

Rosnące ryzyko kursowe

Rekomendacja Niedoważaj podtrzymana. Kupuj. Cena docelowa 38 zł

Zgadamy się z tym, iż na pierwszy rzut oka Lotos wygląda tanio (2008P C/WK 0,3x), średnioterminowa strategia wydaje się być spójna, jednak naszym zdaniem ostatnia ostra korekta cen akcji Spółki relatywnie do porównywalnych spółek ma swoje uzasadnienie. Wzrost zadłużenia walutowego Spółki w ostatnich tygodniach w połączeniu z całkowitym załamaniem się rynku surowców prowadzącego do 69% spadku cen ropy naftowej Brent od lipcowego szczytu może zatrzeć ślady po wszystkich dobrych posunięciach, które Spółka uczyniła ostatnio aby stać się poważanym graczem rynkowym. Po doskonałym pierwszym półroczu 2008, wydaje się, iż Lotos zakończy rok z 85 mln zł stratą netto, obniżając jeszcze bardziej mocno nadwyreżoną pozycję środków pieniężnych Spółki. Pomimo, iż nasza wycena metodą DCF wskazuje na wartość godziwą Spółki na koniec 2009 na poziomie 38 zł, pozwalając nam wydać rekomendację KUPUJ, krótkoterminowe ryzyko skokowego wzrostu zadłużenia (+1,9 mld zł od początku roku wobec 5,8 mld zł wartości kapitałów własnych na koniec 2007) karze nam utrzymać krótkie pozycje w Spółce w krótkim terminie. Ze względu na to, iż wycena oparta na 2008-2010P EV/EBITDA wskazuje na ujemną wartość, jedyna dodatnia wycena wskaźnikowa na bazie P/CE wskazuje na wartość godziwą firmy na poziomie 12,6 zł zalecamy baczny monitoring zadłużenie a nie obiecującą poprawę kapitału obrotowego w 2009.

Lotos zanotował bardzo słabe wyniki w III kw.'08, z EBITem 64% poniżej szacunków rynkowych. Praktycznie nie zanotowano żadnych pozytywnych trendów. Wyniki skorygowane o efekt LIFO wskazały na spadek zysku operacyjnego o 90% r/r wobec blisko 50% wzrostu r/r spółki PKN. Mizerny poziom rentowności w połączeniu z dużymi nakładami inwestycyjnymi zwiększyły zadłużenie netto Spółki o 1,3 mld zł kw/kw, czyli o +142% kw/kw.

Pomimo, iż wydawać by się mogło ze wyniki Spółki w III kw.'08 były fatalne, naszym zdaniem najgorsze nadejdzie dopiero w IV kw.'08. Prognozujemy wszystkie kluczowe zyski EBITDA/EBIT/netto na poniżej zera, odpowiednio 108 mln/188 mln/495 mln zł. Nasze szacunki oparliśmy na kursie USDPLN 2,9x na koniec roku 2008 oraz średniej cenie ropy naftowej Brent 60 USD/baryłkę implikujących ujemny efekt LIFO r/r na poziomie 561mln zł. Mimo czysto niepieniężnego charakteru większości pozycji uwzględnionych w naszych prognozach, raportowane wyniki z pewnością nie umkną uwadze konsorcjum finansującego Lotos.

Problem z naszą wyceną metodą DCF polega na tym, iż krótki koniec wyceny jest ujemny, z dużym komponentem wartości pojawiającym się dopiero od 2012. W obecnej neurotycznej sytuacji rynkowej, jest jeszcze za wcześnie by budować pozycję w Lotosie mając na uwadze potencjał firmy po zakończeniu inwestycji '10+'. Ryzyko wezwania do zapłaty ze strony organu finansującego, w przypadku, gdy nasze prognozy na IV kw.'08 okażą się słuszne, jest znaczące. Wskaźnik zadłużenia netto/EBITDA 3,9-4,0x oraz dźwigni finansowej 45,3%-57,6% w latach 2008-09 mogą wzbudzić niepokój zwłaszcza wobec bieżącego notowania złotego.

Ponieważ nie jesteśmy w stanie właściwie wycenić Lotos w obecnej chwili przy tak dużym zadłużeniu w żaden konwencjonalny sposób, najbardziej odpowiednia wycena na bazie EV/EBITDA wskazuje na ujemną wartość akcji w latach 2008-10P, skłoniliśmy się ku wskaźnikowi P/CE aby określić wartości Spółki w krótkim terminie. Biorąc pod uwagę średni wskaźnik porównywalnych spółek 2008-10P na poziomie 2,6x, Lotos wart jest 1.438 mln zł, czyli 12,6 zł na akcję. Jedyną krótkoterminową nadzieją dla Spółki, mimo iż o niepieniężnym charakterze, jest nagły zwrot USD wobec złotego oraz obcięcie wydatków inwestycyjnych niezwiązanych z rozbudową rafinerii w 2009 roku.

