

# Qumak-Sekom QSM

Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji	Istotne wsparcie	Istotny opór	Cena zamknięcia	Kapitalizacja	C / Z
★★★★★	Średnie	17,90	12,00	14,90	13,61	141 mln	9,2x

Ceny akcji w złotych

## Atak na rekordy?

### Opracowanie:

Grzegorz Pułkotycki, CFA  
Analityk, Makler

### Aktualizacja oceny na:

03 lutego 2010

### Komentarz analityczny, 03 lutego 2010

**Udany IV kw. '09 zakończył kolejny rekordowy rok w wykonaniu Qumak-Sekom. Zważywszy, że pozytywne dynamiki na całym rachunku wyników osiągnięte zostały w kryzysowym otoczeniu gospodarczym, tym ciekawiej wyglądają perspektywy spółki na kolejne okresy. Upatrując szans na kolejne dwucyfrowe wzrosty przychodów dzięki m.in. bliskim rozstrzygnięciom kilku dużych przetargów oraz wierząc, że Zarząd skutecznie utrzyma marże, utrzymujemy pięciogwiazdkową ocenę dla spółki Qumak-Sekom, podnosząc wycenę akcji do 17,90 zł.**

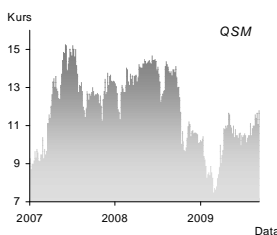
Na przestrzeni ostatnich 5 miesięcy jakie upłynęły od naszej ostatniej aktualizacji oceny Qumak-Sekom, kurs akcji wzrósł o 19% i osiągnął wyznaczoną przez nas cenę docelową na poziomie 14,00 zł. W tym samym czasie indeks szerokiego rynku WIG wzrósł o niespełna 5%. Źródła relatywnej siły akcji Qumak-Sekom wobec szerokiego rynku w tym okresie należy upatrywać w dyskontowaniu zarówno prawdopodobnie lepszych od pierwotnie zakładanych wyników IV kw. '09, jak i w skutecznej akwizycji kontraktów, co pozwoliło spółce zbudować historycznie najwyższy backlog jak na ten okres roku.

Przyjęte w naszym poprzednim raporcie konserwatywne szacunki w zakresie rentowności w 2009 zostaną prawdopodobnie przekroczone, co implikować będzie osiągnięcie kolejnego rekordowego zysku netto (14,3 mln zł, +1,5% r/r). Zważywszy na 16%-ową dynamikę przychodów i „kryzysowe” otoczenie gospodarcze taki rezultat należy ocenić jednoznacznie pozytywnie.

Aktualna sytuacja w poszczególnych segmentach oraz ich perspektywy na kolejne okresy okazują się zdecydowanie lepsze, niż przed przeszło 10 miesiącami, kiedy zaczęliśmy wydawanie Ocen dla spółki Qumak-Sekom. Dynamiczne odbicie wskaźników prognozujących przyszłą koniunkturę wskazuje, że gospodarka weszła na ścieżkę

ożywienia gospodarczego i choć jego tempo będzie zróżnicowane w poszczególnych okresach, to zdywersyfikowana baza uzyskiwania przychodów zmniejsza ryzyko niestabilności wyników Spółki. Potwierdzeniem poprawiającej się koniunktury jest wyraźnie większy „ruch” w zakresie organizowanych przetargów, prowadzonych rozmów czy skala już podpisanych kontraktów – na koniec stycznia, backlog na lata 2010-11 opiewa na prawie 170 mln zł, co jest historycznie najwyższym portfelem zamówień w tym okresie roku. Ponadto, w prowadzonych przetargach Qumak-Sekom znajduje się w ścisłym gronie 2-3 firm, z których zostaną wybrani wykonawcy robót za kolejne 140 mln zł. Aktualny backlog jak i kolejne potencjalne kontrakty dotyczą w głównej mierze pionu *Technologii Inteligentnego Budynku*, jednak w dalszej części roku spodziewamy się, że portfel zamówień będzie uzupełniany na bieżąco mniejszymi umowami z pozostałych pionów związanych z IT. W efekcie prognozujemy, iż w 2010 roku Qumak-Sekom utrzyma dwucyfrową dynamikę przychodów (+11,8%), a motorem tego wzrostu będzie zarówno pion *Technologii Inteligentnego Budynku* jak i korzystające z ożywienia w sektorze IT *Pionie Integracji Systemowej* oraz *Pionie Aplikacji Biznesowych*.

