

RAPORT

Kupuj

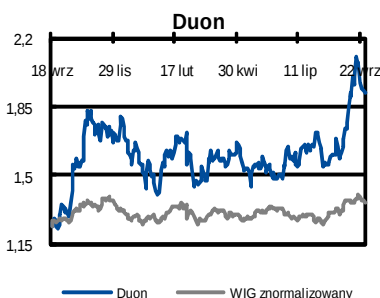
(podtrzymana)

Dane podstawowe

Cena bieżąca (PLN)	2.02
Cena docelowa (PLN)	2.57
Min 52 tyg (PLN)	1.23
Max 52 tyg (PLN)	2.10
Kapitalizacja (mln PLN)	206.99
EV (mln PLN)	228.19
Liczba akcji (mln szt.)	102.47
Free float	44.7%
Free float (mln PLN)	92.42
Śr. obrót/dzień (mln PLN)	0.45
Kod Bloomberg	DUO PW
Kod Reutersa	DUOP.WA

Zmiana kursu	Duon	WIG
1 miesiąc	13.6%	2.8%
3 miesiące	24.7%	4.7%
6 miesięcy	21.5%	5.0%
12 miesięcy	53.6%	6.5%

Akcjonariat	% akcji i głosów	
RIT CAPITAL PARTNERS I		17.94
Capital Partners S.A.		7.57
Galiver Limited		29.85
Poprzednie rekom.	data	cena doc.
Kupuj	26.03.2014	1.98



Monika Kalwasińska
(0-22) 521-79-41
monika.kalwasinska@pkobp.pl

Dom Maklerski PKO Banku Polskiego
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa

29 wrzesień 2014

Duon

Gaz do dechy!

I półrocze br. było dla spółki bardzo dobre, głównie ze względu na rosnące wolumeny sprzedaży na rynku energii elektrycznej jak i gazu. Dodatkowo pojawienie się możliwości arbitrażowych na rynku gazu pozwoliło na znaczącą poprawę wyników. Oczekujemy, iż wraz z dalszym rozwojem rynku gazu w Polsce DUON nadal będzie umacniał swoją pozycję i budował przewagę konkurencyjną. W związku z powyższym rekomendujemy kupno akcji spółki DUON.

◆ Rosnąca płynność handlu gazem na TGE

Wraz z rozpoczęciem działalności przez spółkę PGNiG Obrót Detaliczny płynność obrotu na rynku gazu na TGE skokowo wzrosła. Doszło nawet do sytuacji, iż po raz pierwszy w historii działania TGE w sierpniu br. wolumeny handlu gazem były wyższe niż obroty na rynku energii elektrycznej. Większa płynność na giełdzie gazu to szansa dla niezależnych dostawców gazu i energii ze względu na możliwość zapewnienia ciągłości dostaw gazu oraz pozyskania nowych klientów i zaoferowania im konkurencyjnej oferty. Co więcej sprzyjające relacje cenowe pomiędzy różnymi rynkami gazu kreują możliwości realizacji dodatkowych zysków na hurtowym rynku gazu, co miało miejsce w I pół. br.

◆ Wzrost wolumenów sprzedaży energii elektrycznej TPA

Mimo faktu, iż rynek energii elektrycznej jest o wiele bardziej konkurencyjny w porównaniu z rynkiem gazu nadal pozwala on na rozwój działalności operacyjnej i wzrost udziałów w rynku. Potwierdzają to dane sprzedażowe DUON'u w I pół. br., kiedy to wolumen sprzedaży energii TPA wzrósł o 39% r/r. Dalsza intensyfikacja działalności sprzedażowej oraz rosnąca liczba klientów będą czynnikami pozwalającymi na kontynuację poprawy wyników w segmencie obrotu.

◆ Wolne przepływy pieniężne atutem spółki

W I pół. br. Duon zanotował ujemne przepływy operacyjne w związku ze wzrostem zapotrzebowania na kapitał obrotowy (wzrost poziomu należności o 20,1 mln PLN) oraz konieczność poniesienia kosztu praw majątkowych za 2013 r. w wysokości ok. 8 mln PLN. Sytuacja ta powinna zmienić się w II pół. br., kiedy to nastąpi stopniowy spływ należności, co oznacza poprawę cash flow. Bez wątpienia na uwagę zasługuje niski poziom zadłużenia netto (ok. 20,1 mln PLN) oraz dodatnie wolne przepływy, które pozwalają na finansowanie dalszej ekspansji oraz budowę wartości spółki w średnim terminie.