Lotos: Podsumowanie finansowe

W milionach zł, o ile nie podano inaczej

	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
Przychody	12 798	13 125	16 639	15 423	15 955	17 868
EBITDA	1 096	1 020	649	864	1 305	1 777
EBIT	798	714	332	493	891	1 385
Zysk netto	680	777	-85	186	483	901
P/E (x)	2,3	2,0	n.a.	8,5	3,3	1,7
P/CE (x)	1,6	1,5	7,4	3,0	1,8	1,2
EV/EBITDA (x)	1,0	1,9	6,4	5,8	3,9	2,5

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK

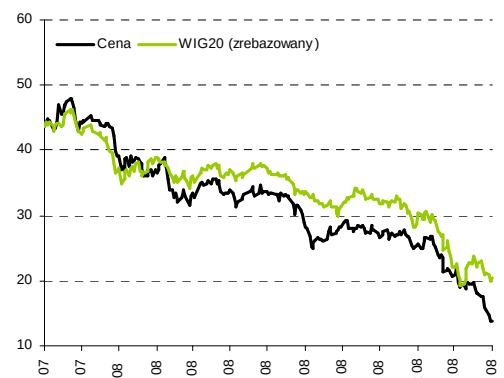
Rekomendacja

Waga w portfolio

Kupuj

Niedoważaj

Cena (zł, 19 listopada 2008)	13,8
Cena docelowa (zł, koniec 2009)	38,0
Kapitalizacja (mln zł)	1 571
Free float (%)	41,2
Liczba akcji (mln)	113,7
Średni dzienny obrót (3 miesiące, akcje)	247,4 tys.
EURPLN	3,86
USDPLN	3,06



Wykres mierzy zmianę ceny akcji w stosunku do indeksu WIG20. 19/11/2008 indeks WIG20 zamknął się na poziomie 1 642.

Główni akcjonariusze	% głosów
Nafta Polska	51,9
Skarb Państwa	6,9

Opis spółki

Grupa LOTOS SA to największa firma regionu pomorskiego i drugi w Polsce producent i dystrybutor paliw, lider na rynku silnikowych olejów smarowych.

Dział Analiz

Paweł Burzyński

Dom Maklerski BZ WBK S.A.

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

Departament Sprzedaży Indywidualnej Zespół Wsparcia Analitycznego

Tomasz Kaczmarek, Dyrektor Wykonawczy, Doradca Inwestycyjny		tomasz.kaczmarek@bzbwbk.pl
Adam Nowakowski, Młodszy Analityk	tel. +48 61 856 56 87	adam.nowakowski@bzbwbk.pl
Michał Witkowski, Młodszy Analityk	tel. +48 61 856 41 55	michal.witkowski@bzbwbk.pl
Tomasz Jerzyk, Analityk techniczny	tel. +48 61 856 43 78	tomasz.jerzyk@bzbwbk.pl
Paweł Danielewicz, Analityk techniczny	tel. +48 42 639 58 46	pawel.danielewicz@bzbwbk.pl

Zespół Maklerów Transakcyjnych

Tomasz Leśniewski, Kierownik	tel. +48 61 856 43 67	tomasz.lesniewski@bzbwbk.pl
Paweł Bartczak, Makler	tel. +48 61 856 43 89	pawel.bartczak@bzbwbk.pl
Paweł Kubiak, Makler	tel. +48 61 856 50 57	pawel.kubiak@bzbwbk.pl
Sławomir Kozłarek, Makler	tel. +48 61 856 50 13	slawomir.kozlarek@bzbwbk.pl
Artur Pisarzowski, Makler	tel. +48 61 856 46 87	artur.pisarzowski@bzbwbk.pl
Jacek Siera, Makler	tel. +48 61 856 41 29	jacek.siera@bzbwbk.pl
Paweł Łabęcki, Makler	tel. +48 61 856 50 38	pawel.labecki@bzbwbk.pl
Marcin Skupień, Makler	tel. +48 61 856 44 72	marcin.skupien@bzbwbk.pl
Karol Koszarski, Makler	tel. +48 61 856 45 68	karol.koszarski@bzbwbk.pl
Maciej Ciesielski, Makler	tel. +48 61 856 48 57	maciej.ciesielski@bzbwbk.pl

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

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Maklerski BZ WBK S.A., podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U.05.183.1538), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U.05.184.1539) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U.05.183.1537). Materiał ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Domu Maklerskiego BZ WBK S.A. uprawnionych do otrzymywania rekomendacji na podstawie umów o świadczenie usług brokerskich.

Wszelkie znaki towarowe, oznaczenia usług i loga użyte w niniejszym dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług lub zarejestrowanymi znakami towarowymi lub oznaczeniami usług Domu Maklerskiego BZ WBK S.A.

