

# ANALIZA GRUPY AUTO PARTNER SA

## SPIS TREŚCI

Argumenty za i przeciw.....	2
AUTO PARTNER SA – podsumowanie .....	2
AUTO PARTNER SA – informacje o spółce .....	3
Historia, zarząd, akcjonariat .....	3
przedmiot działalności, Strategia rozwoju .....	5
AUTO PARTNER SA – analiza finansowa .....	7
Przychody i wyniki .....	7
Prognoza.....	9
Płynność finansowa, zadłużenie, dywidendy .....	10
WSKAŹNIKI RYNKOWE .....	10
ZASTRZEŻENIA.....	11



Autorem analizy jest Paweł Malik ([www.GazetaGieldowa.pl](http://www.GazetaGieldowa.pl))

Analiza uwzględnia opublikowane przez spółkę wyniki III kwartału 2018 roku oraz raportu miesięczne. Opracowanie ma charakter edukacyjny, nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej, czy oferowania produktów. Autor opracowania nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane przez Czytelników.

Na końcu analizy znajduje się tzw. disclaimer, prosba o dokładne zapoznanie się z nim.

Dane i wykresy za AUTO PARTNER SA lub opracowanie własne na podstawie danych z raportów AUTO PARTNER lub [biznesradar.pl](http://biznesradar.pl)

## ARGUMENTY ZA I PRZECIWI

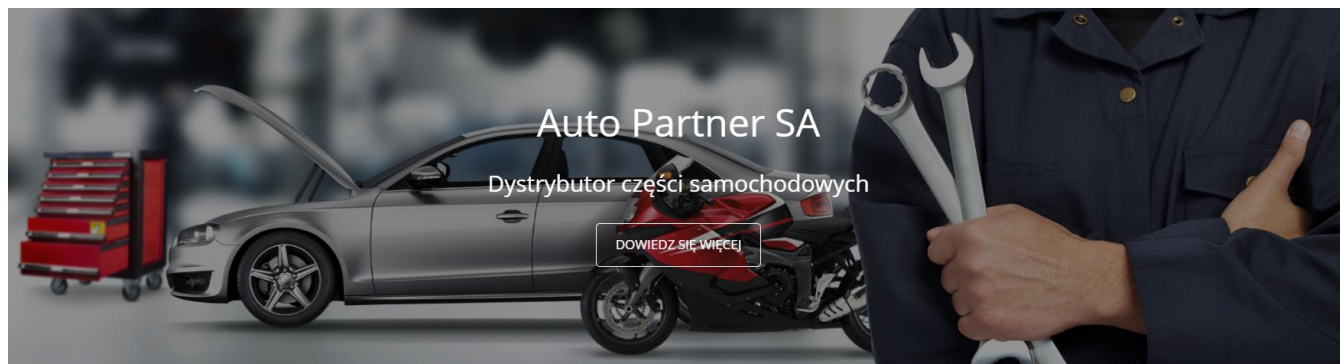
Poniżej prezentuję najważniejsze plusy i minusy mogące mieć w mojej ocenie wpływ na przyszłe wyniki. Czynniki te zostały szczegółowo omówione w dalszej części analizy.

Czynniki na plus	Czynniki na minus
Dynamicznie rosnąca sprzedaż	Rosnące stany magazynowe towarów wymagają wyższego kapitału obrotowego
Wysoki import aut używanych do Polski	Niższa dynamika sprzedaży w ostatnich miesiącach
Ekspansja zagraniczna	Presja płacowa
Rozbudowa magazynu w Bieruniu	
Sprzyjające otoczenie makroekonomiczne	

## AUTO PARTNER SA – PODSUMOWANIE

Grupa AUTO PARTNER jest importerem i dystrybutorem części zamiennych do samochodów osobowych, dostawczych i motocykli. Jest to znaczący gracz na polskim rynku (liderem jest giełdowy INTER CARS). Wchodząc na giełdę w 2016 roku spółka szacowała swój udział na 6% i 5 miejsce w Polsce. Obecnie po dynamicznych wzrostach w ostatnich latach udział ten wzrósł do ok. 8% i celuje w drugie miejsce w kraju.

„Także w przyszłym roku spółka chce rosnąć w kraju szybciej od rynku” - członek zarządu Piotr Janta ([link](#))

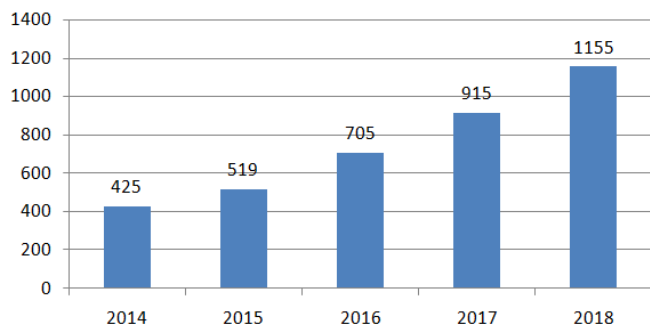
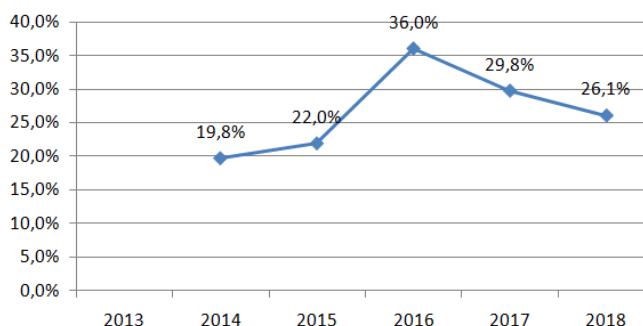


Spółka stanowi platformę sprzedaży, głównie kanałami elektronicznymi, oraz logistyki dostaw części zamiennych w trybie just-in-time do rozproszonych klientów, do których należą przede wszystkim warsztaty oraz sklepy motoryzacyjne.

W 2018 roku zarejestrowano w Polsce po raz pierwszy 1,6 mln samochodów, w tym 1,0 mln importowanych ze średnim wiekiem 11 lat i 10 miesięcy. Liczba posiadanych aut w Polsce rośnie, a tym samym rośnie rynek, na którym działa AUTO PARTNER.