Potencjalne kontrakty związane z budową stadionów na EURO2012 oceniane we wcześniejszych raportach jako szansa rozwojowa dla Spółki, po okresie długotrwałego oczekiwania na rozpisanie przetargów i ich rozstrzygnięcie mogą dość istotnie zmienić projekcje finansowe na lata 2010-11. Choć w naszej wycenie konserwatywnie zakładamy wkład jedynie dwóch kontraktów na okablowanie stadionów (Stadion Narodowy i Legia), to fakt wyboru oferty Qumak-Sekom może mieć pozytywny wpływ na wybór wykonawcy na pozostałych obiektach. Dodatkowo, poza typowymi robotami nisko- i wysokoprądowymi, zarówno na Stadionie Narodowym, jak i na pozostałych budowach, do rozstrzygnięcia pozostają kontrakty na elektronikę stadionową, co z jednej strony znacząco zwiększy wartość prac, a z drugiej wykorzysta kompetencje innych niż TIB pionów (w lutym/marcu spodziewany wybór Partnera Technologicznego



Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK



Źródło: Bloomberg, szacunki DM BZ WBK

Ocena DM BZ WBK



Ryzyko

Średnie

Wartość akcji

17,90

Istotne wsparcie

12,00

Istotny opór

14,90

Cena zamknięcia

13,61

Kapitalizacja

141 mln

C / Z

9,2x

Ceny akcji w złotych

na PGE Arena w Gdańsku).

## Wycena

W oparciu o metodę DCF wyceniliśmy akcje Qumak-Sekom na 17,90 zł. Ponad 25% wzrost wyceny w porównaniu do poprzedniego raportu, w głównej mierze wynika ze zdecydowanie niższego prawdopodobieństwa realizacji negatywnego scenariusza w 2010 roku, a co za tym idzie bardziej optymistycznych prognoz co do generowania gotówki szczególnie w pierwszych latach prognozy. Z kolei metoda porównawcza, w oparciu o polskie oraz zagraniczne spółki o podobnych segmentach działalności, bazująca na prognozowanych mnożnikach rynkowych P/E i EV/EBITDA na lata 2010-11 implikuje wycenę na poziomie 23,10. Tak duża dysproporcja pomiędzy wyceną bazującą na zdyskontowanych przepływach pieniężnych a wyceną porównawczą po części wynika ze struktury kapitałowej Qumaka-Sekom (100% kapitał własny), co na tle spółek porównywalnych prowadzi do generowania niższego ROE.

## Ryzyko

Utrzymujemy ocenę ryzyka akcji na poziomie Średnim, dzięki zarówno miarom statystycznym takim jak beta (0,88) czy ryzyko niesystematyczne (0,56%), a szczególnie za sprawą braku zadłużenia i stabilności wyników finansowych. W naszej ocenie, kluczowym czynnikiem ryzyka dla Spółki jest ewentualna deterioracja rentowności na dużych kontraktach realizowanych przez TIB, a także zatrzymanie rodzących się pozytywnych tendencji w gospodarce, ze szczególnym uwzględnieniem działalności inwestycyjnej.

## Zdaniem byków

- bliskie rozstrzygnięcia kolejnych przetargów stadionowych (Gdańsk, Wrocław, Chorzów, Gdynia) i realne szanse na kolejne akwizycje kontraktów;
- po „chudym” roku 2009 spodziewane jest ożywienie w IT co będzie stanowiło wsparcie dla *Pionu Integracji Systemowej* i *Pionu Aplikacji Biznesowych*;

- wciąż relatywnie atrakcyjna wycena (ponad 20% potencjał wzrostu),
- brak zadłużenia i polityka regularnej wypłaty dywidendy (co najmniej 0,35 zł na akcję).

## Zdaniem niedźwiedzi

- wciąż stosunkowo trudne warunki na rynkach kredytowych;
- ryzyko powolnej odbudowy koniunktury gospodarczej, co odłoży w czasie spodziewany wzrost nakładów inwestycyjnych;
- potencjalny spadek marży w latach 2010-11 w wyniku relatywnie większego udziału dużych kontraktów (np. stadiony).

## Z perspektywy AT – ważne poziomy cenowe

Kurs spółki znajduje się w średnioterminowej tendencji wzrostowej, a w dłuższej perspektywie pozytywnie trzeba oceniać pokonanie oporów na 11,96 i 13,10. Takie zachowanie istotnie zwiększa prawdopodobieństwo, iż na 7,26 papier wytyczył swoje minimum i cały czas papier konsekwentnie buduje platformę do dalszych wzrostów. Na ostatnich sesjach papier dotarł do kolejnej strefy oporów wynikających linii trendu spadkowego jak również z równości krótkoterminowych fal wzrostowych odpowiednio na 13,67 i 14,39. Sforsowanie tych barier będzie zapowiadało atak na kluczowy w średnim terminie opór na 14,90. Ewentualne przebicie tego poziomu będzie zapowiadać atak na 15,70, a w razie powodzenia kolejne cele będą widział na 17,25 lub też na 20,98. Najbliższe wsparcie wytycza przedział 12-12,10, a jego przełamanie będzie wskazywało na słabość kupujących, co z kolei winno przełożyć się na test kluczowego obecnie wsparcia na 9,70. Ewentualne przebicie tego poziomu będzie wymuszało rewizję poglądów na temat przyszłości akcji spółki.

