

RAPORT

Kupuj

(podtrzymana)

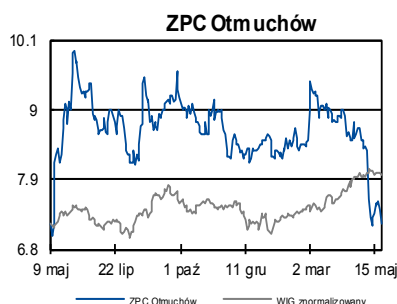
Dane podstawowe

Cena bieżąca (PLN)	7.17
Cena docelowa (PLN)	8.61
Min 52 tyg (PLN)	7.17
Max 52 tyg (PLN)	9.93
Kapitalizacja (mln PLN)	91.42
EV (mln PLN)	131.13
Liczba akcji (mln szt.)	12.75
Free float	15.0%
Free float (mln PLN)	13.69
Śr. obrót/dzień (mln PLN)	0.09
Kod Bloomberga	OTMP.W
Kod Reutersa	OTMP.WA

Zmiana kursu	ZPC Otmuchów	WIG
1 miesiąc	-18.2%	1.0%
3 miesiące	-14.8%	7.3%
6 miesięcy	-12.9%	7.1%
12 miesięcy	-13.3%	8.0%

Akcyonariat	% akcji i głosów
PKO BP BANKOWY PTE	9.17
AVIVA PTE	9.99
Nemico Limited	50.92
PZU PTE	14.95

Poprzednie rekom.	data	cena doc.
Kupuj	2014-05-23	12.26
Kupuj	2014-10-31	11.72



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

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

22 maj 2015

Otmuchów

Nowe kontrakty szansą na wzrost przychodów

W związku ze znaczącym spadkiem przychodów w 1Q15 r. rewidujemy nasze prognozy na 2015 r. oraz obniżamy dynamikę wzrostu przychodów w kolejnych latach. Stagnacja na rynku słodczy oraz silna konkurencja to główne czynniki ograniczające wzrost sprzedaży wielu spółek. Większy spadek wyników w stosunku do wcześniej przez nas zakładanych przełożył się na obniżenie ceny docelowej, ale nadal utrzymujemy rekomendację Kupuj w związku z perspektywą poprawy wyników w II poł. 2015 r. oraz całym 2016 r.

◆ Kontynuacja polityki dywersyfikacji struktury odbiorców

Przychody Otmuchowa w 1Q15 r. były mniejsze o 16% r/r głównie w związku ze spadkiem sprzedaży u głównego odbiorcy grupy czyli Biedronki, co było następstwem wprowadzenia przez Biedronkę polityki dywersyfikacji dostawców. W przypadku Otmuchowa wprowadzenie nowych zasad zarządzania produktami przełożyło się na zmniejszenie sprzedaży ptasiego mleczka. W 1Q15 r. udział Biedronki w przychodach Otmuchowa wyniósł 36,6% r. w porównaniu z 39,7% w 1Q14 r. Zgodnie z wcześniejszą strategią Otmuchowa udział Biedronki w strukturze sprzedaży spółki systematycznie spada, docelowo Otmuchów chce, aby osiągnął on poziom ok. 30%, co oznacza spadek o połowę w odniesieniu do 2010 r., kiedy to wynosił aż 63%.

◆ Poprawa marżowości w kolejnych kwartałach

Sprzyjające ceny surowców używanych do produkcji (cukier, kuwertura, miazga sezamowa itp.) pozytywnie wpływają na osiągnięte marże na sprzedaży i jak na razie nie widać przesłanek do tego, aby ten trend uległ zmianie. W kolejnych kwartałach dzięki optymalizacji działań sprzedażowych Otmuchów powinien zwiększyć poziom marży brutto w związku z wprowadzeniem podwyżki cen produktów na rynku tradycyjnym oraz renegocjacji warunków współpracy z hurtowniami, co wpłynie pozytywnie na poprawę rentowności na sprzedaży produktów w kanale tradycyjnym.

