacony.