

# Małe i średnie spółki - Polska

---

**Analitycy:**

**Dariusz Gorski**  
dariusz.gorski@bzwbk.pl

**Paweł Puchalski, CFA**  
pawel.puchalski@bzwbk.pl

**Grzegorz Balcerski**  
Makler Papierów Wartościowych, Doradca Inwestycyjny  
grzegorz.balcerski@bzwbk.pl

**Lukasz Kosiarski**  
lukasz.kosiarski@bzwbk.pl

**Adrian Kyrzcz**  
adrian.kyrzcz@bzwbk.pl

**Tomasz Sokolowski**  
tomasz.sokolowski@bzwbk.pl

**Michał Sopieli**  
michal.sopiel@bzwbk.pl

**Artur Hess**  
Makler Papierów Wartościowych  
artur.hess@bzwbk.pl

---

**14 listopada 2017**

*Pusta strona pozostawiona celowo.*

# Małe i średnie spółki - Polska

14 listopada 2017, 08:20

Jak dotychczas 2017 r. nie jest najlepszym rokiem dla małych i średnich spółek (sWIG80) które wypadają gorzej od Blue Chips (WIG20) o 39 p.p. To obniżyło wycenę sWIG80 do 1YR P/E fwd. 9.7x co stanowi 18% dyskonto porównując do WIG20. Historycznie, tak niskie wyceny oraz skala słabości na tle dużych spółek stanowiły bardzo dobry moment wejścia w inwestycje w sektorze małych i średnich spółek. W tym świetle, jesteśmy pozytywnie nastawieni do małych i średnich spółek i zalecamy szukanie okazji inwestycyjnych w sektorach takich jak: późno cykliczne dobra konsumenckie, energia odnawialna, przemysł oraz IT (obydwa sektory od połowy 2018). Z drugiej strony zalecamy unikanie sektora budowlanego.

Potencjał wzrostu implikowany przez odświeżone ceny docelowe dla 44 spółek w tym raporcie odzwierciedla nasze pozytywne nastawienie do sektora małych i średnich spółek. Pomimo 10% podwyżki RfR, średni potencjał wzrostowy wynosi 27%, więcej niż 20% w naszym ostatnim raporcie. Jest również więcej spółek które mają wysoki dwucyfrowy potencjał wzrostu niż to było rok temu.

## Zapraszamy do lektury.

W tym raporcie prezentujemy odświeżone prognozy, ceny docelowe i rekomendacje dla 44 małych i średnich spółek oraz inicjację Marvipolu (Kupuj, cena docelowa 18.3 PLN).

Strony 6-7 zawierają 10 najlepszych/najgorszych pod różnymi względami. Bardziej szczegółowe dane dostępne po kontakcie.

Potencjał wzrostu (%)			
10 najwyższych		10 najniższych	
MONNARI	91%	GINO ROSSI	-33%
POLENERGIA	81%	NETIA	-18%
NEUCA	67%	WORK SERVICE	-14%
ZE PAK	65%	BOGDANKA	-12%
AMBRA	65%	RONSON	-9%
AUTOPARTNER	64%	TORPOL	-4%
IZOBLOK	56%	SNIEZKA	-3%
STALEXPORT	55%	TRAKCJA	5%
PHN	55%	APATOR	6%
RAINBOW	52%	BYTOM	8%

2018P P/E (x)			
10 najwyższych		10 najniższych	
PHN	33.7	WORK SERVICE	-89.4
NETIA	24.6	ZEPAK	2.8
BENEFIT SYSTEMS	24.3	STALEXPORT	4.3
EMPERIA	18.1	AB	6.9
ORBIS	17.9	STALPRODUKT	7.5
POLENERGIA	16.9	ABC DATA	8.0
ERBUD	16.6	AMBRA	8.0
IZO BLOK	15.7	DOM DEVELOPMENT	8.3
TRAKCJA	15.6	WIELTON	9.2
APATOR	15.4	ELEMENTAL	9.3

2017-2020P EPS CAGR (%)			
10 najwyższych		10 najniższych	
11BIT	244%	SNIEZKA	0%
GINO ROSSI	80%	AMBRA	2%
IZO BLOK	40%	ABC DATA	3%
PFLEIDERER	32%	AMICA	3%
BENEFIT SYSTEMS	22%	APATOR	5%
AUTOPARTNER	20%	STALEXPORT	5%
INTER CARS	18%	AB	6%
WIELTON	17%	KETY	7%
MANGATA	15%	RAINBOW TOURS	7%
EMPERIA	13%	FORTE	7%

2018P stopa dywidendy (%)*			
10 najwyższych		10 najniższych	
STALEXPORT	22.2%	BOGDANKA	1.4%
ZEPAK	10.6%	MONNARI	1.5%
ABC DATA	10.2%	EMPERIA	1.9%
DOM DEVELOPMENT	9.5%	ORBIS	2.3%
BUDIMEX	8.9%	MANGATA	2.4%
WIELTON	8.6%	FORTE	2.4%
NETIA	7.1%	TRAKCJA	2.6%
AMBRA	6.2%	NEUCA	2.6%
KETY	5.6%	WAWEL	2.8%
ERBUD	4.8%	PFLEIDERER	3.2%

Źródło: DM BZ WBK (wszystkie tabele). \*zawiera wyłącznie spółki wypłacające dywidendę

Ceny akcji w raporcie pochodzą z 7 listopada 2017.