◆ Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ z ceną docelową 2,57 PLN/akcję.

Dane finansowe (skonsolidowane)

mln PLN	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Sprzedaż	252	394	521	576	638
EBITDA	14	21	33	30	32
EBIT	9	15	27	24	25
Zysk netto	6	10	19	17	19
Zysk skorygowany	6	10	19	17	19
EPS (PLN)	0.06	0.10	0.18	0.17	0.18
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CEPS (PLN)	0.12	0.16	0.24	0.23	0.25
P/E	33.31	20.05	11.08	12.16	11.01
P/BV	1.08	1.02	0.93	0.86	0.80
EV/EBITDA	15.88	10.88	6.88	7.48	7.12

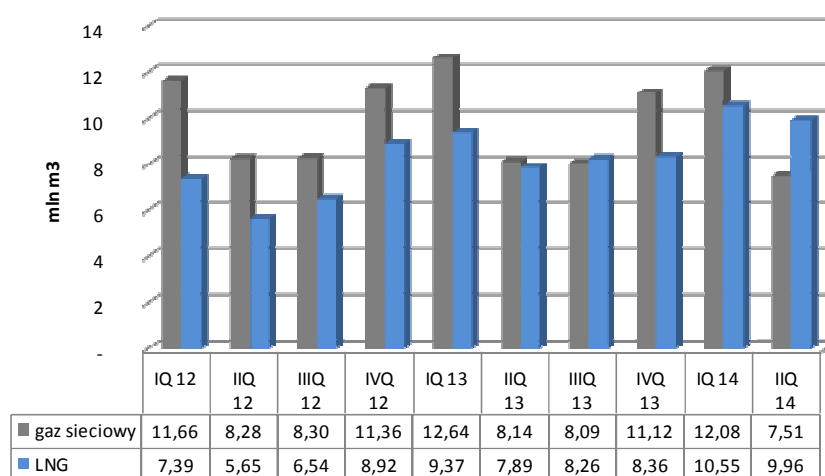
P - prognoza PKO DM

Podsumowanie inwestycyjne

Stabilny segment infrastruktury

W I półroczu br. w segmencie infrastruktury nastąpił wzrost przychodów ze sprzedaży o 6,8% r/r w związku z większą sprzedażą gazu LNG. Wolumen sprzedaży LNG w I półroczu br. wzrósł o 18,8% r/r. W przeciwieństwie do rosnącej sprzedaży LNG nastąpiły niewielkie spadki sprzedaży gazu sieciowego (-5,7% r/r) co było efektem ciepłej zimy i spadku użycia gazu wykorzystywanego do celów grzewczych.

Wolumeny sprzedaży gazu w segmencie infrastruktura



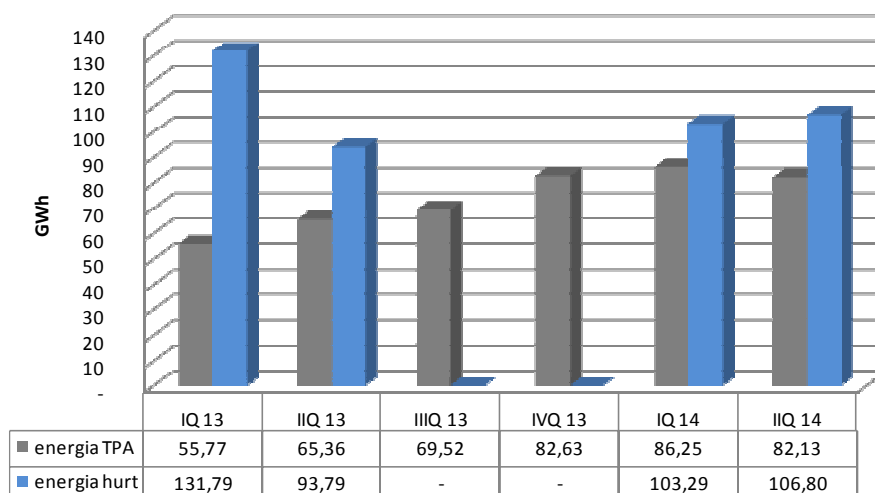
Źródło: DUON

Zyskowność segmentu infrastruktura w I pół br. była nieco gorsza w porównaniu z analogicznym okresem ubr. ze względu na niższe marże osiągnięte na sprzedaży LNG. Wzrost kosztów zakupu LNG nastąpił w związku z wprowadzeniem z dniem 1.01.2014 r. nowej taryfy przez PGNiG. Podwyżka taryfy przez PGNiG nie została wprowadzona równolegle z podwyżką taryfy sprzedaży spółki DUON Dystrybucja na skutek przeciągającego się procesu zatwierdzenia wniosku taryfowego złożonego przez DUON.