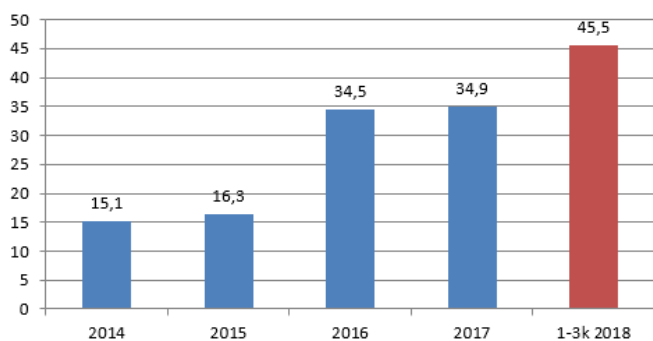
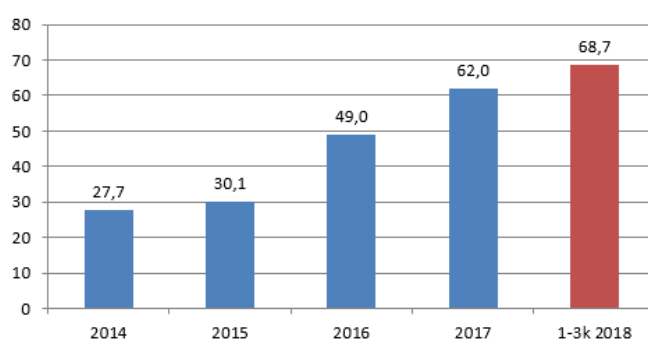
Spółka rozwija się zwiększając sprzedaż w tempie ok. 30% rocznie. W 2018 roku przekroczony został po raz pierwszy 1 mld zł przychodów. W ciągu 3 lat przychody zwiększyły się ponad 2-krotnie. Ten wzrost to zarówno efekt rosnącego rynku, ale też zwiększania udziałów rynkowych.

„W nowym roku spodziewamy się utrzymania pozytywnych tendencji rynkowych. Widzimy dobre perspektywy do dalszego zwiększania skali działania. Przygotowujemy się do 2019 roku, zatowarowujemy magazyny, by korzystać ze sprzyjającego nam otoczenia i dostarczać klientom szeroką ofertę produktów” – prezes Aleksander Górecki ([link](#)).

**Przychody ze sprzedaży****Dynamika przychodów**

Grupie udaje się utrzymać marżę ze sprzedaży brutto na poziomie 25%-27%, co przekłada się na rosnące wyniki.

Po 3 kwartałach 2018 r. zysk netto wyniósł 45,5 mln zł (+51%) i jest to wynik wyższy od osiągniętego w całym 2017 roku.

**Zysk netto****EBITDA**

Grupa nie wypłaca dywidendy inwestując wszystkie środki w rozbudowę sieci, magazynów oraz zwiększenie zapasów czyli krótko mówiąc w rozwój.

**AUTO PARTNER SA – INFORMACJE O SPÓŁCE****HISTORIA, ZARZĄD, AKCJONARIAT**

Historia AUTO PARTNER S.A. sięga 1993 roku, gdy obecny prezes Aleksander Górecki założył spółkę Auto Partner sc zatrudniającą 3 pracowników.

W 1999 roku otwarty został nowy magazyn w Tychach o powierzchni 1200 m<sup>2</sup>.

W 2003 roku uruchomione zostały pierwsze filie.

Nowe centrum dystrybucyjne powstało w 2006 roku w Bieruniu i posiadało 3500 m<sup>2</sup> powierzchni magazynowej oraz 700 m<sup>2</sup> powierzchni biurowej. Zatrudnienie wzrosło do 500 pracowników. Wprowadzona została marka własna części samochodowych MaXgear.

W 2007 roku sp. z o.o. zostaje przekształcona w spółkę akcyjną i w tym okresie otwarte zostają pierwsze przedstawicielstwa zagraniczne – w Czechach i na Słowacji.

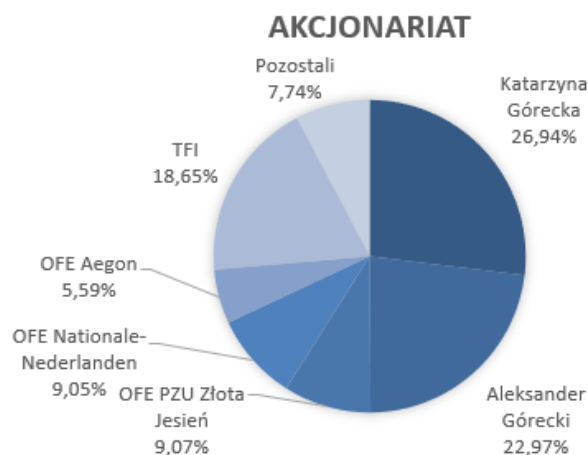
W 2014 roku uruchomione zostało nowoczesne centrum dystrybucyjne z magazynem w Bieruniu o powierzchni 20 tys. m<sup>2</sup> wyposażonym w pełną automatykę magazynową. W 2017 roku centrum zostało rozbudowane o blisko 12 tys. m<sup>2</sup> powierzchni

magazynowej oraz 22 dodatkowe rampy załadunkowe. Uruchomione zostało również nowe centrum logistyczno-magazynowe w Pruszkowie o powierzchni 8,5 tys. m<sup>2</sup>.

W międzyczasie następuje emisja akcji (23 mln akcji po 2,20 zł) oraz sprzedaż 15 806 872 akcji dotychczasowych. Objęte w 91,5% przez inwestorów instytucjonalnych.

Na początku 2019 roku centrum dystrybucyjne w Bieruniu zostało ponownie rozbudowane o kolejne 11 tys. m<sup>2</sup>, osiągając tym samym powierzchnię ponad 40 tys. m<sup>2</sup>. Powiększona została również powierzchnia biurowa, a także zwiększona została ilość ramp załadunkowych o dodatkowe 12. Rozbudowano również antresolę magazynową, dzięki czemu powierzchnia przechowywania zwiększyła się prawie dwukrotnie.

