



# Kwartalna publikacja Sektorowy przegląd mnożników spółek notowanych na GPW

III kwartał 2023





# Spis treści

Strona 2  
**Spis treści**

Strona 3  
**Autorzy**

Strona 4  
**Wstęp**





# Autorzy

Spis treści

**Autorzy raportu**

Wstęp

01 Mnożniki Rynkowe

02 Współczynnik Beta

03 Stopa wolna od Ryzyka

Digital Valuation



## Tomasz Wiśniewski

Partner, Deal Advisory

Posiada ponad 25 lat doświadczenia.

Kieruje zespołem specjalistów zajmujących się wycenami przedsiębiorstw w KPMG w Polsce i w regionie Europy Środkowo-Wschodniej.

Specjalizuje się w doradztwie w zakresie pomiaru i zarządzania wartością oraz wycen przedsiębiorstw, sporządzanych dla celów transakcji lub zgodnie z wymogami standardów rachunkowości.

Jest członkiem ACCA (Association of Chartered Certified Accountants) oraz CBV (Chartered Business Valuation) Institute.



## Tomasz Regulski

Partner Associate, Deal Advisory

Posiada niespełna 20 lat doświadczenia.

Specjalizuje się przede wszystkim w przeprowadzaniu wycen przedsiębiorstw oraz modelowaniu finansowym. Jest odpowiedzialny za doradztwo finansowe dla startupów i rozwiniętych przedsiębiorstw.

Przed dołączeniem do zespołu KPMG, przez kilka lat pracował w renomowanym domu maklerskim, gdzie brał udział w wielu publicznych i prywatnych transakcjach M&A oraz transakcjach na rynkach kapitałowych.

Absolwent Prywatnej Wyższej Szkoły Biznesu i Administracji w Warszawie, kierunku: Ekonomia.



## Marcin Łągiewka

Dyrektor, Deal Advisory

Posiada ponad 20 lat doświadczenia.

Specjalizuje się w sporządzaniu wycen przedsiębiorstw i aktywów niematerialnych, alokacjach cen nabycia oraz tworzeniu i przeglądach modeli finansowych.

Jego doświadczenie obejmuje także liczne projekty fuzji i przejęć oraz projekty inwestycyjne (zwłaszcza w sektorze energetycznym).

Absolwent Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie i członek CBV (Chartered Business Valuation) Institute. Regularnie prowadzi wykłady na wiodących warszawskich uczelniach ekonomicznych.







# Wstęp

Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

01 Mnożniki  
Rynkowe

02 Współczynnik  
Beta

03 Stopa wolna  
od Ryzyka

Digital Valuation

## Szanowni Państwo,

Niezmiernie miło jest nam przekazać w Państwa ręce drugą edycję raportu KPMG w Polsce: „Sektorowy przegląd mnożników spółek notowanych na GPW”.

Podobnie jak w poprzedniej edycji naszej kwartalnej publikacji przeprowadziliśmy analizę ponad 170 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Analizowany okres dotyczył trzeciego kwartału br. Ponownie nie uwzględniliśmy w raporcie spółek notowanych na GPW na zasadzie dual-listingu<sup>1</sup>.

Miniony kwartał charakteryzował się zwrotami dynamiki kluczowych parametrów ekonomicznych. I tak roczna dynamika inflacji konsumenckiej (mierzona HICP) spadła do poziomu jednocyfrowego, a RPP zdecydowała się rozpocząć serię obniżek stopy referencyjnej – pierwsza we wrześniu 2023 r.

Zmieniające się otoczenie ekonomiczne wpłynęło na wyniki sektorowych wskaźników, w tym mnożników EV/EBITDA, EV/S, P/E i P/BV. Większość sektorowych mnożników odnotowała spadki w III kwartale 2023 r., co korelowało ze zniżką indeksu WIG (-3%).

Mamy nadzieję, że raport będzie ciekawą lekturą i dostarczy Państwu wiedzy z zakresu bieżącej sytuacji rynkowej pod kątem wycen.

## Analizowane indeksy sektorowe i liczba spółek wchodząca w skład każdego indeksu

	Sektor	Liczba spółek
	Banki	11
	Budownictwo	36
	Chemia	5
	Energia	10
	Gry	5
	Górnictwo	4
	Informatyka	25
	Leki	7
	Media	12
	Motoryzacja	5
	Nieruchomości	19
	Odzież	14
	Paliwa	2
	Spożywczy	18

<sup>1</sup> W przypadku spółek notowanych na GPW na zasadzie dual-listingu, których główna giełda jest zlokalizowana za granicą, porównanie mnożników rynkowych jest utrudnione. Wyjątek stanowi sektor „Leki” z uwagi na jego specyfikę - tj. duży wkład dwóch zagranicznych podmiotów działających w regionie CEE w wartość indeksu sektorowego.



Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

**01 Mnożniki  
Rynkowe**

02 Współczynnik  
Beta

03 Stopa wolna  
od Ryzyka

Digital Valuation

# 01

# Mnożniki rynkowe





# Mnożniki rynkowe<sup>2</sup>

Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

**01 Mnożniki Rynkowe**

02 Współczynnik Beta

03 Stopa wolna od Ryzyka

Digital Valuation

III kwartał 2023 r. charakteryzował się niewielkim zastojem na GPW. Wartość indeksu WIG wyniosła 65 397 na koniec września 2023 r. względem 67 283 na koniec II kwartału 2023 r., co przełożyło się na spadek w III kwartale 2023 r. o niecałe 3%. Natomiast, w ujęciu sektorowym, kwartalne ruchy były bardziej zróżnicowane.

Podobnie jak w poprzednim kwartale, większość sektorów (tym razem było ich 8) zanotowało wzrosty, przy czym warto wychwycić dwie oddzielne tendencje. Z jednej strony, WIG-Budownictwo, WIG-Energia i WIG-Nieruchomości kontynuowały dwucyfrowe wzrosty z poprzedniego kwartału, a z drugiej strony pozostałe wzrostowe indeksy (z wyjątkiem WIG-Motoryzacja) ograniczyły się do wzrostów poniżej 5%.

Największy kwartalny spadek tym razem dotyczył WIG-Chemia (-5%), a spadki pozostałych 5 indeksów były niewielkie (średnia poniżej -1%).



**Tomasz Wiśniewski**

Partner w Dziale Deal Advisory, Szef Zespołu Wycen w KPMG w Polsce i Europie Środkowo-Wschodniej

„Zmiany wartości indeksów sektorowych w III kwartale 2023 r. były mocno zróżnicowane względem zauważalnego zastoju na GPW (spadek WIG o ok. 3%). Niektóre sektory kontynuowały dwucyfrowe wzrosty, część zyskiwała na wartości jedynie w niewielkim stopniu, ale najliczniej reprezentowane były sektory, które traciły na wartości. Takim spadkowym sektorem okazał się m.in. sektor chemiczny (-5%), który wciąż zmagał się z wyzwaniami związanymi z utrzymującymi się wysokimi cenami mediów energetycznych oraz gazu ziemnego (ogólnoeuropejska tendencja). Pod względem zmian sektorowych mnożników wyróżniało się górnictwo (ze wzrostami EV/EBITDA ~ 20% oraz P/E ~ 27%), a na przeciwnym biegunie (największe spadki) znalazły się sektor chemiczny oraz producenci gier.

Pod względem zmian sektorowych mnożników, ciężko wskazać na dominujący trend, gdyż mieliśmy do czynienia z dużym rozproszeniem wyników – mnożnik P/E dla sektora Górnictwo wzrósł o prawie 27%, podczas gdy mnożnik EV/EBITDA dla sektora Chemia zanotował spadek o ponad 56%.