Skokowy wzrost wolumenów sprzedaży w segmencie obrotu

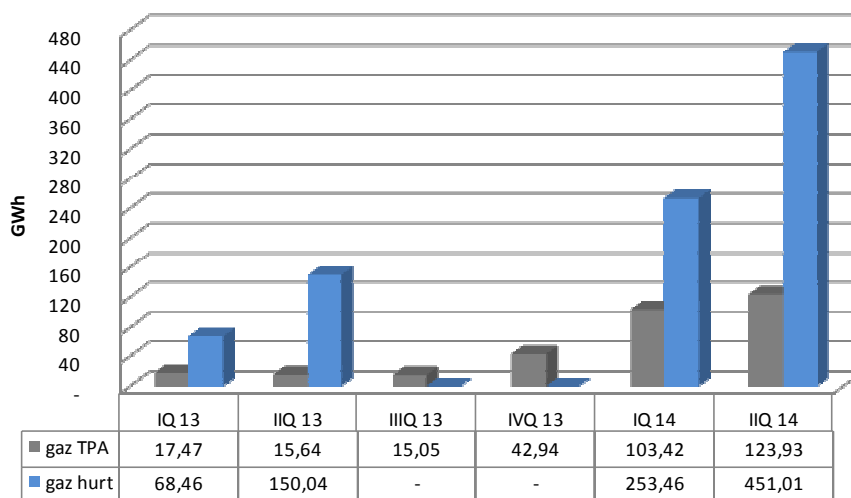
W segmencie obrotu w I pół. 2014 r. miała miejsce kontynuacja wzrostu wolumenów sprzedaży zarówno gazu i energii elektrycznej na zasadach TPA. Na uwagę zasługuje skokowy wzrost wolumenów sprzedaży gazu TPA jak i na rynku hurtowym. Ponieważ w I pół. br. istniały sprzyjające warunki arbitrażowe na hurtowym rynku gazu spółka wykorzystała nadarżające się okazje, co pomogło poprawić rentowność całego segmentu obrotu.

Wolumeny sprzedaży energii elektrycznej w segmencie obrotu



Źródło: DUON

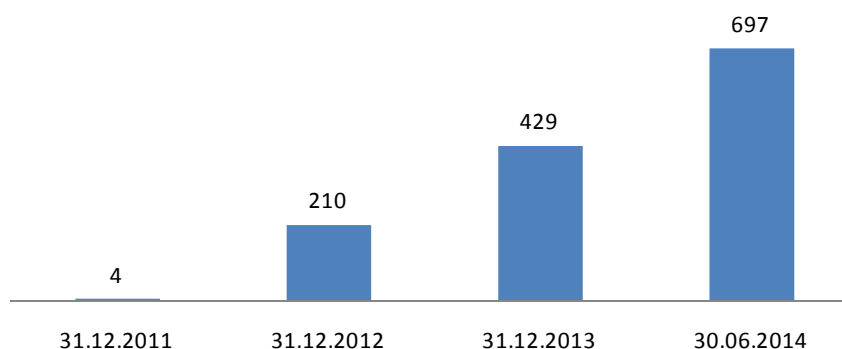
Wolumeny sprzedaży gazu w segmencie obrotu



Źródło: DUON

Wraz z rosnącą świadomością klientów odnośnie korzystania z prawa wyboru sprzedawcy gazu dynamika liczby zmian sprzedawcy zwiększa się z kwartału na kwartał, dając nadzieję, iż rynek gazu wraz z jego postępującą liberalizacją zacznie być coraz bardziej konkurencyjny. Zgodnie z danymi publikowanymi przez URE w 2011 r. zanotowano jedynie kilka przypadków zmiany sprzedawcy, obserwując stopniowy wzrost zmian w kolejnych latach. Wraz z postępującym rozwojem rynku gazu Duon także rozbudowuje swój portfel klientów na rynku gazu TPA - liczba klientów na koniec czerwca br. wyniosła 400 w porównaniu z 70 na koniec 2013 r.