Aktualnie Grupa zatrudnia ponad 1300 pracowników, posiada ponad 80 filii zlokalizowanych w całym kraju oraz dwa centra dystrybucyjne o łącznej powierzchni magazynowej około 100 tys. m<sup>2</sup>. Posiada również centrum dystrybucyjne w Pradze.



Głównymi akcjonariuszami są Katarzyna i Aleksander Górecki (w prospekcie z 2016 roku wskazani jako małżonkowie), którzy posiadają 49,91% akcji i głosów na WZA.

Trzy OFE przekraczają łącznie 23,7% i ze sprawozdań na koniec 2018 roku wynika, że OFE PZU i OFE NN istotnie zwiększyły swoje udziały.

Zgodnie z danymi biznesradar.pl TFI miały 18,65%. Jednak ponieważ są to dane za 30.06.2018 r. to można zakładać, że to one sprzedawały akcje w II połowie roku. W październiku 2018 r. TFI PZU informowało o zmniejszeniu udziału poniżej 5%.

#### Zarząd:

- Aleksander Górecki – Prezes – założyciel spółki w 1993 roku – odpowiedzialny za rozwój i relacje z kluczowymi dostawcami i partnerami biznesowymi,
- Andrzej Manowski – Wiceprezes – związany ze spółką od 1994 roku – odpowiedzialny za ekspansję geograficzną,
- Piotr Janta – Członek Zarządu – związany ze spółką od 2009 roku – odpowiedzialny za rozwój sieci sprzedaży i marketing,
- Michał Breguła – Członek Zarządu – Dyrektor Finansowy.

W 2016 roku przyjęty został Program Motywacyjny obowiązujący do końca 2019 roku. Program zakłada emisję do 2,3 mln akcji (1,7% w kapitale akcyjnym) po cenie 1,98 zł za akcję.

W 2017 roku objętych zostało 900 tys. akcji, w 2018 roku 675 tys. akcji. Na trzeci okres rozliczeniowy (za wyniki 2018 roku) pozostało 550 tys. akcji.

Program motywacyjny oparty jest o wzrost wskaźnika EBITDA. Istnienie takiego programu należy oceniać pozytywnie, choć brak informacji o wymaganych parametrach finansowych uruchamiających program nie pozwala na ocenę jego efektywności.

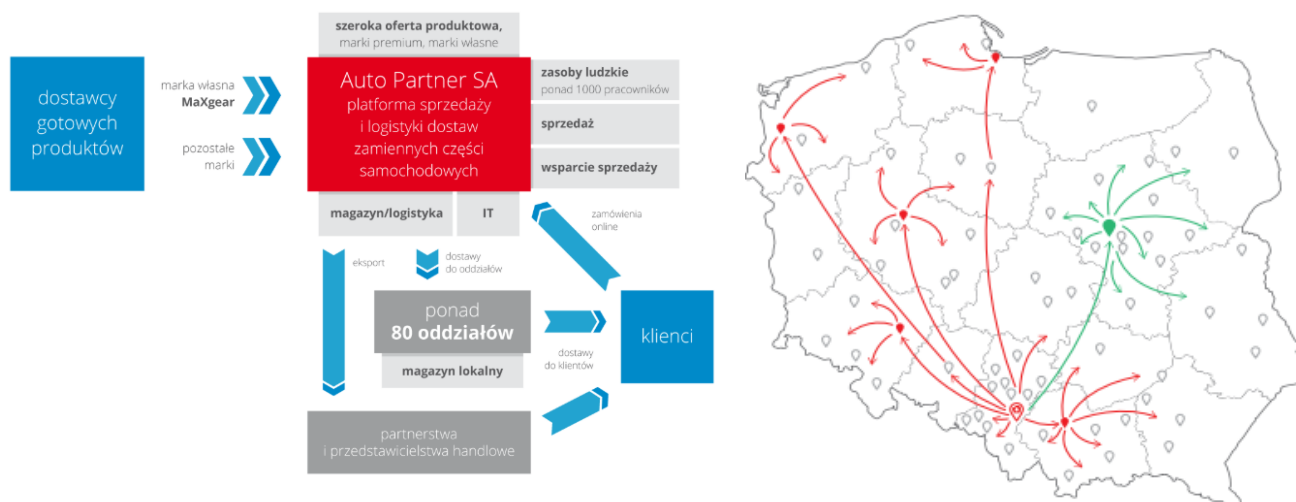
## PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI, STRATEGIA ROZWOJU

Grupa Auto Partner S.A. jest dynamicznie rozwijającym się importerem i dystrybutorem części zamiennych do samochodów osobowych, dostawczych i motocykli. Klientami końcowymi Grupy są przede wszystkim warsztaty samochodowe oraz sklepy motoryzacyjne.

Auto Partner działa w oparciu o zintegrowane narzędzia IT zarządzające całym łańcuchem dostaw oraz infrastrukturę logistyczną składającą się z nowoczesnego centrum logistyczno-dystrybucyjnego w Bieruniu o powierzchni ponad 40 tys. m<sup>2</sup>, nowego centrum logistyczno-dystrybucyjnego w Pruszkowie o powierzchni 8,5 tys. m<sup>2</sup>, sieci ponad 80 oddziałów wyposażonych łącznie w dodatkową powierzchnię magazynową ok. 48 tys. m<sup>2</sup> oraz siatki transportowej umożliwiającej dostawę do klienta końcowego z częstotliwością 3-5 razy dziennie w trybie just-in-time.