Tomasz Jerzyk, Analityk Techniczny DM BZ WBK

Ocena DM BZ WBK



Ryzyko

Średnie

Wartość akcji

14,00

Istotne wsparcie

9,05

Istotny opór

11,96

Cena zamknięcia

11,55

Kapitalizacja

120 mln

C / Z

8,9x

Ceny akcji w złotych

## Komentarz analityczny, 26 sierpnia 2009

**Zakładając scenariusz osiągnięcia dołka dynamiki wzrostu gospodarczego w I połowie 2009 roku, a następnie ożywienia gospodarczego w kolejnych kwartałach uważamy, że zbudowany jeszcze w ubiegłym roku spory portfel zamówień pozwoli spółce Qumak-Sekom zanotować w bieżącym roku dodatnią dynamikę przychodów przy niewielkim spadku zysku. Pomimo tego, iż przyjmujemy dość konserwatywne stanowisko odnośnie tempa ożywienia gospodarczego, a w konsekwencji perspektyw Spółki w 2010 roku, to spadek kosztu kapitału powoduje, iż wyceniając akcje metodą DCF otrzymujemy wartość 14,00 PLN, co stanowi 5%-owy wzrost w stosunku do naszej ostatniej wyceny i ponad 20%-owy potencjał wzrostu.**

Od naszej ostatniej oceny z marca 2009, kurs akcji Qumak-Sekom po uwzględnieniu wypłaconej dywidendy wzrósł o 30%, zmniejszając tym samym dystans do wyznaczonej przez nas ceny docelowej, jednak w relacji do szerokiego rynku mierzonego indeksem WIG, *underperformance* wyniósł aż 24 punkty procentowe. Powody takiej dysproporcji są dwa: po pierwsze akcje Qumak-Sekom w trakcie całego ruchu spadkowego z okresu lipiec 2007 – luty 2009 straciły „jedynie” 53% w porównaniu z 70%-ową stratą WIG-u, a po drugie, stabilność osiąganych wyników operacyjnych oraz brak zadłużenia kwalifikują Qumaka jako spółkę niskiego ryzyka, stosunkowo mało podatną na krótkoterminowe zmiany sentymentu rynkowego.

Pięć miesięcy, jakie upłynęły od naszej ostatniej oceny, potwierdziły, że pomimo symptomów wyhamowywania recesyjnych zjawisk w gospodarce, nasze konserwatywne założenia dotyczące dynamik przychodów i zysków spółki w roku 2009 okazały się właściwe. Uważamy, że dopiero IV kwartał zdecyduje, czy rok 2009 Qumak-Sekom zamknie c.a. 15% wzrostem przychodów i zyskiem zbliżonym do ubiegłorocznego.

Pomimo, że katastroficzne wizje dla globalnej ekonomii przestały gościć na czołówkach mediów, a rynki zaczęły dyskutować odbicie typu „V”, to ostatnie miesiące nie przyniosły w ocenie Spółki

istotnych zmian w zakresie aktywności inwestycyjnej. W segmencie budownictwa komercyjnego ewentualnego ożywienia w aktywności gospodarczej, przekładającej się na rozmowy i podpisywane kontrakty, Spółka spodziewa się nie prędzej niż na jesieni, z uwagi na trwający jeszcze w firmach sezon urlopowy. Z punktu widzenia wyniku za 2009, kluczowym elementem będzie pozyskanie zleceń dla *Segmentu Integracji Systemowej* na IV kwartał, który rozpatrując sezonowo, powinien dodać około 30 mln PLN przychodów. Jednak w obecnych zmiennych uwarunkowaniach prognozowanie konkretnych wartości, szczególnie w aspekcie słabego roku dla sektora IT jest dość dużym wyzwaniem.

Wymieniana jako szansa rozwojowa, wzrastająca aktywność sektora publicznego, mierzona m.in. ilością rozpisywanych przetargów, aktualnie wyraźnie przygasa z uwagi na napiętą sytuację budżetu państwa. Powodem takiego stanu rzeczy jest fakt, iż wielu projektom z zapewnionym finansowaniem unijnym brakuje środków na wkład własny. W efekcie, przetargi są rozpisywane, ale albo procedury się przeciągają, albo nie dochodzi do podpisywania umów ze zwycięzcami. Z drugiej strony zdarzają się sytuacje odwrotne, gdy inwestorzy nalegają na przyśpieszenie realizacji inwestycji. W lutym Spółka wspominała o zawieszaniu bądź przesuwaniu w czasie realizacji niektórych kontraktów – teraz, by nie stracić dofinansowania, niektórzy inwestorzy nalegają na zintensyfikowanie realizacji prac.