◆ Planowany wzrost eksportu

Ponieważ sprzedaż eksportowa nierzadko charakteryzuje się wyższymi marżami na sprzedaży niż produkcja marek własnych na lokalnym rynku Otmuchów zamierza dalej zwiększać udział eksportu w swojej strukturze sprzedaży. Plany rozwoju zakładają wzrost eksportu w 4Q15 do 20%, co oznaczałoby średnioroczny poziom rzędu 17-18%. Udział eksportu w przychodach spółki w 2014 r. wyniósł 14,12%. Motorem wzrostu sprzedaży eksportowej w 2015 r. mają być zawarte kontrakty dla Tesco, Danone oraz grupy Rewe.

◆ Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ z ceną docelową 8,61 PLN/akcję.

Dane finansowe (skonsolidowane)

mln PLN	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Sprzedaż	280.1	279.8	265.8	272.4	275.1
EBITDA	17.9	24.4	22.7	23.9	24.6
EBIT	5.9	12.7	10.8	11.8	11.9
Zysk netto	4.0	9.2	7.2	8.1	8.9
Zysk skorygowany	4.0	9.2	7.2	8.1	8.9
EPS (PLN)	0.31	0.72	0.56	0.63	0.70
DPS (PLN)	-	-	-	-	-
CEPS (PLN)	1.25	1.63	1.49	1.58	1.69
P/E	22.97	9.96	12.77	11.33	10.31
P/BV	0.67	0.62	0.59	0.56	0.53
EV/EBITDA	7.34	5.38	5.78	5.48	5.32

P - prognoza PKO DM

Podsumowanie inwestycyjne

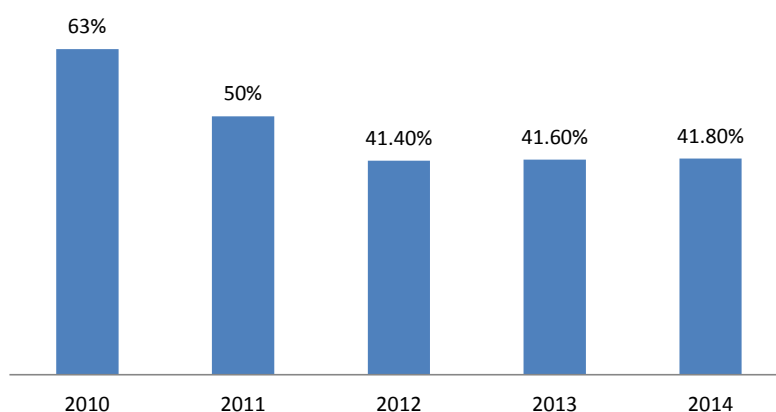
Kontynuacja polityki dywersyfikacji struktury odbiorców

Przychody Otmuchowa w 1Q15 r. były mniejsze o 16% r/r głównie w związku ze spadkiem sprzedaży u głównego odbiorcy grupy czyli Biedronki, co było następstwem wprowadzenia przez Biedronkę polityki dywersyfikacji dostawców. W przypadku Otmuchowa wprowadzenie nowych zasad zarządzania produktami przełożyło się na zmniejszenie sprzedaży ptasiego mleczka.

Drugi istotny czynnik związany z sezonowością, który także miał wpływ na poziom osiągniętych przychodów w 1Q15 r. to przesunięcie sprzedaży świątecznej na marzec, co wiązało się z wzrostem zakupów produktów markowych kosztem spadku sprzedaży marek własnych.

W 1Q15 r. udział Biedronki w przychodach Otmuchowa wyniósł 36,6% r. w porównaniu z 39,7% w 1Q14 r. Zgodnie z wcześniejszą strategią Otmuchowa udział Biedronki w strukturze sprzedaży systematycznie spada, docelowo spółka chce, aby osiągnął on poziom ok. 30%, co oznacza spadek o połowę w odniesieniu do 2010 r., kiedy to wynosił aż 63%.