Rys. 1, BZ WBK: Zmiany w wycenie i rekomendacji

Spółka	Rekomendacja			12 miesięczna cena docelowa		Zmiana %	Potencjał %	Analityk
	Obecna	Poprzednia	Zmiana	Obecna	Poprzednia			
11BIT	Kupuj	Kupuj	—	209.0	215.0	-3%	24%	Łukasz Kosiarski
AB	Kupuj	Kupuj	—	37.90	45.10	-16%	42%	Łukasz Kosiarski
ABC DATA	Trzymaj	Trzymaj	—	2.35	2.50	-6%	8%	Łukasz Kosiarski
ALUMETAL	Kupuj	Trzymaj	▲	59.20	61.30	-3%	17%	Sopiel Michał
AMBRA	Kupuj	Kupuj	—	18.70	12.50	50%	65%	Tomasz Sokołowski
AMICA	Trzymaj	Kupuj	▼	150.0	234.0	-36%	12%	Balcerski Grzegorz
APATOR	Trzymaj	Trzymaj	—	31.80	36.50	-13%	6%	Balcerski Grzegorz
AUTOPARTNER	Kupuj	Kupuj	—	7.70	7.60	1%	64%	Tomasz Sokołowski
BENEFIT SYSTEMS	Kupuj	Kupuj	—	1333	1096	22%	25%	Łukasz Kosiarski
BOGDANKA	Sprzedaj	Sprzedaj	—	63.20	50.90	24%	-12%	Paweł Puchalski
BUDIMEX	Kupuj	Kupuj	—	220.0	225.0	-2%	18%	Kyrzcz Adrian
BYTOM	Trzymaj	Kupuj	▼	2.70	3.00	-10%	8%	Tomasz Sokołowski
CIECH	Kupuj	Kupuj	—	74.29	90.03	-17%	25%	Sopiel Michał
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	Kupuj	—	94.50	94.50	0%	17%	Kyrzcz Adrian
ELEMENTAL HOLDING	Kupuj	Kupuj	—	2.71	4.30	-37%	40%	Balcerski Grzegorz
EMPERIA	Kupuj	Kupuj	—	129.0	134.0	-4%	37%	Tomasz Sokołowski
ERBUD	Trzymaj	Kupuj	▼	28.10	36.40	-23%	13%	Kyrzcz Adrian
FORTE	Kupuj	Trzymaj	▲	72.90	87.80	-17%	18%	Sopiel Michał
GINO ROSSI	Sprzedaj	Trzymaj	▼	0.80	2.60	-69%	-33%	Tomasz Sokołowski
KETY	Kupuj	Kupuj	—	479.0	500.0	-4%	21%	Sopiel Michał
INTER CARS	Kupuj	Trzymaj	▲	335.0	347.0	-3%	19%	Tomasz Sokołowski
IZOBLOK	Kupuj	Kupuj	—	176.0	223.0	-21%	56%	Sopiel Michał
MANGATA	Kupuj	Kupuj	—	123.0	134.8	n.a.	37%	Sopiel Michał
MARVIPOL	Kupuj	n.a.	▲	18.30	n.a.	n.a.	27%	Kyrzcz Adrian
MONNARI	Kupuj	Kupuj	—	15.70	19.20	-18%	91%	Tomasz Sokołowski
NETIA	Sprzedaj	Sprzedaj	—	3.44	3.37	2%	-18%	Paweł Puchalski
NEUCA	Kupuj	Kupuj	—	378.0	476.0	-21%	67%	Tomasz Sokołowski
ORBIS	Kupuj	Kupuj	—	105.00	95.60	10%	21%	Balcerski Grzegorz
PFL GROUP	Kupuj	Kupuj	—	42.50	53.20	-20%	16%	Sopiel Michał
PHN	Kupuj	Kupuj	—	22.10	26.50	-17%	55%	Kyrzcz Adrian
POLENERGIA	Kupuj	Kupuj	—	19.60	17.70	11%	81%	Paweł Puchalski
RAINBOW	Kupuj	Kupuj	—	52.40	54.00	n.a.	52%	Tomasz Sokołowski
RONSON	Sprzedaj	Trzymaj	▼	1.35	1.37	-1%	-9%	Kyrzcz Adrian
SNIEZKA	Sprzedaj	Trzymaj	▼	66.50	72.30	-8%	-3%	Balcerski Grzegorz
STALEXPORT	Kupuj	Kupuj	—	5.87	5.85	0%	55%	Balcerski Grzegorz
STALPRODUKT	Kupuj	Kupuj	—	669.0	668.0	0%	28%	Balcerski Grzegorz
TORPOL	Sprzedaj	Trzymaj	▼	7.00	11.40	-39%	-4%	Kyrzcz Adrian
TRAKCJA	Trzymaj	Kupuj	▼	7.70	14.40	-47%	5%	Kyrzcz Adrian
UNIBEP	Kupuj	Kupuj	—	12.40	12.50	-1%	25%	Kyrzcz Adrian
VOXEL	Kupuj	Kupuj	—	22.50	25.80	-13%	42%	Łukasz Kosiarski
WAWEL	Kupuj	Kupuj	—	1354	1337	1%	41%	Tomasz Sokołowski
WIELTON	Kupuj	Kupuj	—	17.20	19.60	-12%	19%	Sopiel Michał
WORK SERVICE	Sprzedaj	Trzymaj	▼	4.00	12.60	-68%	-14%	Tomasz Sokołowski
ZE PAK	Trzymaj	Trzymaj	—	20.20	19.20	5%	65%	Paweł Puchalski

Źródło: Bloomberg, DM BZ WBK

# Radar małych i średnich przedsiębiorstw: narzędzie do wyboru akcji

**Rys. 2, Małe i średnie spółki: porównanie wyników**

2018P P/E (x)			
10 najwyższych		10 najniższych	
PHN	33.7	WORK SERVICE	-89.4
NETIA	24.6	ZEPAK	2.8
BENEFIT SYSTEMS	24.3	STALEXPORT	4.3
EMPERIA	18.1	AB	6.9
ORBIS	17.9	STALPRODUKT	7.5
POLENERGIA	16.9	ABC DATA	8.0
ERBUD	16.6	AMBRA	8.0
IZO BLOK	15.7	DOM DEVELOPMENT	8.3
TRAKCJA	15.6	WIELTON	9.2
APATOR	15.4	ELEMENTAL	9.3

2018P EV/EBITDA (x)			
10 najwyższych		10 najniższych	
PHN	22.0	VOXEL	2.3
BENEFIT SYSTEMS	15.2	STALEXPORT	2.4
RONSON	13.2	MONNARI	3.7
FORTE	12.7	BOGDANKA	3.8
INTER CARS	11.0	ZEPAK	3.9
WAWEL	10.4	STALPRODUKT	4.3
SNIEZKA	10.1	AMBRA	4.4
KETY	9.4	NETIA	4.9
ERBUD	9.3	TORPOL	5.3
BYTOM	9.3	POLENERGIA	5.5

2017-2020P Przychody CAGR (%)			
10 najwyższych		10 najniższych	
IZO BLOK	39.8%	RONSON	-18.1%
11BIT	34.9%	ZEPAK	-11.6%
AUTOPARTNER	28.1%	NETIA	-4.0%
BENEFIT SYSTEMS	25.9%	TORPOL	-3.4%
DOM DEVELOPMENT	25.8%	ERBUD	-2.3%
MANGATA	20.4%	BOGDANKA	-1.1%
INTER CARS	17.8%	ABC DATA	-0.7%
WIELTON	17.0%	POLENERGIA	0.1%
BYTOM	16.4%	PHN	0.4%
EMPERIA	14.0%	PFLEIDERER	0.9%

2017-2020P EBIT CAGR (%)			
10 najwyższych		10 najniższych	
11BIT	123.1%	WORK SERVICE	1.0%
GINO ROSSI	54.1%	AMBRA	1.2%
IZO BLOK	27.1%	PHN	2.0%
BENEFIT SYSTEMS	23.0%	STALEXPORT	2.3%
PFLEIDERER	18.2%	ABC DATA	3.0%
INTER CARS	16.6%	APATOR	3.6%
AUTOPARTNER	15.9%	AB	3.6%
WIELTON	14.9%	AMICA	4.6%
ALUMETAL	14.7%	RONSON	4.6%
MANGATA	14.4%	ELEMENTAL	6.0%

2017-2020P EBITDA CAGR (%)			
10 najwyższych		10 najniższych	
11BIT	106.9%	ORBIS	0.9%
TORPOL	70.1%	SNIEZKA	1.1%
VOXEL	31.3%	AMBRA	1.1%
BENEFIT SYSTEMS	22.8%	PHN	1.9%
GINO ROSSI	21.1%	ABC DATA	2.4%
INTER CARS	15.4%	WORK SERVICE	2.8%
AUTOPARTNER	15.0%	AB	3.0%
MANGATA	13.2%	APATOR	3.0%
FORTE	12.2%	AMICA	4.4%
WIELTON	12.1%	RONSON	4.5%

2017-2020P EPS CAGR (%)			
10 najwyższych		10 najniższych	
11BIT	244%	SNIEZKA	0%
GINO ROSSI	80%	AMBRA	2%
IZO BLOK	40%	ABC DATA	3%
PFLEIDERER	32%	AMICA	3%
BENEFIT SYSTEMS	22%	APATOR	5%
AUTOPARTNER	20%	STALEXPORT	5%
INTER CARS	18%	AB	6%
WIELTON	17%	KETY	7%
MANGATA	15%	RAINBOW TOURS	7%
EMPERIA	13%	FORTE	7%

