

Kupuj

Budimex

Zrównoważony wzrost

Przewidywane odbicie w gospodarce oraz wzrost nakładów na infrastrukturę powinny wspierać rynek budowlany i jego lidera w kolejnych latach. Uwzględniając odcięcie dywidendy, lekko podnosimy naszą wycenę Budimex'u i podnosimy naszą rekomendację do Kupuj z Trzymaj. Nowa cena docelowa to 125 PLN (wcześniej 130 PLN).

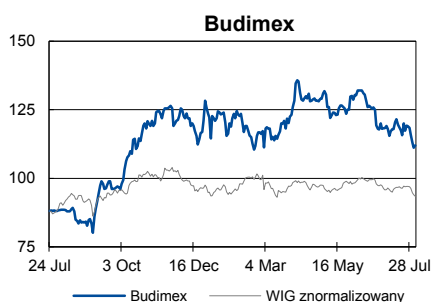
Dane podstawowe

Cena bieżąca (PLN)	111,15
Cena docelowa (PLN)	125,00
Min 52 tyg (PLN)	80,14
Max 52 tyg (PLN)	135,73
Kapitalizacja (mln PLN)	2 837,67
EV (mln PLN)	1 613,62
Liczba akcji (mln szt.)	25,53
Free float	40,9%
Free float (mln PLN)	1 161,74
Śr. obrót/dzień (mln PLN)	1,57
Kod Bloomberga	BDX.PW
Kod Reutersa	BDXP.WA

Zmiana kursu	Budimex	WIG
1 miesiąc	-5,1%	-4,0%
3 miesiące	-13,1%	-4,3%
6 miesięcy	-9,3%	-2,3%
12 miesięcy	26,9%	4,9%

Akcjonariat	% of shares / votes
Valivala Holdings B.V.	59,06
OFE PZU "Złota Jesień"	8,83
AVIVA Otwarty Fundusz	5,11

Previous recomm.	date	T.P.
Trzymaj	20/12/2013	130,0
Sprzedaj	17/04/2013	68,0



Piotr Łopaciuk
(0-22) 521-48-12
piotr.lopaciuk@pkobp.pl

PKO Dom Maklerski
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa

4 sierpnia 2014 r.

- ◆ Rynek budowlany zachowuje się mocniej niż się spodziewaliśmy – rynek w pierwszej połowie roku wzrósł o niemal 10%. Na tak dobrą dynamikę wpłynęła dobra pogoda, spodziewamy się wyhamowania w drugiej połowie 2014 roku. Mimo to nasza obecna całoroczna prognoza zakłada dynamikę na poziomie 3,2% - sporo wyżej niż oczekiwaliśmy pół roku temu.
- ◆ Po słabej kontraktacji w Budimeksie w pierwszej połowie roku, portfel kontraktów spadł do poziomu 3,9mld PLN. Jednak duża liczba złożonych najlepszych cen w przetargach sugeruje silną odbudowę portfela do poziomu około 5,1mld PLN na koniec 2014.
- ◆ Bardzo mocna pozycja gotówkowa netto w Budimeksie – na koniec półrocza (czyli sezonowy dołek w Budimeksie) powyżej 0,9mld PLN. Ta wartość mniej więcej odzwierciedla prawdziwy stan wolnej gotówki w spółce. Pozwala to w sposób komfortowy godzić się z akcjonariuszami zyskiem. Przewidywana stopa dywidendy w Budimeksie to 5,6% (zdecydowanie powyżej spółek porównywalnych).
- ◆ Mocne przepływy potwierdzają konserwatywne podejście Budimeksu do wyceny kontraktów. Ten czynnik powinien (przynajmniej częściowo) niwelować potencjalny, późniejszy wzrost cen materiałów i podwykonawców.
- ◆ W średnim terminie, na wycenę Budimeksu może pozytywnie wpłynąć początek postrzegania spółki jako zaangażowanej w rynek usług komunalnych i utrzymania infrastruktury. Spółka rozpocznie pobieranie opłat z projektu Parking Wrocław (wybudowanego za ponad PLN 40m), wraz ze spółką matką (posiadającą 51%) rozwija działający w tym segmencie FB Serwis.