Udział głównego odbiorcy w strukturze sprzedaży



Źródło: ZPC Otmuchów S.A.

W realizacji tego celu ma pomóc polityka dywersyfikacji struktury odbiorców m.in. poprzez zwiększenie sprzedaży eksportowej, pozyskanie nowych klientów z sektora B2B, rozwój własnych produktów w segmentach niszowych oraz produktów pod markami własnymi spółek zależnych.

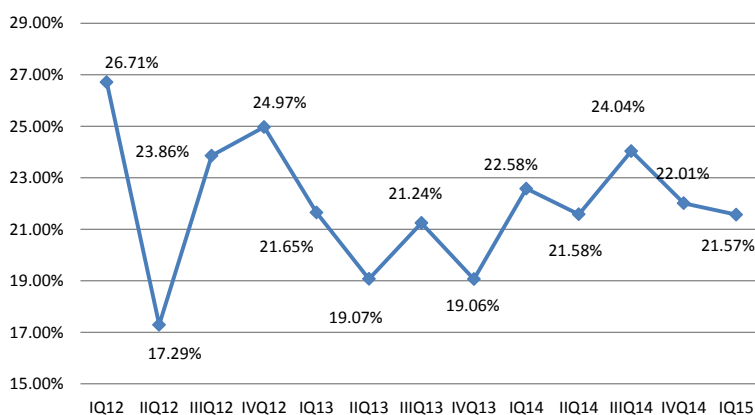
Przykładem nowych kontraktów sprzedażowych, które pozytywnie przełożą się na poziom przychodów w kolejnych kwartałach jest m.in. zawarcie kontraktu na sprzedaż wyrobów cukierniczych na 2015 r. z LIDL Polska Sklepy Spożywcze Sp. z o. o. (szacowana wartość kontraktu to ok. 19,6 mln PLN). Dostawy wyrobów cukierniczych będą realizowane na rynek polski, słowacki, rumuński, bułgarski, chorwacki, węgierski, czeski oraz brytyjski.

Poprawa marżowości w kolejnych kwartałach

Sprzyjające ceny surowców używanych do produkcji (cukier, kuwertura, miazga sezamowa itp.) pozytywnie wpływają na osiągane marże na sprzedaży i jak na razie nie widać przesłanek do tego, aby ten trend uległ zmianie. W kolejnych kwartałach dzięki optymalizacji działań sprzedażowych Otmuchów powinien zwiększyć poziom marże brutto w związku z wprowadzeniem podwyżki cen produktów na rynku tradycyjnym oraz renegocjacji warunków współpracy z hurtowniami, co wpłynie pozytywnie na poprawę rentowności na sprzedaży produktów w kanale tradycyjnym.

Ciekawą inicjatywą związaną z obniżeniem własnych kosztów sprzedaży jest podpisanie umowy agencyjnej na dystrybucję produktów spółki ZPC Bałtyk. W zamian za dystrybucję produktów marki Bałtyk spółka PWC Odra będzie pobierać prowizję określoną w umowie.

