

**TVN**

Media

Reuters: TVNN.WA Bloomberg: TVN PW

21 sierpnia 2006

Czas odpocząć

Obniżenie rekomendacji do Neutralnie z Przeważaj, 12-miesięczna cena docelowa 100 zł

TVN zanotował doskonale wyniki w II kw. Pokazujące duży wzrost przychodów i zysków. Spółka zwiększyła swoje prognozy na rok 2006, zakładając również silny wzrost w drugiej połowie 2006 roku. Naszym zdaniem, ten optymistyczny scenariusz został już przewidziany przez inwestorów. W oczekiwaniu na sezonowo słabe wyniki za III kw. obniżamy rekomendację do Neutralnie z Przeważaj, przy cenie docelowej 100 zł.

W II kw. Grupa TVN zwiększyła przychody z reklamy o 40,8% do 263 mln zł. Wzrost został wygenerowany głównie przez TVN, który zanotował ceny wyższe o 13,5% oraz wolumenu o 23%. Porównanie r/r jest zniekształcone przez niską bazę w II kw. '05 spowodowaną zawieszeniem nadawania reklam przez TVP w kwietniu 2005 r. w okresie żałoby po śmierci papieża. TVN szacuje iż reklama telewizyjna wzrosła o 22% w II kw. '06.

Udział oglądalności w docelowej grupie widzów w czasie największej oglądalności wzrósł do 34,8% z 31,7% w poprzednim roku. Spółka zanotowała najwyższą w historii marżę EBITDA 48,3% (z wyłączeniem kosztów programu motywacyjnego) w porównaniu z 42,1% rok temu. Wskaźnik EBITDA wzrósł o 50,4% do 138 mln zł oraz o 62% do 148,9 mln zł (z wyłączeniem kosztów programu motywacyjnego). Inne przychody wzrosły o 45,7% do 45,5 mln zł, głównie dzięki usłudze SMS oraz telefonom widzów – o 60% do 9,1 mln zł.

TVN zmienił swoją prognozę na 2006 r., uwzględniając nabycie Grupy Onet.pl oraz poprawę wyników TVN. Nowy plan przewiduje wzrost przychodów o 29-32% wobec poprzednio zakładanych 16-18%; wyłączając wpływ nabycia Grupy Onet, wzrost został oszacowany na 23-25%. Marża EBITDA ma wynieść 33-35% - wzrost wobec poprzedniej prognozy 29-31%, a wyłączając wpływ kosztów palnu motywacyjnego – 37-39% wobec 34-36%.

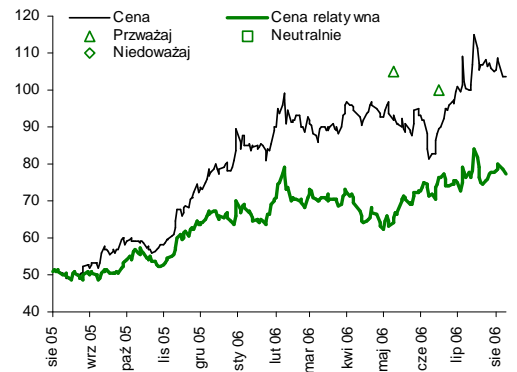
Naszym zdaniem wyniki TVN są bardzo dobre, a nasza długoterminowa prognoza pozostaje pozytywna, jednak uważamy, że w krótkim terminie czas zrealizować zyski. Wyprzedzając sezonowo słabe wyniki w III kw., obniżamy naszą rekomendację do Neutralnie z Przeważaj, przy cenie docelowej 100 zł.

Grupa TVN: Podsumowanie wyników finansowych i prognozy*W milionach zł, o ile nie podano inaczej*

	2004	2005	2006P	2007P	2008P
Przychody	717	860	1 039	1 189	1 330
EBITDA	211	296	356	461	524
EBITDA skorygowany	211	297	400	476	538
EBIT	178	258	314	414	468
Zysk netto	196	215	223	274	327
EPS (PLN)	34,5	31,2	29,5	24,0	20,3
P/E (x)	33,0	22,9	17,0	14,4	12,9

Źródło: Dane spółki, szacunki DM BZ WBK. Prognozy z wyłączeniem nabycia Grupy Onet.

Rekomendacja	Neutralnie
Cena (zł, 18 sierpnia 2006)	103,0
Cena docelowa (zł, 12-miesięczna)	100,0
Kapitalizacja (mln zł)	6,589
Free float (%)	37,6
Liczba akcji (mln.)	63,97
Średni dzienny obrót (3 miesiące, akcje)	94 tys.
EURPLN	3,89
USDPLN	3,02



Wykres mierzy zmianę w stosunku do indeksu WIG20. 18 sierpnia 2006 indeks WIG20 zamknął się na poziomie 2 962.