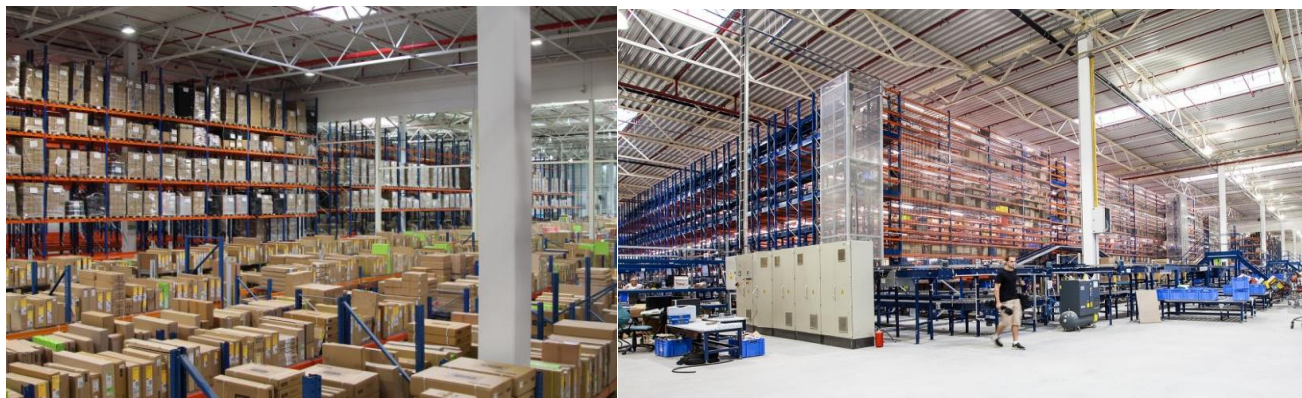
W skrócie – gdy mechanik naprawiający samochód potrzebuje jakąś część, to zamawia ją przez internet i otrzymuje dostawę bezpośrednio do warsztatu.

Kluczowymi czynnikami wg istotności są: dostępność, czas dostawy i cena. Stąd inwestycje w zapasy i rozbudowę magazynów.



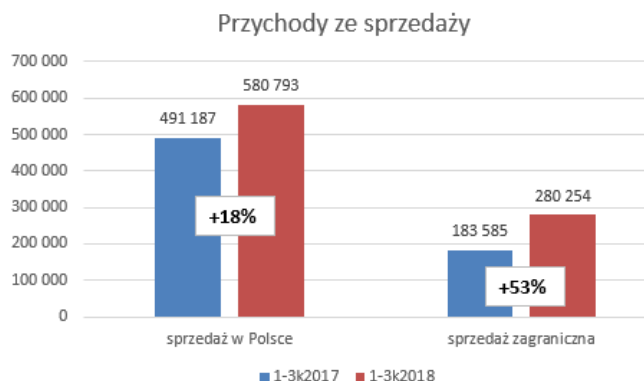
Oferta Grupy obejmuje blisko 200 000 referencji, co przekłada się na ponad 6 mln części zamiennych w magazynie centralnym oraz drugie tyle w magazynach zlokalizowanych w filiach w Polsce.

To wymaga znaczących zapasów magazynowych i sprawnej logistyki. Na początku 2019 roku rozbudowany został magazyn centralny w Bieruniu, którego powierzchnia magazynowa została zwiększona do 40 tys. m<sup>2</sup>.



Grupa Auto Partner S.A. realizuje sprzedaż przede wszystkim na rynku polskim, który po 3 kw. 2018 roku odpowiadał za 67% przychodów ze sprzedaży (w 2017 r. 73%). Sprzedaż eksportowa stanowiła 33% sprzedaży i realizowana była przede wszystkim na rynkach czeskim i słowackim, a także w takich krajach jak Niemcy, Austria, Łotwa, Litwa i Ukraina.

Ekspansja zagraniczna mocno się rozwija i to ona może być istotnym elementem dalszego dynamicznego wzrostu w kolejnych latach.



### Strategia rozwoju

Strategia opiera się na 4 elementach:

1. Wzrost skali działania poprzez m.in. rozbudowę i usprawnianie sieci dystrybucji: tworzenie własnych oddziałów (już 83 na koniec 2018 roku) i regionalnych centrów logistyczno-magazynowych (wykorzystane również do zaopatrywania wybranych rynków zagranicznych) oraz ekspansję zagraniczną (sprzedaż z magazynów w Polsce oraz uruchomienie filii w Czechach).
2. Dywersyfikacja produktowa poprzez rozszerzanie asortymentu oferowanych przez Grupę części zamiennych (już ponad 200 tys. referencji).
3. Wzrost rentowności m.in. poprzez wprowadzanie dodatkowych marek własnych o różnym pozycjonowaniu cenowym, w tym także z segmentu premium; rosnącą skalę działania, ulepszenie i rozbudowę rozwiązań IT (pozwalające na efektywną kontrolę kosztów).
4. Rozszerzanie działalności na nowe rynki.

"Szacujemy, że polski rynek dystrybucji części samochodowych zanotuje kilkuprocentowy wzrost w tym roku. Tendencje rynkowe wskazują, że w przyszłym roku będzie podobnie. Chcemy nadal rosnać szybciej niż rynek, zwiększając na nim swój udział" – powiedział członek zarządu Piotr Janta ([link](#)). Zapowiedział też otwarcie ok. 10 nowych filii w Polsce w 2019 roku.

Auto Partner jest częścią grupy zakupowej GlobalOne, co umożliwi uzyskanie lepszych cen i wysokich premii od obrotu, a także wprowadzanie nowych linii asortymentowych i nowych marek do oferty.

Grupa zawiera z największymi dostawcami umowy handlowe, w ramach których kupuje z ustalonymi rabatami towary na własny rachunek. Z niektórymi dostawcami (Pilkington) i w przypadku opon sprzedaż prowadzona jest w modelu dropshipping z pominięciem magazynów i to dostawca dostarcza bezpośrednio towar do wskazanego odbiorcy.