Sporym rozczarowaniem jest w dalszym ciągu nierozstrzygnięta sytuacja w zakresie potencjalnych kontraktów stadionowych. Wykonawcy mieli zostać wybrani do końca czerwca, jednak termin ten nie został dotrzymany. Aktualnie Spółka ma podpisany kontrakt na prace na stadionie Legii (36 mln PLN) i złożyła oferty na pozostałe, budowane m.in. na EURO2012 stadiony. Najbardziej optymalnym rozwiązaniem dla Qumaka byłaby realizacja kontraktu na Stadionie Narodowym bądź na dwóch mniejszych obiektach, jednak rozstrzygnięć wciąż nie ma i brak sygnałów od generalnych wykonawców, kiedy można się ich spodziewać.

# Qumak-Sekom QSM

Ocena DM BZ WBK



Ryzyko

Średnie

Wartość akcji

14,00

Istotne wsparcie

9,05

Istotny opór

11,96

Cena zamknięcia

11,55

Kapitalizacja

120 mln

C / Z

8,9x

Ceny akcji w złotych

Zważywszy, że część ubiegłorocznych kontraktów rozliczana jest w roku bieżącym (m.in. serwerownia dla Onetu) oraz że ich rentowność z dużym prawdopodobieństwem okaże się wyższa od zakładanej w budżecie, spodziewamy się, iż spodziewany efekt spadku marż będzie w 2009 roku ograniczony, a jego wystąpienie będzie najbardziej widoczne w kolejnych kwartałach roku następnego.

Recesyjne środowisko odciska swoje piętno na sytuacji płynnościowej podmiotów gospodarczych. Qumak-Sekom nie jest tu wyjątkiem – dłuższy cykl rotacji należności (szczególnie od dużych kontrahentów) oraz krócej rotujące zobowiązania (szybsze płatności jako element przetargowy) odciska swoje piętno na miarach efektywności zarządzania kapitałem obrotowym. W efekcie, w kapitale obrotowym Spółka zamroziła dodatkowo około 10 mln PLN, zmniejszając stan gotówki do 20 mln PLN.



Ocena DM BZ WBK



Ryzyko

Niskie

Wartość akcji

13,30

Istotne wsparcie

7,35

Istotny opór

10,04

Cena zamknięcia

9,10

Kapitalizacja

94 mln

C / Z

8,4x

Ceny akcji w złotych

## Komentarz analityczny, 20 marca 2009

**W warunkach ostro hamującej gospodarki, rozczarowujących wyników finansowych spółek giełdowych, częściej obniżanych prognoz niż realizowanych, dokonania Qumak-Sekom S.A. w minionym roku należy ocenić zdecydowanie pozytywnie. Realizacja podwyższonej w trakcie roku prognozy przyczyniła się do osiągnięcia przez spółkę rekordowych wyników finansowych, jednak spadek kursu sugeruje, iż inwestorzy antycypowali zdecydowane pogorszenie koniunktury gospodarczej w kolejnych kwartałach. Jakkolwiek rok 2009 przyniesie dalszy wzrost przychodów, nie można wykluczyć, że przedłużający się kryzys doprowadzi do wyzerowania jego dynamiki, co w korespondencji ze spadkiem marż, istotnie pogorszy wynik roku 2010 i ograniczy średnioterminowy potencjał wzrostu kursu. Czy rynek nie posunął się jednak zbyt daleko...?**

Kilka poniżej przedstawionych liczb wskazuje, że rynek jednak przereagował; wycena przy mnożniku P/E na 2009 na poziomie 8,4x dla spółki o zdywersyfikowanych źródłach przychodów, cashu w wysokości prawie 1/3 kapitalizacji i braku zadłużenia to argumenty świadczące o tym, iż inwestorzy grają bardziej pod „zagrożenia” niż „szanse”.

Jakkolwiek trudno coś zarzucić Zarządowi, gdyż konsekwencja w realizacji strategii i założonych celów finansowych musi budzić szacunek, to należy zadać sobie pytanie, skoro jest tak dobrze, to czemu akcjonariusze nie mają powodów do zadowolenia.