<sup>2</sup> Analiza własna KPMG na podstawie danych uzyskanych z S&P Capital IQ, narzędzi wycenowych KPMG Digital Valuation oraz innych ogólnodostępnych danych. Zastosowana metodologia agregacji mnożników spółek wchodzących w skład poszczególnych sektorowych indeksów, polega na osobnym zsumowaniu elementów składowych mnożników wszystkich spółek zaklasyfikowanych do danego sektora, a następnie podzielenie obu sum przez siebie. Przy zastosowaniu wyżej opisanej metodologii agregacji wyniki sektorowe są bardziej „wyglądzone” niż w przypadku obliczeń opartych na średniej arytmetycznej mnożników poszczególnych uczestników danego indeksu – dotyczy to zwłaszcza indeksów składających się z niewielkiej liczby spółek.



Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

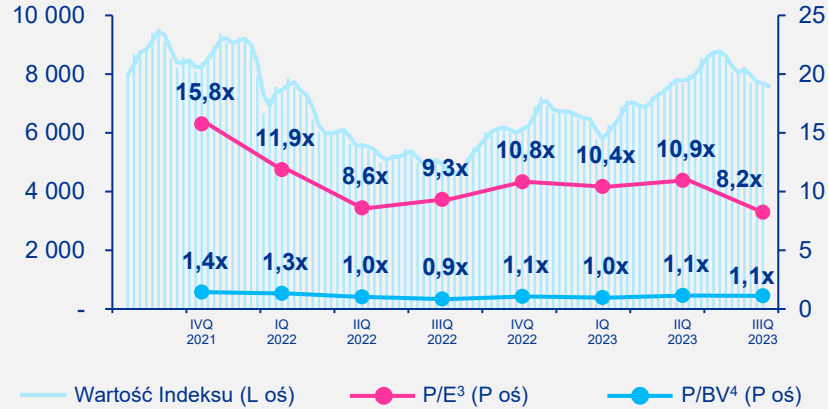
01 Mnożniki Rynkowe

02 Współczynnik Beta

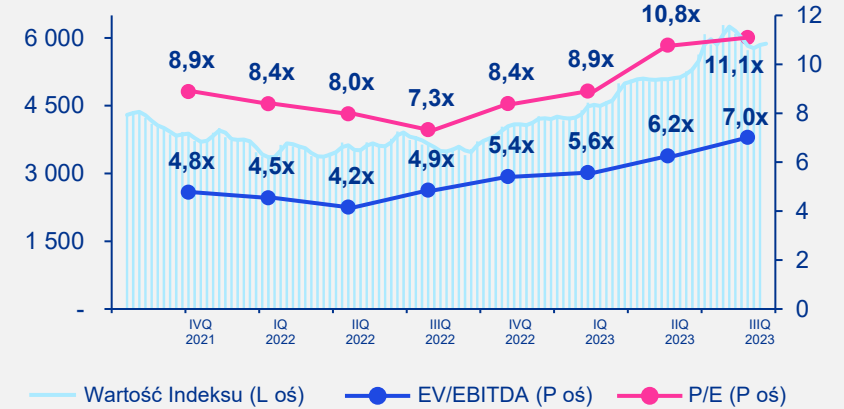
03 Stopa wolna od Ryzyka

Digital Valuation

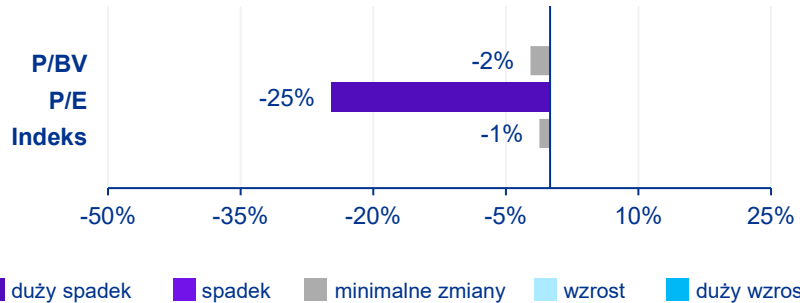
## WIG-Banki



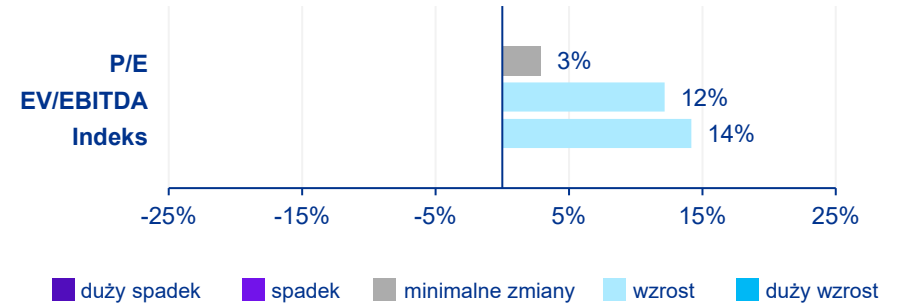
## WIG-Budownictwo



## Zmiany k/k



## Zmiany k/k



<sup>3</sup> Wskaźnik P/E (Cena/Zysk) odzwierciedla relację między zyskami firmy na jedną akcję, a kursem akcji. Wskaźnik jest oparty na rozwodnionych zyskach kroczących z ostatnich 12 miesięcy (ang. LTM Diluted EPS).

<sup>4</sup> Wskaźnik P/BV (Cena/Wartość Księgową) mówi nam, ile płacimy za jedną jednostkę aktywów netto spółki.



Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

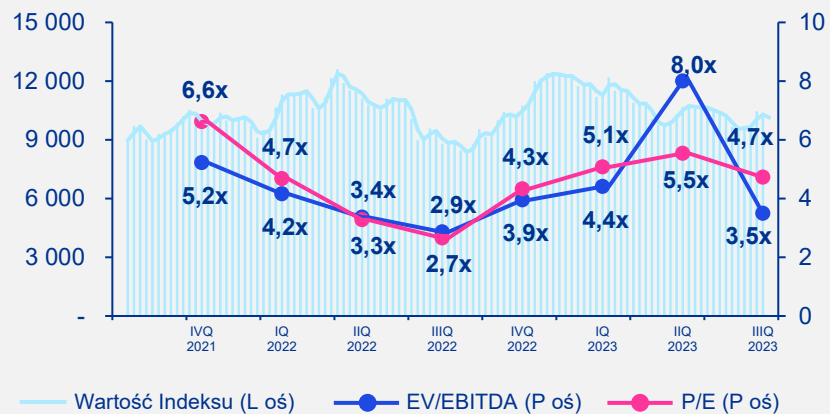
01 Mnożniki Rynkowe

02 Współczynnik Beta

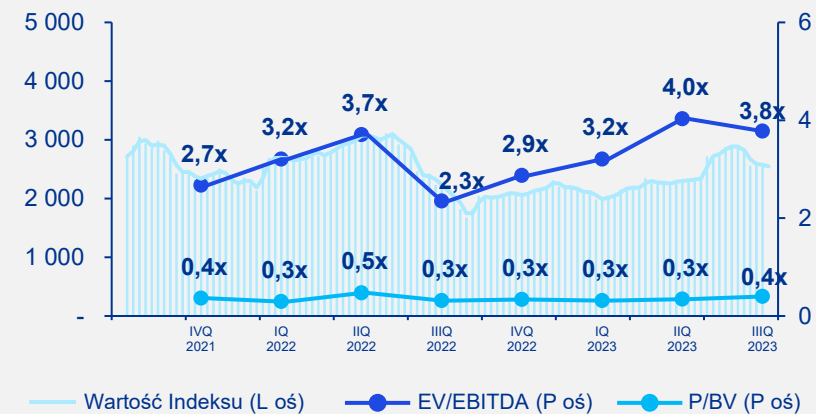
03 Stopa wolna od Ryzyka

Digital Valuation

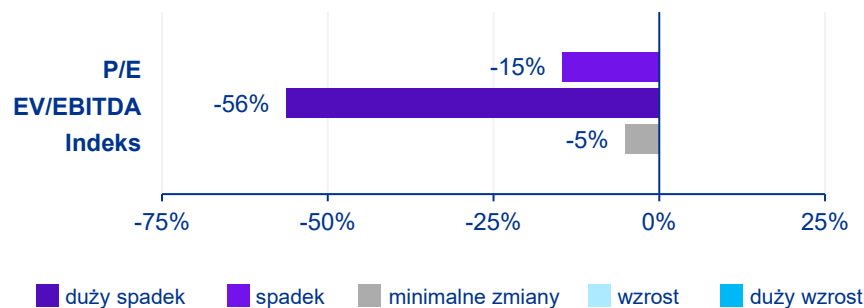
## WIG-Chemia



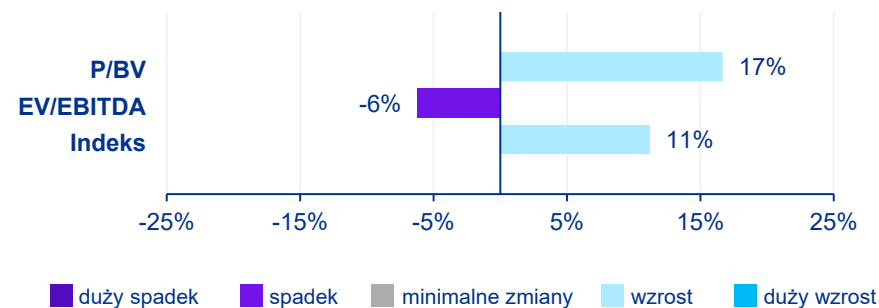
## WIG-Energia



## Zmiany k/k



## Zmiany k/k



<sup>5</sup> Wskaźnik EV/EBITDA (Wartość Przedsiębiorstwa/EBITDA) odnosi się do relacji pomiędzy całkowitą wartością firmy – biorąc pod uwagę zarówno jej kapitał własny, jak i kapitał dłużny – oraz EBITDA, która mierzy kondycję finansową i rentowność firmy. Wskaźnik jest oparty na zyskach kroczących powiększonych o odsetki od kredytów, podatki oraz amortyzację z ostatnich 12 miesięcy (ang. LTM Total Revenue).





Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

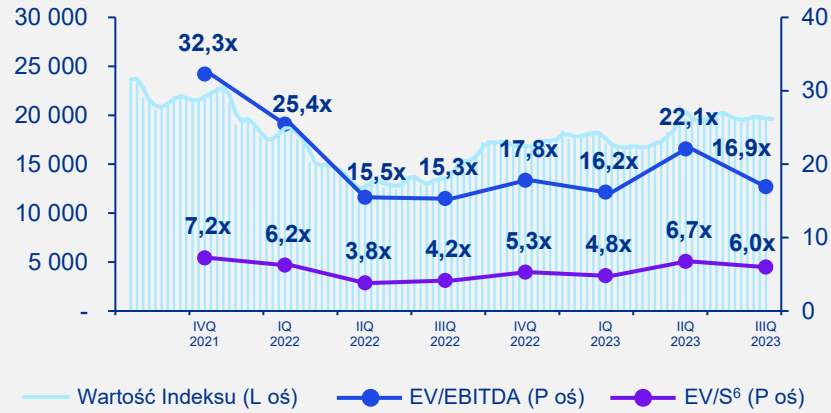
01 Mnożniki Rynkowe

02 Współczynnik Beta

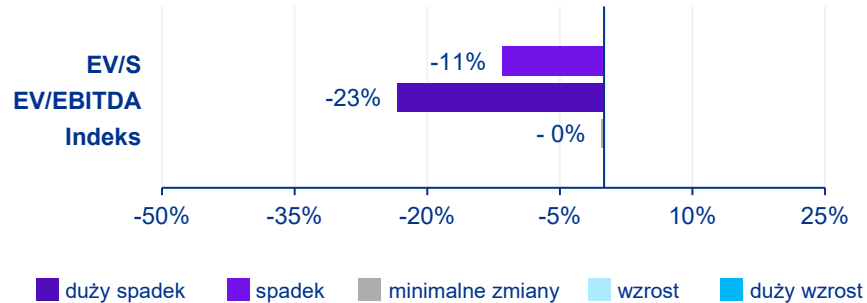
03 Stopa wolna od Ryzyka

Digital Valuation

## WIG-Gry



## Zmiany k/k



<sup>6</sup> Mnożnik EV/S (Wartość Przedsiębiorstwa/Przychody) odnosi się do całkowitej wartości firmy wynikającej z wykorzystania zarówno kapitału własnego, jak i kapitału dłużnego, w odniesieniu do wartości jej przychodów ze sprzedaży. Wskaźnik jest oparty na przychodach krocących z ostatnich 12 miesięcy (ang. LTM Total Revenue).





Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

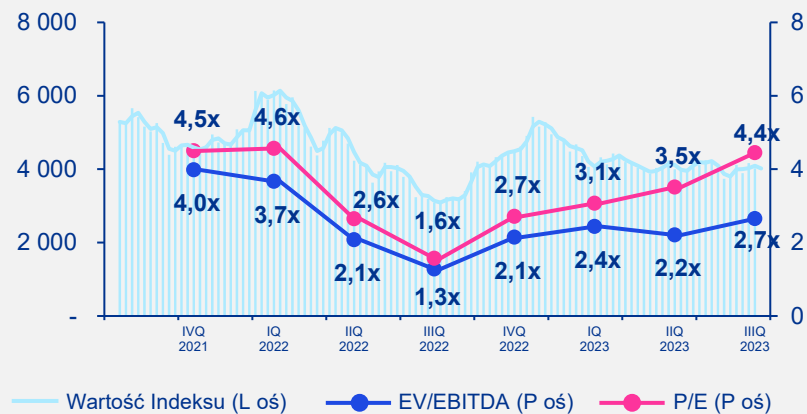
01 Mnożniki Rynkowe

02 Współczynnik Beta

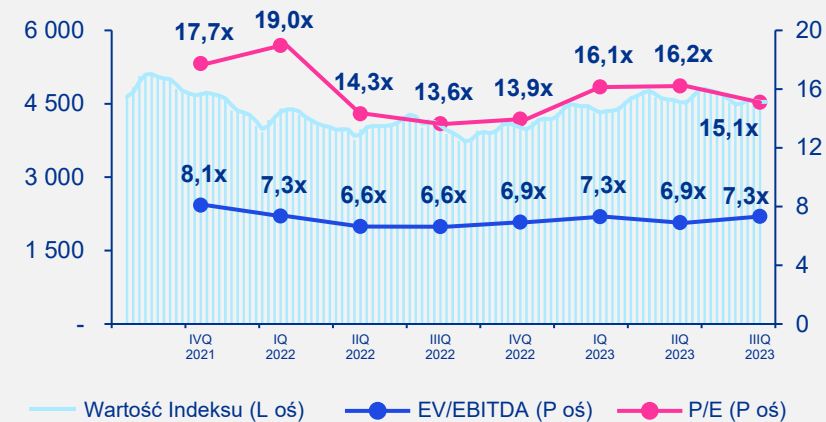
03 Stopa wolna od Ryzyka

Digital Valuation

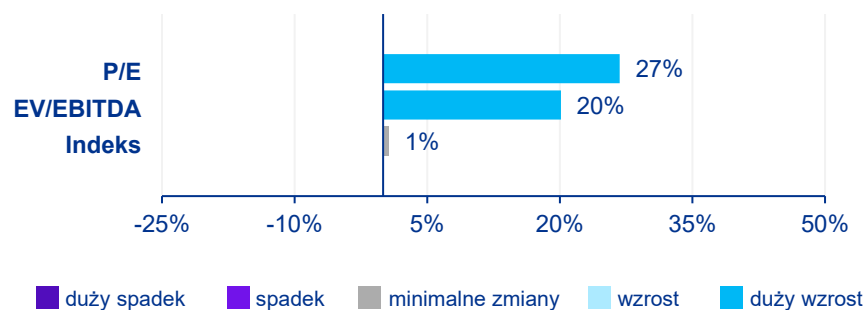
## WIG-Górnictwo



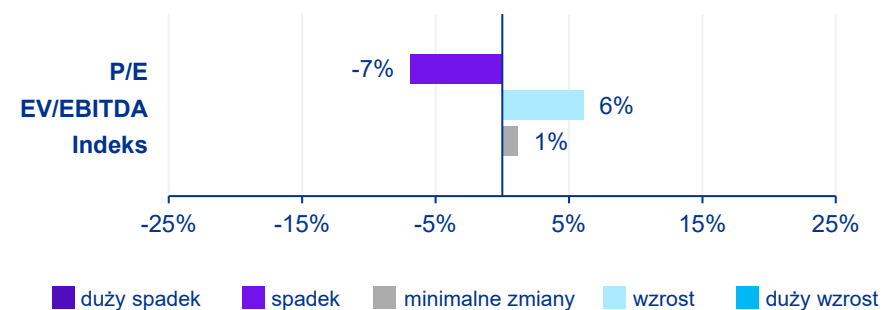
## WIG-Informatyka



## Zmiany k/k



## Zmiany k/k





Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

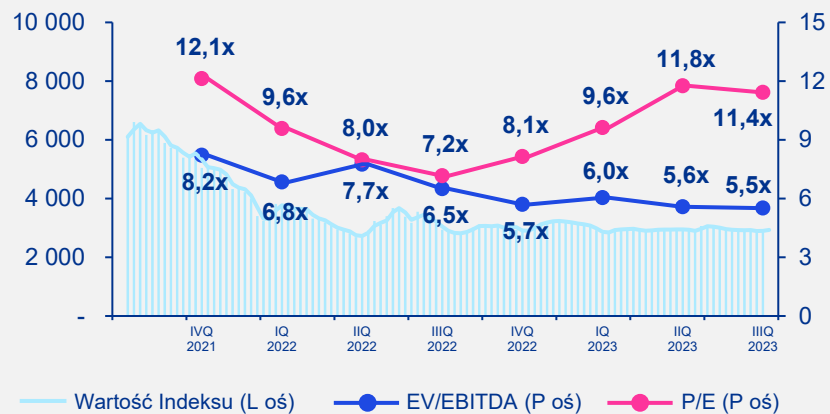
01 Mnożniki Rynkowe

02 Współczynnik Beta

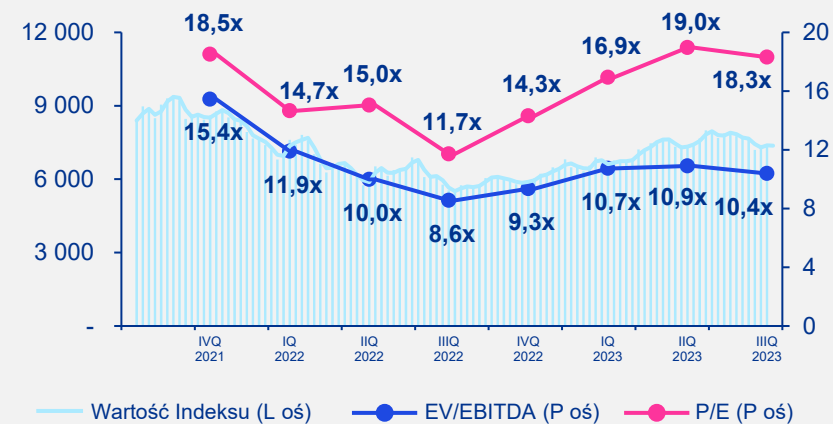
03 Stopa wolna od Ryzyka

Digital Valuation

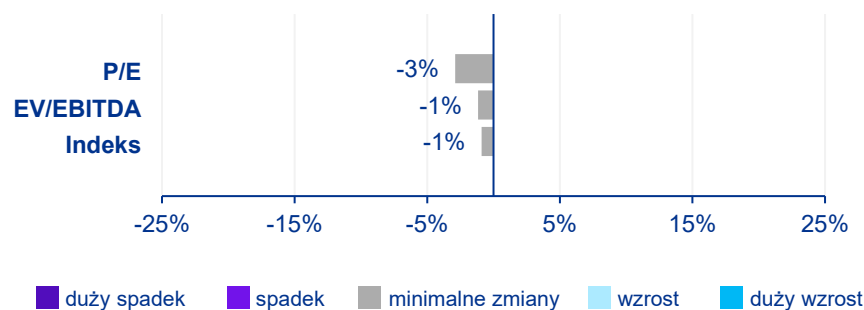
## WIG-Leki



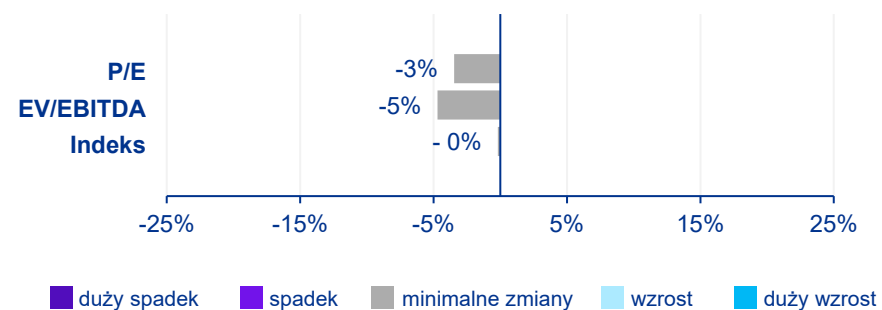
## WIG-Media



## Zmiany k/k



## Zmiany k/k





Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

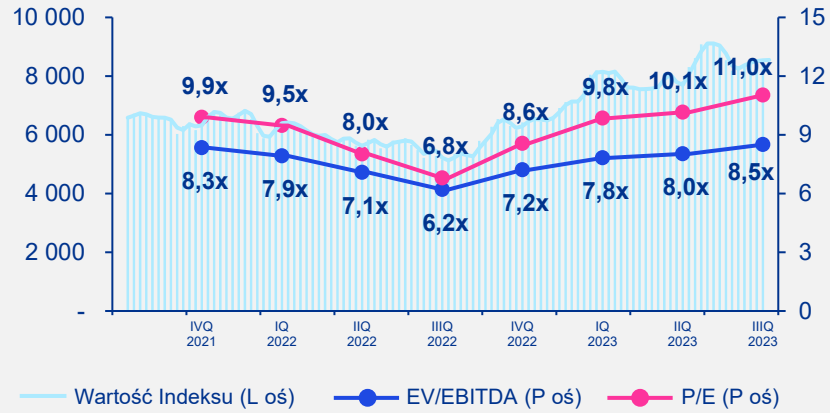
01 Mnożniki Rynkowe

02 Współczynnik Beta

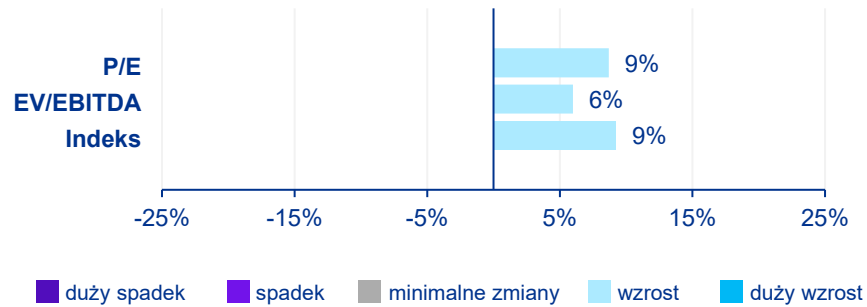
03 Stopa wolna od Ryzyka

Digital Valuation

## WIG-Motoryzacja



## Zmiany k/k



duży spadek   spadek   minimalne zmiany   wzrost   duży wzrost





Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

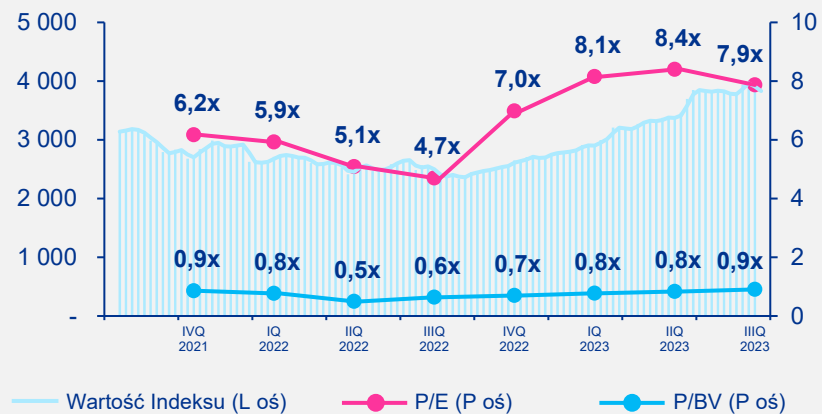
01 Mnożniki Rynkowe