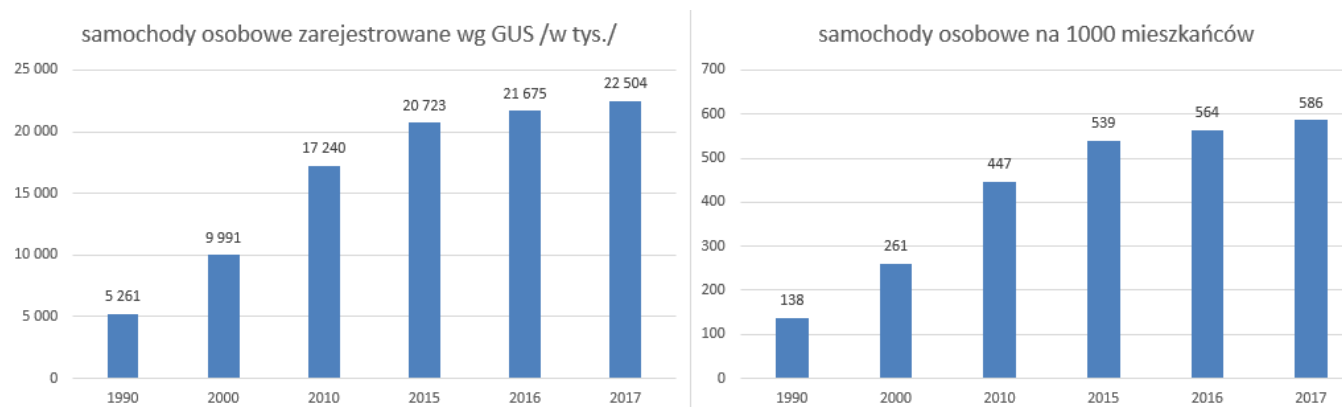
Grupa rozwija marki własne. Wiodącą jest MaXgear – są to wysokiej jakości części produkowane w Azji dla Grupy Auto Partner.



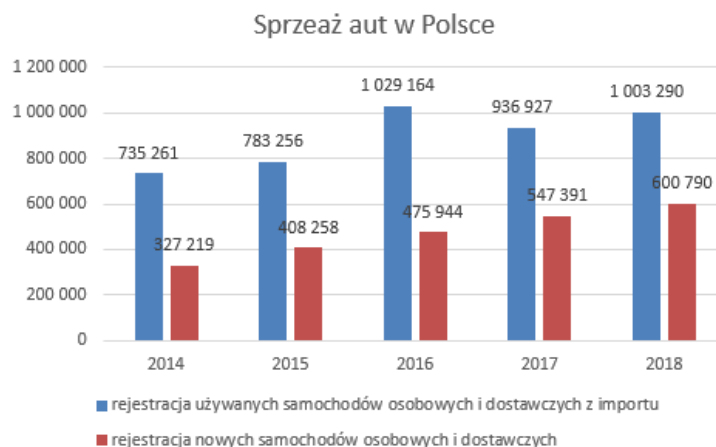
Grupa rozwija sieć niezależnych warsztatów samochodowych pod marką MaXserwis. Na 30.06.2018 roku sieć liczyła ponad 200 warsztatów, które otrzymują wsparcie, ale też są odbiorcami części z Auto Partner.

## Otoczenie rynkowe

Polacy na potęgę kupują samochody. Wg GUS w Polsce na 1000 mieszkańców przypadało na koniec 2017 roku 586 samochodów osobowych.



Ciągle bardzo wysoki jest import aut z zagranicy (głównie z Niemiec). W 2018 roku było to ponad 1 mln aut ze średnim wiekiem 11 lat i 10 miesięcy (dane wg IBR SAMAR : [link](#)).



Widać mocny wpływ programu 500+ na wzrost importu aut od 2016 roku.

Niskie bezrobocie, rosnące wynagrodzenia, niskie stopy procentowe to jest otoczenie, które sprzyja zakupom samochodów, a to jest rosnąca baza potencjalnych odbiorców produktów grupy Auto Partner.

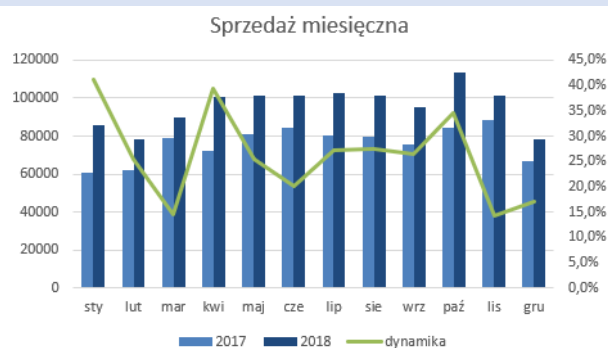
## AUTO PARTNER SA – ANALIZA FINANSOWA

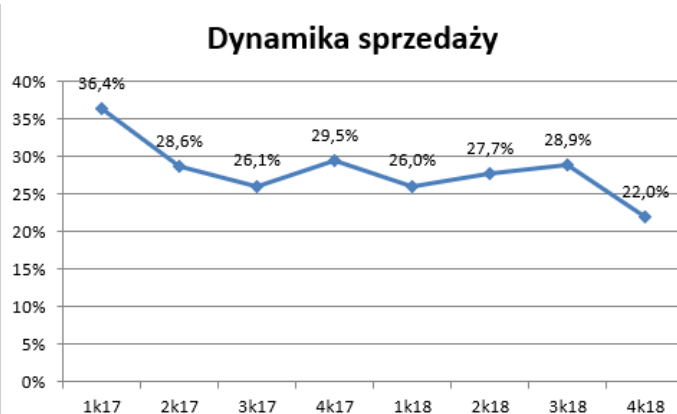
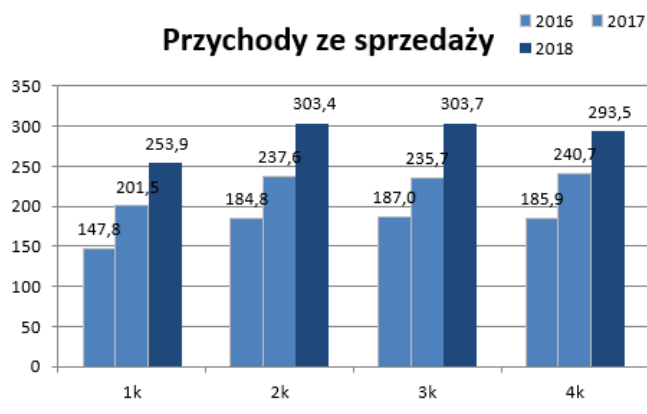
### PRZYCHODY I WYNIKI

Grupa Auto Partner podaje co miesiąc wyniki sprzedaży, co jest bardzo przydatną informacją.