Kwartalne marże brutto

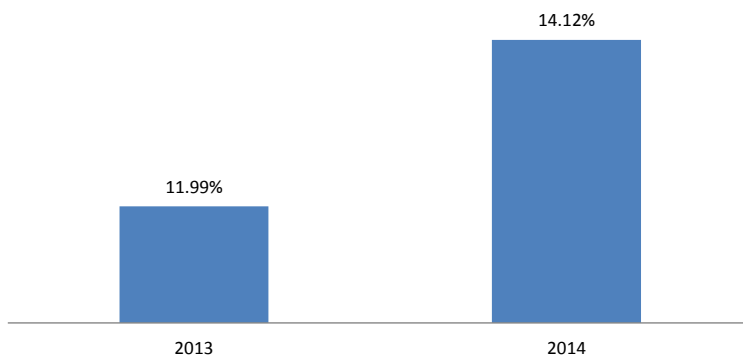


Źródło: Otmuchów SA

Planowany wzrost eksportu

Ponieważ sprzedaż eksportowa nierzadko charakteryzuje się wyższymi marżami na sprzedaży niż produkcja marek własnych na lokalnym rynku Otmuchów zamierza dalej zwiększać udział eksportu w swojej strukturze sprzedaży. Plany rozwoju zakładają wzrost eksportu w 4Q15 do 20%, co oznaczałoby średnioroczny poziom rzędu 17-18%. Udział eksportu w przychodach spółki w 2014 r. wyniósł 14,12%. Motorem wzrostu sprzedaży eksportowej w 2015 r. mają być zawarte kontrakty dla Tesco, Danone oraz grupy Rewe.

Udział eksportu w strukturze sprzedaży



Źródło: ZPC Otmuchów S.A.

Wycena spółki

Do wyceny spółki ZPC Otmuchów S.A. posłużyliśmy się dwoma metodami wyceny (DCF oraz wskaźnikowa). W wyniku zastosowania obu metod otrzymaliśmy wycenę spółki na poziomie 8,61 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 związane są z planowanymi inwestycjami. Wolne przepływy pieniężne spółki zostały zdyskontowane na dzień 1.1.2015 r.

Do sporządzenia wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ◆ stopa wolna od ryzyka w wysokości 3,0% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych),
- ◆ premia za ryzyko 5%,
- ◆ $\beta = 1,4x$,
- ◆ realna stopa wzrostu po okresie prognozy = 1%,
- ◆ dług netto na koniec 2014 r.,

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	IVQ 13	I-IVQ 13	IVQ 14	I-IVQ 14
Przychody netto ze sprzedaży	315	280	280	266	272	275	70	280	73	280
zmiana	37.9%	-11.2%	-0.1%	-5.0%	2.5%	1.0%	-6.6%	21.5%	3.5%	-0.1%
EBITDA	25	18	24	23	24	25	1	18	5	24
zmiana	18.8%	-29.6%	36.5%	-7.0%	5.5%	3.0%	-88.3%	2.2%	-	36.5%
EBIT	14	6	13	11	12	12	-2	6	2	13
zmiana	-4.7%	-56.3%	114.8%	-15.2%	9.1%	1.1%	-	-32.4%	-	114.8%
Zysk netto	7	4	9	7	8	9	-1	4	2	9
zmiana	-32.8%	-39.0%	130.6%	-22.0%	12.8%	9.8%	-	-12.3%	-	137.2%
Zysk netto skorygowany	7	4	9	7	8	9	-1	4	2	9
zmiana	-32.8%	-39.0%	130.6%	-22.0%	12.8%	9.8%	-	-12.3%	-	137.2%
Marża EBITDA	8.0%	6.4%	8.7%	8.5%	8.8%	9.0%	1.1%	6.4%	7.4%	8.7%
Marża EBIT	4.3%	2.1%	4.6%	4.1%	4.3%	4.3%	-3.1%	2.1%	3.1%	4.6%
Rentowność netto	2.1%	1.4%	3.3%	2.7%	3.0%	3.2%	-1.5%	1.4%	2.4%	3.4%

Źródło: Spółka, PKO DM

Wybrane pozycje bilansu i CF (mln PLN)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Aktywa ogółem	287	264	263	268	269	268
Aktywa trwałe	183	171	169	170	170	170
Aktywa obrotowe	105	92	94	98	99	98
Kapitał własny	138	136	147	155	163	171
Zobowiązania i rezerwy ogółem	287	264	263	268	269	268
Dług netto	63	54	40	31	24	16
Kapitał obrotowy	41	39	39	37	38	38
Kapitał zaangażowany	201	190	187	186	187	188
Środki pieniężne z działalności operacyjnej	12	17	25	23	21	22
Środki pieniężne z działalności inwestycyjnej	-5	-4	-7	-13	-13	-13
Środki pieniężne z działalności finansowej	-4	-12	-20	-2	-10	-11
Środki pieniężne na koniec okresu	5	5	4	12	11	10
Dług netto/EBITDA	2.50	3.01	1.63	1.38	1.02	0.65
ROE	4.8%	2.9%	6.5%	4.7%	5.1%	5.3%
ROACE	5.5%	2.5%	5.5%	4.7%	5.1%	5.2%

