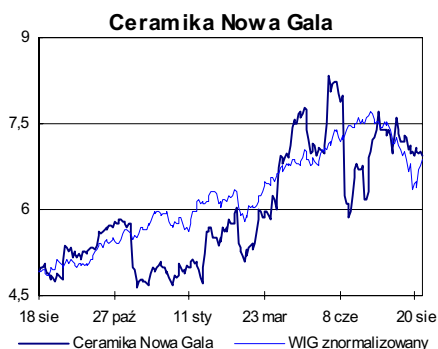




# Nowa Gala

Kupuj

8,20 zł

**Dane podstawowe**

cena rynkowa (zł)	6,95
kurs docelowy (zł)	8,20
wycena DCF (zł)	8,56
min 52 tyg (zł)	4,65
max 52 tyg (zł)	8,34
kapitalizacja (mln zł)	396,41
EV (mln zł)	451,37
liczba akcji (mln szt.)	57,04
free float	42,4%
free float (mln zł)	167,88
śr. obrót/msc (mln zł)	33,15

Zmiana kursu	Nowa Gala	WIG
1 miesiąc	-5,1%	-7,3%
3 miesiące	-7,6%	-2,5%
6 miesięcy	14,7%	8,6%
12 miesięcy	42,0%	41,2%

Akcjonariat	% akcji i głosów
Waldemar Piotrowski	18,95
Millennium TFI	13,10
Hansabank	8,51
Jupiter NFI	6,71
AIG OFE	5,31

Poprzednie rekom.	data	kurs
-------------------	------	------

**Dom Maklerski PKO BP S.A.**

ul. Puławska 15  
02-515 Warszawa  
tel. (0-22) 521 80 00

Analityk:

**Dorota Puchlew, CFA**

tel. (0-22) 521 87 23

e-mail: dorota.puchlew@pkobp.pl

Informacje na temat powiązań pomiędzy DM a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania

**Wyniki za II kwartał oraz prognozy całoroczne**

Wyniki spółki za II kw. były bardzo bliskie naszym oczekiwaniom - dynamika wzrostu przychodów względem I kw. 2007 zmniejszyła się wprawdzie, jednak było to spodziewane i wynikało z efektu cieplej zimy na początku roku. Z tego względu nie dokonywaliśmy zmian w tegorocznych prognozach dla Ceramiki Nowej Gali. Dokonałmy natomiast aktualizacji prognoz dla Ceramiki Gres, która pokazała bardzo dobre wyniki za I półrocze (wzrost przychodów o 30% r/r, wyniku operacyjnego o 77% i netto o 60%). Ponadto w związku z finalizacją transakcji przejścia Ceramiki Gres w ubiegłym tygodniu, założyliśmy konsolidację tej spółki już od września (poprzednio zakładaliśmy konsolidację przez ostatni kwartał roku).

**Perspektywy średnioterminowe**

CNG sfinalizowała przejście CG. Spółka zajmuje się głównie produkcją niskomarkowych, inwestycyjnych płytek ceramicznych. Mimo to, dzięki nowoczesnej produkcji i tańszym komponentom, jest w stanie osiągać wyższą rentowność, niż CNG (w I półroczu 2007 r. 23% marży EBIT vs. 13% w CNG). Przejście CG umożliwia zatem uzupełnienie portfela produkcyjnego o segment ekonomiczny, nie tracąc na rentowności, a nawet na niej zyskując. W naszej opinii spółki takie jak CNG i Polcolorit, koncentrując się na niszy w dolnej części segmentu premium (drożej od mainstream produkowanego przez Cersanit i Opoczno, ale taniej od płytek importowanych), skazują się na ataki z obu stron i „ściśnięcie” pomiędzy tymi segmentami - rynek masowy rośnie najszybciej, co wynika z jego specyfiki, a import będzie wzrastał w miarę wzrostu dochodu rozporządzalnego Polaków i dalszego umacniania się złotego. Dlatego rozbudowę asortymentu przez CNG oceniamy pozytywnie. Pozwoliło to ponadto spółce wejść do innej ligi producentów: obecnie pod względem mocy produkcyjnych plasuje się ona na trzecim miejscu, po Cersanicie z Opoczna i Paradyżu, ex aequo z Tubądzinem.