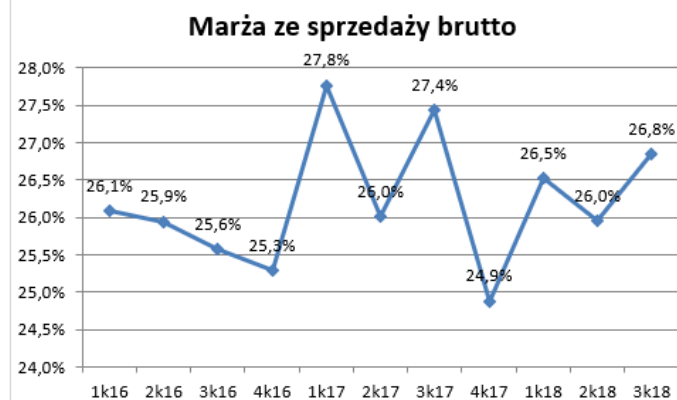
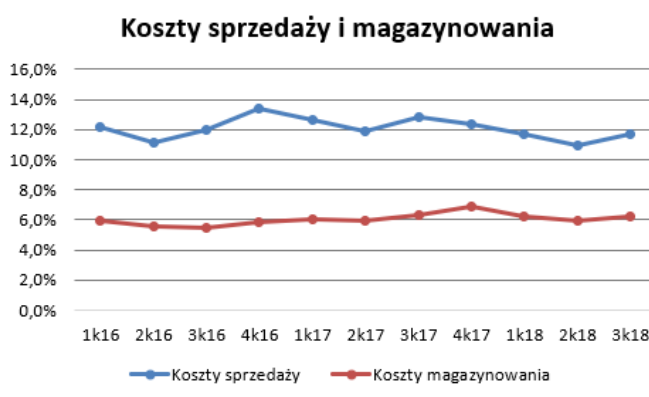
Stąd wiadomo, że przychody w 2018 roku wyniosły 1 155 mln zł (+26%).

Pewnym niepokojem jest niższa dynamika w ostatnich miesiącach (listopad 2018 – styczeń 2019), która spadła poniżej 20%. Za usprawiedliwienie można przyjąć gorszy układ wolnych dni w 2018 roku oraz sezonowo słabą sprzedaż w styczniu.

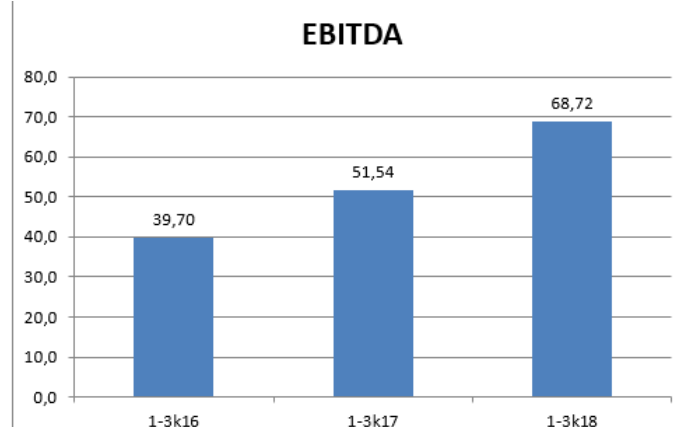
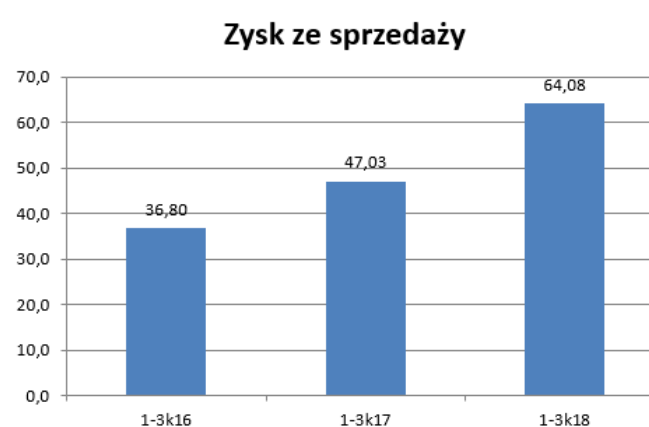




Grupa utrzymuje marżę brutto na poziomie 25%-27% - jest to marża na samej sprzedaży towarów. W pierwszych 3 kwartałach 2018 roku wyniosła 26,4% (rok wcześniej 27,0%). Uwzględniając wolniej rosnące koszty sprzedaży, magazynowania i ogólnego zarządu marża EBIT wzrosła do 7,2% (rok wcześniej 6,9%). Widać, że koszty sprzedaży utrzymują się w ok. 12% przychodów, a magazynowania w ok. 6%. Czyli rozbudowa sieci oddziałów i magazynów podążą w tempie sprzedaży.



Zysk ze sprzedaży wzrósł o 36,5% do 64 mln zł, a EBITDA o 35,4% do 68,7 mln zł.