Liczba zmian sprzedawcy gazu na koniec okresu

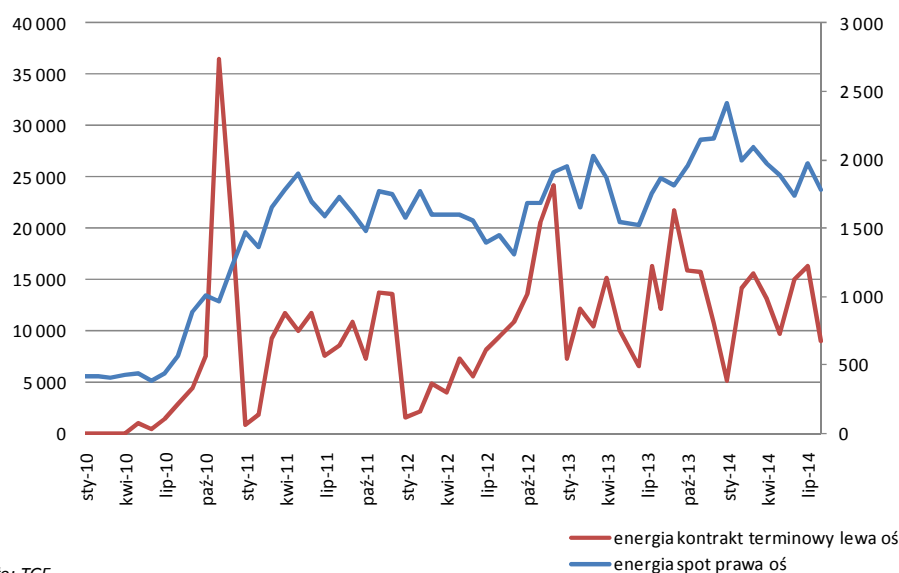


Źródło: www.ure.gov.pl

Rosnąca płynność obrotu na rynku gazu na TGE

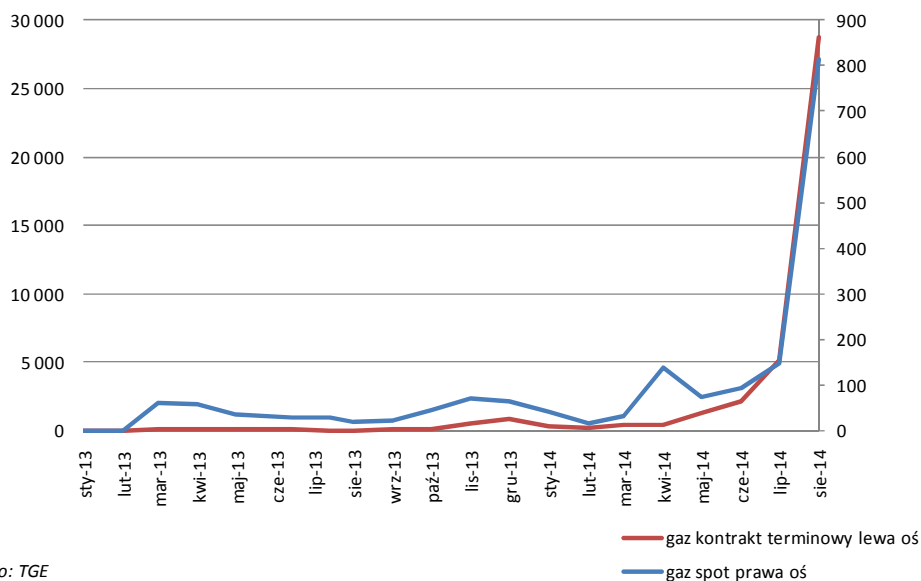
Wraz z rozpoczęciem działalności przez spółkę PGNiG Obrót Detaliczny płynność obrotu na rynku gazu na TGE skokowo wzrosła. Doszło nawet do sytuacji, iż po raz pierwszy w historii działania TGE w sierpniu br. wolumeny handlu gazem były wyższe niż obroty na rynku energii elektrycznej. Ponieważ transakcje na platformie mają charakter anonimowy trudno o ustalenie liczby podmiotów biorących udział za pośrednictwem giełdy TGE.