**Wycena i rekomendacja**

Wg prognoz zarządu dla CNG i naszych szacunków dla CG oczekujemy, że w 2007 r. spółki mogą zrobić pro forma nawet 25 mln zł zysku netto. Na przyszły rok zakładamy dalszą poprawę, wynikającą z postępującej optymalizacji produkcji oraz dalszego wzrostu rynku płytek ceramicznych. Zakładamy, że inwestycja w podniesienie mocy produkcyjnych w CG potrwa do końca 2009 r. i jej efekty będą widoczne z początkiem 2010 r. Zarząd oczekuje w perspektywie 2-3 lat osiągnięcia poziomu 260 mln zł obrotów, my przewidujemy przekroczenie tej bariery dopiero w roku 2011. Nie zakładamy ponadto realizacji kolejnego projektu z zakresu materiałów budowlanych, który wg zarządu ma przynieść 50-100 mln zł przychodów rocznie. Nasze konserwatywne prognozy przekładają się na wycenę DCF na poziomie 8,6 zł oraz porównawczą na poziomie 7,9 zł. Średnia z tych wycen to 8,2 zł i przyjmujemy ją jako naszą cenę docelową. Oferuje ona 18% potencjał wzrostu, co skłania nas do wydania rekomendacji KUPUJ.

**Dane finansowe (skonsolidowane)**

mln zł	2005	2006	2007p	2008p	2009p
Sprzedaż	95,08	103,45	153,49	223,92	232,89
EBITDA	20,47	26,02	35,55	53,79	56,10
EBIT	9,55	15,07	23,96	37,21	38,12
Zysk netto	4,77	9,71	17,46	27,92	29,30
Zysk skorygowany	4,77	9,71	17,46	27,92	29,30
EPS (zł)	0,13	0,26	0,31	0,49	0,51
DPS (zł)	-0,06	0,12	0,14	0,23	0,24
CEPS (zł)	0,41	0,54	0,51	0,78	0,83
P/E	55,46	27,22	22,71	14,20	13,53
P/BV	2,41	2,23	3,02	2,62	2,37
EV/EBITDA	14,90	11,72	12,30	8,13	7,79

p - prognoza DM PKO BP SA



## Strategia rozwoju i połączenia z Ceramiką Gres

Ceramika Nowa Gala, tak jak Polcolorit, plasowała się do tej pory w segmencie płytek droższych od masowego segmentu mainstream opanowanego przez Cersanit i Opoczno, ale tańszych od importowanych płytek np. z Włoch, Hiszpanii, Niemiec. Postępujące na rynku procesy konsolidacyjne zmuszają jednak spółki niszowe do rozwoju poprzez akwizycje i wkraczanie w nowe obszary rynku.

Ceramika Gres produkuje płytki z segmentu ekonomicznego i inwestycyjne. Ich średnia cena wynosi 18-19 zł za mkw. Sprzedaż w 80% kierowana jest na rynek krajowy. Zakład produkcyjny jest nowoczesny, co pozwala na niskie koszty produkcji, a zlokalizowany jest w bliskim sąsiedztwie CNG, co przełoży się na niewielkie koszty transportu i mało problematyczne zintegrowanie sieci dystrybucji spółek.

W naszej opinii poszerzenie asortymentu przez CNG na płytki ekonomiczne jest najlepszą drogą dostosowania do zmieniającej się na rynku sytuacji. Pozwala to na zaoferowanie kompleksowej oferty odbiorcom instytucjonalnym, co w świetle rozwoju rynku budowlanego w Polsce jest znaczącym atutem. Umożliwia także wzmocnienie siły przetargowej spółki względem odbiorców handlowych: hurtowni, a przede wszystkim sieci DIY. Ponadto spółce udało się to zrobić w sposób nie obciążający rentowności: mimo obecności w niższym segmencie cenowym, CG realizuje wyższe marże, niż CNG (23,2% rentowności operacyjnej w I półroczu vs. 12,6%). CNG nie byłaby w stanie rozpocząć produkcji pytek ekonomicznych i inwestycyjnych bez widocznego obniżenia swojej rentowności.