Jesteśmy przekonani, że głównym powodem stojącym za niesatysfakcjonującym zachowaniem się kursu akcji, jest fatalna koniunktura giełdowa, która szczególnie dotyka spółki o mniejszej kapitalizacji i mniejszej płynności. Do tego dochodzi obawa, iż wskutek spowolnienia gospodarczego i drastycznego spadku dostępności do finansowania bankowego, dojdzie do załamania w sektorze budownictwa komercyjnego na wzór tego, co stało się udziałem budownictwa mieszkaniowego. Od naszej ostatniej oceny spółki z kwietnia 2008 stopa, zwrotu z akcji

Qumak-Sekom S.A. była ujemna i wyniosła -34%, w czasie gdy rynek akcji mierzony szerokim indeksem WIG stracił na wartości 51%. Lepsze od indeksu, choć dalece niesatysfakcjonujące akcjonariuszy, zachowanie się kursu akcji było możliwe dzięki konsekwentnej realizacji strategii oraz założonych planów finansowych. Prognozowane przez nas poziomy sprzedaży, zysku operacyjnego oraz zysku netto, dzięki realizacji podwyższonej w trakcie roku prognozy, zostały w rzeczywistości przekroczone o odpowiednio 2,3%, 21,7% i 19,5%. O ile kryzys na światowych rynkach finansowych, a także silne hamowanie wzrostu gospodarczego będzie miało przełożenie na wysokość realizowanych marż, a także na zmniejszenie poziomu inwestycji tak w sferze IT jak i w sferze budownictwa komercyjnego, to skala przeceny spółki Qumak-Sekom antycypuje znacznie gorszy scenariusz od zakładanego przez nas.

Drastyczne zahamowanie tempa wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce wynikające z realnego wpływu deficytu finansowania inwestycji jak i bieżącej działalności oraz będącego w znacznej mierze w wymiarze psychologicznym zjawiska pt „kryzys” powoduje, iż bardzo trudno jest zaprognozować jak zachowa się gospodarka w najbliższych okresach, a przez to jak wpłynie to na działalność spółki i na jej perspektywę. Pomimo tego, iż w naszym modelu podchodzimy dość konserwatywnie jeżeli chodzi o możliwości utrzymania wysokiej dynamiki przychodów oraz realizowania marż na poziomach z ostatniego roku, widzimy kilka motywów, które należy traktować w kategoriach szans rozwojowych dla spółki.

Po pierwsze, obserwowany znaczący wzrost aktywności sektora publicznego w tym roku (duża liczba ogłaszanych przetargów), stwarza szanse na istotne zwiększenie przychodów (z tego sektora w sposób bezpośredni lub pośredni pochodzi 40-50% przychodów). Pewnym mankamentem tego podejścia jest prawdopodobnie uzyskiwanie niższych marż z powodu wzrostu konkurencji o kontrakty finansowane ze źródeł publicznych. Dodatkowo szanse spółki wzmacniają dobre kontakty z firmami z branży budowlanej, takimi jak Polimex-Mostostal, Budimex czy Warbud, z którymi Qumak-Sekom

# Qumak-Sekom QSM

Ocena DM BZ WBK



Ryzyko

Niskie

Wartość akcji

13,30

Istotne wsparcie

7,35

Istotny opór

10,04

Cena zamknięcia

9,10

Kapitalizacja

94 mln

C / Z

8,4x

Ceny akcji w złotych

współpracuje jako podwykonawca w sytuacji pozyskania przez nich odpowiednich kontraktów.

Po drugie, w bliskiej perspektywie można spodziewać się wyboru wykonawców instalacji niskoprądowych (20 mln PLN każdy) i wysokoprądowych (30 mln PLN każdy) na sześciu stadionach piłkarskich (budowanych m.in. w związku z EURO2012). Spółka wyraża zainteresowanie uczestnictwem w tych projektach, z realnymi szansami na dwa z tych kontraktów.

Po trzecie, globalna recesja wymusza implementację projektów podnoszących efektywność prowadzonej działalności, co w takich warunkach oznacza zazwyczaj cięcie kosztów. Można w związku z tym oczekiwać kontynuacji realokacji centrów serwisowych, contact centers etc. wspomagających globalne korporacje z krajów o wyższych kosztach pracy do Polski. Znaczne osłabienie polskiego złotego w zdecydowany sposób wspiera taki scenariusz. A to daje szansę na podtrzymanie inwestycji w infrastrukturę biurową, czego bezwzględnie beneficjentem byłby zarówno pion TIB, jak i dostarczający aplikacje dla contact centers PAB.

Działalność Qumak-Sekom S.A. opiera się na modelu biznesowym opartym na trzech filarach, jeżeli chodzi o źródła generowania przychodów: integracja systemowa (IS), integracja aplikacji biznesowych (AB) i technologie inteligentnego budynku (TIB). Strategia firmy polega na projektowaniu i wdrażaniu dedykowanych rozwiązań dla konkretnych potrzeb nabywców, poprzez oferowanie kompleksowych usług w zakresie prac konsultingowych, doradczych, projektowania, dostarczania i wdrażania rozwiązań oraz wsparcia technicznego i serwisowego.