Niniejszy dokument nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Jego autorem jest Dom Maklerski BZ WBK S.A. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie jest zobowiązany do zapewnienia czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Niniejszy dokument nie będzie stanowił podstawy do uznania jego adresatów Klientami Domu Maklerskiego BZ WBK S.A., ze względu na fakt jego otrzymania. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację u niezależnego doradcy inwestycyjnego. Żaden z zapisów w niniejszym dokumencie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Podmioty powiązane z Domem Maklerskim BZ WBK S.A. mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje związane z finansowaniem spółki Grupa Lotos S.A. (Emitent), świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta i/lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („Instrumenty finansowe”). Dom Maklerski BZ WBK S.A. może, w zakresie dopuszczonym prawem Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom. O ile stosowne prawo w zakresie właściwej jurysdykcji nie przewiduje inaczej, jedynie autoryzowane spółki powiązane z Domem Maklerskim BZ WBK S.A. będą uprawnione do realizowania zleceń na Instrumenty finansowe od klientów w obrębie tych jurysdykcji. Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub usług świadczonych przez osobę spoza Wielkiej Brytanii lub innych zagadnień nie leżących w zakresie Organów Regulujących Usługi Finansowe. Szczegółowe informacje dostępne są na życzenie.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. ze źródeł uznawanych za wiarygodne, pomimo to, Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie przyjmuje odpowiedzialności za straty spowodowane jego wykorzystaniem i nie gwarantuje jego dokładności lub kompletności. Nie należy opierać się na niniejszym dokumencie jako takim i nie należy go wykorzystywać zamiast niezależnego osądu.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. mógł wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie jest zobowiązany do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego dokumentu.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. oraz spółki powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia w niniejszym dokumencie, przygotowanym przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. lub wysłanym przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. do dowolnej osoby w związku z oferowanymi instrumentami finansowymi i każda taka osoba będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i będzie odpowiedzialna za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi tematem niniejszego lub dowolnego innego dokumentu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikłe wskutek złożenia zlecenia na podstawie niniejszego dokumentu.

NINIEJSZY DOKUMENT NIE STANOWI OFERTY LUB ZAPROSZENIA DO SUBSKRYPCJI LUB ZAKUPU INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH. NINIEJSZY DOKUMENT ANI ŻADEN Z JEGO ZAPISÓW NIE BĘDZIE STANOWIŁ PODSTAWY DO ZAWARCIA UMOWY LUB POWSTANIA ZOBOWIĄZANIA. NINIEJSZY DOKUMENT JEST PRZEDSTAWIONY PAŃSTWU WYŁĄCZNIE W CELACH INFORMACYJNYCH I NIE MOŻE BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY OSOBOM TRZECIM.

W SZCZEGÓLNOŚCI ANI NINIEJSZY DOKUMENT, ANI JEGO KOPIA NIE MOGĄ ZOSTAĆ BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO PRZEKAZANE LUB WYDANE W USA, AUSTRALII, KANADZIE, JAPONII.

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

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 JEDYNIENIE ROZPOWSZECHNIANY WŚRÓD OSÓB, KTÓRE POSIADAJĄ PROFESJONALNĄ WIEDZĘ W ZAKRESIE INWESTOWANIA ZGODNIE Z (A) ARTYKUŁEM 19(5), 38, 47 I 49 USTAWY Z 2000 ROKU O RYNKACH I USŁUGACH FINANSOWYCH I ROZPORZĄDZENIEM Z 2001. NINIEJSZY DOKUMENT ANI JEGO KOPIE NIE MOGĄ BYĆ 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 DOMU MAKLERSKIEGO BZ WBK S.A.

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

DOM MAKLERSKI BZ WBK S.A. ZWRACA UWAGĘ, IŻ NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPLYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M. IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE, POLITYCZNE I PODATKOWE.

DECYZJA O ZAKUPIE WSZELKICH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI PRAWA

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

1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych („DCF”) oraz

2) porównawczej.

Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywność pozaoperacyjna, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

BV – wartość księgowa

ROE – zwrot na kapitale własnym

Emitent nie posiada akcji Domu Maklerskiego BZ WBK S.A.

Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Domu Maklerskiego BZ WBK S.A.

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Wśród osób, które uczestniczyły oraz które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, mogą istnieć takie osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej mniej niż 5% kapitału zakładowego.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie nabywał lub nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie pełni roli animatora emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy nie otrzymał wynagrodzenia z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta.

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

Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego. Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z Domem Maklerskim BZ WBK S.A. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych dwunastu miesięcy, Dom Maklerski 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. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie jest stroną żadnej umowy – z wyjątkiem umów brokerskich z klientami, w wykonaniu których Dom Maklerski BZ WBK S.A. sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie swoich klientów, której świadczenie byłoby zależne od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym dokumencie.

Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy dokument może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. lub podmioty z nim powiązane.

W opinii Domu Maklerskiego BZ WBK S.A. niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Dom Maklerski BZ WBK S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego i niniejszy dokument został sporządzony w ramach prowadzonej przez Dom Maklerski 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 45 063 200 zł w całości wpłacony.