Źródło: Spółka, PKO DM

Wycena DCF (mln PLN)	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Prognozy										
EBIT	10.8	11.8	11.9	12.1	12.1	12.4	12.3	12.5	12.6	12.8
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	8.8	9.6	9.7	9.8	9.8	10.0	10.0	10.1	10.2	10.4
Amortyzacja	11.9	12.1	12.7	13.3	13.9	14.5	15.1	15.8	16.5	17.1
Nakłady inwestycyjne	12.5	12.5	12.8	12.2	13.5	13.8	14.0	14.3	14.5	14.5
Inwestycje w kapitał obrotowy	-2.0	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
FCF	10.1	8.3	9.2	10.4	9.8	10.3	10.7	11.2	11.7	12.6
Kalkulacja WACC										
Dług/(Dług+Kapitał)	20%	15%	10%	8%	7%	7%	7%	6%	6%	6%
Stopa wolna od ryzyka	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Koszt długu po opodatkowaniu	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
Koszt kapitału	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
WACC	6.6%	6.7%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Wycena										
DFCF	9.4	7.2	7.5	8.0	7.0	6.9	6.7	6.5	6.4	6.4
Suma DFCF	72									
Zdyskontowana wartość rezydualna	84									
Dług netto	40									
Kapitały mniejszości	9									
Wartość spółki	108									
Liczba akcji (mln sztuk)	12.748									
Wartość 1 akcji 01.01.15 (PLN)	8.45									
Cena docelowa (PLN)	8.61									

Źródło: PKO DM

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapitał. (mln)		2014	P/E	2016	2014	EV/EBITDA	2016
			EUR	USD		2015			2015	
COTT CORP	CANADA	COT US	819	914	50.3	81.67	41.35	15.15	7.85	7.58
ASSOCIATED BRITISH FOODS PLC	BRITAIN	ABF LN	32362	36148	28.2	29.71	26.85	15.23	16.02	14.75
LA DORIA SPA	ITALY	LD IM	418	466	23.2	14.97	13.40	10.84	8.33	7.92
SAPUTO INC	CANADA	SAP CN	9906	11062	24.2	22.32	19.88	15.38	13.87	12.71
SNYDERS-LANCE INC	USA	LNCE US	1901	2122	27.6	26.12	22.96	13.53	12.93	11.85
DEAN FOODS CO	USA	DF US	1597	1783	0.0	20.81	18.82	12.91	7.22	7.08
HIGH LINER FOODS INC	CANADA	HLF CN	565	631	15.9	13.09	10.70	11.66	10.07	8.71
INVENTURE FOODS INC	USA	SNAC US	159	178	18.0	29.29	15.60	10.09	12.65	8.86
WAWEL SA	POLAND	WWL PW	496	554	25.6	20.64	18.86	17.86	14.62	13.36
EZAKI GLICO CO LTD	JAPAN	2206 JP	2783	3106	39.2	19.28	27.99	13.66	13.38	11.36
COLIAN HOLDING SA	POLAND	COL PW	140	157	18.2	16.67	13.56	7.59	6.37	6.03
Mediana					24.22	20.81	18.86	13.53	12.65	8.86
ZPC Otmuchów	Polska	OTM PW	22	25	9.96	12.77	11.33	5.38	5.78	5.48
Premia/(dyskonto) w wycenie rynkowej spółki					-58.9%	-38.6%	-39.9%	-60.2%	-54.3%	-38.1%
Implikowana wartość 1 akcji (PLN)					17.44	11.68	11.94	22.75	19.38	13.50

Źródło: Bloomberg, PKO DM



Dom Maklerski

Dom Maklerski PKO Banku Polskiego

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 Kalwasińska
(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 analizy. 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. 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 PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiekolwiek 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 nieprawidłowe. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą 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.