Przejęcie CG pozwoli na osiągnięcie pozycji trzeciego największego producenta płytek ceramicznych w Polsce, po Cersanicie z Opoczniem oraz Ceramicie Paradyż, ex aequo z Ceramiką Tubądzin. Ponadto grupa będzie dominującym graczem na rynku podłóg gresowych, największym (60% udziału w rynku) i najbardziej perspektywicznym segmentem rynku płytek ceramicznych. Szacowany przez zarząd udział w rynku wyniesie po połączeniu ok. 10% (docelowo po zwiększeniu mocy produkcyjnych CG może wzrosnąć do ok. 12-13%).

Ceramika Gres dysponuje obecnie mocami produkcyjnymi rzędu 4,4 mln mkw płytek ceramicznych. W ciągu ostatniego roku zwiększyły się one o ok. 20% i nadal są wykorzystywane w niemal 100% - spółka zdecydowała się na zwiększenie mocy na rynku, na którym panowała nadprodukcja, ponieważ nie nadążała z realizacją zamówień, co świadczy o jej możliwościach dalszego zwiększania sprzedaży w miarę rozwoju mocy produkcyjnych. Nakładem ok. 20 mln zł CNG chce zwiększyć moce produkcyjne CG, co pozwoli na wygenerowanie dodatkowych 40 mln zł przychodów. W naszej prognozie zakładamy capex rzędu 20 mln zł, ale że poprawa przychodów w Ceramicie Gres przez cztery lata wyniesie tylko 30 mln zł - podchodzimy więc do zapowiedzi zarządu konserwatywnie.

Kolejnym etapem rozwoju spółki, sygnalizowanym przez zarząd, jest dalsze rozszerzenie asortymentu poprzez inwestycję typu greenfield lub joint-venture z większościowym udziałem CNG. Będzie to inwestycja w segmencie materiałów budowlanych, ale zarząd nie chce na razie zdradzać szczegółów. Informuje tylko, że rozmowy już się toczą i że docelowo nowy projekt może generować górne kilkadziesiąt mln zł. Na sfinansowanie tego projektu konieczna będzie emisja akcji. Nie uwzględniamy na razie tego projektu w prognozach, ze względu na brak informacji co do jego natury.

Rachunek zysków i strat (mln zł)	Ceramika Gres				Ceramika Nowa Gala				
	1H06	1H07	zmiana	2006	2006	2007*	zmiana	2007**	zmiana
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>30,781</b>	<b>39,935</b>	30%	<b>65,164</b>	<b>103,454</b>	<b>125,000</b>	21%	<b>153,489</b>	48%
<b>EBIT</b>	<b>5,228</b>	<b>9,265</b>	77%	<b>10,359</b>	<b>15,065</b>	<b>17,800</b>	18%	<b>23,965</b>	59%
<i>marża EBIT</i>	<i>17%</i>	<i>23%</i>		<i>16%</i>	<i>15%</i>	<i>14%</i>		<i>16%</i>	
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>4,192</b>	<b>6,712</b>	60%	<b>7,813</b>	<b>9,710</b>	<b>13,300</b>	37%	<b>17,457</b>	80%
<i>marża zysku netto</i>	<i>14%</i>	<i>17%</i>		<i>12%</i>	<i>9%</i>	<i>11%</i>		<i>11%</i>	