Obrót energią elektryczną na TGE MWh



Źródło: TGE

Obrót gazem na TGE MWh

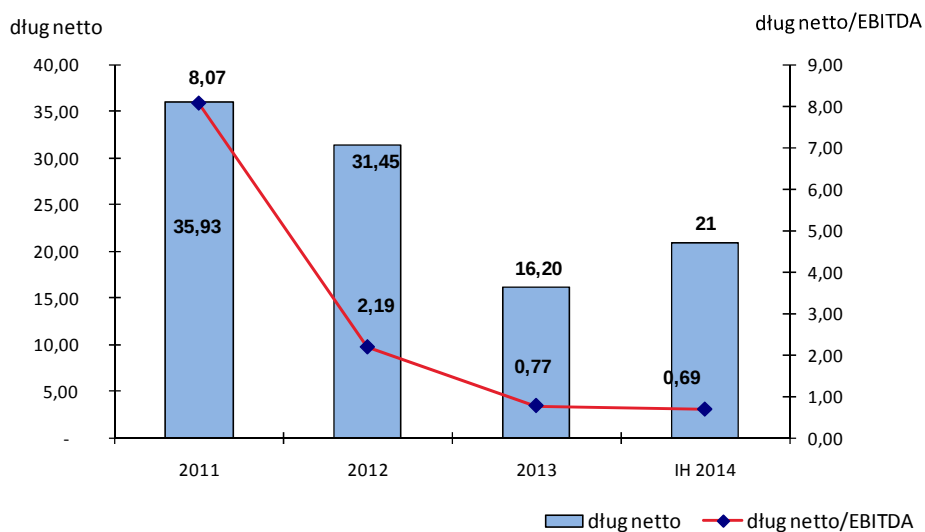


Aby na hurtowym rynku gazu zaistniała realna konkurencja gazem powinno wystąpić kilka czynników umożliwiających jej rozwój czyli wzrost liczby podmiotów aktywnie handlujących gazem, zniesienie obowiązku taryfowania oraz popytu na gaz po stronie klientów instytucjonalnych. Dla wielu zagranicznych firm energetycznych obowiązek taryfowania stanowi istotne ryzyko regulacyjne i powstrzymuje je przed rozpoczęciem działalności na rynku polskim. Tak więc wszystko wskazuje, iż proces budowy konkurencyjnego rynku gazu najprawdopodobniej będzie stopniowy i rozłożony w czasie.

Sytuacja finansowa

Na koniec czerwca 2014 r. zadłużenie netto grupy DUON wyniosło 21,6 mln PLN w porównaniu 16 mln PLN na koniec 2013 r. Wzrost zadłużenia netto był związany z spadkiem poziomu wolnej gotówki, która została przeznaczona sfinansowanie wzrostu zapotrzebowania na kapitał obrotowy związany ze skokowym rozwojem segmentu obrotu. Nominalny poziom zadłużenia bankowego zmniejszył się, w I pół. br. Duon spłacił netto ok. 2,2 mln zobowiązań kredytowych.