2018P marża EBITDA (%)			
10 najwyższych		10 najniższych	
11BIT	107%	ORBIS	0.9%
TORPOL	70%	SNIEZKA	1.1%
VOXEL	31%	AMBRA	1.1%
BENEFIT SYSTEMS	23%	PHN	1.9%
GINO ROSSI	21%	ABC DATA	2.4%
INTER CARS	15%	WORK SERVICE	2.8%
AUTOPARTNER	15%	AB	3.0%
MANGATA	13%	APATOR	3.0%
FORTE	12%	AMICA	4.4%
WIELTON	12%	RONSON	4.5%

2018P marża netto (%)			
10 najwyższych		10 najniższych	
STALEXPORT	64.0%	WORK SERVICE	-0.1%
11BIT	58.6%	ABC DATA	0.7%
MANGATA	18.2%	AB	0.7%
ORBIS	15.3%	POLENERGIA	1.0%
WAWEL	15.1%	NEUCA	1.2%
BOGDANKA	12.7%	ERBUD	1.2%
PHN	12.4%	TORPOL	1.6%
STALPRODUKT	11.0%	TRAKCJA	1.7%
ZEPAK	10.8%	GINO ROSSI	1.8%
VOXEL	10.7%	EMPERIA	1.9%

2018P dług netto do kapitałów własnych (x)			
10 najwyższych		10 najniższych	
WORK SERVICE	1.5	BUDIMEX	-2.4
PFLEIDERER	1.0	11BIT	-0.8
GINO ROSSI	0.9	RAINBOW TOURS	-0.4
FORTE	0.9	MONNARI	-0.4
KETY	0.6	STALEXPORT	-0.3
INTER CARS	0.5	WAWEL	-0.3
RONSON	0.4	STALPRODUKT	-0.1
SNIEZKA	0.4	BOGDANKA	-0.1
CIECH	0.4	ORBIS	-0.1
POLENERGIA	0.4	DOM DEVELOPMENT	0.0

2018P dług netto do EBITDA (x)			
10 najwyższych		10 najniższych	
PHN	9.5	BUDIMEX	-4.8
RONSON	5.1	MONNARI	-2.3
GINO ROSSI	3.9	EMPERIA	-1.9
FORTE	3.6	11BIT	-1.3
WORK SERVICE	3.5	WAWEL	-1.2
POLENERGIA	2.6	RAINBOW TOURS	-0.9
AB	2.3	STALEXPORT	-0.8
PFLEIDERER	2.2	ORBIS	-0.3
INTER CARS	2.1	BOGDANKA	-0.3
KETY	1.8	STALPRODUKT	-0.3

2018P ROE (%)			
10 najwyższych		10 najniższych	
11BIT	56.4%	WORK SERVICE	-1.8%
BUDIMEX	44.9%	PHN	1.0%
RAINBOW TOURS	37.2%	POLENERGIA	2.2%
BENEFIT SYSTEMS	35.1%	TRAKCJA	3.1%
STALEXPORT	32.2%	NETIA	3.3%
SNIEZKA	28.8%	RONSON	5.1%
DOM DEVELOPMENT	23.5%	MONNARI	6.0%
WIELTON	21.2%	ELEMENTAL	7.1%
AUTOPARTNER	21.0%	GINO ROSSI	7.1%
KETY	18.1%	ERBUD	7.2%

2018P P/BV (x)			
10 najwyższych		10 najniższych	
BENEFIT SYSTEMS	7.8	WORK SERVICE	-1.5
PFLEIDERER	7.6	ZEPAK	0.3
BUDIMEX	6.9	PHN	0.3
11BIT	5.1	POLENERGIA	0.4
SNIEZKA	4.0	TRAKCJA	0.5
RAINBOW TOURS	3.5	AB	0.6
NEUCA	3.0	MANGATA	0.6
KETY	2.7	ELEMENTAL	0.7
APATOR	2.4	RONSON	0.7
BYTOM	2.3	GINO ROSSI	0.7

2017P stopa dywidendy (%) *			
10 najwyższych		10 najniższych	
STALEXPORT	22.2%	BOGDANKA	1.4%
ZEPAK	10.6%	MONNARI	1.5%
ABC DATA	10.2%	EMPERIA	1.9%
DOM DEVELOPMENT	9.5%	ORBIS	2.3%
BUDIMEX	8.9%	MANGATA	2.4%
WIELTON	8.6%	FORTE	2.4%
NETIA	7.1%	TRAKCJA	2.6%
AMBRA	6.2%	NEUCA	2.6%
KETY	5.6%	WAWEL	2.8%
ERBUD	4.8%	PFLEIDERER	3.2%

Potencjał wzrostu (%)			
10 najwyższych		10 najniższych	
MONNARI	91%	GINO ROSSI	-33%
POLENERGIA	81%	NETIA	-18%
NEUCA	67%	WORK SERVICE	-14%
ZE PAK	65%	BOGDANKA	-12%
AMBRA	65%	RONSON	-9%
AUTOPARTNER	64%	TORPOL	-4%
IZOBLOK	56%	SNIEZKA	-3%
STALEXPORT	55%	TRAKCJA	5%
PHN	55%	APATOR	6%
RAINBOW	52%	BYTOM	8%

4Q17P roz. EBITDA r/r			
10 najwyższych		10 najniższych	
UNI	284%	11B	-78%
ERB	134%	RON	-70%
EMP	54%	GRI	-62%
MGT	47%	TRK	-46%
MON	46%	BDX	-44%
DOM	40%	TOR	-41%
BTM	36%	CIE	-17%
WSE	36%	ABE	-15%
NEU	25%	PEP	-15%
STP	21%	EMT	-14%

1Q18P roz. EBITDA r/r			
10 najwyższych		10 najniższych	
IZB**	190%	GRI	-45%
VOX	110%	EMT	-16%
ABC	52%	BDX	-15%
AMB	43%	FTE	-13%
BFT	36%	ABE	-11%
RBW	25%	CIE	-7%
DOM	25%	APT	-7%
PFL	24%	NEU	-6%
APR	23%	UNI	-5%
WWL	18%	WLT	-4%

Źródło: DM BZ WBK (wszystkie tabele), \* zawiera wyłącznie spółki wypłacające dywidendę, \*\* 4Q17/18E

Polska

Gry

# 11 BIT STUDIOS

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 168.4PLN

CENA DOCELOWA: 209PLN (POPRZ. 215PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Z powodu zmian w kalendarzu wydawniczym spółki ścinamy naszą 12-miesięczną cenę docelową dla 11 Bit Studios do 209 zł/akcję z 215 zł. Nowa cena docelowa implikuje 24% potencjał wzrostu względem obecnej ceny co oznacza, że utrzymujemy rekomendację Kupuj. Wycena porównawcza implikuje wartość spółki na poziomie 145,5 zł/akcję.

Polska

Informatyka

# AB

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 26.73PLN

CENA DOCELOWA: 37.9PLN (POPRZ. 45.1PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Z powodu niewielkiej korekty prognoz i zmiany prognozowanego zapotrzebowania na kapitał obrotowy ścinamy naszą 12-miesięczną cenę docelową dla AB do 37,9 zł/akcję z 45,1 zł. Nowa cena docelowa implikuje 42% potencjał wzrostu względem obecnej ceny co oznacza, że utrzymujemy rekomendację Kupuj. Wycena porównawcza implikuje wartość spółki na poziomie 37,1 zł/akcję.