Źródło: DM PKO BP, spółka

\* prognoza zarządu bez Ceramiki Gres

\*\* prognoza DM PKO BP z uwzględnieniem Ceramiki Gres



Rachunek zysków i strat (mln zł)	2004	2005	2006	2007P	2008P	2009P	IIQ 06	I-IIQ 06	IIQ 07	I-IIQ 07
Przychody netto ze sprzedaży	87,48	95,08	103,45	153,49	223,92	232,89	27,18	47,54	34,53	62,21
zmiana	35,2%	8,7%	8,8%	48,4%	45,9%	4,0%	32,1%	22,4%	27,0%	30,9%
EBITDA	22,03	20,47	26,02	35,55	53,79	56,10	6,39	11,16	7,08	13,34
zmiana	15,0%	-7,1%	27,1%	36,6%	51,3%	4,3%	80,9%	80,4%	10,7%	19,5%
EBIT	13,90	9,55	15,07	23,96	37,21	38,12	3,66	5,72	4,22	7,82
zmiana	23,3%	-31,3%	57,8%	59,1%	55,3%	2,4%	-	471,4%	15,4%	36,8%
Zysk netto	10,13	4,77	9,71	17,46	27,92	29,30	2,48	3,32	3,45	6,01
zmiana	232,6%	-53,0%	103,8%	79,8%	60,0%	4,9%	-	-	39,0%	80,9%
Zysk netto skorygowany	10,13	4,77	9,71	17,46	27,92	29,30	2,48	3,32	3,45	6,01
zmiana	232,6%	-53,0%	103,8%	79,8%	60,0%	4,9%	-	-	39,0%	80,9%
Marża EBITDA	25,2%	21,5%	25,1%	23,2%	24,0%	24,1%	23,5%	23,5%	20,5%	21,4%
Marża EBIT	15,9%	10,0%	14,6%	15,6%	16,6%	16,4%	13,5%	12,0%	12,2%	12,6%
Rentowność netto	11,6%	5,0%	9,4%	11,4%	12,5%	12,6%	9,1%	7,0%	10,0%	9,7%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wybrane pozycje bilansu i CF (mln zł)	2004	2005	2006	2007P	2008P	2009P
Aktywa ogółem	171,89	174,95	178,68	200,44	228,85	270,27
Aktywa trwałe	111,28	109,55	106,55	97,72	95,63	92,58
Aktywa obrotowe	60,61	65,39	72,13	102,72	133,22	177,69
Kapitał własny	102,96	109,55	118,27	131,21	151,02	167,33
Zobowiązania i rezerwy ogółem	68,93	65,40	60,41	69,22	77,83	102,94
Dług netto	33,33	43,98	40,70	35,07	42,69	3,15
Kapitał obrotowy	32,54	46,42	53,55	69,07	100,77	104,80
Kapitał zaangażowany	136,29	153,53	158,97	166,28	193,71	170,48
Srodki pieniężne z działalności operacyjnej	11,44	8,43	12,21	5,88	-1,28	41,45
Srodki pieniężne z działalności inwestycyjnej	-42,63	-14,47	-4,15	-64,77	-14,47	-14,90
Srodki pieniężne z działalności finansowej	46,70	-6,44	-5,49	69,52	8,12	12,99
Srodki pieniężne na koniec okresu	16,14	3,71	6,34	16,97	9,34	48,88
Dług netto/EBITDA	1,51	2,15	1,56	0,99	0,79	0,06
ROE	13,6%	4,5%	8,5%	14,0%	19,8%	18,4%
ROACE	12,3%	5,3%	7,8%	11,9%	16,7%	17,0%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wycena DCF (mln zł)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Prognozy</b>										
<b>EBIT</b>	<b>24</b>	<b>37</b>	<b>38</b>	<b>43</b>	<b>45</b>	<b>46</b>	<b>48</b>	<b>51</b>	<b>55</b>	<b>58</b>
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>NOPLAT</b>	<b>19</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	<b>42</b>	<b>45</b>	<b>47</b>
Amortyzacja	12	17	18	18	18	18	18	17	15	14
Nakłady inwestycyjne	7	14	15	5	5	5	5	5	5	5
Inwestycje w kapitał obrotowy	16	32	4	8	3	3	3	3	3	4
<b>FCF</b>	<b>9</b>	<b>1</b>	<b>30</b>	<b>40</b>	<b>47</b>	<b>48</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>51</b>	<b>52</b>
<b>Kalkulacja WACC</b>										
Dług/(Dług+Kapitał)	26%	23%	19%	16%	14%	12%	11%	10%	8%	8%
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt długu po opodatkowaniu	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Koszt kapitału	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
<b>WACC</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,8%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>
<b>Wycena</b>										
<b>DFCF</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>27</b>	<b>25</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>20</b>
Suma DFCF	205									
Zdyskontowana wartość rezydualna	296									
Dług netto	41									
<b>Wartość spółki</b>	<b>460</b>									
Liczba akcji (mln sztuk)	57,038									
Wartość 1 akcji 01.01.07 (zł)	8,06									
<b>Wartość 1 akcji 28.08.07 (zł)</b>	<b>8,56</b>									