Potencjał rozwoju Spółki jest ściśle skorelowany z ogólną sytuacją gospodarczą kraju, a czynnikami oddziaływującymi w największym stopniu są tempo wzrostu PKB, wielkość zamówień publicznych na rozwiązania informatyczne, poziom inwestycji w przedsiębiorstwach.

# Qumak-Sekom S.A. QSM

Roczna sprzedaż (w mln)	Kapitalizacja (w mln)	Sektor
294,5	141	Informatyka

## Profil działalności

Qumak-Sekom S.A. jest firmą z branży IT, a jej działalność skoncentrowana jest na rynku integracyjnym i obejmuje technologie inteligentnego budynku, integrację systemową i aplikacje biznesowe. Spółka wykonuje kompleksowe usługi z zakresu informatyzacji przedsiębiorstw i instytucji, w których istotnymi elementami są bezpieczeństwo informatyczne, oprogramowanie i powiązane z nim aplikacje, dostawy sprzętu komputerowego i technologii inteligentnego budynku.

### Główni udziałowcy

Legg Mason Zarządzanie Aktywami S.A.	10,03%
Aviva Investors Poland S.A.	8,06%
OFE PZU Złota Jesień	7,91%
ING OFE	5,54%
PZU Asset Management S.A.	5,27%
Zarząd łącznie	13,35%
Free folat	49,84%

### Wskaźniki tempa wzrostu (roczne, składowe)

	1rok	2lata	3lata	4lata	5lat
Sprzedaż	16,0	18,7	21,8	22,1	21,0
Zysk operacyjny	-5,9	27,2	40,9	42,5	43,2
Zysk netto	1,5	30,7	44,7	45,2	42,7
Zysk na akcję (EPS)	1,5	29,1	42,3	31,8	31,5

### Wskaźniki rentowności

	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Marża brutto %	17,8	20,9	19,9	19,9	20,6
Marża na sprzedaży %	5,1	7,4	5,5	5,7	6,3
Marża operacyjna %	4,8	6,8	5,5	5,7	6,3
Marża netto %	4,0	5,6	4,9	4,7	5,3

### Wskaźniki efektywności

	2007	2008	2009P	2010P	2011P
ROE %	15,0	20,8	17,4	15,7	15,8
ROA %	8,1	9,8	10,6	9,9	10,4
ROIC %	18,8	29,0	15,7	16,2	18,0
EVA	3,1	8,4	3,4	4,3	6,3

### Wskaźniki zadłużenia

	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Stopa zadłużenia %	46,2	52,8	39,1	37,3	34,4
Obsługa zadłużenia	66,9	28,8	189,9	263,4	306,2
Dług/EBITDA	4,0	3,9	2,7	2,6	2,4

### Analiza wrażliwości wyceny metodą DCF

gWACC	9,6%	10,6%	11,6%	12,6%	13,6%
1%	21,48	18,93	16,88	15,20	13,81
2%	23,30	20,27	17,89	15,99	14,42
3%	25,67	21,96	19,14	16,93	15,16

## Wydane rekomendacje

Data publikacji	Cena rynkowa	Ocena DM BZ WBK	Ryzyko	Wartość akcji
03-02-2010	13,61	★★★★★	Srednie	17,90
26-08-2009	11,55	★★★★★	Srednie	14,00
20-03-2009	8,81	★★★★★	Niskie	13,30

### DLUGOTERMINOWE OCENY SPÓŁEK:

Data publikacji	Cena rynkowa*	Wycena rynkowa	Ocena bezpieczeństwa	Ocena AT	Cena docelowa*
09-04-2008	14,10	5	4	3	18,10-19,50

\* ceny skorygowane o wypłacone w danym okresie dywidendy

### Wybrane dane finansowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Sprzedaż	208,8	253,7	294,5	328,5	348,8
Koszty produktów	171,7	200,6	235,9	262,9	277,1
<b>Marża brutto</b>	<b>37,2</b>	<b>53,1</b>	<b>58,5</b>	<b>65,5</b>	<b>71,7</b>
Koszty sprzedaży	19,1	25,5	31,3	35,0	37,2
Koszty zarządu	7,4	8,7	10,9	11,8	12,6
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>10,7</b>	<b>18,9</b>	<b>16,3</b>	<b>18,7</b>	<b>21,9</b>
Poz. dział. oper.	-0,7	-1,6	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>10,1</b>	<b>17,3</b>	<b>16,3</b>	<b>18,7</b>	<b>21,9</b>
<b>EBITDA</b>	<b>11,9</b>	<b>19,7</b>	<b>19,3</b>	<b>22,0</b>	<b>25,6</b>
Dział. finansowa	0,4	0,3	1,6	0,5	1,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>10,5</b>	<b>17,6</b>	<b>17,9</b>	<b>19,1</b>	<b>22,9</b>
Podatek	2,1	3,5	3,6	3,8	4,6
Inne obciążenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>8,4</b>	<b>14,1</b>	<b>14,3</b>	<b>15,3</b>	<b>18,4</b>
<b>EPS</b>	<b>0,83</b>	<b>1,36</b>	<b>1,38</b>	<b>1,48</b>	<b>1,77</b>

