

## 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 0000008723, 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.

Ileokroć 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 zmieniać 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 sporządzone 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.

Opinie zawarte 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.dmbzbwbk.pl](http://www.dmbzbwbk.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 ZASTRZEŻEN.

---

## UJAWNIENIA

Niniejszy raport zawiera rekomendacje dotyczące spółki/spółek: Maxcom 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 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. 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 księgowa = (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 pieniędzy, 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/produkt-ty-analityczne/rekomendacje-fundamentalne/rekomendacje.html#tab\\_2](http://www.dmbzwbk.pl/analizy-i-komentarze/produkt-ty-analityczne/rekomendacje-fundamentalne/rekomendacje.html#tab_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 lub głównego akcjonariusza - Banco Santander S.A.

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 Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BZ WBK był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

DM BZ WBK pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

DM BZ WBK pełni rolę animatora emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta 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 oraz oferowanie instrumentów finansowych.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy BZ WBK otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz Emitenta.

Emitent może posiadać akcje BZ WBK.

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 następnych dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, BZ WBK składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. 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.