Dane finansowe (skonsolidowane)

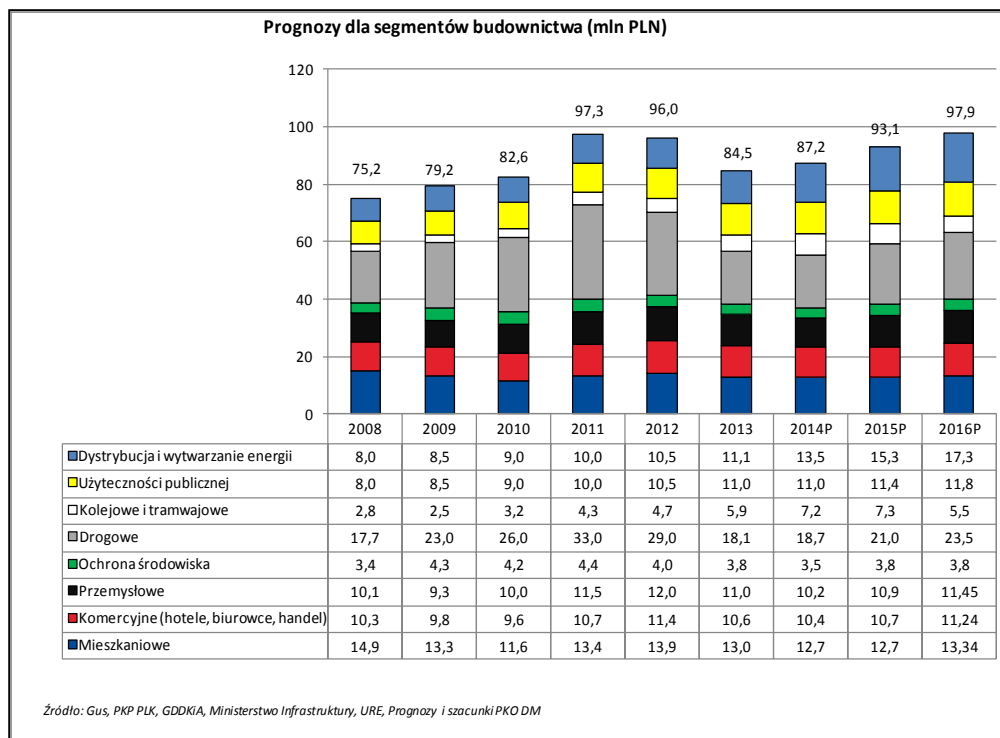
mIn PLN	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Sprzedaż	4 749	4 432	4 841	5 187	5 582
EBITDA	361	221	243	267	293
EBIT	333	197	219	244	269
Zysk netto	300	159	179	199	220
Zysk skorygowany	160	159	179	199	220
EPS (PLN)	11,77	6,23	7,03	7,81	8,61
DPS (PLN)	11,85	6,23	7,03	7,81	8,61
P/E	9,44	17,84	15,81	14,23	12,91
P/BV	4,40	5,66	5,43	5,24	5,05
EV/EBITDA	5,09	8,32	7,57	6,87	6,26