Polska

Informatyka

# ABC DATA

REKOMENDACJA

**TRZYMAJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 2.17PLN

CENA DOCELOWA: 2.35PLN (POPRZ. 2.50PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** W oparciu o naszą wycenę DCF ustalamy 12-miesięczną cenę docelową dla ABC Daty na poziomie do 2,35 zł/akcję. Nowa cena docelowa implikuje 8% potencjał wzrostu względem obecnej ceny co oznacza, że utrzymujemy rekomendację Trzymaj. Wycena porównawcza implikuje wartość spółki na poziomie 2,18 zł/akcję.

Polska

Przemysł

# ALUMETAL

REKOMENDACJA

**KUPUJ (POPRZ. TRZYMAJ)**

OBECNA CENA: 50.53PLN

CENA DOCELOWA: 59.2PLN (POPRZ. 61.3PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Po zmianie prognoz w lipcu 2017 spowodowanej istotnym pogorszeniem otoczenia biznesowego (zawężenie realizowanych marż), pozostawiamy nasze prognozy na porównywalnym poziomie. Niższa rynkowa wycena kursu zwiększa potencjał do zwwyżki (18%) względem naszej dwunastomiesięcznej ceny docelowej na poziomie 59,2 zł / akcja (wycena porównawcza implikuje 48,8 zł / akcja) skłania nas do podwyższenia rekomendacji na Kupuj z Trzymaj.

Polska

Handel

**AMBRA**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 11.35PLN

CENA DOCELOWA: 18.7PLN (POPRZ. 12.5 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Odświeżony model DCF implikuje Cenę Docelową na poziomie PLN18.7 (65% potencjał wzrostu). Wycena porównawcza wskazuje na cenę PLN25.4 za akcję. Rekomendacja Kupuj podtrzymana.

Polska

Przemysł

**AMICA**

REKOMENDACJA

**TRZYMAJ (POPRZ.KUPUJ)**

OBECNA CENA: 133.5PLN

CENA DOCELOWA: 150PLN (POPRZ. 234PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Obniżamy nasze prognozy dotyczące wyników ze względu na gorszą niż wcześniej oczekiwaliśmy sprzedaż w Polsce, Niemczech i Francji, wzrost udziału niżej marżowych towarów w ogóle sprzedaży i wysokie koszty surowców i wynagrodzeń. Nasza wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych wskazuje na cenę docelową 147 zł na akcję. Wyceną metodą porównawczą daje nam wycenę na poziomie 153 zł. Dlatego zmniejszamy naszą rekomendację dla Amiki z Kupuj do Trzymaj z uśrednioną ceną docelową 150 zł (12% potencjału do wzrostu).

Polska

Przemysł

**APATOR**

REKOMENDACJA

**TRZYMAJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 29.94PLN

CENA DOCELOWA: 31.8PLN (POPRZ. 36.5PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Obawiamy się niedowieszenia prognoz zarządu dotyczących zysku netto w 2017 roku. Nasza wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych wskazuje na cenę docelową 32,3 zł na akcję. Wyceną metodą porównawczą daje nam wycenę na poziomie 31,3 zł. Dlatego utrzymujemy naszą rekomendację Trzymaj dla Apatora z uśrednioną ceną docelową 31,8 zł (6% potencjału do wzrostu).

Polska

Przemysł

**AUTO PARTNER**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: PLN4.70

CENA DOCELOWA: PLN7.7 (POPRZ. PLN7.6)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Odświeżony model DCF implikuje Cenę Docelową na poziomie PLN7.7 (64% potencjał wzrostu). Wycena porównawcza wskazuje na cenę PLN6.9 za akcję. Rekomendacja Kupuj podtrzymana.



Polska

Usługi

**BENEFIT SYSTEMS**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 1,067.05PLN

CENA DOCELOWA: 1,333PLN (POPRZ. 1,096 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** W oparciu o naszą wycenę DCF ustalamy 12-miesięczną cenę docelową dla Benefit Systems na poziomie do 1 333 zł/akcję. Nowa cena docelowa implikuje 25% potencjał wzrostu względem obecnej ceny co oznacza, że utrzymujemy rekomendację Kupuj. Wycena porównawcza implikuje wartość spółki na poziomie 935 zł/akcję.

Polska

Górnictwo

**BOGDANKA**

REKOMENDACJA

**SPRZEDAJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 72.19PLN

CENA DOCELOWA: 63.2PLN (POPRZ. 50.9PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Podwyższamy naszą wycenę DCF ze względu na (1) rozwiązanie rezerwy na pracowników oraz (2) korekty na poziomie wolumenów / cen węgla. Te ostatnie (niższe wolumeny na 2018-19P, wyższe ceny od 2020P) implikują wzrost naszej wyceny do poziomu 63,20 na akcję. Kurs akcji na GPW jest powyżej naszej ceny docelowej, dlatego też utrzymujemy rekomendację Sprzedaj.

Polska

Nieruchomości

**BUDIMEX**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 186.0PLN

CENA DOCELOWA: 220PLN (POPRZ. 225PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Marginalnie obniżamy naszą cenę docelową jako że wzrost prognoz został zredukowany założeniem co do większych nakładów w kapitał obrotowy (będący implikacją wprowadzonymi regulacjami dot. odwróconego VAT-u).

Polska

Handel detaliczny

**BYTOM**

REKOMENDACJA

**TRZYMAJ (POPRZ. KUPUJ)**

OBECNA CENA: 2.50PLN

CENA DOCELOWA: 2.7PLN (POPRZ.3.0PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Odświeżony model DCF implikuje Cenę Docelową na poziomie PLN2.7 (9% potencjał wzrostu). Wycena porównawcza wskazuje na cenę PLN2.3 za akcję. Rekomendacja Kupuj obniżona do Trzymaj.

Polska

Przemysł

**CIECH**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 59.20 PLN

CENA DOCELOWA: 74.29 PLN (POPRZ. 90.03 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Wyższy niż pierwotnie zakładany wzrost cen paliwa piecowego (+30% r/r), lekko obniżone oczekiwania (-1.5p.p.) cen sody w 2018P oraz większe prognozowane wydatki inwestycyjne przełożyły się na niższe szacunki przepływów pieniężnych. W konsekwencji, w oparciu o model zdyskontowanych przepływów pieniężnych, obniżamy cenę docelową do 74,29 zł / akcja (wycena porównawcza wskazuje 97,1 zł / akcja) i podtrzymuje zalecenie Kupuj (+25% potencjału wzrostu).

Polska

Nieruchomości

**DOM DEVELOPMENT**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 80.8 PLN

CENA DOCELOWA: 94.5 PLN (UTRZYMANA)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Nasza cena docelowa pozostaje bez zmian na poziomie 94.5 zł. Podtrzymujemy także rekomendację Kupuj.

Polska

Przemysł

**ELEMENTAL HOLDING**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 1.94 PLN

CENA DOCELOWA: 2.71 PLN (POPRZ. 4.30 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Obniżamy prognozy znacznie ze względu na słabszą kondycję segmentu zużytych katalizatorów, jednak ten negatywny efekt zdaje się być już uwzględniony w wycenie giełdowej spółki. Nasza wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych wskazuje na cenę docelową 2,68 zł na akcję. Wyceną metodą porównawczą daje nam wycenę na poziomie 2,80 zł. Dlatego utrzymujemy naszą rekomendację Kupuj dla Elementalu z ważoną ceną docelową (50/50) 2,71 zł (40% potencjału do wzrostu).

Polska

Handel

**EMPERIA**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 94.46 PLN

CENA DOCELOWA: 129 PLN (POPRZ. 134.0 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Odświeżony model SOTP implikuje Cenę Docelową na poziomie PLN128.8 (36% potencjał wzrostu). Wycena porównawcza wskazuje na cenę PLN122.3 za akcję. Rekomendacja Kupuj podtrzymana.