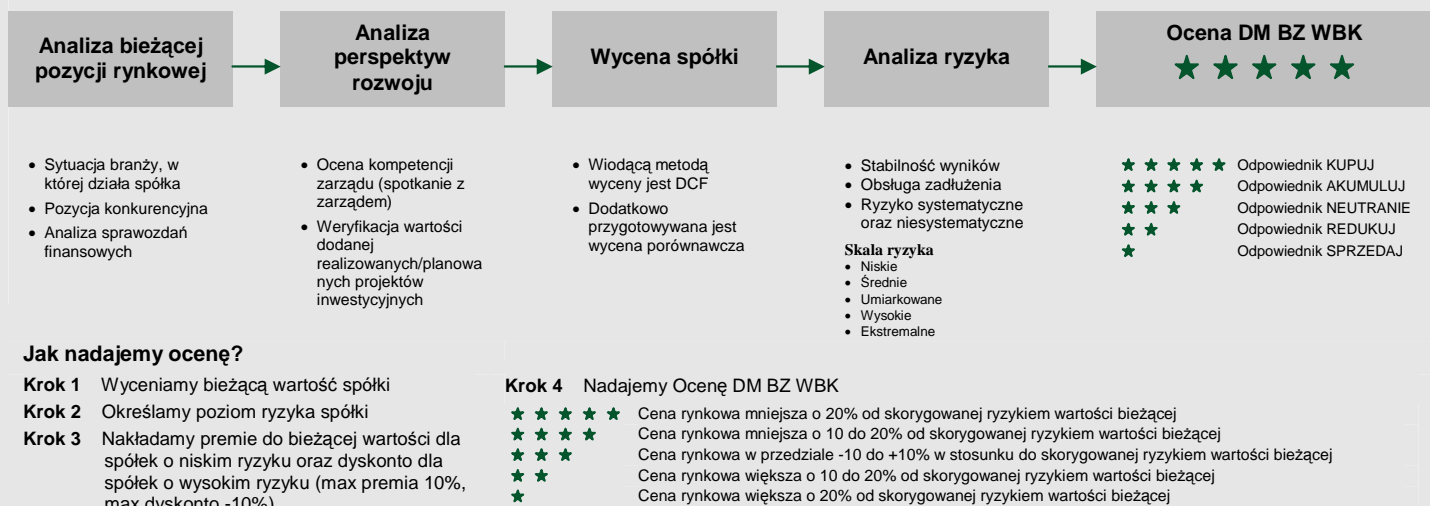
### Mnożniki rynkowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P
P/E	22,1	13,1	13,0	12,1	10,1
EV/EBITDA	14,9	9,0	9,2	8,1	6,9
EV/Sprzedaż	0,9	0,7	0,6	0,5	0,5
P/BV	3,3	2,7	2,3	1,9	1,6

### Mnożniki rynkowe – spółki porównawcze

	P/E		EV/EBITDA	
	2010P	2011P	2010P	2011P
Schneider Electric	15,7	12,1	N/A	N/A
Legrand SA	16,1	14,0	9,3	8,6
Molex Inc.	21,6	14,9	6,8	5,4
Chloride Group Plc	18,2	17,1	11,5	10,7
Honeywell	16,5	13,7	8,2	7,3
Asseco Poland	11,9	11,3	7,4	7,1
Comarch	19,7	15,7	9,7	8,5
Sygnity	40,6	17,5	5,6	4,8
Comp	11,9	10,4	8,6	7,7
Elektrotim	18,7	15,8	N/A	N/A
<b>Mediana</b>	<b>17,3</b>	<b>14,5</b>	<b>8,4</b>	<b>7,5</b>
<b>Qumak-Sekom</b>	<b>9,2</b>	<b>7,7</b>	<b>5,8</b>	<b>4,4</b>
dyskonto/premia	-47%	-47%	-31%	-41%

## METODOLOGIA OCENY SPÓŁKI DM BZ WBK



### Jak sugerujemy dokonywać transakcje?

Kluczowym elementem naszego raportu jest Ocena DM BZ WBK. Uważamy, że spółki dla których wydaliliśmy ocenę pięć oraz czterogwiazdkową są niedowartościowane i będą generować stopy zwrotu wyższe od wymaganych (WACC), natomiast spółki z ocenami trzygwiazdkowymi będą osiągać stopy zwrotu na poziomie WACC. Nie zawsze jednak kupno spółki bezpośrednio po wydaniu rekomendacji jest najlepszym momentem dokonania transakcji. Dlatego w naszym raporcie uwzględniliśmy również istotne poziomy cenowe wynikające z Analizy Technicznej. Poziomy w nagłówku raportu są optymalne z punktu widzenia AT, jednak nie można zagwarantować, że pułapy te zostaną osiągnięte. Więcej poziomów AT można znaleźć w komentarzu – „Ważne poziomy cenowe”.