P - prognoza PKO DM

Argumenty inwestycyjne

Rynek – oczekiwana poprawa

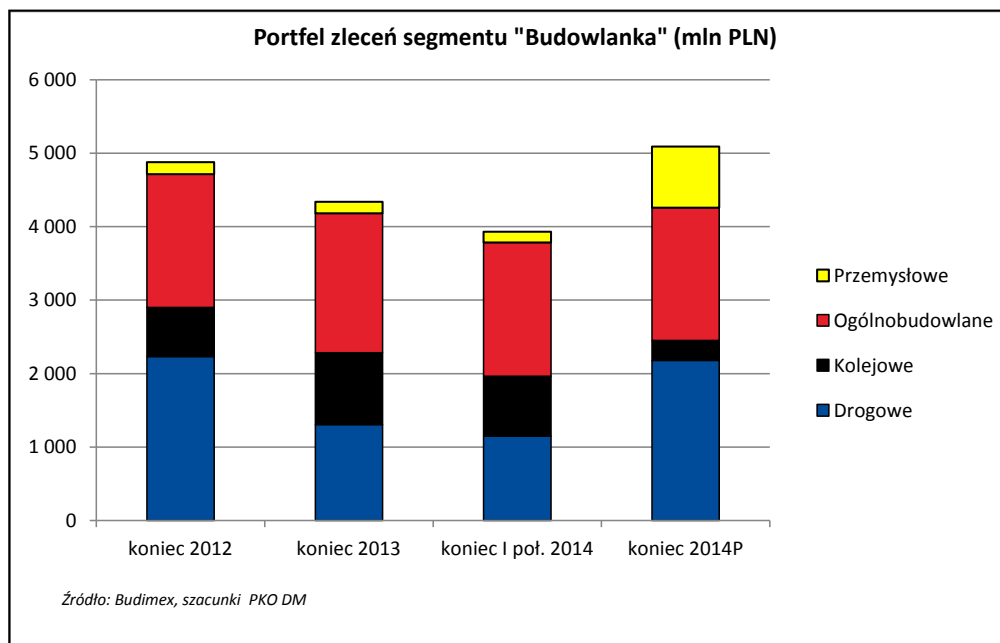
Poniższy wykres przedstawia nasze prognozy wartości rynku budowlanego.



Wraz z poprawą koniunktury spodziewamy się delikatnego odbicia na rynku budownictwa komercyjnego. Poprawiać powinno się również w budownictwie energetycznym, choć po raz kolejny musimy obniżyć oczekiwane tempo wzrostu. Oczekujemy również wzrostu na rynku budownictwa drogowego. Wygląda jednak na to, że w przyszłości rozkład kontraktów drogowych może być dużo bardziej równomierny niż w ostatnich latach. Było by to pozytywne dla rynku. Część problemów budowlanki wywołana była najpierw niedostatkami podaży kontraktów a potem nadmierną kumulacją.

Portfel kontraktów

Dzięki najlepszym ofertom w kontraktach na prawie 2 mld PLN i już podpisanej umowie na budowę blok w Turowie portfel kontraktów w Budimeksie powinien się zdecydowanie wzmacniać. Na koniec 2014 roku spodziewamy się, że portfel kontraktów wyniesie około 5,1 mld PLN.



Dotychczasowe praktyki księgowania Budimeksu oraz bilans spółki sugerują raczej zdrowy (pod względem marż) portfel zleceń.

Poprawa w segmencie deweloperskim

Potencjał do poprawy w kolejnych latach kryje się naszym zdaniem również w segmencie deweloperskim spółki. Ramię deweloperskie ma do dyspozycji 300mln PLN gotówki i jest w trakcie „trawienia” dużych gruntów w Krakowie. W drugiej połowie roku startuje z projektami na 1400 mieszkań. Oceniamy tę działalność jako prowadzoną bardzo sprawnie, na dość wysokich i stabilnych marżach i z potencjałem do wzrostu. W 2014 Budimex nieruchomości powinien oddać notarialnie około 820 mieszkań, ale poziom przedsprzedaży może osiągnąć około 1500 mieszkań. Spółka posiada bardzo duży bank ziemi (na około 6 500 mieszkań), który zaczęła skutecznie dywersyfikować.

Zmiany w prawie zamówień publicznych

Wprowadzone na początku tego roku zmiany w prawie zamówień publicznych będą miały dwie główne implikacje.

Obowiązek wcześniejszego płacenia podwykonawcom (zanim otrzyma się zapłatę od inwestora) zmodyfikuje model biznesu Budimex'u w części portfela dotyczącej kontraktów publicznych. Naszym zdaniem negatywny wpływ na gotówkę netto może wynieść w perspektywie dwóch (gdy kontrakty rozpisywane według nowych zasad zaczną wchodzić w życie) lat około 300mln PLN (uwzględnione w naszych prognozach).

Z drugiej strony zmiany te powiększą barierę wejścia w nowe kontrakty, szczególnie dla spółek „wydmuszek”, bez majątku, bez siły finansowej i podwykonawczej. Tego typu konkurencja w dużej mierze niszczyła rynek w latach ubiegłych. Dodatkowo silna pozycja gotówkowa Budimexu, może powiększyć w tym przypadku przewagę spółki nad konkurencją.