02 Współczynnik Beta

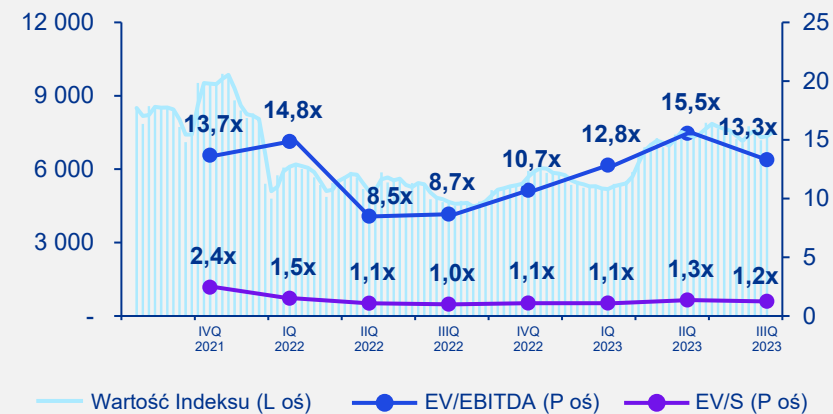
03 Stopa wolna od Ryzyka

Digital Valuation

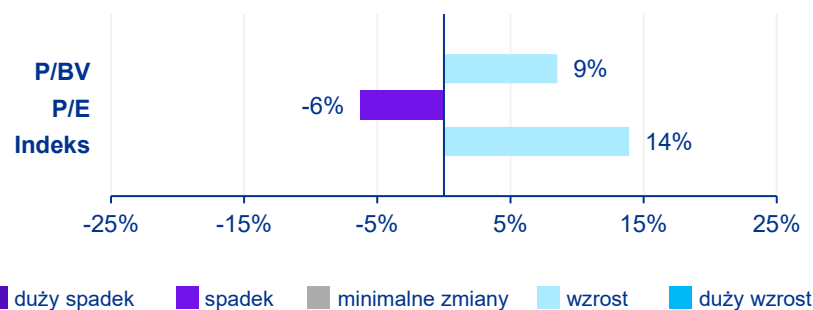
## WIG-Nieruchomości



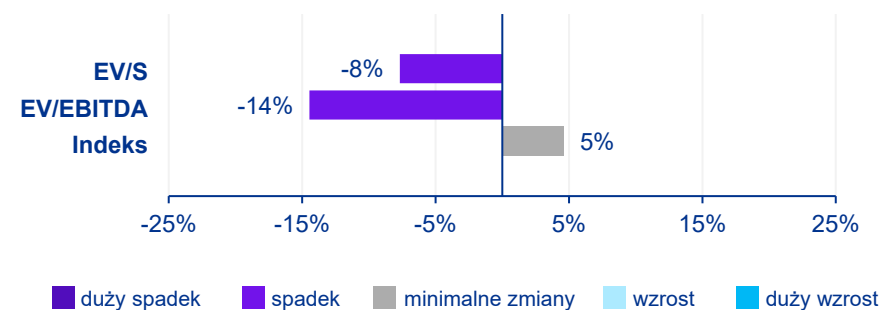
## WIG-Odzieź



## Zmiany k/k



## Zmiany k/k







Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

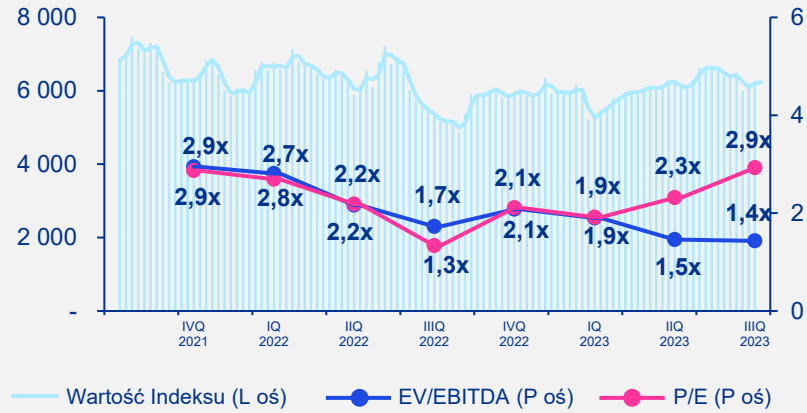
01 Mnożniki Rynkowe

02 Współczynnik Beta

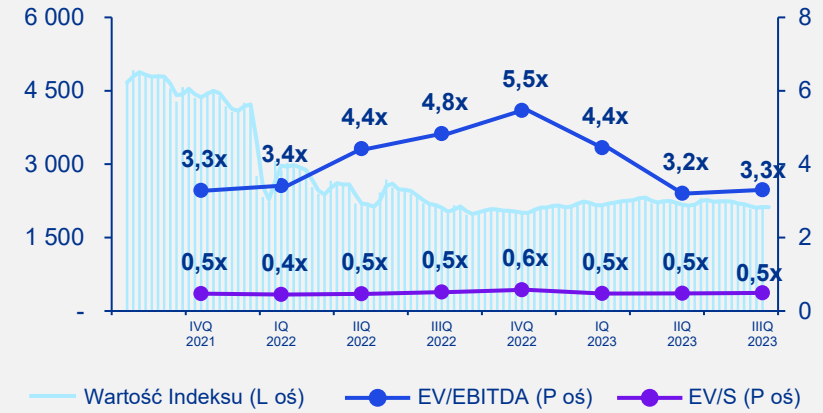
03 Stopa wolna od Ryzyka

Digital Valuation

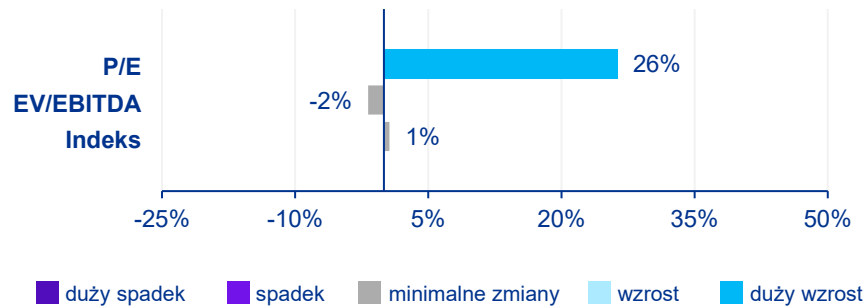
## WIG-Paliwa



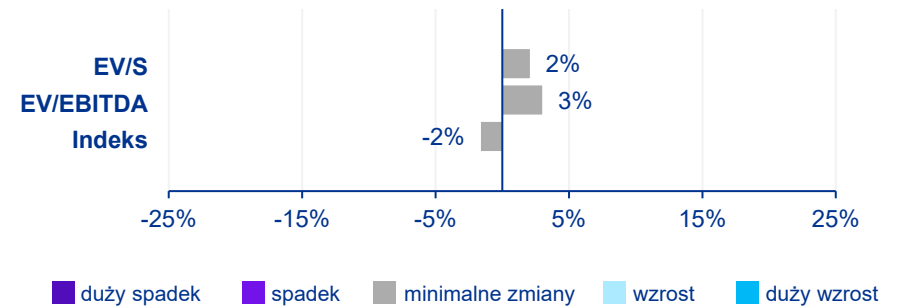
## WIG-Spożywczy



## Zmiany k/k



## Zmiany k/k





Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

---

01 Mnożniki  
Rynkowe

**02 Współczynnik  
Beta**

03 Stopa wolna  
od Ryzyka

---

Digital Valuation

# 02

# Współczynnik Beta



# Współczynnik Beta<sup>7</sup> (1/2)

Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

01 Mnożniki Rynkowe

02 Współczynnik Beta

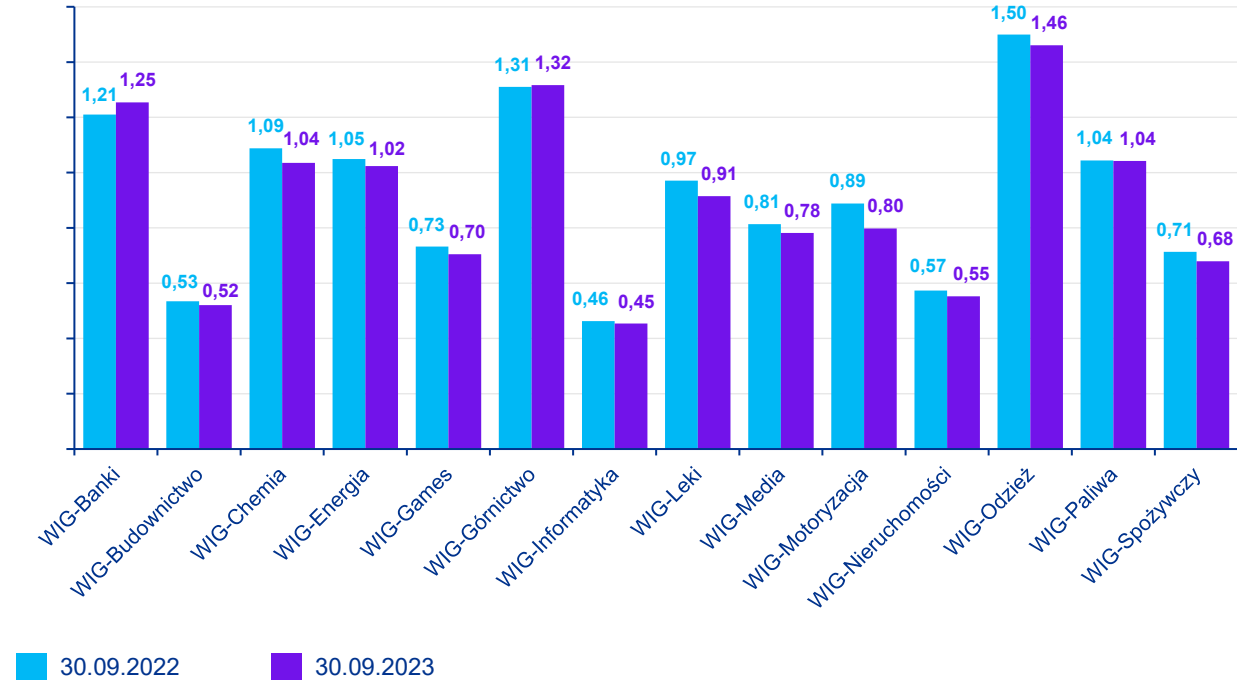
03 Stopa wolna od Ryzyka

Digital Valuation

