

# Zmieniając złe długi w zyski

## Rekomendacja KUPUJ; 12-miesięczna cena docelowa 56,8zł

**Kruk S.A. to lider rynku usług zarządzania wierzycielami w Polsce i w Rumunii. Spółka obsługuje m.in. instytucje finansowe, firmy telekomunikacyjne i przedsiębiorstwa użyteczności publicznej. Pod koniec 2009 r. jej udział w rynku polskim wynosił ok. 27%, a w rynku rumuńskim — 15-27%. Spółka chce zdobyć istotną pozycję na rynku czeskim (na który niedawno weszła) i węgierskim (wejście planowane na 2012 r.). Znaczna dźwignia operacyjna i ponad dwukrotny wzrost wartości zakupionych portfeli spowoduje, naszym zdaniem, trzykrotny wzrost zysku w latach 2010–2013. W oparciu o wycenę porównawczą, wskaźniki w połowie cyklu i metodę DCF wyznaczamy cenę docelową na 56,8 zł za akcję. Według naszych szacunków wskaźnik P/E spółki Kruk w 2011P wynosi 9,7x (7,6x w 2012P), a wskaźnik EV/EBITDA prognozowany na 2011, 10,5x (8,0x w 2012P). Oba te wskaźniki oznaczają spore dyskonto w stosunku do podobnych spółek. Rozpoczynamy więc wydawanie rekomendacji dla akcji spółki Kruk od zalecenia KUPUJ.**

Kruk to lider polskiego rynku zarządzania wierzycielami. Spółka obsługuje m.in. instytucje finansowe, firmy telekomunikacyjne i przedsiębiorstwa użyteczności publicznej, a jej udział w rynku pod koniec 2009 r. wynosił ok. 27%. Działa też w Rumunii — jest tam już największym graczem, a jej udział w rynku kształtuje się na poziomie 15-27% (w zależności od segmentu) zaledwie trzy lata po rozpoczęciu działalności w tym kraju. Spółka Kruk chce zdobyć istotną pozycję na rynku czeskim (na który niedawno weszła) i węgierskim (wejście planowane na przyszły rok).

Największym segmentem działalności spółki jest zakup i windykacja portfeli przeterminowanych wierzycieli konsumenckich oraz zarządzanie nimi (72% przychodów w 2010 r.), a jej największymi klientami w tym zakresie są banki. Drugim kluczowym segmentem działalności są usługi inkasa, w których przychody opierają się na prowizjach. Połączenie tych dwóch segmentów w jednym przedsiębiorstwie daje spółce wyjątkową pozycję na rynku, zapewnia jej znaczną przewagę nad konkurencją, a ponadto przynosi solidne przychody i umożliwia synergię kosztów. Kruk jest też właścicielem spółki ERIF, jednego z trzech licencjonowanych biur informacji kredytowej w Polsce. ERIF oferuje perspektywę solidnego wzrostu jako samodzielna spółka, a jednocześnie jest też silnym narzędziem wspierającym odzyskiwanie niepewnych długów.

Kruk działa na szybko rozwijającym się rynku przeterminowanych pożyczek bankowych i wierzycieli konsumenckich (B2C). Główne segmenty działalności spółki uzupełniają się nawzajem, dlatego jej działalność jest praktycznie antycykliczna, a przynajmniej wykazuje brak bezpośredniej korelacji z cyklem przeterminowanych należności. Segment inkaso zwykle rozwija się dynamicznie, gdy rośnie ilość przeterminowanych wierzycieli, a działalność polegająca na zakupie niepewnych długów rośnie natomiast najszybciej, gdy spada wskaźnik zaległości płatniczych. Szacujemy, że ilość nieściągalnych wierzycieli banków w Polsce wzrośnie znacznie w latach 2011–2013, a nominalna wartość sprzedanych przeterminowanych wierzycieli sięgnie 6,3 mld zł w 2011 r. i 7,6 mld zł w 2012 r. (w 2010 r. było to 4,5 mld zł). W Rumunii spodziewamy się bardziej umiarkowanego wzrostu i przewidujemy, że w latach 2011/12 rynek osiągnie wartość 2,5 mld RON.

W ciągu ostatnich czterech lat spółka Kruk rozwijała się bardzo szybko — jej zyski wzrosły pięciokrotnie, a bilans — ponad ośmiokrotnie. Według naszych prognoz przyszłe tempo wzrostu powinno utrzymać się na dobrym poziomie. W latach 2011–13P spodziewamy się średniorocznego wzrostu zysku EBITDA na poziomie 54% (w latach 2007–10 było to średnio 49% rocznie) i złożonej stopy wzrostu zysku na akcję (EPS) na poziomie 43% rocznie (w latach 2007–10 było to 57%). Szacujemy, że wskaźnik ROE sięgnie 30–36%, a z zysków za 2012P zostanie wypłacona dywidenda (20% zysku, stopa dywidendy na poziomie 2,6%).

Wyzaczyliśmy 12-miesięczną cenę docelową na 56,8 zł za akcję, co oznacza 42-procentowy potencjał wzrostu. Wyceniliśmy akcje w oparciu o trzy metody — wyceny porównawczej, średniocyklicznych wskaźników oraz DCF (przy średnim ważonym koszcie kapitału WACC pomiędzy 9,2% i 10,0% oraz stopie wzrostu g na poziomie 3%). Według naszych szacunków wskaźnik P/E dla spółki Kruk w 2011P wyniesie 9,7x (7,6x w 2012P), a wskaźnik EV/EBITDA — 10,5x w 2011P (8,0x w 2012P). Oba wskaźniki wskazują na dyskonto na poziomie od 11% do 21% w porównaniu do podobnych spółek.

Do najważniejszych czynników ryzyka w działalności spółki Kruk należy skłonność banków do outsourcingu windykacji niespłaconych pożyczek i sprzedaży niepewnych długów, wycena portfeli oraz założenia dotyczące wewnętrznej stopy zwrotu/odzyskiwania wierzycieli, opodatkowanie (spółka płaci bardzo niskie podatki), zmiany regulacji i praw oraz ryzyko walutowe.

### KRUK: Podsumowanie finansowe

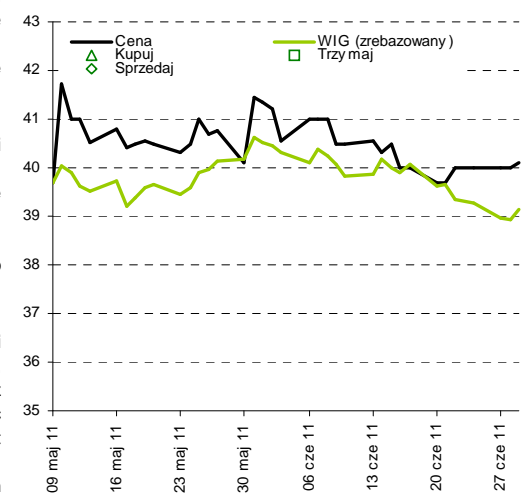
W milionach PLN, o ile nie podano inaczej

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Przychody	128,6	164,3	278,7	404,3	476,1
EBITDA	34,8	46,6	98,5	137,3	170,6
EBIT	31,7	42,6	93,8	130,9	162,2
Zysk netto	23,4	36,1	67,8	88,6	114,8
Zysk na akcję (zł)	1,48	2,32	4,11	5,24	6,79
P/E (x)	26,9	17,2	9,7	7,6	5,9
EV/EBITDA (x)	20,5	16,7	10,5	8,0	6,6

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

Rekomendacja	Kupuj
Zalecenie taktyczne	—

Cena (zł, 28 czerwca 2011)	40,0
Cena docelowa (zł, 12-miesięczna)	56,8
Kapitalizacja (mln zł)	676,0
Free float (%)	56,9
Liczba akcji (mln)	16,9
Średni dzienny obrót (3 miesiące, akcje)	60 tys.
EURPLN	4,01
USDPLN	2,79



Wykres mierzy zmianę ceny akcji w stosunku do indeksu WIG20. 17/06/2011 indeks WIG zamknął się na poziomie 47 976.

Główni akcjonariusze	% głosów
Enterprise Fund IV L.P.	24,8
Piotr Krupa	15,7
Zarząd i pracownicy	2,5

### Opis spółki

Kruk jest liderem rynku usług zarządzania wierzycielami w Polsce i w Rumunii. Spółka zatrudnia 1 300 pracowników i w 2010 roku obsłużyła wierzycieli o wartości 4 mld zł.

Dział analiz:

Dariusz Górski

# 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 Kolsut, 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: Kruk 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 dwa lata. Niniejsza rekomendacja obowiązuje przez okres 24 miesięcy od dnia jej wydania, nie dłużej jednak niż do czasu wydania następczej rekomendacji.

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 przez 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 oddzielnie 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 JAKIKOLWIEK 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.

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

ROZPOWSZECHNIANIE LUB 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 JEDYNIJE 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 WSZEKICH 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 WIĄŻE 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 WSZEKICH 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,
- 3) mnożników średniocyklicznych.

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.

Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na długoterminowym dwuletnim średnim konsensusie mnożników P/E oraz EV/EBITDA dla spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Jej wynik może jednakże znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu.

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: 12 rekomendacji Kupuj, 4 rekomendacji Trzymaj oraz 5 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, 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 DM 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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BZ WBK S.A. był 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. nie pełni roli animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

DM BZ WBK S.A. nie pełni roli animatora emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta 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 Emitenta. Usługi te obejmowały pełnienie roli członka konsorcjum dystrybucyjnego.

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 Emitenta.

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 pośrednio powiązany 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 Emitenta lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji 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 - które 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.