Dlatego, ciężko jednoznacznie ocenić wpływ tych zmian na spółkę – ostatecznie bilans może być neutralny.

Podsumowanie wyników segmentów

W tabeli poniżej zamieściliśmy nasze prognozy przychodów i marży w poszczególnych segmentach.

mIn PLN	2013	2014P	2015P	2016P
Segment budowlany				
Przychody	4 065	4 150	4 533	4 841
Marża brutto	290	315	344	368
%	7,1%	7,6%	7,6%	7,6%
Segment deweloperski				
Przychody	250	282	305	340
Marża brutto	50	59	59	66
%	20,0%	20,8%	19,5%	19,5%
Pozostałe				
Przychody	530	160	163	166
Marża brutto	48	12	13	13
%	9,0%	7,7%	7,7%	7,7%
Źródło: Budimex, Prognozy PKO DM				

Wycena

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Dodatkowo zaprezentowaliśmy wycenę porównawczą uwzględniając spółki z sektora budowlanego. Model DCF jest złożony z dwóch faz. W fazie pierwszej w latach 2014P-2018P szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, w szczególności wartości przychodów, nakłady inwestycyjne, marże realizowane na kontraktach, koszty stałe oraz pozycje bilansu. Faza druga trwa od 2019F. W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 1% rocznie. Używamy stopy dyskontowej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka jest przyjęta na poziomie 3,8%, co odzwierciedla rentowności 10-letnich obligacji rządowych. Beta jest założona na poziomie 1,1x. Premia za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5,0%. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2014 i odejmujemy prognozowany dług netto (dodajemy gotówkę netto).

Dodatkowe założenia:

- Skorygowaliśmy w dół wyniki po 2018 – mają one odzwierciedlać średnie wyniki w cyklu.
- Na potrzeby wyceny korygujemy sezonowo wysoki stan gotówki netto na koniec 2014 o 220mln PLN.
- Zakładamy wypłatę całości zysku z 2014 roku jako dywidendę w 2014.
- Zakładamy, że FPM Service (usługi w segmencie użyteczności publicznej, z udziałem Budimexu w wysokości 49%) przestanie generować stratę w 2017.

Budimex

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	> 2018P
mln PLN						
skorygowany EBIT*	171,8	192,1	215,0	238,8	257,6	230,0
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
NOPLAT	139	156	174	193	209	186
CAPEX	-25,1	-25,1	-25,1	-25,1	-26,6	-23,9
Amortyzacja	23,9	23,9	23,9	23,9	24,1	23,9
Zmiany w kapitale obrotowym	-334,7	-48,9	-52,6	-64,0	72,9	0,0
FCF	-196,8	105,5	120,4	128,2	279,0	
WACC	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	
Współczynnik dyskonta	0,00	0,92	0,84	0,77	0,70	
DFCF	0,0	96,6	100,9	98,5	196,3	
Wzrost w fazie II	1,0%					
Suma DFCF - Faza I	492,3					
Suma DFCF - Faza II	1 617,5					
Wartość Firmy (EV)	2 109,8					
Dług netto	-919,9					
Pozostałe	0,0					
Wartość godziwa	3 029,6					
Liczba akcji (mln szt.)	25,5					
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2013	118,7					
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	125,0					
Cena bieżąca	111,2					
Oczekiwana stopa zwrotu	12%					

Źródło: prognozy PKO Dom Maklerski

*Ebit skorygowany o koszty gwarancji na kontrakty budowlane

Budimex: Wrażliwość na Betę i tempo wzrostu w fazie 2

		Wzrost w fazie 2		
		0,0%	1,0%	2,0%
Beta	1,2	115,8	123,6	133,4
	1,1	117,1	125,0	135,0
	1,0	118,5	126,5	136,7

Źródło: PKO Dom Maklerski

Budimex: WACC

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	>2018P
Stopa wolna od ryzyka	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
Premia za ryzyko długu	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt kapitału własnego	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,3%
Koszt długu	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Waga kapitału własnego	98%	98%	98%	98%	98%	98%
Waga długu	2%	2%	2%	2%	2%	2%
WACC	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,2%