Polska

Nieruchomości

**ERBUD**

REKOMENDACJA

**TRZYMAJ (POPRZ. KUPUJ)**

OBECNA CENA: 24.89 PLN

CENA DOCELOWA: 28.1 PLN (POPRZ. 36.4 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Obniżamy nasze założenia co do marż na kontraktach budowlanych, a w konsekwencji obniżamy prognozy oraz cenę docelową do 28.1 zł i rekomendację do Trzymaj.

Polska

Przemysł

**FORTE**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (POPRZ. TRZYMAJ)**

OBECNA CENA: 62.0 PLN

CENA DOCELOWA: 72.9 PLN (POPRZ. 87.80 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Obniżenie prognoz sprzedaży (głównie po słabych wynikach 2Q17), silniejszy wzrost elementów kosztowych (wynagrodzenia, koszt sprzedaży) oraz niższy mix sprzedaży przełożyły się na obniżenie przez nasz prognoz na 2017P oraz lata kolejne. Przełom roku może się dodatkowo wiązać z jednorazowymi wydatkami związanymi z uruchomieniem nowego wydziału do produkcji płyt wiórowych. Ostatecznie wydajemy rekomendację Kupuj (poprzednio Trzymaj) wskazującą na ok 17% potencjał wzrostu opierając się na wycenie zdyskontowanych przepływów pieniężnych implikującą cenę 72.9 zł / akcje (wycena porównawcza na poziomie 43.5 zł / akcja).

Polska

Handel detaliczny

**GINO ROSSI**

REKOMENDACJA

**SPRZEDAJ (POPRZ. TRZYMAJ)**

OBECNA CENA: 1.20 PLN

CENA DOCELOWA: 0.8 PLN+ (POPRZ. PLN 2.6)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Odświeżony model DCF implikuje Cenę Docelową na poziomie PLN 0.8 (32% potencjał spadku). Wycena porównawcza wskazuje na cenę PLN 1.6 za akcję. Rekomendacja obniżona do Sprzedaj.

Polska

Przemysł

**GRUPA KETY**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 395.35 PLN

CENA DOCELOWA: 479 PLN (POPRZ. 500 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Aktualizujemy naszą wycenę o ogłoszoną dywidendę w wysokości 30,0 zł na akcję. Pozostałe główne założenia modelowe pozostają niezmienione. Podtrzymujemy rekomendację Kupuj z dwunastomiesięczną ceną docelową w wysokości 479 zł / akcja (wycena porównawcza wskazuje na cenę 392 zł / akcja).

Polska

Przemysł

**INTER CARS**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (POPRZ. TRZYMAJ)**

OBECNA CENA: 282.00PLN

CENA DOCELOWA: 335PLN (POPRZ. 347PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Odświeżony model DCF implikuje Cenę Docelową na poziomie PLN335 (19% potencjał wzrostu). Wycena porównawcza wskazuje na cenę PLN275 za akcję. Rekomendacja podniesiona do Kupuj.

Polska

Przemysł

**IZOBLOK**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 113 PLN

CENA DOCELOWA: 176 PLN (POPRZ. 223 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Obniżamy nasze szacunki dotyczące wartości synergii po przejęciu SSW Pearl Foam i zakładamy wyższe koszty pracy w zakładach w Polsce. Podtrzymujemy zalecenie Kupuj z dwunastomiesięczną ceną docelową na poziomie 168 zł / akcja (wycena porównawcza implikuje cenę 176 zł / akcja).

Polska

Przemysł

**MANGATA**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 89.50 PLN

CENA DOCELOWA: 123 PLN (POPRZ. 134.8 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Nasze długoterminowe założenia modelowe pozostają w głównej mierze niezmienione. Obniżenie wyceny jest związane z wyższymi kosztami materiału oraz funduszu płac. Ostatecznie podtrzymujemy rekomendację Kupuj z wyceną 123 zł / akcja, przy wycenie porównawczej na poziomie 108 zł / akcja.

Polska

Nieruchomości

**MARVIPOL**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (INICJACJA)**

OBECNA CENA: 12.92 PLN

CENA DOCELOWA: 18.3 PLN (INICJACJA)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Wyceniamy biznes motoryzacyjny na 11 zł na akcję a biznes nieruchomościowy na 7.3 zł. Cena docelowa dla akcji Marvipolu została ustalona na 18.3 zł.

Polska

Handel detaliczny

**MONNARI**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 8.24 PLN

CENA DOCELOWA: 15.7 PLN (POPRZ. 19.2 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Odświeżony model DCF implikuje Cenę Docelową na poziomie PLN15.7 (91% potencjał wzrostu). Wycena porównawcza wskazuje na cenę PLN12.2 za akcję. Rekomendacja Kupuj utrzymana.

Polska

Telekomy

**NETIA**

REKOMENDACJA

**SPRZEDAJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 4.20 PLN

CENA DOCELOWA: 3.44 PLN (POPRZ. 3.37 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Niewielkie opóźnienia w wydatkach inwestycyjnych i wpływ czasu spowodowały wzrost naszej wyceny DCF o 2% do 3,63 zł na akcję. Co więcej, 80 mln zł jednorazowej dywidendy ze spółki zależnej (Dialog) podwyższa nasze oczekiwania dywidendy z Netii na lata 22018/19P, implikując wzrost wyceny DDM o 6% do 2,61 za akcję. Wycena porównawcza nie zmieniła się, a nasza ważona wycena różnie o 2% do 3,44 zł za akcję. Implikowany potencjał spadkowy w stosunku do kursu implikuje utrzymanie rekomendacji Sprzedaj.

Polska

Handel

**NEUCA**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 226.00 PLN

CENA DOCELOWA: 378 PLN (POPRZ. 476 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Odświeżony model DCF implikuje Cenę Docelową na poziomie PLN378 (67% potencjał wzrostu). Wycena porównawcza wskazuje na cenę PLN265 za akcję. Rekomendacja Kupuj utrzymana.

Polska

Pozostałe

**ORBIS**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 86.7 PLN

CENA DOCELOWA: 105 PLN (POPRZ. 95.6 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Dobry i kontynuowany wzrost przychodu na sprzedany pokój powinien być kontynuowany, dlatego postrzegamy spółkę pozytywnie. Nasza wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych wskazuje na cenę docelową 100,7 zł na akcję. Wyceną metodą porównawczą daje nam wycenę na poziomie 117,7 zł. Dlatego utrzymujemy naszą rekomendację Kupuj dla Orbisu z uśrednioną ceną docelową 105 zł (21% potencjału do wzrostu).

Polska

Przemysł

REKOMENDACJA

**PFL GROUP****KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 36.65 PLN

CENA DOCELOWA: 42.5 PLN (POPRZ. 53.2 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Ograniczone zdolności przenoszenia wyższych kosztów wsadu materiałowego na ceny sprzedaży w połączeniu z utrzymującymi się na wysokim poziomie kosztami operacyjnymi skłonił nas do istotnego obniżenia prognoz przyszłych wyników finansowych. Druga transza programu skupu akcji własnych oraz utrzymana polityka dywidendowa powinny przełożyć się jednak na pozytywne postrzeganie spółki. Utrzymujemy zalecenie Kupuj, ale obniżamy cenę docelową do 42,5 zł / akcja (wycena porównawcza implikuje 43,9 zł / akcja).

Polska

Nieruchomości

**PHN**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 14.30 PLN

CENA DOCELOWA: 22.1 PLN (POPRZ. 26.5 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Obniżamy cenę docelową do 22.1 zł jako rezultat założenia wyższych stóp kapitalizacji.