W ujęciu nominalnym, współczynnik Beta dla 2 z 14 analizowanych indeksów sektorowych wzrósł na koniec III kwartału 2023 r. względem wartości na koniec III kwartału 2022 r. Beta pozostałych indeksów (z wyjątkiem WIG-Paliwa, którego Beta pozostała na niezmiennym poziomie) była niższa na koniec września 2023 r. względem wartości współczynnika na koniec III kwartału 2022 r.

Podobnie jak w II kwartale 2023 r., wyłącznie sektory WIG-Chemia, WIG-Energia i WIG-Odzież zwiększyły korelację pomiędzy stopami zwrotu z inwestycji sektorowych, a inwestycji w ogólny indeks warszawskiej giełdy (WIG). Wyniki pozostałych indeksów sektorowych (wyłączając WIG-Paliwa) wskazywały na wzrost odchyleń od ryzyka rynkowego (w obie strony). Indeks WIG-Odzież utrzymał najwyższy współczynnik Beta (1,46), a indeks WIG-Informatyka wciąż pozostaje najmniej zależny od zmian rynkowych (Beta = 0,45).

## Beta wybranych indeksów



Źródło: Analiza własna KPMG na podstawie ogólnodostępnych danych rynkowych.

<sup>7</sup> Wskaźnik Beta wyraża stopień korelacji między stopami zwrotu z inwestycji w daną akcję lub indeks i stopami zwrotu z ogólnego indeksu rynkowego (w tym przypadku indeksu WIG). Jest on jednym ze składników stopy dyskonta. Na potrzeby raportu Beta została oszacowana na podstawie tygodniowych zmian wartości indeksów za okres 5 lat wstecz od daty analizy tj. 30 września 2023 r..



# Współczynnik Beta (2/2)

Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

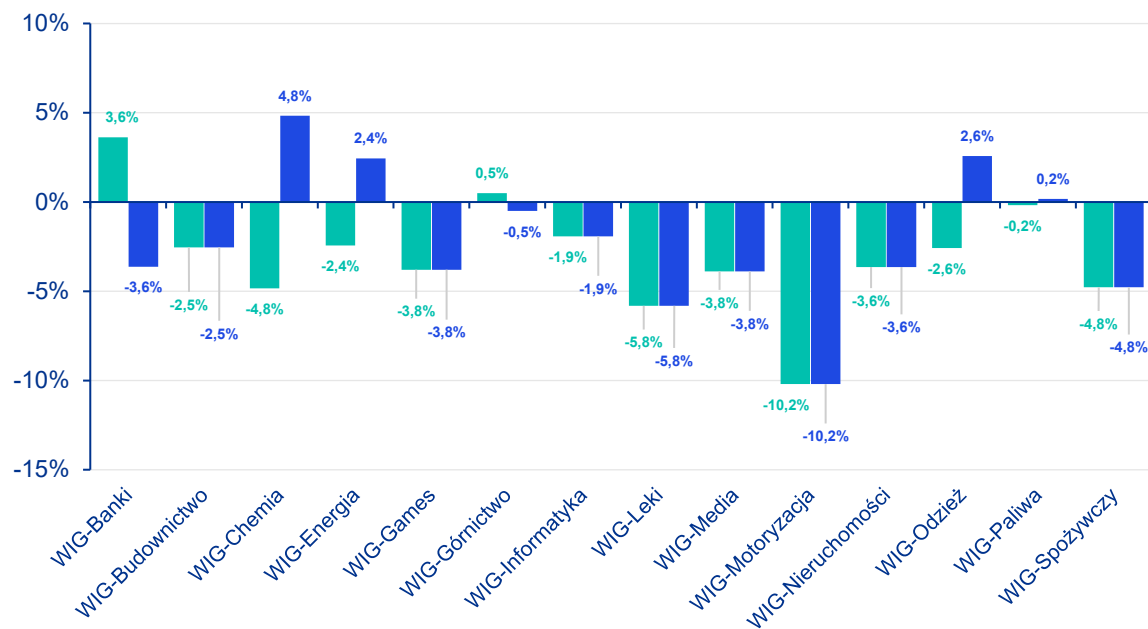
01 Mnożniki Rynkowe

02 Współczynnik Beta

03 Stopa wolna od Ryzyka

Digital Valuation

Zmiany parametru Beta w ujęciu procentowym (III kwartał 2023 r. vs. III kwartał 2022 r.)



■ Zmiana wartości parametru rdr.(%)\* ■ Zmiana korelacji względem indeksu WIG rdr.\*\*

Źródło: Analiza własna KPMG na podstawie ogólnodostępnych danych rynkowych.

\* dodatnia zmiana to nominalny wzrost wartości współczynnika Beta rdr., a ujemna to nominalny spadek wartości.

\*\* dodatnia zmiana to wzrost korelacji z indeksem WIG (wskaźnik przybliżył się do 1), a ujemna to spadek korelacji (wskaźnik oddalił się od 1).





Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

01 Mnożniki  
Rynkowe

02 Współczynnik  
Beta

**03 Stopa wolna  
od Ryzyka**

Digital Valuation

# 03

# Stopa wolna od ryzyka





# Stopa wolna od ryzyka<sup>8</sup> (1/2)

Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

01 Mnożniki Rynkowe

02 Współczynnik Beta

03 Stopa wolna od Ryzyka

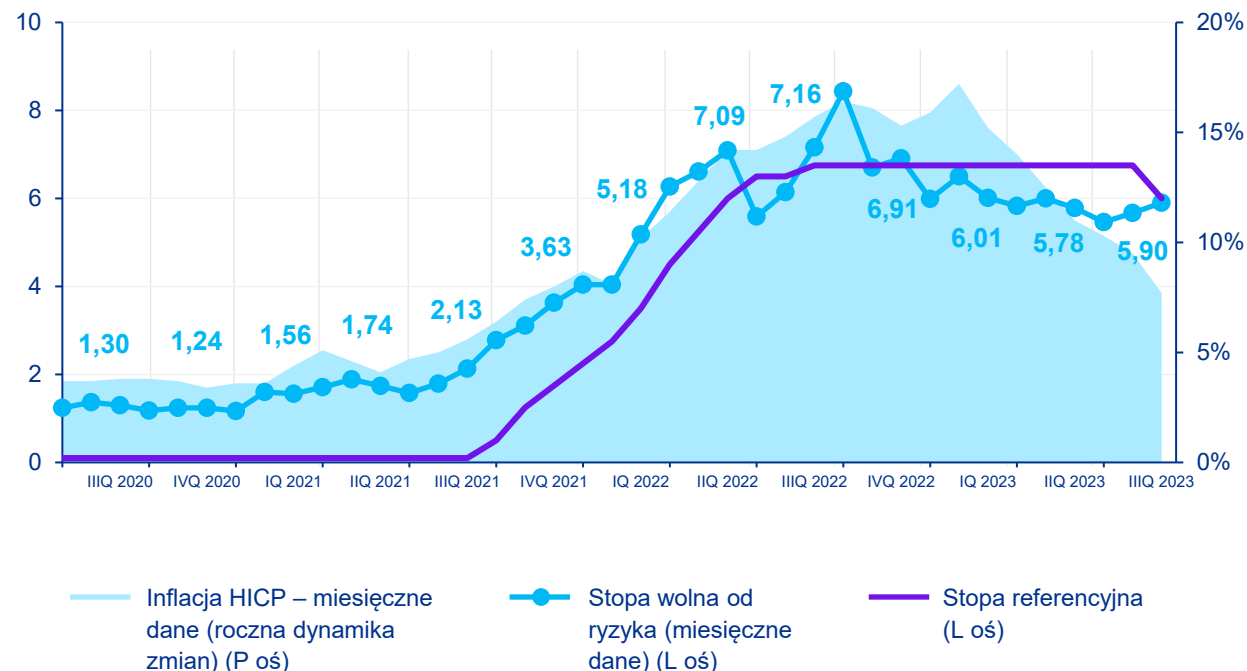
Digital Valuation

III kwartał 2023 r. przyniósł dalsze oznaki słabnącej presji cenowej. Inflacja HICP (mierząca roczną dynamikę zmian) spowolniła o kolejne 3 p.p. w III kwartale 2023 r. W rezultacie, mamy do czynienia z jednocyfrowym tempem wzrostu cen r/r pierwszy raz od lutego 2022 r. Stopniowa dezinflacja jest faktem, ale warto pamiętać, że powrót do celu inflacyjnego NBP to wciąż odległa perspektywa.

III kwartał 2023 r. to także punkt zwrotny w polityce monetarnej banku centralnego. Po 11 podwyżkach w okresie 10.2021-09.2022 i kolejnym roku bez zmian stóp procentowych, RPP podjęła decyzję o obniżce stopy referencyjnej we wrześniu 2023 r. i to od razu o 0,75 p.p.<sup>9</sup>

Paradoksalnie, obniżka stopy referencyjnej do poziomu 6,00 nie przełożyła się na zmniejszenie ryzyka inwestycyjnego (wymagana niższa stopa zwrotu), czego najlepszym dowodem jest kwartalny wzrost stopy wolnej od ryzyka z poziomu 5,78 na koniec II kwartału 2023 r. do poziomu 5,90 na koniec września 2023 r.

### 10-letnia stopa wolna od ryzyka na tle inflacji i stopy referencyjnej w Polsce



Źródło: Analiza własna KPMG na podstawie danych zaczerpniętych z narzędzi Digital Valuation i danych Eurostat.

<sup>8</sup> Stopa wolna od ryzyka będąca przedmiotem powyższej analizy odzwierciedla rentowności 10-letnich obligacji skarbowych.

<sup>9</sup> Między końcem III kwartału 2023 r., a datą publikacji raportu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopę referencyjną o dodatkowe 0,25 p.p.



# Stopa wolna od ryzyka (2/2)

Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

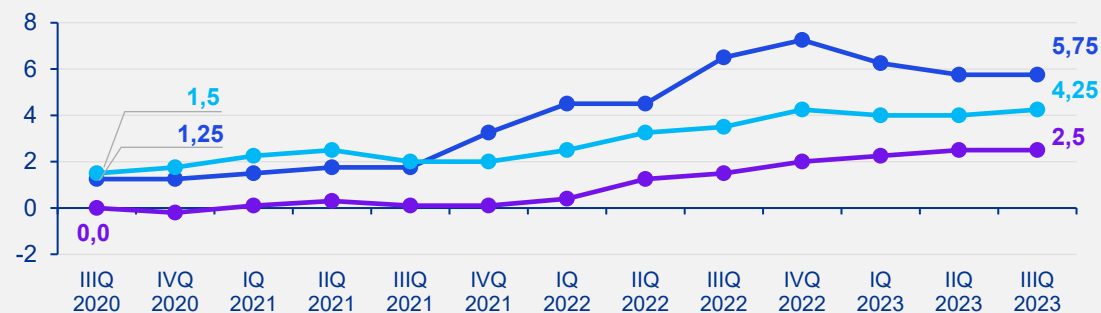
01 Mnożniki Rynkowe

02 Współczynnik Beta

03 Stopa wolna od Ryzyka

Digital Valuation

## 10-letnia stopa wolna od ryzyka w Polsce na tle stóp w innych państwach\*



Źródło: Analiza własna KPMG na podstawie danych zaczerpniętych z narzędzi Digital Valuation.



- Stopa wolna od ryzyka w Polsce (dane kwartalne)
- Stopa wolna od ryzyka w Stanach Zjednoczonych (dane kwartalne)
- Stopa wolna od ryzyka w Niemczech (dane kwartalne)

\* wygładzone wartości stóp wolnych od ryzyka – m.in. uśrednienie danych z 3 miesięcy i zaokrąglenie wyników do 0,25% (dla odczytów powyżej 1%) i do 0,1% (dla odczytów poniżej 1%) w celach porównawczych.



**Tomasz Regulski**

Partner Associate w Dziale Deal Advisory, Zespół Wycen w KPMG w Polsce

„Roczna dynamika HICP w Polsce konsekwentnie spowalniała w IIIQ 2023. W rezultacie, w sierpniu 2023 r. inflacja HICP spadła do jednocyfrowego poziomu – pierwszy taki odczyt od lutego 2022 r.

Spadki inflacji konsumenckiej w Polsce wpisywały się w trend spadkowy w całej strefie euro. Nie mniej jednak, niedawno rozpoczęta seria obniżek stopy referencyjnej przez RPP (do tej pory miały miejsce 2 obniżki – o 0,75 p.p. we wrześniu oraz 0,25 p.p. w październiku) tylko oddaliła wizję dodatniej realnej stopy procentowej - w odróżnieniu od strefy euro, która osiągnęła ten stan we wrześniu br. Ponadto, obniżki stopy referencyjnej przez RPP nie przełożyły się na spadek rentowności polskich obligacji skarbowych, a co za tym idzie również obniżki stopy wolnej od ryzyka. Wprost przeciwnie, skutkiem zwrotu w polityce monetarnej NBP był chwilowy wzrost ryzyka związanego z powrotem tzw. inflacji galopującej w średnio-terminowej perspektywie, co wpłynęło na wzrost stopy wolnej od ryzyka w IIIQ 2023 (5,90 we wrześniu vs. 5,78 w czerwcu).”





Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

01 Mnożniki  
Rynkowe

02 Współczynnik  
Beta

03 Stopa wolna  
od Ryzyka

**Digital Valuation**

# Digital Valuation

Materiał powstał z wykorzystaniem danych i analiz pochodzących z innowacyjnego narzędzia KPMG do wycen – Digital Valuation, które jest teraz dostępne także dla Państwa (użytkowanie w formie płatnej subskrypcji).



Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

01 Mnożniki Rynkowe

02 Współczynnik Beta

03 Stopa wolna od Ryzyka

Digital Valuation

# Aplikacje do wycen – Digital Valuation

W odpowiedzi na coraz szybsze tempo otaczającej nas rzeczywistości biznesowej oferujemy zbiór aplikacji dostępnych w chmurze i oferowanych w formie comiesięcznej subskrypcji.

Nasze narzędzia cyfrowe zapewniają wsparcie na każdym etapie procesu transakcyjnego. Ułatwiają i przyspieszają podejmowanie decyzji mających bezpośredni wpływ na rozwój i przyszły sukces przedsiębiorstwa. Szybkie i proste oszacowanie wartości przedsiębiorstwa, intuicyjny kalkulator kosztu kapitału, wstępna analiza efektów transakcji M&A czy zarządzanie finansami startupu to tylko nieliczne z możliwości aplikacji.

Adres e-mail do kontaktu:  
[digital\\_valuation@kpmg.pl](mailto:digital_valuation@kpmg.pl)



Obszary wsparcia:



Sprawozdawczość finansowa



Podejmowanie decyzji inwestycyjnych



Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw



Analizy podatkowe



Alokacja ceny nabycia



Zarządzanie finansami firmy

Aplikacje:

 Valuation Data Source – kalkulator kosztu kapitału

Dostęp do globalnej bazy danych parametrów kosztu kapitału, w tym stopy wolnej od ryzyka czy premii za ryzyko rynkowe i krajowe.

Funkcjonalny kalkulator WACC lub kosztu kapitału własnego.

 Mnożniki – wycena metodą rynkową

Dostęp do mnożników rynkowych z możliwością własnej konfiguracji parametrów - m.in.: EV/EBITDA, Cena/Zysk i Cena/Wartość Księgowa.

Baza danych spółek porównywalnych dla 13,5 tys. firm z ok. 75 krajów.

 Pre-Deal PPA – alokacja ceny nabycia

Kalkulacja i wizualizacja efektów transakcji przed jej finalizacją (m.in.: wpływ na bilans i rentowność).

Oszacowania wartości aktywów niematerialnych i materialnych oraz zobowiązań i informacja o goodwill.

 Startup Finance – zarządzanie finansami

Tworzenie biznesplanu składającego się z rachunku zysków i strat, bilansu i rachunku przepływów pieniężnych.

Zintegrowane kalkulacje planistyczne wsparte kompleksowymi analizami - finansowymi i scenariuszy.



Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

01 Mnożniki  
Rynkowe

02 Współczynnik  
Beta

03 Stopa wolna  
od Ryzyka

Digital Valuation



## Tomasz Wiśniewski

Deal Advisory

Partner

E: [twisniewski@kpmg.pl](mailto:twisniewski@kpmg.pl)

## Tomasz Regulski

Deal Advisory

Partner Associate

E: [tregulski@kpmg.pl](mailto:tregulski@kpmg.pl)

## Marcin Łągiewka

Deal Advisory

Director

E: [mlagiewka@kpmg.pl](mailto:mlagiewka@kpmg.pl)



KPMG w Polsce

[kpmg.pl](https://kpmg.pl)

© 2023 KPMG Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp.k., polska spółka komandytowa i członek globalnej organizacji KPMG składającej się z niezależnych spółek członkowskich stowarzyszonych z KPMG International Limited, prywatną spółką angielską z odpowiedzialnością ograniczoną do wysokości gwarancji. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Nazwa i logo KPMG są znakami towarowymi używanymi na podstawie licencji przez niezależne firmy członkowskie globalnej organizacji KPMG.

**Klasyfikacja Dokumentu: KPMG Publiczne**