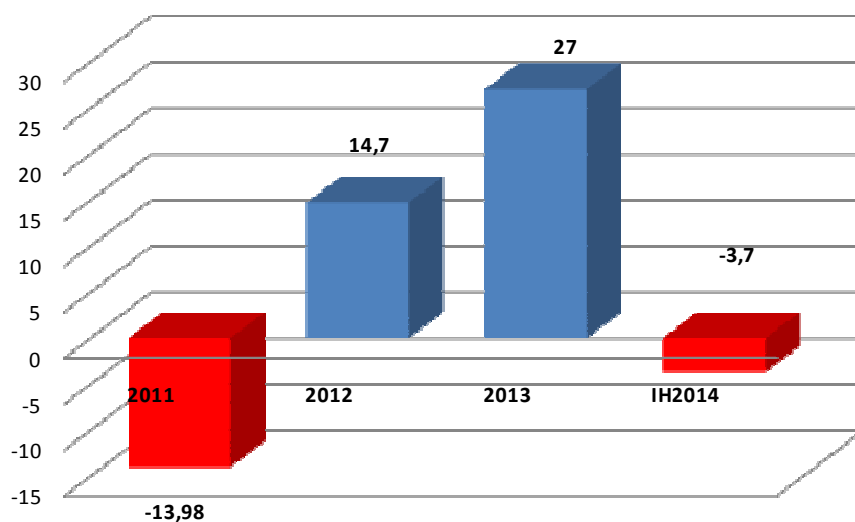
Poziom zadłużenia DUON S.A. mln PLN



Źródło: DM PKO BP

Ostatnie lata to systematyczna poprawa przepływów operacyjnych na skutek wdrożenia programu restrukturyzacji oraz poprawy wyników w wyniku rosnącej działalności operacyjnej spółki. Ujemne przepływy operacyjne na koniec czerwca br. to skutek wzrostu zapotrzebowania na kapitał obrotowy (wzrost poziomu należności o 20,1 mln PLN) oraz konieczność poniesienia kosztu praw majątkowych za 2013 r. w wysokości ok. 8 mln PLN.

Przepływy operacyjne DUON w mln PLN



Źródło: DUON

Wycena spółki

Do wyceny spółki DUON S.A. posłużyliśmy się dwoma metodami wyceny (DCF oraz wskaźnikowa). W wyniku zastosowania obu metod otrzymaliśmy wycenę spółki na poziomie 2,57 PLN/akcję.

Model wyceny DCF polega na zdyskontowaniu wolnych przepływów pieniężnych przy użyciu średnioważonego kosztu kapitału właściwego dla spółki. Wycena została sporządzona w oparciu o prognozy zamieszczone w niniejszym raporcie. Wydatki inwestycyjne będą wiązały się z kosztami inwestycji odtworzeniowych oraz zaplanowanymi projektami inwestycyjnymi. Wolne przepływy pieniężne spółki zostały zdyskontowane na dzień 1.1.2014 r.

Do sporządzenia wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ◆ stopa wolna od ryzyka w wysokości 3,5% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych),
- ◆ premia za ryzyko 5%,
- ◆ $\beta = 1,2x$,
- ◆ realna stopa wzrostu po okresie prognozy = 2%,
- ◆ dług netto na koniec I poł. 2014 r.



Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	IIQ 13	I-IIQ 13	IIQ 14	I-IIQ 14
Przychody netto ze sprzedaży	114	252	394	521	576	638	86	184	141	273
zmiana	-	121.0%	56.3%	32.1%	10.6%	10.7%	85.5%	76.6%	64.1%	48.3%
EBITDA	4	14	21	33	30	32	4	11	13	21
zmiana	-	222.7%	45.9%	58.3%	-8.1%	5.0%	146.5%	211.9%	213.0%	87.9%
EBIT	0	9	15	27	24	25	3	8	11	18
zmiana	-	-	76.7%	75.7%	-10.8%	5.4%	-	-	330.4%	115.7%
Zysk netto	-3	6	10	19	17	19	2	6	8	13
zmiana	-	-	66.1%	81.0%	-8.9%	10.5%	-	-	302.1%	103.4%
Zysk netto skorygowany	-3	6	10	19	17	19	2	6	8	13
zmiana	-	-	66.1%	81.0%	-8.9%	10.5%	-	-	302.1%	103.4%
Marża EBITDA	3.9%	5.7%	5.3%	6.4%	5.3%	5.0%	4.6%	6.0%	8.8%	7.7%
Marża EBIT	0.0%	3.4%	3.9%	5.2%	4.2%	4.0%	3.0%	4.5%	7.7%	6.5%
Rentowność netto	-2.7%	2.5%	2.6%	3.6%	3.0%	2.9%	2.4%	3.4%	5.8%	4.7%

Źródło: Spółka, PKO DM

Wybrane pozycje bilansu i CF (mln PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Aktywa ogółem	255	271	304	316	330	354
Aktywa trwałe	206	213	214	215	216	217
Aktywa obrotowe	49	57	90	102	114	136
Kapitał własny	184	193	204	223	241	260
Zobowiązania i rezerwy ogółem	71	78	100	93	89	94
Dług netto	36	31	16	-2	-17	-33
Kapitał obrotowy	19	14	11	15	17	19
Kapitał zaangażowany	220	224	220	221	224	227
Środki pieniężne z działalności operacyjnej	-14	15	27	26	26	27
Środki pieniężne z działalności inwestycyjnej	-1	-6	-4	-7	-8	-8
Środki pieniężne z działalności finansowej	18	-12	1	-13	-12	-2
Środki pieniężne na koniec okresu	15	11	35	42	48	64
Dług netto/EBITDA	8.07	2.19	0.77	-0.07	-0.56	-1.04
ROE	-3.3%	3.3%	5.2%	8.8%	7.3%	7.5%
ROACE	0.0%	3.2%	5.6%	9.9%	8.8%	9.1%