Rek.	Data	Cena		Zmiana kursu	
		w dniu publikacji	absolutna	absolutna	relatywna
Przeważaj	2006-06-22	82,8	100	25,0%	11,8
Przeważaj	2006-05-15	93,8	105	-11,7%	8,5

Główni akcjonariusze	% głosów
ITI Holdings	57,3
Fidelity International Limited	5,17

Opis spółki

Grupa TVN jest prywatnym nadawcą telewizyjnym. Nadaje osiem programów: TVN, TVN 7, TVN 24, TVN Meteo, TVN Turbo, TVN Style, TVN Gra oraz ITVN.

Dział analiz**Andrzej Szymański**

Dom Maklerski BZ WBK

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

Departament Sprzedaży Detalicznej Zespół Maklerów Transakcyjnych

Tomasz Leśniewski, Kierownik	tel. +48 61 856 43 67	tomasz.lesniewski@bzwbk.pl
Paweł Bartczak, Makler	tel. +48 61 856 43 89	pawel.bartczak@bzwbk.pl
Paweł Kubiak, Makler	tel. +48 61 856 50 57	pawel.kubiak@bzwbk.pl
Sławomir Kozłarek, Makler	tel. +48 61 856 50 13	slawomir.kozlarek@bzwbk.pl
Artur Piszczkowski, Makler	tel. +48 61 856 46 87	artur.piszczkowski@bzwbk.pl
Jacek Siera, Makler	tel. +48 61 856 41 29	jacek.siera@bzwbk.pl
Paweł Łabecki, Makler	tel. +48 61 856 50 38	pawel.labecki@bzwbk.pl
Marcin Skupień, Makler	tel. +48 61 856 44 72	marcin.skupien@bzwbk.pl
Tomasz Kaczmarek, Makler	tel. +48 61 856 51 77	tomasz.kaczmarek@bzwbk.pl
Tomasz Jerzyk, Analityk techniczny	tel. +48 61 856 43 78	tomasz.jerzyk@bzwbk.pl

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

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Maklerski BZ WBK S.A., 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 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 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 TVN 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 dopuszczalnym prawem Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi i zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom. O ile stosowne prawo w zakresie właściwej jurysdykcji nie przewiduje inaczej, jedynie autoryzowane spółki powiązane Domu Maklerskiego BZ WBK S.A. będą uprawnione do realizowania zleceń na Instrumenty finansowe od Klientów w obszarze 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 wystanym 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 wskutek złozenia 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 DO CEŁÓW 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.

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

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

W USA LUB WIELKIEJ BRYTANII NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ JEDYNE 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 WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY 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. ZMIANIAJĄCE 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 USTAWĄ 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 USTAWĄ Z DNIA 21 SIERPNI 1997 R. PRAWO O PUBLICZNYM OBROTCIE PAPIERAMI WARTOŚCIOWYMI (DZ.U.05.11.937)

Przy sporządzeniu 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.



Bank Zachodni WBK jest Członkiem Grupy Allied Irish Banks

DOM MAKLERSKI  WBK

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.

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

Aktualne definicje rekomendacji stosowanych przez Dom Maklerski BZ WBK:

Przeważaj - wskazuje na oczekiwaną stopę zwrotu z inwestycji w dany walor przekraczającą co najmniej 5% stopę zwrotu z inwestycji w indeks WIG20 na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy.
 Neutralnie - wskazuje na oczekiwaną stopę zwrotu z inwestycji w dany walor nie przekraczającą +/-5% stopy zwrotu z inwestycji w indeks WIG20 na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy.
 Niedoważaj - wskazuje na oczekiwaną stopę zwrotu z inwestycji w dany walor wynoszącą mniej niż 5% stopy zwrotu z inwestycji w indeks WIG20 na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy.

Poprzednie definicje rekomendacji stosowanych przez Dom Maklerski BZ WBK:

Kupuj - wskazuje na szacowaną stopę zwrotu z inwestycji w dany walor przekraczającą 20% na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy.
 Akumuluj - wskazuje na szacowaną stopę zwrotu z inwestycji w dany walor w przedziale od 10% do 20% na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy.
 Trzymaj - wskazuje na szacowaną stopę zwrotu z inwestycji w dany walor w przedziale od 0% do 10% na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy.
 Redukuj - wskazuje na szacowaną stratę z inwestycji w dany walor w przedziale od -10% do 0% na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy.
 Sprzedaj - wskazuje na szacowaną stratę z inwestycji w dany walor przekraczającą -10% na przestrzeni najbliższych 12 miesięcy.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy Dom Maklerski BZ WBK S.A. wydał, używając nowej metodologii: 14 rekomendacji Przeważaj, 11 rekomendacji Neutralnie oraz 9 rekomendacji Niedoważaj. Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy Dom Maklerski BZ WBK S.A. wydał, używając poprzedniej metodologii, 1 rekomendację Kupuj, 1 rekomendację Akumuluj, 2 rekomendacje Trzymaj oraz 0 rekomendacje Redukuj.

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 oraz 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 Emitentów 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. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym 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 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 Papierów Wartościowych i Giełd 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.