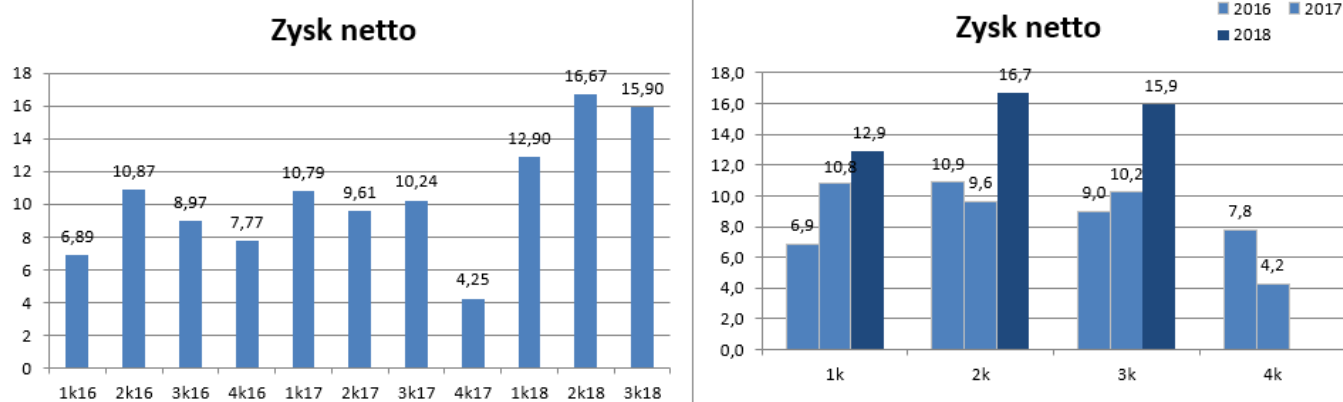


Grupa jest importerem kupującym towary w EUR i USD oraz sprzedającą część w CZK i EUR. Tym samym narażona jest na ryzyko walutowe. Zabezpiecza je kontraktami walutowymi, a ich wycena na koniec kwartału odnoszona jest do przychodów lub kosztów finansowych. Umocnienie PLN chociaż jest korzystne dla biznesu to z punktu widzenia wyceny zabezpieczeń powoduje jednak straty finansowe.

W 2017 roku wycena kontraktów była ujemna -4,6 mln zł i obniżyła zysk brutto (w 2016 roku było to natomiast +4,2 mln zł). Po 3 kw. 2018 roku jest to tylko + 370 tys. zł (rok wcześniej – 3152 tys. zł). Warto o tym pamiętać analizując sam zysk netto.



Po 3 kw. 2018 roku zysk netto wyniósł 45,5 mln zł (+48%).



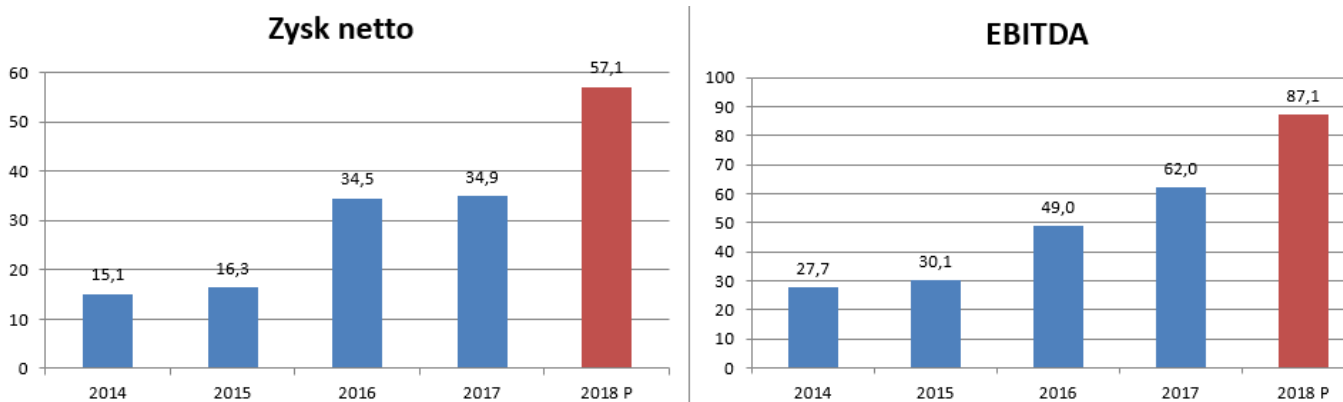
## PROGNOZA

W IV kw. 2018 roku Grupa odnotowała 294 mln zł przychodów ze sprzedaży (+22%).

W IV kw. 2017 r. Grupa przeprowadziła akcję pozyskania odbiorców sklepowych i hurtowych m.in. wyprzedając słabo rotujące towary. Efekt był taki, że spadła marża ze sprzedaży brutto. Pytanie, czy w tym roku również została przeprowadzona analogiczna akcja? Kto wie, czy to nie był ruch związany z „optymalizacją” wyniku w świetle wymagań programu motywacyjnego. Patrząc na słabszą dynamikę sprzedaży w listopadzie i grudniu możliwe, że jednak nie było aż tak mocnych akcji wyprzedazowych.

Zakładam, że marża brutto obniżyła się w IV kw. do 25,5%, koszty sprzedaży wyniosły 12,0%, a magazynowania 6,5%.

Szacuję, że EBIT wyniósł 16,2 mln zł, EBITDA 18,4 mln zł, a zysk netto 11,6 mln zł.



„Widzimy dobre perspektywy do dalszego zwiększania skali działania. Przygotowujemy się do 2019 roku, zatowarowujemy magazyny, by korzystać ze sprzyjającego nam otoczenia i dostarczać klientom szeroką ofertę produktów. W nowym roku spodziewamy się utrzymania pozytywnych tendencji rynkowych. Jednocześnie widzimy stojące przed naszą branżą wyzwania - takie jak wzrosty cen paliw, deficyt siły roboczej - którym w ostatnich 2 latach skutecznie stawiliśmy czoła.” – Prezes Aleksander Górecki ([link](#)).

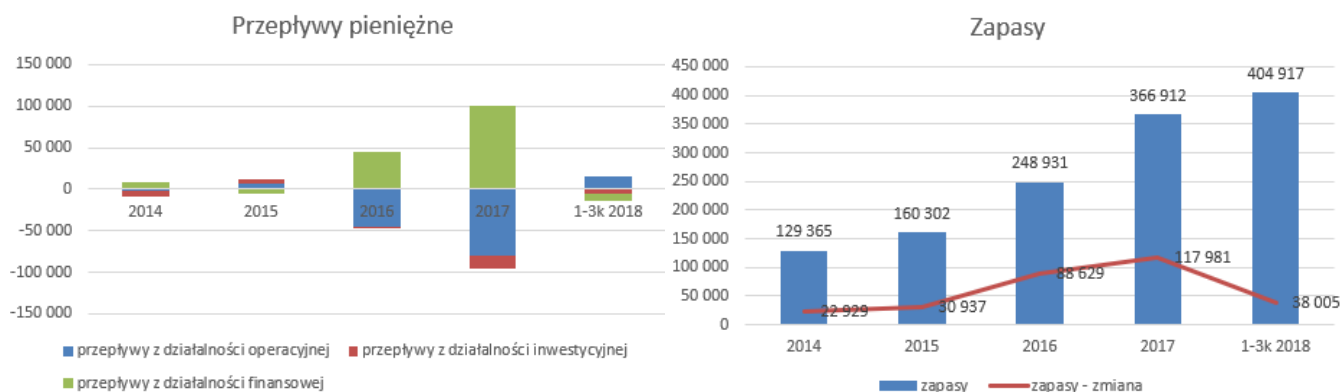
DM BZ WBK (obecnie SANTANDER BM - [link](#)) prognozował w lutym 2018 roku przychody w 2018 roku 1,12 mld zł, EBITDA 86 mln zł i zysk netto 58 mln zł. W 2019 roku przychody mają wzrosnąć o 20%, a EBITDA (96m) i zysk netto (66m) o kilkanaście procent. Taka prognoza jest zbieżna również z moimi oczekiwaniami.