## 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 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.05.184.1539 z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U.05.183.1537 z późn. zm.). Materiał ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych 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 maklerskich.

Wzlawskie 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 stanowi oferty, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym. Jego autorem jest Dom Maklerski BZ WBK S.A. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie jest obowiązany 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. Zaden z zapisów w niniejszym dokumencie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakakolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. Podmioty powiązane z Domem Maklerskim BZ WBK S.A. mogą, w zakresie dopuszczalnym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje związane z finansowaniem spółki: Qumak-Sekom S.A. („Emitent”) świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). Dom Maklerski BZ WBK S.A. może, w zakresie dopuszczalnym prawem Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom. O ile stosowne prawo w zakresie właściwej jurysdykcji nie przewiduje inaczej, jedynie autoryzowane spółki powiązane z Domem Maklerskiego BZ WBK S.A. będą uprawnione do realizowania zleceń na Instrumenty finansowe od klientów w obrębie tych jurysdykcji. Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub usług świadczonych przez osobę spoza Wielkiej Brytanii lub innych zagadnień nie leżących w zakresie Financial Services Authority. Szczegółowe informacje dostępne są na życzenie.

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. Niniejsza rekomendacja obowiązuje przez okres 12 miesięcy od dnia jej wydania, nie dłużej jednak niż do czasu wydania następnej rekomendacji. 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 dokumentu niniejszego. 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. Niniejsze oświadczenie będzie częścią oraz warunkiem każdej umowy zawartej przez Dom Maklerski BZ WBK S.A. lub jego spółki powiązane z każdą taką osobą odnośnie dowolnej transakcji instrumentami finansowymi. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikłe z 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 STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, AUSTRALII, KANADZIE, JAPONII.

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

ROZPOWSZECHNIANIE LUB UDOSTĘPNIANIE TEGO DOKUMENTU NA TERYTORIUM INNYCH PAŃSTW MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ ODPOWIEDNIE PRZEPISY PRAWA. OSOBY UDOSTĘPNIAJĄCE LUB ROZPOWSZECHNIAJĄCE TEN DOKUMENT SĄ OBOWIĄZANE ZNAĆ TE OGRANICZENIA I ICH PRZESTĘŻEĆ.

W USA LUB WIELKIEJ BRYTANII NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ JEDYNIEM 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 ZNAJAZOMIĆ I PRZESTĘŻEĆ WSZELKICH TAKICH OGRANICZEŃ.

NINIEJSZY DOKUMENT NIE ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM. INFORMACJI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTÓW. 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 WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRAĆY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

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

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

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

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz
- 2) porównawczej

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

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, 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 wrzeliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozapracyjne, 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 brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły nie do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej mniej niż 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie był stroną umów mających związek z ceną 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 rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

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. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał wynagrodzenia z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Bank Zachodni WBK S.A., który jest powiązany z Domem Maklerskim BZ WBK S.A., nie otrzymał wynagrodzenia z tytułu świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz Emitenta oraz nie zawarł umowy z Emitentem w sprawie świadczenia takich usług. 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. Bank Zachodni WBK S.A., który jest podmiotem powiązany z Domem Maklerskim BZ WBK S.A. nie jest pośrednio powiązany z Emitentem.

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 następujących dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji Dom Maklerski BZ WBK S.A. składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitentów 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 ZGODNIE NA PRZEKAZANIE MU TEGO DOKUMENTU WYRAŻA ZGODNIE 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 000006408, nr NIP 778-13-59-968, kapitał zakładowy 45 073 400 zł w całości wpłacony.

\* Dom Maklerski BZ WBK Spółka Akcyjna z siedzibą w Poznaniu, Pl. Wolności 15, 60-697 Poznań, wpisany do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy Poznań - Nowe Miasto i Wilda, VIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 000006408, o kapitale zakładowym w wysokości 45 073 400 zł w pełni wpłaconym, NIP 778-13-59-968, będącym spółką zależną Banku Zachodniego WBK S.A., działającym pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego.\* Niniejszy dokument stanowi publikację handlową.