Polska

Energetyka

**POLENERGIA**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 10.80 PLN

CENA DOCELOWA: 19.60 PLN (POPRZ. 17.7 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Niegotówkowy charakter odpisu w roku 2017 nie wpływa na wycenę. Znaczna poprawa marży EBITDA w segmencie sprzedaży implikuje 13% wzrost dla wyceny SOTp i 5% wzrost dla wyceny porównawczej. Ważona cena docelowa rośnie o 11% do 19,60 zł, a 81% potencjał wzrostu implikuje utrzymanie rekomendacji Kupuj.

Polska

Handel

**RAINBOW**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 34.55 PLN

CENA DOCELOWA: 52.4 PLN (POPRZ. 54.0 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Odświeżony model DCF implikuje Cenę Docelową na poziomie PLN52 (52% potencjał wzrostu). Wycena porównawcza wskazuje na cenę PLN27 za akcję. Rekomendacja Kupuj utrzymana.

Polska

Nieruchomości

REKOMENDACJA

**RONSON****SPRZEDAJ (POPRZ. TRZYMAJ)**

OBECNA CENA: 1.49 PLN

CENA DOCELOWA: 1.35 PLN (POPRZ. 1.37 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Marginalnie obniżamy cenę docelowo jako rezultat 1) zmian w prognozach finansowych, 2) przesunięcia wyceny, 3) uwzględnienia umorzenia akcji.

Polska

Przemysł

**SNIEZKA**

REKOMENDACJA

**SPRZEDAJ (POPRZ. TRZYMAJ)**

OBECNA CENA: 68.5 PLN

CENA DOCELOWA: 66.5 PLN (POPRZ. 72.3 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Patrzymy bardziej sceptycznie na spółkę ze względu na już wysokie wskaźniki wycenowe, zbliżające się wydatki inwestycyjne i presję na sprzedaż w Polsce. Nasza wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych wskazuje na cenę docelową 65,7 zł na akcję. Wyceną metodą porównawczą daje nam wycenę na poziomie 67,3 zł. Dlatego zmniejszamy naszą rekomendację dla Śnieżki z Trzymaj do Sprzedaj z uśrednioną ceną docelową 66,5 zł (3% potencjału do spadku).

Polska

Pozostałe

**STALEXPORT AUTOSTRADY**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 3.78 PLN

CENA DOCELOWA: 5.87 PLN (POPRZ. 5.85 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Dobry wzrost PKB w Polsce powinien dalej sprzyjać wzrostowi wyników. Delikatnie zwiększamy naszą wycenę opartą o metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych do 5.87 (55% potencjału wzrostu) zł ze względu na upływ czasu. Wycena zdyskontowanych dywidend implikuje wycenę na poziomie 4.40 za akcję.

Polska

Przemysł

**STALPRODUKT**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 522 PLN

CENA DOCELOWA: 669 PLN (POPRZ. 668 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Utrzymujące się wysokie ceny cynku i stabilizacja dolara powinny być sprzyjające. Nasza wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych wskazuje na cenę docelową 698 zł na akcję. Wyceną metodą porównawczą daje nam wycenę na poziomie 640 zł. Dlatego utrzymujemy naszą rekomendację Kupuj dla Stalproduktu z uśrednioną ceną docelową 669 zł (28% potencjału do wzrostu).

Polska

Construction

REKOMENDACJA

**TORPOL****SPRZEDAJ (POPRZ. TRZYMAJ)**

OBECNA CENA: 7.49 PLN

CENA DOCELOWA: 7.0 PLN (POPRZ. 11.4 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Obniżamy cenę docelową jako efekt 1) zmian w prognozach finansowych, 2) założenia wyższej Bety, aby odzwierciedlić większe ryzyko sektorowe, 3) większych wydatków na kapitał obrotowy jako że spółka może zacząć szybciej spłacać zobowiązania w związku z nowymi regulacjami co do odwróconego VAT-u.

Polska

Nieruchomości

**TRAKCJA**

REKOMENDACJA

**TRZYMAJ (POPRZ. KUPUJ)**

OBECNA CENA: 7.60 PLN

CENA DOCELOWA: 7.7 PLN (POPRZ. 14.4 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Obniżamy nasze założenia co do marż na kontraktach budowlanych, a w konsekwencji obniżamy prognozy obniżamy cenę docelową do 7.7 zł i rekomendację do Trzymaj z Kupuj

Polska

Nieruchomości

**UNIBEP**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 9.95 PLN

CENA DOCELOWA: 12.4 PLN (POPRZ. 12.5 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Utrzymujemy rekomendację Kupuj. Nasza cena docelowa została obniżona do 12.4 zł, jako efekt 1) zmian w prognozach finansowych, 2) wyższych wydatków na kapitał obrotowy, 3) wyższego CAPEX-u (inwestycja w aktywa produkcyjne).

Polska

Health care

**VOXEL**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 15.79 PLN

CENA DOCELOWA: 22.5 PLN (POPRZ. 25.8 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** W oparciu o naszą wycenę DCF ustalamy 12-miesięczną cenę docelową dla Voxel na poziomie do 22,5 zł/akcję. Nowa cena docelowa implikuje 31% potencjał wzrostu względem obecnej ceny co oznacza, że utrzymujemy rekomendację Kupuj. Wycena porównawcza implikuje wartość spółki na poziomie 33,2 zł/akcję.



Polska

Handel

**WAWEL**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 961.00 PLN

CENA DOCELOWA: 1,354 PLN (POPRZ. 1,337 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Odświeżony model DCF implikuje Cenę Docelową na poziomie PLN1,354 (41% potencjał wzrostu). Wycena porównawcza wskazuje na cenę PLN1,205 za akcję. Rekomendacja Kupuj utrzymana.

Polska

Przemysł

**WIELTON**

REKOMENDACJA

**KUPUJ (POPRZ. KUPUJ)**

OBECNA CENA: 14.45 PLN

CENA DOCELOWA: 17.2 PLN (POPRZ. 19.6 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Wyższe niż pierwotnie zakładaliśmy koszty pracy i materiałów przełożyły się na niższe prognozy finansowe. Geograficzna struktura wzrostu nie uległa większym zmianom. Obniżaliśmy nieznacznie oczekiwania co do rocznej dynamiki rodzimego rynku naczep. W efekcie skorygowaliśmy w dół naszą wycenę do 17,2 zł / akcja (wycena porównawcza implikuje 14,5 zł / akcja) i pozostawiliśmy rekomendację Kupuj na niezmiennym poziomie.

Polska

Handel

**WORK SERVICE**

REKOMENDACJA

**SPRZEDAJ (POPRZ. TRZYMAJ)**

OBECNA CENA: PLN4.65

CENA DOCELOWA: PLN4.0 (POPRZ. PLN12.6)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Odświeżony model DCF implikuje Cenę Docelową na poziomie PLN4.0 (15% potencjał wzrostu). Wycena porównawcza wskazuje na cenę PLN4.7 za akcję. Rekomendacja obniżona do Sprzedaj.

Polska

Energetyka

**ZE PAK**

REKOMENDACJA

**TRZYMAJ (UTRZYMANA)**

OBECNA CENA: 12.22 PLN

CENA DOCELOWA: 20.2 PLN (POPRZ. 19.2 PLN)

- **Zmiany w wycenie i rekomendacji.** Minimalne zmiany w cenach energii elektrycznej i CO2 podwyższyły wycenę DCF o 14% do 15,90 zł na akcję. Z drugiej strony, wycena porównawcza spada o 4% do 30,20 na akcję ze względu na obniżenie prognoz na lata 2018 i 2019. Ważona wycena na poziomie 20,20 za akcję implikuje 59% potencjału wzrostu, ale znaczący czynnik ryzyka (licencja wydobywcza) skłania nas do utrzymania rekomendacji Trzymaj.