## PŁYNNOŚĆ FINANSOWA, ZADŁUŻENIE, DYWIDENDY

Dynamiczny wzrost powoduje zwiększone zapotrzebowanie na kapitał. Auto Partner pozyskuje go poprzez pozostawianie zysku w spółce, emisje akcji oraz nowe kredyty.

Zadłużenie ogólne nie przekracza obecnie 50% (jest 48%), a zadłużenie finansowe netto/EBITDA wynosi 2,1, co jest bezpiecznym poziomem. Spółka rozwija się zachowując umiarkowany poziom zadłużenia.

Analizując przepływy pieniężne widać, że szczególnie w latach 2016-2017 Grupa mocno postawiła na rozwój, w tym zwiększanie kapitału obrotowego. Na pierwszy rzut oka przerażać mogą wysokie ujemne przepływy operacyjne, jednak wynikają one z istotnego zwiększania zapasów, co jest kluczowe przy rozwoju firmy handlowej.



Cykl zapasów to 173 dni, czyli średnio blisko pół roku leżą części na magazynie. Dla porównania mniej dynamiczny lider – Inter Cars ma 139 dni. Grupa buduje stany magazynowe zakładając dalsze dynamiczne wzrosty oraz realizując główny czynnik sukcesu sprzedażowego – dostępność i czas dostawy.

Przy wchodzeniu na giełdę Auto Partner deklarował, że w 2016 i 2017 roku nie planuje dywidendy przeznaczając zyski na rozwój. Jednocześnie zadeklarował: „W kolejnych latach Zarząd będzie rekomendował akcjonariuszom wypłatę dywidendy w wysokości części wygenerowanych środków własnych”. Konwenanty kredytowe ograniczają dywidendę do max. 30% zysku netto.

W grudniu 2018 roku członek zarządu Piotr Janta podtrzymał wcześniejsze zapowiedzi wypłaty dywidendy z zysku w 2018 roku. ([link](#))

Obecnie jest to spółka wzrostowa i trudno zakładać istotny poziom dywidend.

## WSKAŹNIKI RYNKOWE

WSKAŹNIKI	biznes radar
C/WK ⓘ	1.69
C/P ⓘ	0.46
C/Z ⓘ	10.20
C/ZO ⓘ	7.13
ROE ⓘ	16.62%
ROA ⓘ	8.57%

Aktualna kapitalizacja 511 mln zł (przy cenie 3,93 zł). Spółka notowana jest z C/Z=10,2. Zakładając zrealizowanie mojej prognozy wyników 57,1 mln zł C/Z prognozowane wynosi 8,9. Przez większość obecności na giełdzie notowana była przy C/Z=15-20. Obecna kapitalizacja jest raczej wynikiem bessy na MiŚ-ach niż efektem jakichś problemów fundamentalnych.

Można zatem oczekiwać, że w momencie poprawy koniunktury dla MiŚ-ów na GPW będzie to spółka rosnąca i to raczej z większą dynamiką ze względu na osiągnięte wyniki.

SANTANDER BM 9 listopada 2018 roku wydał rekomendację KUPUJ z ceną docelową 8,80 zł!

Można również porównać Auto Partner z Inter Cars.

Pod względem przychodów CAR jest blisko 7 razy większy, jednak pod względem zysku netto już tylko 4 razy.

	AUTO PARTNER	INTER CARS	
przychody za 2018 r.	1 155	7 866	6,8
EBITDA 1-3k 2018	69	305	4,4
Zysk netto 1-3k 2018	46	180	4,0
kapitalizacja	511	3 053	6,0

Kapitalizacja CAR jest 6 razy większa. CAR notowany jest prz C/Z=13,4

Kurs Auto Partner zachowuje się w sposób zbliżony do sWIG80. Po osiągnięciu maxa w czerwcu 2017 roku nastąpiło powolne osuwanie do grudnia 2018 r., gdy kurs zaliczył spadek od maxa o 40%. Od grudnia podobnie jak indeks sWIG80 rośnie.



## ZASTRZEŻENIA

Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem moich osobistych poglądów, a tym samym zawiera moje subiektywne opinie i przypuszczenia, które mogą się nie zrealizować.

Przy tworzeniu niniejszej analizy starałem się dochować maksymalnej staranności, wierzę, że analiza nie zawiera żadnych błędów, choć nie mogę dać takiej gwarancji.

### Konflikt interesów:

Nie zawierałem umowy na wykonanie analizy ze spółką i za wykonaną analizę nie otrzymałem ze strony spółki. Portal Analiz utrzymuje się głównie z abonamentów opłacanych przez Inwestorów. Autorzy materiałów na Portalu Analiz mogą posiadać akcje lub/i obligacje danej spółki.

### Zastrzeżenie:

Niniejszy dokument nie stanowi ani oferty ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu dowolnych instrumentów finansowych i nie powinien być traktowany jako oferta sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych. Ten dokument został przygotowany i zaprezentowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub dalej dystrybuowany jakimkolwiek osobom trzecim. Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej Autora i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. nr 206, poz. 1715). Autor Analizy nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Prawa autorskie i własności intelektualnej – zastrzeżone. Wykorzystanie w publikacjach w całości lub fragmentach bez zgody Autora jest zabronione.