Źródło: DM PKO BP SA

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapitał. (mln)		P/E			EV/EBITDA		
			EUR	USD	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Cersanit	Polska	CST PW	1 378	1 874	36,12	25,83	16,48	25,12	14,02	9,75
Opoczno	Polska	OPO PW	240	326	2 590,30	21,84	17,17	20,23	10,12	9,01
Polcolorit	Polska	PLT PW	39	54	25,64	34,51	24,54	13,84	13,55	11,66
<b>Mediana</b>					<b>36,12</b>	<b>25,83</b>	<b>17,17</b>	<b>20,23</b>	<b>13,55</b>	<b>9,75</b>
Ceramika Nowa Gala	Polska	CNG PW	105	144	27,22	22,71	14,20	11,72	12,30	8,13
Premia/(dyskonto) w wycenie rynkowej spółki					-24,6%	-12,1%	-17,3%	-42,0%	-9,2%	-16,6%
<b>Implikowana wartość 1 akcji (zł)</b>					<b>9,22</b>	<b>7,90</b>	<b>8,41</b>	<b>8,26</b>	<b>7,48</b>	<b>8,23</b>

Źródło: DM PKO BP SA



## Telefony kontaktowe

## Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego

doradca inwestycyjny  
banki i finanseAndrzej Powierża  
(022) 521 79 41  
andrzej.powierza@pkobp.pltelekomunikacja, media, hotelarstwo,  
przemysł spożywczyDorota Puchlew, CFA  
(022) 521 87 23  
dorota.puchlew@pkobp.pl

informatyka, budownictwo i nieruchomości

Michał Sztabler  
(022) 521 79 13  
michal.sztabler@pkobp.plprzemysł drzewny, papierniczy, oponiarski, lekki  
produkcja i dystrybucja farmaceutykówHanna Kędziora  
(022) 521 79 43  
hanna.kedziora@pkobp.pl

przemysł paliwowy, chemia, energetyka

Ludomir Zalewski  
(022) 521 79 17  
ludomir.zalewski@pkobp.pl

przemysł metalowy

Marcin Sójka  
(022) 521 79 31  
marcin.sojka@pkobp.pl

analiza techniczna

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

## Wydział Klientów Instytucjonalnych

Krzysztof Kasiński (0-22) 521 82 10  
krzysztof.kasinski@pkobp.plArtur Szymecki (0-22) 521 82 14  
artur.szymecki@pkobp.plMichał Kołatkowski (0-22) 521 91 39  
michal.kolatkowski@pkobp.plKatarzyna Patora-Kopec (0-22) 521 79 96  
katarzyna.patora-kopec@pkobp.plPiotr Gawron (0-22) 521 91 50  
piotr.gawron@pkobp.plMieczysław Lewiński (0-22) 521 91 39  
mieczyslaw.lewinski@pkobp.plLeszek Iwaniec (0-22) 521 82 13  
leszek.iwaniec@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

Zysk netto skorygowany - zysk netto po wyeliminowany wpływu zdarzeń jednorazowych

## Rekomendacje stosowane przez DM

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu  
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%  
NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki  
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%  
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadkuRekomendacje wydawane przez DM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane.  
DM 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. Modelu 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 oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 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 BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów DM i podlega utajnieniu w okresie dwóch następujących dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM 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 bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. DM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. DM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.