Źródło: Spółka, PKO DM

Wycena DCF (mln PLN)	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Prognozy										
EBIT	27	24	25	26	26	27	28	29	31	32
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	22	20	21	21	21	22	23	24	25	26
Amortyzacja	6	6	7	7	7	7	8	8	8	9
Nakłady inwestycyjne	7	8	8	8	9	9	9	9	10	10
Inwestycje w kapitał obrotowy	4	2	2	1	1	1	1	1	1	1
FCF	18	17	17	18	19	19	21	21	22	23
Kalkulacja WACC										
Dług/(Dług+Kapitał)	13%	9%	8%	8%	7%	7%	7%	6%	6%	5%
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Koszt długu po opodatkowaniu	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Koszt kapitału	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
WACC	8.9%	9.0%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
Wycena										
DFCF	16	14	13	13	12	12	11	11	10	10
Suma DFCF	122									
Zdyskontowana wartość rezydualna	150									
Dług netto	20									
Kapitały mniejszości	3									
Wartość spółki	249									
Liczba akcji (mln sztuk)	102.469									
Wartość 1 akcji 01.01.14 (PLN)	2.43									
Cena docelowa (PLN)	2.57									

Źródło: PKO DM

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapitał. (mln)		2013	P/E 2014	2015	2013	EV/EBITDA 2014	2015
			EUR	USD						
GAS NATURAL SDG SA	SPAIN	GAS SM	23 221	29 591	16.63	16.22	15.59	7.51	7.86	7.72
ENAGAS SA	SPAIN	ENG SM	5 987	7 630	14.75	14.85	14.78	9.66	10.09	10.54
DUKE ENERGY CORP	USA	DUK US	41 050	52 310	17.10	16.06	15.50	11.14	10.66	9.86
HERA SPA	ITALY	HER IM	3 000	3 823	-	19.94	17.51	7.36	7.12	6.74
A2A SPA	ITALY	A2A IM	2 444	3 114	14.44	13.22	13.22	5.87	6.20	6.20
SNAM SPA	ITALY	SRG IM	14 724	18 762	16.07	14.32	14.05	10.26	10.13	9.89
PIEDMONT NATURAL GAS CO	USA	PNY US	2 081	2 652	19.30	17.83	17.62	13.19	11.08	10.60
NATIONAL GRID PLC	BRITAIN	NG/LN	42 456	54 102	16.23	16.98	15.96	11.01	10.58	10.19
REDES ENERGETICAS NACIONAIS	PORTUGAL	RENE PL	1 419	1 809	11.71	12.36	11.92	7.62	7.71	7.65
AUSNET SERVICES	AUSTRALIA	AST AU	3 180	4 053	15.82	17.24	15.28	13.36	12.62	12.10
SOUTH JERSEY INDUSTRIES	USA	SJI US	1 374	1 751	17.23	15.70	15.16	18.57	15.78	12.57
CIA DE GAS DE SAO PAULO-PR A	BRAZIL	CGASS BZ	1 950	2 484	10.70	8.93	8.53	6.18	5.37	5.30
Mediana					15.94	15.88	15.22	9.96	10.11	9.87
Duon	Polska	DUO PW	50	63	20.05	11.08	12.16	10.88	6.88	7.48
Premia/(dyskonto) w wycenie rynkowej spółki					25.8%	-30.2%	-20.1%	9.3%	-32.0%	-24.2%
Implikowana wartość 1 akcji (PLN)					1.61	2.89	2.53	1.83	3.07	2.73

Źródło: Bloomberg, PKO DM



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 Kalwasinska
(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 Ilczyszyn (0-22) 521 82 10
tomasz.ilczyszyn@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 Kałuża (0-22) 521 91 50
maciej.kaluz@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 PKO BP

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 DM PKO BP 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 PKO BP 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 PKO BP ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza rekomendacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP. Treść rekomendacji jest uciążliwa do momentu upublicznienia, przy czym upublicznienie następuje po upływie 7 dni kalendarzowych od dnia udostępnienia rekomendacji klientom. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM PKO BP jest zabronione. Niniejsza rekomendacja 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 rekomendacji 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 sprawdzają się. DM PKO BP może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. 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.