# Dom Maklerski BZ WBK

Pl. Andresa 5  
61-894 Poznań  
fax. +48 61 856 48 80  
dmbzwbk.pl

## Zespół Maklerów Transakcyjnych

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
Jacek Siera, Makler	tel. +48 61 856 41 29	jacek.siera@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

## Departament Analiz Giełdowych

Dariusz Górski, *Dyrektor Departamentu Analiz Giełdowych*  
*Strategia, Banki, Sektor Finansowy*

Paweł Puchalski, CFA, *Kierownik Zespołu Analiz Giełdowych*  
*Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy, Telekomunikacja*

Grzegorz Balcerski, *Analityk Akcji, Makler Papierów Wartościowych, Doradca Inwestycyjny*  
*Sektor Przemysłowy*

Łukasz Kosiarski, *Analityk Akcji*  
*IT, Gry Komputerowe, Media, Dystrybucja IT, Ochrona Zdrowia*

Adrian Kyrzcz, *Analityk Akcji*  
*Budownictwo, Deweloperzy*

Tomasz Sokołowski, *Analityk Akcji*  
*Sektor Detaliczny, Farmacja*

Michał Sopieli, *Analityk Akcji*  
*Sektor Przemysłowy, Transport i Logistyka, Analizy Ilościowe*

Artur Hess, *Analityk Akcji, Makler Papierów Wartościowych*

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

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Maklerski BZ WBK (DM BZ WBK), będący wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Zachodniego WBK S.A. z siedzibą we Wrocławiu, ul. Rynek 9/11, 50-950 Wrocław, zarejestrowanego w Sądzie Rejonowym dla Wrocławia - Fabrycznej, VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 000008723, REGON 930041341, NIP 896 000 56 73, kapitał zakładowy i wpłacony 993 334 810 zł.

DM BZ WBK jest podmiotem podlegającym przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r., poz. 94 – t.j. 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 2013 r., poz. 1382 – t.j. 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 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 Banku Zachodniego WBK (BZ WBK) lub podmiotów z Grupy BZ WBK. Autorem dokumentu jest DM BZ WBK. BZ WBK przysługują prawa autorskie do niniejszego opracowania. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez pisemnej zgody BZ WBK jest zabronione.

DM BZ WBK 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 z niezależnym doradcą inwestycyjnym. 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.

Ilekczo w dokumencie mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę/spółki będącą/będące przedmiotem rekomendacji zawartych w niniejszym dokumencie.

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

Podmioty powiązane z BZ WBK mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, 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 może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

Niniejsza rekomendacja jest aktualna na moment jej sporządzenia i może się zmienić w czasie.

DM BZ WBK 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 nie jest zobowiązany do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego dokumentu. DM BZ WBK informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

Punkt widzenia wyrażony w raportach odzwierciedla osobistą opinię Analityka na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony DM BZ WBK, Analitycy nie przyjmują innej formy wynagrodzenia za sporządzane rekomendacje.

Źródłem danych są GPW, PAP, Reuters, Bloomberg, EPFR, GUS, NBP, DM BZ WBK, Akcje.net, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez DM BZ WBK ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak DM BZ WBK nie może zapewnić ich dokładności oraz kompletności. Inwestor będzie odpowiedzialny za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

DM BZ WBK nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez DM BZ WBK o ile przy ich udzielaniu zachował należyłą staranność i rzetelność.

Niniejszy dokument nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach 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 rozpowszechnione, publikowane oraz dystrybuowane bezpośrednio ani pośrednio, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Japonii. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie bezpośrednio lub pośrednio w tych państwach lub wśród obywateli tych państw lub osób w nich przebywających może stanowić naruszenie prawa lub regulacji dotyczących instrumentów finansowych obowiązujących w tych krajach.

Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie tego dokumentu na terytorium innych państw może być ograniczone przez odpowiednie przepisy prawa i regulacje. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające ten dokument są obowiązane znać te ograniczenia i ich przestrzegać.

W Wielkiej Brytanii niniejszy dokument może być jedynie rozpowszechniany wśród osób, które posiadają profesjonalną wiedzę w zakresie inwestowania zgodnie z odpowiednimi regulacjami.

Opinii zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie są wyłącznie opiniami DM BZ WBK.

DM BZ WBK informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

DM BZ WBK 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. Więcej informacji o instrumentach finansowych i ryzyku z nimi związanym znajduje się na stronie [www.dmbzwbk.pl](http://www.dmbzwbk.pl) w sekcji zastrzeżenia i ryzyko - informacje o instrumentach finansowych i ryzyku.

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.

Informacja „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważaj” / „Niedoważaj” / „Neutralne”) – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się lepiej/gorzej/neutralnie w stosunku do indeksu WIG20.

W przypadku zamieszczenia przy poszczególnych spółkach informacji „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważaj” / „Niedoważaj” / „Neutralne”) - informacja ta nie powinna być traktowana jako zalecenie inwestycyjne dotyczące danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny DM BZ WBK opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny. Zawarte w niniejszym materiale informacje „Overweight”/„Underweight”/„Neutral” („Przeważaj”/„Niedoważaj”/„Neutralne”) nie spełniają żadnego z powyższych wymogów. Ponadto w zależności od okoliczności mogą one stanowić podstawę do podjęcia różnych (także o przeciwnych kierunkach) zachowań inwestycyjnych dla poszczególnych inwestorów.

Mid-caps – zamieszczenie spółki w portfolio mid-cap oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs danej spółki może zachować się w ciągu jednego miesiąca lepiej niż indeks WIG20. Dodawanie i zdejmowanie spółek z listy odbywa się ze względu na wymogi rotacji spółek na liście.

Zmian wag dla spółek, które już wcześniej znajdowały się w portfolio, nie należy pojmować jako zaleceń inwestycyjnych. Zmiany te mają na celu wyłącznie wyrównanie łącznej wagi wszystkich spółek do 100%.

#### 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  
P/BV - cena do wartości księgowej

#### Definicje rekomendacji:

Kupuj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje przekroczy 15% w ciągu 12 miesięcy.  
Trzymaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie od 0% do 15% w ciągu 12 miesięcy.  
Sprzedaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie mniej niż 0% w ciągu 12 miesięcy.

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

Działalność DM BZ WBK, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Zachodniego WBK S.A., podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, Plac Powstańców Warszawy 1, 00-030 Warszawa, NIP 521-340-29-37.

W BZ WBK implementowane są regulacje wewnętrzne, które mają na celu zapobieganie konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji. Ustanowiono bariery fizyczne, bariery logiczne oraz zasady ochrony dokumentacji w wymiarze adekwatnym do rodzaju prowadzonej przez BZ WBK działalności. Poza tym BZ WBK wprowadził szereg obowiązków oraz obostrzeń, dotyczących ochrony przepływu informacji poufnych pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi.

Data i godzina na pierwszej stronie wskazuje termin sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji.

Wszystkie ceny instrumentów finansowych, które zostały wymienione w rekomendacji odpowiadają kursom, po jakim danego dnia nastąpiła ostatnia transakcja, na danym instrumencie finansowym, chyba, że wskazana zostanie inna wartość.

**UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU TEGO DOKUMENTU, WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.**

#### **UJAWNIEŃ**

Niniejszy raport zawiera rekomendacje dotyczące spółki/spółek: 11 Bit Studios S.A., AB S.A., ABC Data S.A., Alumetal S.A., Ambra S.A., Amica S.A., APATOR S.A., AUTO PARTNER S.A., Benefit Systems S.A., LUBELSKI WĘGIEL BOGDANKA S.A., Budimex S.A., Bytom S.A., CIECH S.A., Dom Development S.A., ELEMENTAL HOLDING SA, EMPERIA HOLDING SA, ERBUD S.A., Fabryki Mebli Forte S.A., Gino Rossi S.A., Grupa Kęty S.A., Inter Cars S.A., Izoblok S.A., MANGATA HOLDING SA, Marvipol S.A., Monnar Trade S.A., Netia S.A., Neuca S.A., Orbis S.A., Pfeiderer Group S.A., Polski Holding Nieruchomości S.A., Polenergia S.A., Rainbow Tours S.A., Ronson Europe NV, Fabryka farb i lakierów SNIEZKA, STALEXPORT Autostrady S.A., STALPRODUKT S.A., Torpol S.A., TRAKCJA PRKII S.A., Unibep S.A., Voxel S.A., Wawel S.A., Wielton S.A., Work Service S.A., Zespół Elektrowni "Pątnów-Adamów-Konin" S.A. („Emitent”).  
DM BZ WBK informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku.  
Niniejszy dokument nie został ujawniony Emitentowi.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu DM BZ WBK korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożników średniocyklicznych,
- 4) zdyskontowanych dywidend (DDM),
- 5) wartości rezydualnej,
- 6) model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV),

- 7) metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP),  
8) metoda wartości likwidacyjnej.

**Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (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 średnicyklicznych** 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. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (w tym przypadku konsensus wg Bloomberg). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie danego analizowanego waloru.

**Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM)** bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

**Metoda wartości rezydualnej** jest koncepcyjnie zbliżona do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stosowanej do wyceny spółek niefinansowych a główną różnicą jest to że bazuje na szacowanych wielkościach wartości rezydualnej (nadwyżka ROE nad kosztem kapitału) a nie zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie nadwyżki zysku nad kosztem kapitału która jest potencjalnie do dyspozycji akcjonariuszy oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

**Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV)** jest oparty na formule wartość księgową = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

**Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP)** jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod. Zalety i wady tej metody są identyczne z zaletami i wadami zastosowanych metod wyceny.

**Metoda wartości likwidacyjnej** – wartość likwidacyjna jest to kwota pieniężna, za którą aktywa lub przedsiębiorstwo mogą zostać szybko sprzedane w sytuacji gdyby przedsiębiorstwo zaprzestało swojej działalności. Następnie, szacunkowa wartość aktywów zostaje skorygowana o zobowiązania i wydatki związane z likwidacją. Zaletą tej metody szacowania wartości jest jego prostota. Ta metoda nie uwzględnia wartości niematerialnych jak wartość firmy, co jest główną wadą.

Statystyki globalne przedstawiające rozkład rekomendacji oraz udział spółek na rzecz których świadczono usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy we wszystkich spółkach pokrywanych znajduje się pod adresem: <http://www.dmbzwbk.pl/global-statistics.html>

Wykaz wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta, sporządzonych przez Analityka, który sporządził również niniejszy dokument, a które zostały rozpowszechnione w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie [http://www.dmbzwbk.pl/analizy-i-komentarze/produkty-analityczne/rekomendacje-fundamentalne/rekomendacje.html#ab\\_2](http://www.dmbzwbk.pl/analizy-i-komentarze/produkty-analityczne/rekomendacje-fundamentalne/rekomendacje.html#ab_2)

Definicje poszczególnych rekomendacji zostały opisane w sekcji Zastrzeżenia.

Wykresy dot. zmian cen akcji zawarte w raporcie obejmują wykresy liniowe dziennych cen na zamknięcie w okresie jednego roku. Informacje dotyczące dłuższego okresu (maksymalnie 3 lata) dostępne są na życzenie.

Członkowie władz Emitenta lub osoby im bliskie mogą być członkami władz BZ WBK.

Osoba/ Osoby zaangażowane w przygotowanie raportu lub bliskie im osoby mogą pełnić funkcję w organach Emitenta, lub zajmować stanowiska kierownicze w tym podmiocie lub mogą być stroną umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Grupa BZ WBK, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BZ WBK był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez AUTO PARTNER S.A., ERBUD S.A.

DM BZ WBK pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych AB S.A., ABC Data S.A., Amica S.A., AUTO PARTNER S.A., Benefit Systems S.A., LUBELSKI WĘGIEL BOGDANKA S.A., Budimex S.A., CIECH S.A., Dom Development S.A., ERBUD S.A., Fabryki Mebli Forte S.A., Grupa Kęty S.A., Inter Cars S.A., Izoblok S.A., MANGATA HOLDING SA, Monnari Trade S.A., Netia S.A., Orbis S.A., Polski Holding Nieruchomości S.A., Polenergia S.A., TRAKCJA PRKII S.A., na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez tych Emitentów.

DM BZ WBK pełni rolę animatora emitenta dla instrumentów finansowych AB S.A., ABC Data S.A., AUTO PARTNER S.A., Benefit Systems S.A., Dom Development S.A., ERBUD S.A., Fabryki Mebli Forte S.A., Inter Cars S.A., Izoblok S.A., MANGATA HOLDING SA, Monnari Trade S.A., Polski Holding Nieruchomości S.A., Polenergia S.A. na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

DM BZ WBK nie jest stroną umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

DM BZ WBK w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta. Usługi te obejmowały: pełnienie roli animatora emitenta dla AB S.A., ABC Data S.A., AUTO PARTNER S.A., Benefit Systems S.A., Dom Development S.A., ERBUD S.A., Fabryki Mebli Forte S.A., Inter Cars S.A., Izoblok S.A., MANGATA HOLDING SA, Monnari Trade S.A., Polski Holding Nieruchomości S.A., Polenergia S.A., pełnienie roli sponsora emisji dla APATOR S.A., prowadzenie depozytu akcji dla ABC Data S.A., oferowanie instrumentów finansowych i pełnienie funkcji agenta emisji AUTO PARTNER S.A., doradztwo dla Budimex S.A., przeprowadzenie transakcji na rynku pozagiełdowym oraz oferowanie instrumentów finansowych dla ERBUD S.A., transakcje przyspieszonej budowy księgi popytu dla Rainbow Tours S.A.

Emitent może posiadać akcje BZ WBK.

BZ WBK jest pośrednio powiązany z AB S.A., Alumetal S.A., Ambra S.A., Budimex S.A., Bytom S.A., Dom Development S.A., EMPERIA HOLDING SA, ERBUD S.A., Fabryki Mebli Forte S.A., Grupa Kęty S.A., Inter Cars S.A., Netia S.A., Orbis S.A., Pfeiderer Group S.A., Polski Holding Nieruchomości S.A., Polenergia S.A., Fabryka farb i lakierów SNIEZKA, TRAKCJA PRKII S.A., Unibep S.A. i pośrednio posiada instrumenty finansowe będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

BZ WBK 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 0,5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z BZ WBK, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym dokumencie.

BZ WBK 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 (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, BZ WBK 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 nie jest stroną żadnej umowy – z wyjątkiem umów brokerskich z klientami, w wykonaniu których DM BZ WBK 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 BZ WBK lub podmioty z nim powiązane.