Źródło: prognozy PKO Dom Maklerski

Wycena porównawcza

Pomijając rok 2013 (w którym Budimex zaksięgował duży zysk na sprzedaży spółki Danwood) spółka jest wyceniana z premią na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Należy jednak zauważyć, że Budimex dysponuje dużą niewykorzystaną pozycją gotówkową netto (co uzasadnia wyższe P/E) a jego struktura organizacyjna jest „lekka” (niska amortyzacja uzasadnia wyższy wskaźnik EV/EBITDA). Budimex wypada natomiast bardzo korzystnie na tle spółek porównywalnych przy porównaniu stóp dywidend.

Spółki budowlane: wskaźniki

Spółka	P/E			EV/EBITDA			Stopa dywidendy	
	2013	2014P	2015P	2013	2014P	2015P	2013	2014P
Eiffage	16,0	13,4	11,2	8,5	8,0	7,7	2,6%	2,9%
Elektrobudowa	17,4	14,6	11,0	6,3	6,4	5,3	2,7%	2,7%
Erbud	17,4	14,3	11,4	8,0	7,0	6,9	3,0%	1,5%
Unibep	18,0	11,5	10,0	7,6	6,9	6,1	3,0%	1,5%
Skanska	16,5	15,7	14,1	13,0	10,5	9,7	4,4%	4,6%
Strabag	17,0	14,7	12,4	3,5	3,7	3,5	2,4%	2,6%
Bilfinger	17,0	13,2	10,6	5,6	5,5	5,0	5,0%	5,0%
Hochtief	21,0	18,0	14,8	4,0	4,4	4,2	2,5%	2,8%
Trakcja Polska	12,0	12,0	12,0	7,4	7,5	7,0	0,0%	0,0%
MEDIANA	17,0	14,3	11,4	7,4	6,9	6,1	2,7%	2,7%
Budimex (PKO DM)	9,4	17,8	15,8	5,1	8,3	7,6	10,7%	5,6%
premia/dyskonto do prognoz PKO DM	-44%	25%	39%	-31%	21%	24%	295%	108%

Źródło: Na podstawie konsensusu Bloomberg, PKO Dom Maklerski



Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	6 078	4 749	4 432	4 841	5 187	5 582	5 913
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-5 618	-4 354	-4 043	-4 424	-4 740	-5 103	-5 407
Zysk brutto ze sprzedaży	460	395	389	417	447	479	506
Koszty sprzedaży	-24	-28	-28	-29	-30	-31	-32
Koszty ogólnego zarządu	-193	-163	-164	-169	-174	-179	-184
Pozostałe przychody operacyjne	79	238	35	39	41	45	47
Pozostałe koszty operacyjne	-139	-109	-35	-39	-41	-45	-47
Zysk z działalności operacyjnej	182	333	197	219	244	269	290
Zysk z udziałów w jednostkach podporządkowanych	2	3	4	5	6	7	8
Saldo działalności finansowej	26	3	4	7	5	2	1
Zysk brutto	203	331	196	222	246	271	292
Podatek dochodowy	-17	-30	-37	-42	-47	-52	-55
Zyski (straty) mniejszości	2	3	4	5	6	7	8
Zysk (strata) netto	186	300	159	179	199	220	236

Bilans (mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Aktywa Trwałe	814	560	622	623	625	626	627
Wartości niematerialne i prawne	76	77	78	80	81	82	83
Rzeczowe aktywa trwałe	114	108	108	109	109	109	110
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	312	351	351	351	351	351	351
Pozostałe aktywa długoterminowe	57	85	85	85	85	85	85
Aktywa Obrotowe	2 888	3 065	2 653	2 731	2 797	2 862	3 049
Zapasy	876	697	725	761	799	839	881
Należności	679	691	734	801	859	924	979
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	16	15	15	15	15	15	15
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	1 318	1 662	1 179	1 154	1 124	1 084	1 174
AKTYWA RAZEM	3 448	3 687	3 276	3 356	3 423	3 489	3 679
Kapitał Własny	433	645	502	522	542	562	579
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	0	1	2
Zobowiązania	3 015	3 042	2 774	2 834	2 881	2 927	3 100
Zobowiązania długoterminowe	518	486	460	490	509	531	574
Kredyty i pożyczki	76	34	41	45	48	52	55
Rezerwy	261	272	286	300	305	312	342
Pozostałe zobowiązania	180	180	133	145	156	167	177
Zobowiązania krótkoterminowe	2 498	2 555	2 314	2 344	2 371	2 396	2 526
Kredyty i pożyczki	18	20	10	11	11	12	13
Kaucje	383	351	310	324	337	346	355
Przedpłaty	274	276	244	266	285	307	325
Zobowiązania handlowe i pozostałe	1 822	1 908	1 751	1 743	1 738	1 730	1 833
PASYWA RAZEM	3 448	3 687	3 276	3 356	3 423	3 489	3 679

Źródło: Budimex, P - prognoza PKO Dom Maklerski

Rachunek Przepływów Pieniężnych (mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	-61	565	-156	148	166	178	332
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-101	-5	-25	-25	-25	-25	-26
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-282	-149	-302	-147	-171	-193	-215

Wskaźniki	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
ROE	43%	47%	32%	34%	37%	39%	41%
Dług netto	-1224	-1607	-1128	-1098	-1064	-1019	-1106

Źródło: Budimex, P - prognoza PKO Dom Maklerski,



PKO Dom Maklerski

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel. (0-22) 521-80-10, fax (0-22) 521-79-46
e-mail: infodm@pkobp.pl

Telefony kontaktowe

Biuro Analiz Rynkowych

Dyrektor
Sektor wydobywczy

Przemysł paliwowy, chemiczny, spożywczy

Sektor energetyczny, deweloperski

Sektor finansowy

Handel, media, telekomunikacja, informatyka

Przemysł, budownictwo, inne

Analiza techniczna

Analiza techniczna

Artur Iwański
(022) 521 79 31
artur.iwanski@pkobp.pl

Monika Kalwasirska
(022) 521 79 41
monika.kalwasinska@pkobp.pl

Stanisław Ozga
(022) 521 79 13
stanislaw.ozga@pkobp.pl

Jaromir Szortyka
(022) 580 39 47
jaromir.szortyka@pkobp.pl

Włodzimierz Giller
(022) 521 79 17
wlodzimierz.giller@pkobp.pl

Piotr Łopaciuk
(022) 521 48 12
piotr.lopaciuk@pkobp.pl

Przemysław Smoliński
(022) 521 79 10
przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

Paweł Małmyga
(022) 521 65 73
pawel.malmyga@pkobp.pl

Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski (0-22) 521 79 19
wojciech.zelechowski@pkobp.pl
Dariusz Andrzejak (0-22) 521 91 39
dariusz.andrzejak@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki (0-22) 521 91 33
krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Tomasz Ilcyszyn (0-22) 521 82 10
tomasz.ilcyszyn@pkobp.pl
Michał Sergejev (0-22) 521 82 14
michal.sergejev@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki (0-22) 521 82 13
tomasz.zabrocki@pkobp.pl

Piotr Dedecjus (0-22) 521 91 40
piotr.dedecjus@pkobp.pl
Maciej Kaluża (0-22) 521 91 50
maciej.kaluza@pkobp.pl
Igor Szczepaniec (0-22) 521 65 41
igor.szczepaniec@pkobp.pl
Marcin Borciuch (0-22) 521 82 12
marcin.borciuch@pkobp.pl
Joanna Wilk (0-22) 521 48 93
joanna.wilk@pkobp.pl
Mark Cowley (0-22) 521 52 46
mark.cowley@pkobp.pl

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg. - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni
kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji
EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki
free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji
śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji
EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA
marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez DM

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu
Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%
Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Stosowane metody wyceny

DM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modele zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że DM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następnych dni po dacie publikacji. Rozpo-
wszczanie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM PKO BP bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawczą się. DM PKO BP może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.
Dom Maklerski PKO Banku Polskiego informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie Dom Maklerski PKO Banku Polskiego informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych i publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego” ([tutaj](#)), a w przypadku klientów detalicznych również na podstawie pisemnej umowy o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym.