



# Kwartalna publikacja Sektorowy przegląd mnożników spółek notowanych na GPW

II kwartał 2023



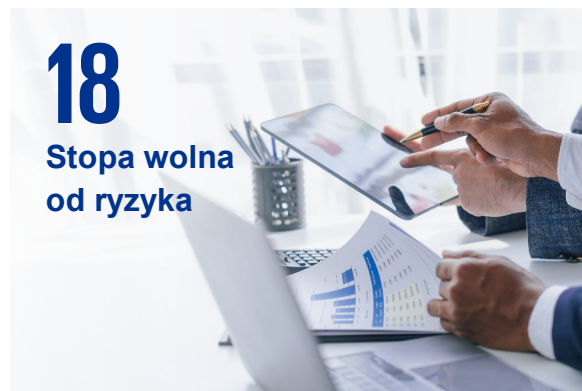


# Spis treści

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 raport z najnowszej analizy KPMG w Polsce: „Sektorowy przegląd mnożników spółek notowanych na GPW”.

W trakcie prac przeprowadziliśmy analizę 173 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie na dzień 30 czerwca 2023 roku, które wchodziły w skład 14 indeksów sektorowych. Spółki notowane na GPW na zasadzie dual-listingu nie zostały uwzględnione w analizie<sup>1</sup>.

W niniejszym materiale przybliżamy zagadnienia związane z rynkami kapitałowymi, w tym wyceną mnożnikową oraz tzw. modelem CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Sektorowy przegląd wskaźników m.in. mnożniki rynkowe (EV/EBITDA, EV/S, P/E i P/BV) i parametr Beta może pozwolić w pełniejszy sposób zrozumieć sytuację poszczególnych branż oraz pomóc w oszacowaniu wartości spółek wchodzących w skład analizowanych indeksów giełdowych.

Mamy nadzieję, że raport będzie ciekawą lekturą. Zachęcamy do kontaktu w przypadku wszelkich pytań i komentarzy.

## 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

Zmiany wartości sektorowych indeksów w II kwartale 2023 r. odzwierciedlają trend wzrostowy na GPW w tym samym okresie. Wartość indeksu WIG wyniosła 67 283 na koniec czerwca 2023 r. względem 58 609 na koniec I kwartału 2023 r., co oznacza wzrost w II kwartale 2023 r. o ok. 15%. Dla porównania, w ujęciu sektorowym, wzrosty w tym samym okresie odnotowało aż 10 z 14 indeksów, podczas gdy pozostałe 4 sektory nieznacznie straciły na wartości (średnia strata to zaledwie 3,1%). Największy kwartalny wzrost należał do indeksu WIG-Odzież (+38%), a największy spadek był udziałem WIG-Paliwa (-6%).

Pod względem wyceny mnożnikowej, wszystkie sektory korzystające z mnożników opartych na cenach akcji spółek zyskiwały w drugim kwartale 2023 r. Sytuacja w sektorach, gdzie wiodącym mnożnikiem jest ten oparty na wartości przedsiębiorstwa (ang. *enterprise*



**Tomasz Wiśniewski**

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

„Zmiany wartości indeksów sektorowych na GPW w IIQ 2023 w dużym stopniu odzwierciedlały trend wzrostowy na polskiej giełdzie (wzrost WIG o ok. 15%). Tylko cztery sektory odnotowały spadki (WIG-Chemia, WIG-Górnictwo, WIG-Motoryzacja i WIG-Spożywczy), przy czym jedynie WIG-Chemia spadł powyżej 5%, co spowodowane było wynikami Grupy Azoty. Mierzyła się ze zmiennością cen gazu i nasiloną konkurencją firm spoza UE w segmencie nawozowym wskutek zawieszenia przez Radę Unii Europejskiej cła na mocznik i amoniak pod koniec ubiegłego roku.”

*value*), nieznacznie się różniła – 1/3 sektorów traciła, a 2/3 zyskiwała. Taka rozbieżność wynikała ze wzrostu mnożnika P/E we wszystkich sektorach (rosnące ceny akcji przy stabilnym poziomie zysków), przy jednoczesnych spadkach mnożnika EV/EBITDA w niektórych sektorach.

<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 „wygładzone” 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

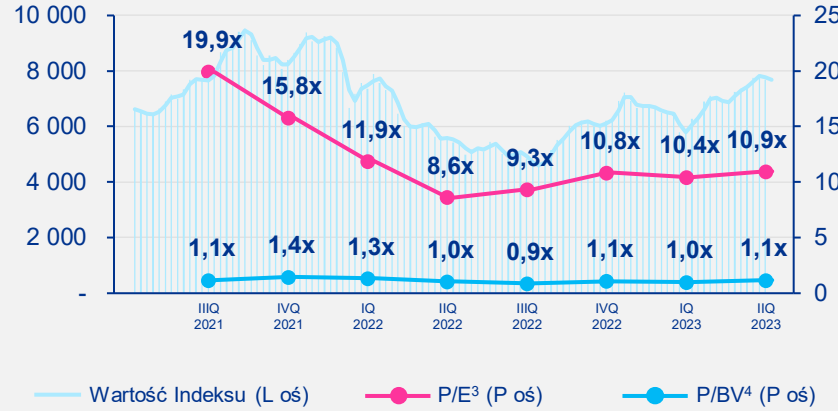
01 Mnożniki  
rynkowe

02 Współczynnik  
Beta

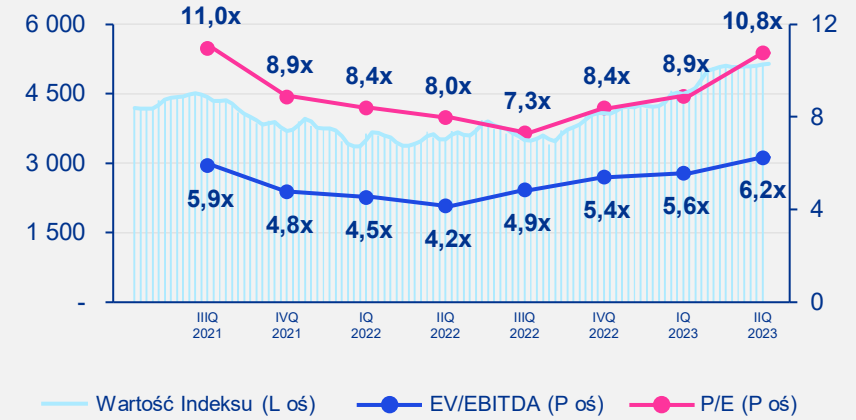
03 Stopa wolna  
od ryzyka

Digital Valuation

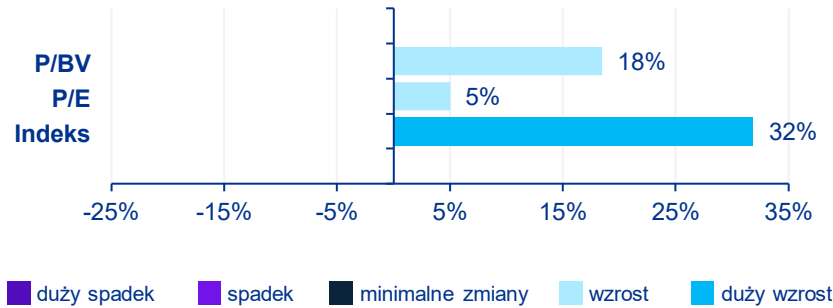
## WIG-Banki



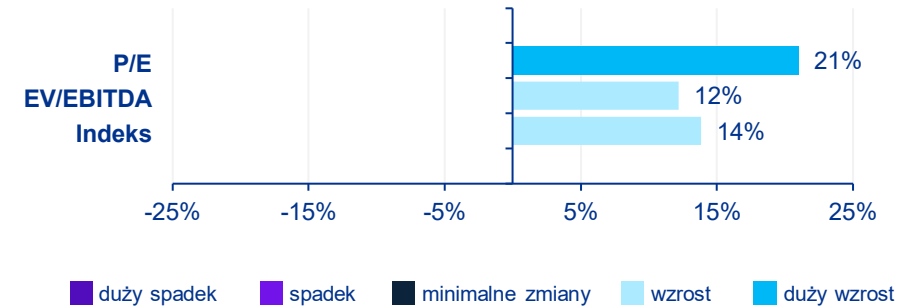
## WIG-Budownictwo



## Zmiany k/k



## Zmiany k/k



<sup>3</sup> Wskaźnik P/E (Cena/Zysk) odzwierciedla relacje 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 Księgowa) mówi nam, ile płacimy za jedną jednostkę aktywów netto spółki.



Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

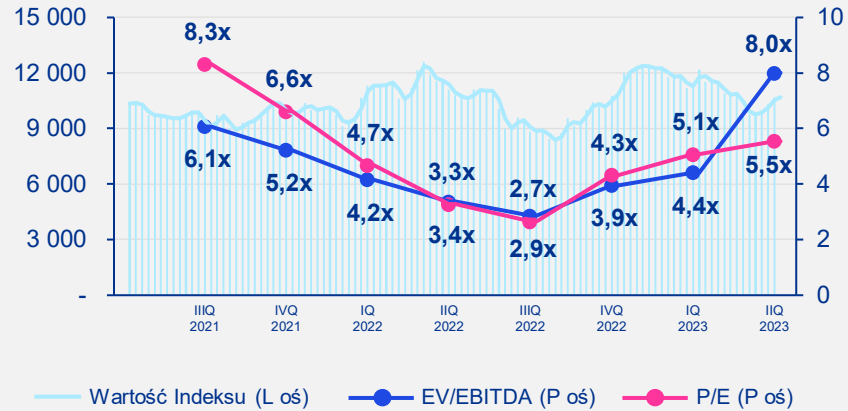
01 Mnożniki  
rynkowe

02 Współczynnik  
Beta

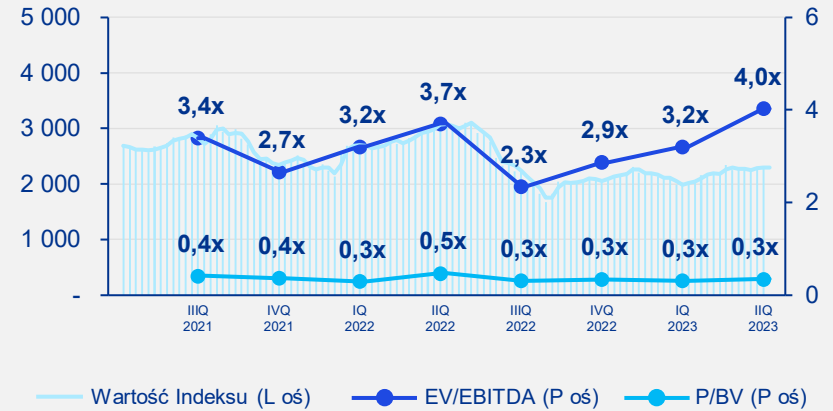
03 Stopa wolna  
od ryzyka

Digital Valuation

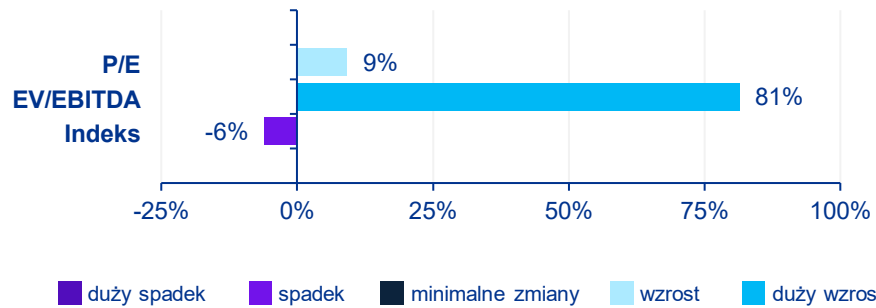
## WIG-Chemia



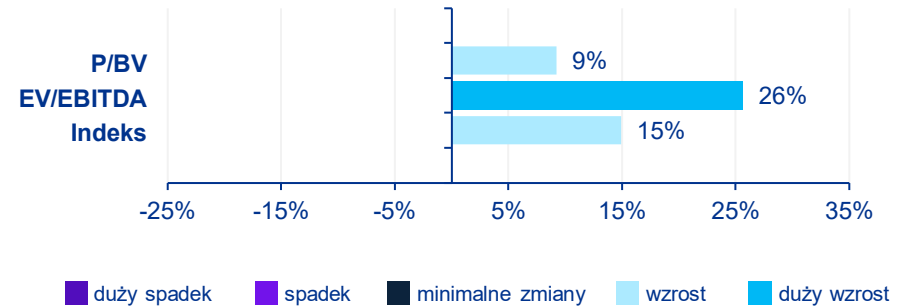
## WIG-Energia



## 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 krocących powiększonych o odsetki od kredytów, podatki oraz amortyzację z ostatnich 12 miesięcy (ang. LTM Total Revenue).





Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

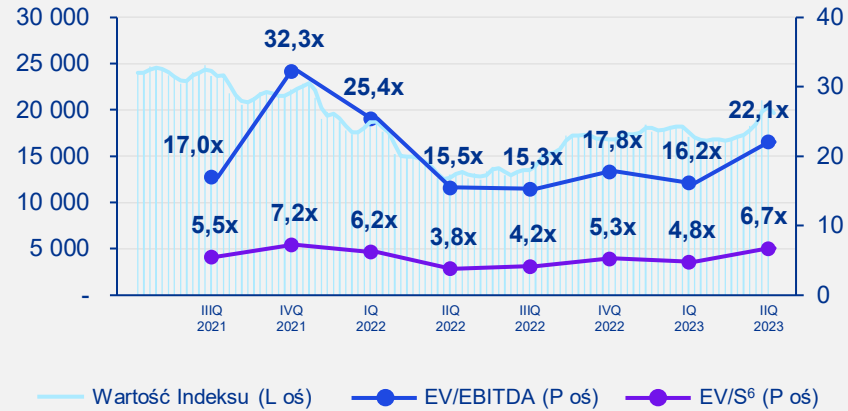
01 Mnożniki  
rynkowe

02 Współczynnik  
Beta

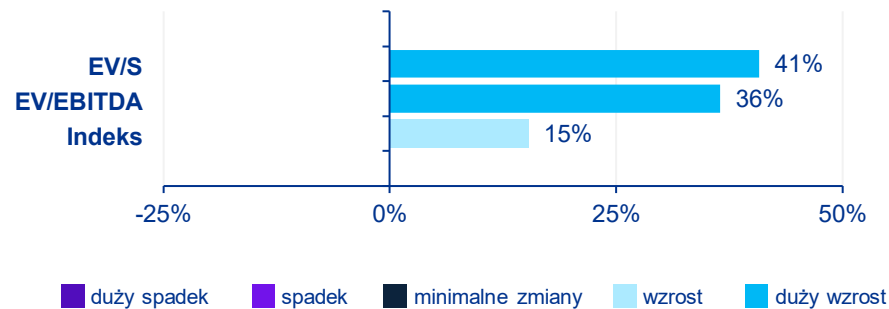
03 Stopa wolna  
od ryzyka

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

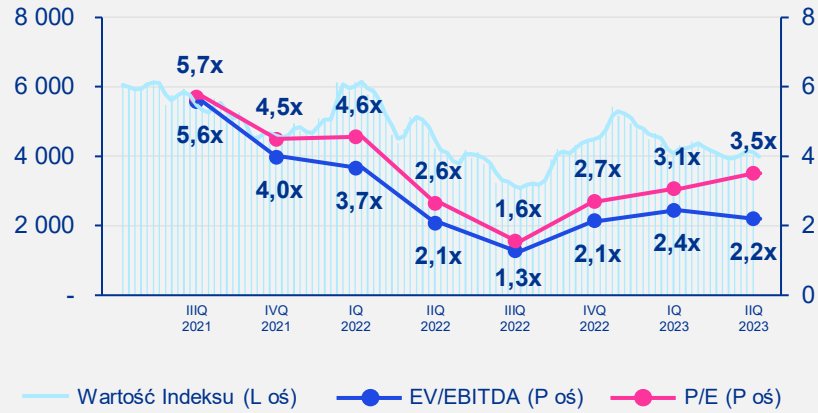
01 Mnożniki  
rynkowe

02 Współczynnik  
Beta

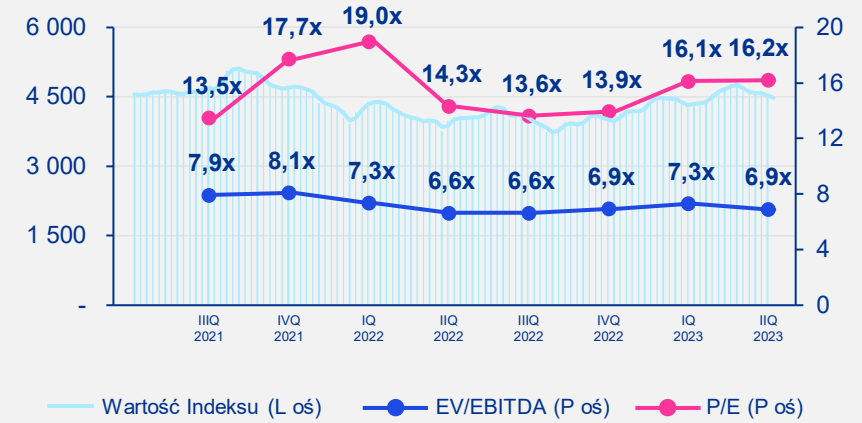
03 Stopa wolna  
od ryzyka

Digital Valuation

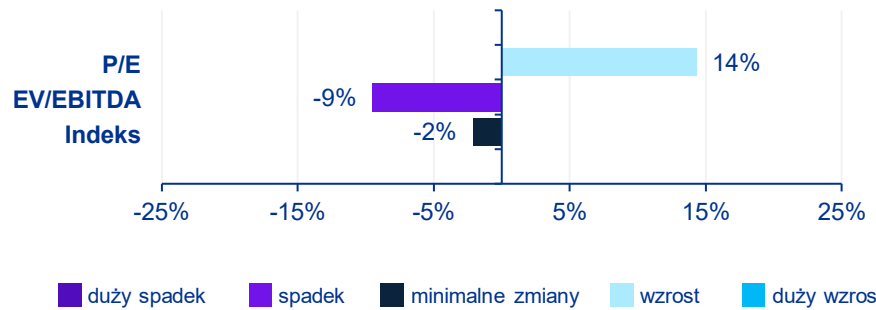
## WIG-Górnictwo



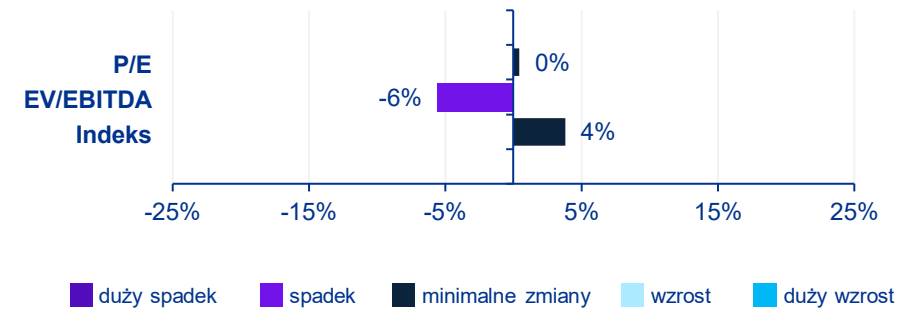
## WIG-Informatyka



## Zmiany k/k



## Zmiany k/k





Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

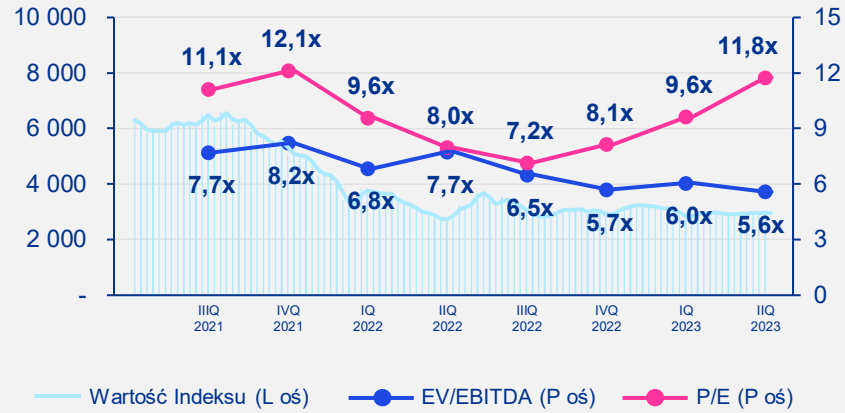
01 Mnożniki  
rynkowe

02 Współczynnik  
Beta

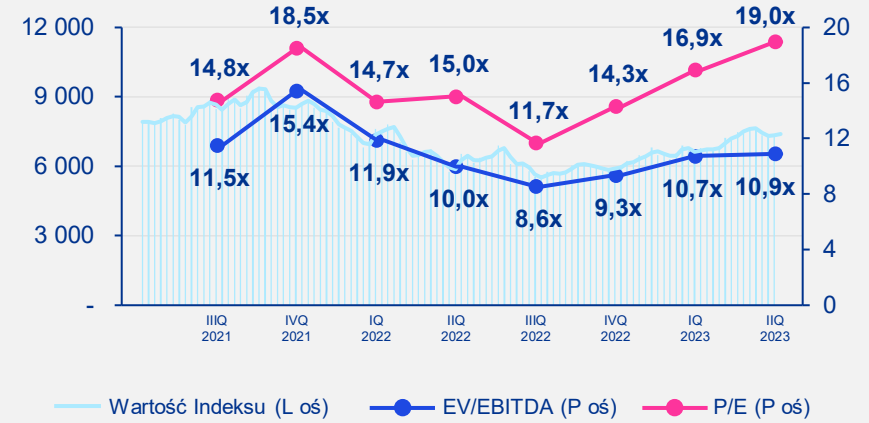
03 Stopa wolna  
od ryzyka

Digital Valuation

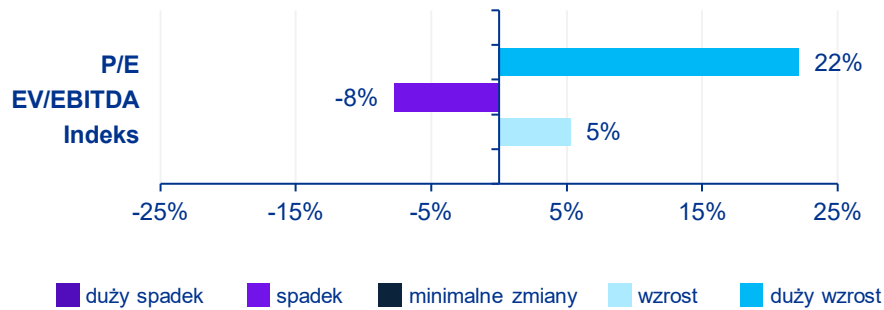
## WIG-Leki



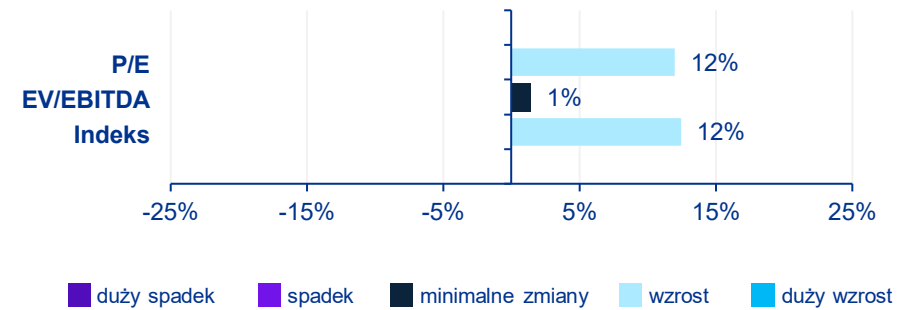
## WIG-Media



## Zmiany k/k



## Zmiany k/k





Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

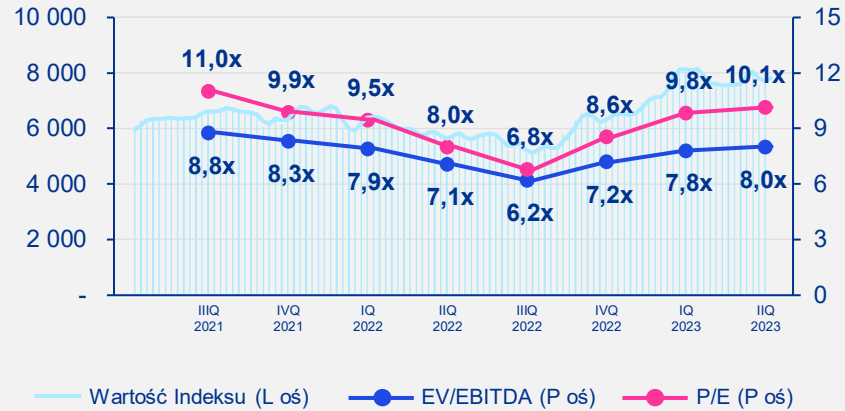
01 Mnożniki  
rynkowe

02 Współczynnik  
Beta

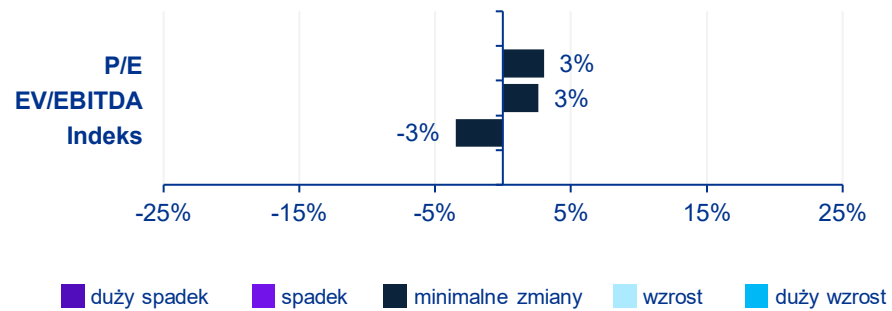
03 Stopa wolna  
od ryzyka

Digital Valuation

## WIG-Motoryzacja



## Zmiany k/k





Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

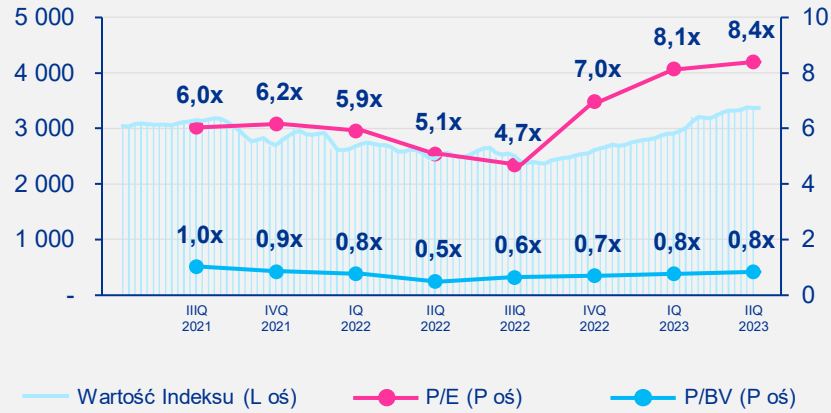
01 Mnożniki  
rynkowe

02 Współczynnik  
Beta

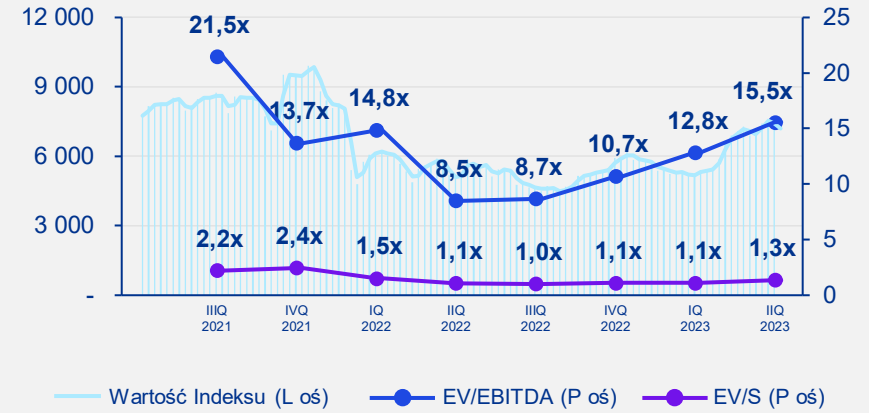
03 Stopa wolna  
od ryzyka

Digital Valuation

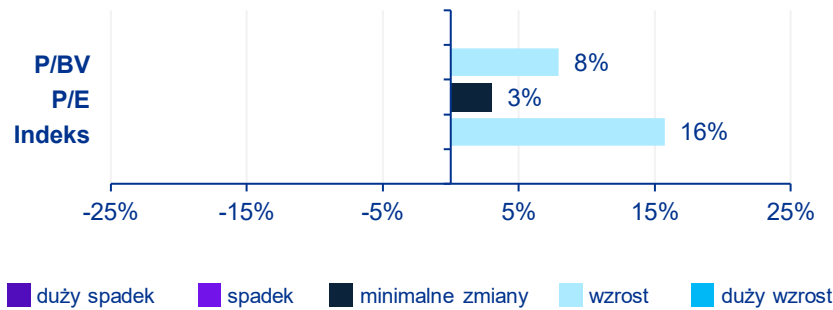
## WIG-Nieruchomości



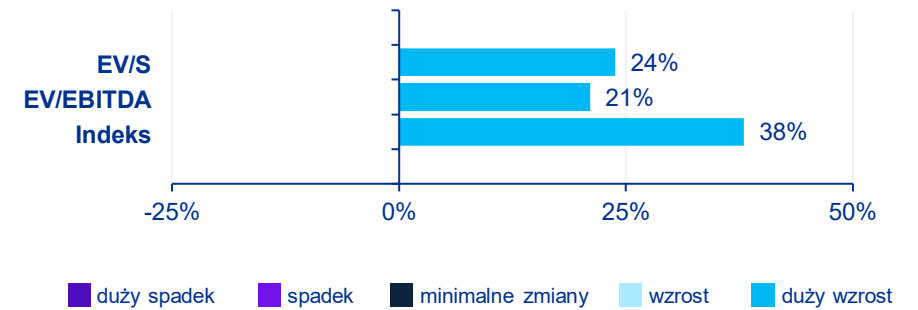
## WIG-Odzieź



## Zmiany k/k



## Zmiany k/k





Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

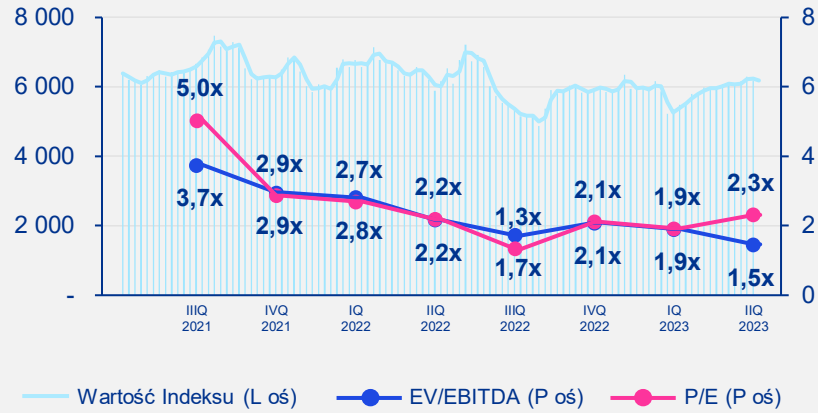
01 Mnożniki  
rynkowe

02 Współczynnik  
Beta

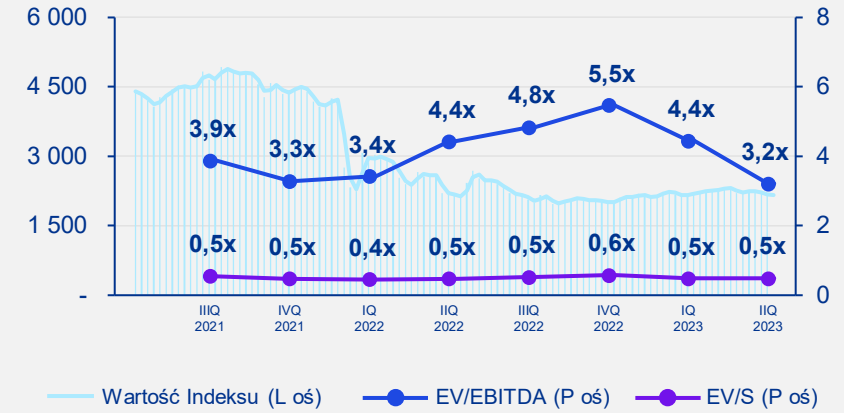
03 Stopa wolna  
od ryzyka

Digital Valuation

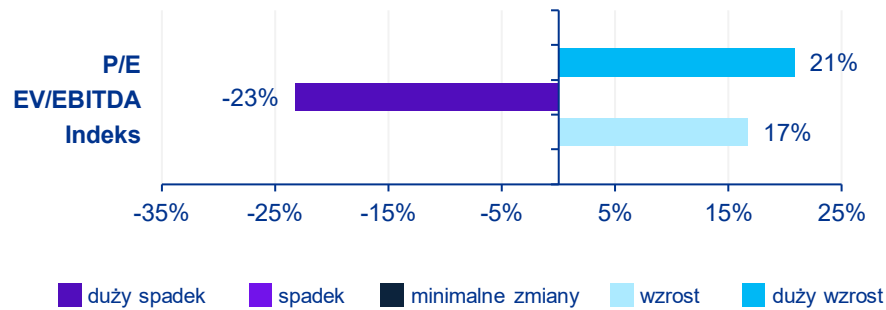
## WIG-Paliwa



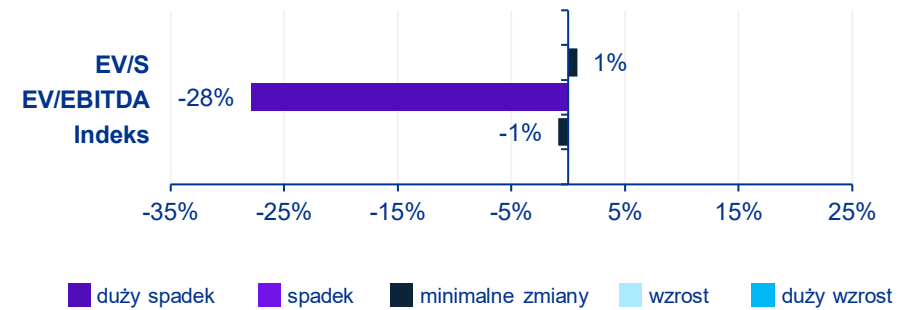
## WIG-Spożywczy



## 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

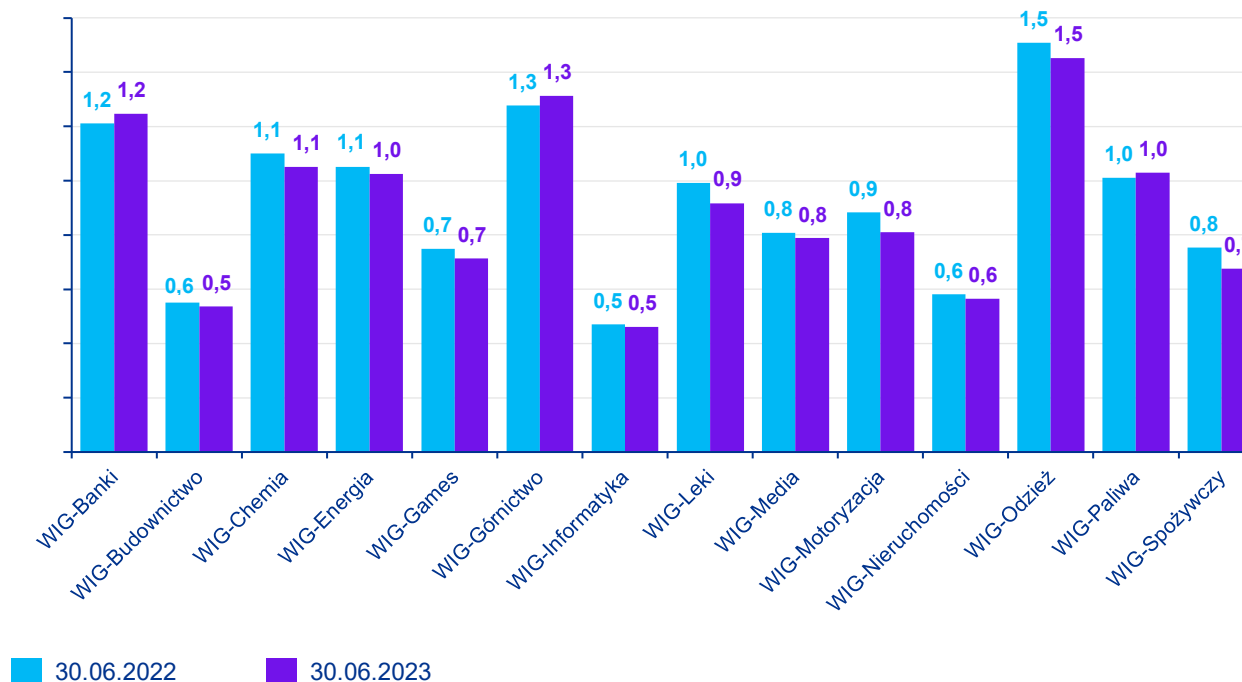
03 Stopa wolna  
od ryzyka

Digital Valuation

W ujęciu nominalnym, współczynnik Beta dla 3 z 14 analizowanych indeksów sektorowych wzrósł na koniec II kwartału 2023 r.

względem wartości na koniec II kwartału poprzedniego roku. Beta pozostałych 11 indeksów była niższa na koniec marca 2023 r. względem wartości współczynnika na koniec II kwartału 2022 roku. Niemniej jednak, w zaledwie 3 przypadkach (WIG-Chemia, WIG-Energia i WIG-Odzież) widać ruch w kierunku większej korelacji pomiędzy stopami zwrotu z inwestycji w indeks sektorowy, a inwestycji w ogólny indeks warszawskiej giełdy (WIG). Wyniki pozostałych 11 indeksów sektorowych wskazywały na wzrost odchylenia od ryzyka rynkowego (w obie strony). Na koniec czerwca 2023 r. indeks WIG-Odzież wskazuje na największą wrażliwość na zmiany szerokiego rynku, podczas gdy indeks WIG-Informatyka wydaje się najmniej zależny od zmian rynkowych.

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 czerwca 2023 roku.



# Współczynnik Beta (2/2)

Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

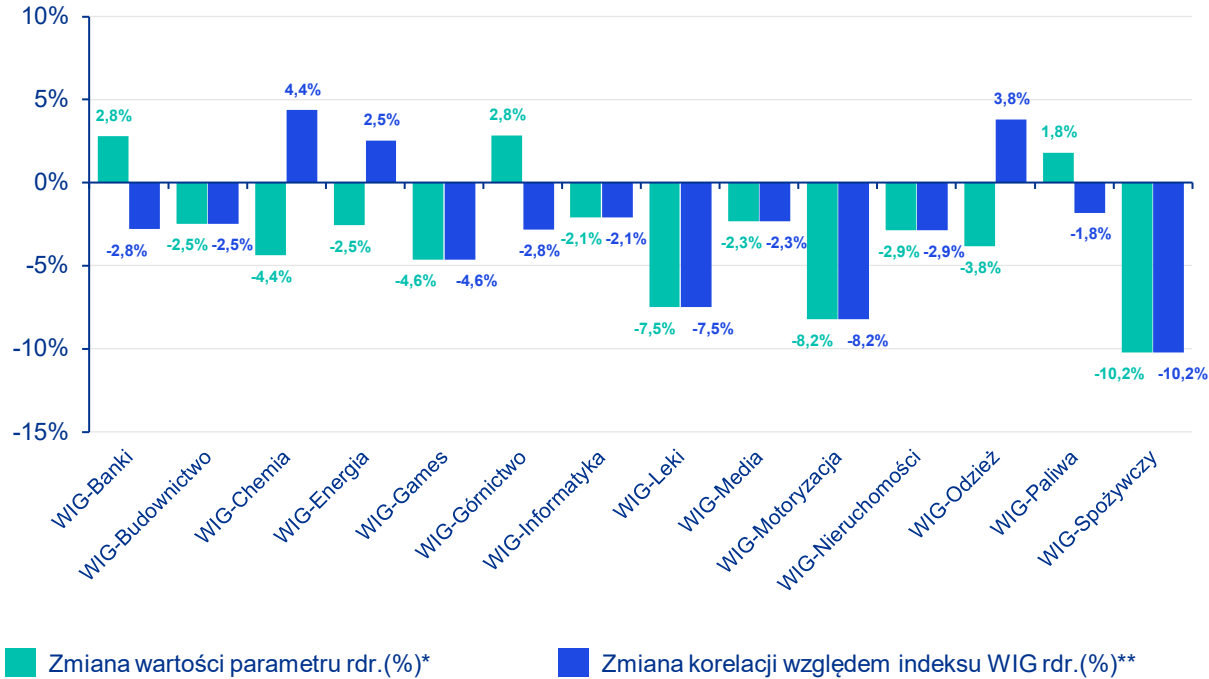
01 Mnożniki  
rynkowe

02 Współczynnik  
Beta

03 Stopa wolna  
od ryzyka

Digital Valuation

## Zmiany parametru Beta w ujęciu procentowym (IIQ 2023 vs. IIQ 2022)



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).



„W okresie ostatnich 12 miesięcy (IIQ 2022-IIQ 2023) w ujęciu sektorowym, ryzyko systematyczne (mierzone współczynnikiem beta) nie uległo większym zmianom. Wyjątkami były WIG-Leki, WIG-

-Motoryzacja, WIG-Odzież i WIG-Spożywczy. Każdy z tych sektorów zmniejszył swoją wrażliwość na zmiany szerokiego rynku (indeks WIG). Największą korelację z rynkiem na koniec IIQ 2023 r. wykazały sektory energetyczny i paliwowy. Sektor odzieżowy reagował najsilniej na zmiany szerokiego rynku, a sektor informatyczny był najmniej wrażliwy na ryzyko rynkowe.”

### Marcin Łągiewka

Dyrektor w Dziale Deal Advisory,  
Zespół Wycen w KPMG w Polsce



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

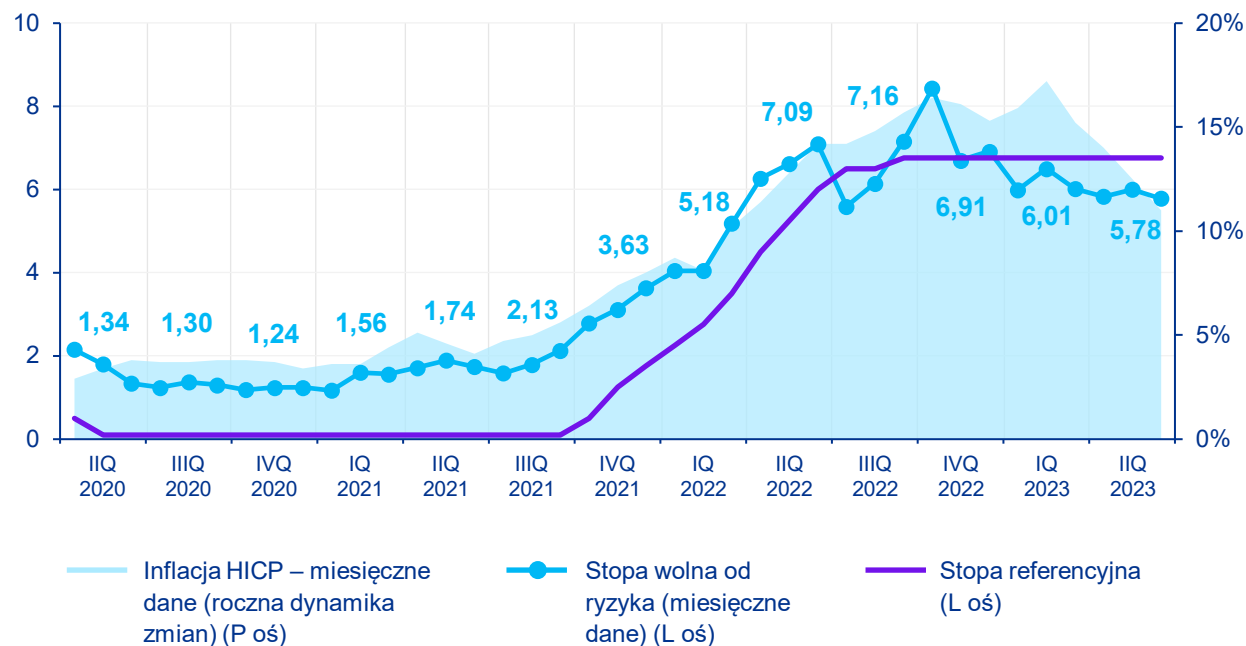
02 Współczynnik  
Beta

03 Stopa wolna  
od ryzyka

Digital Valuation

Analizowany 3-letni horyzont czasowy warto podzielić na dwa okresy – „przedinflacyjny” (tj. do III kw. 2021 roku) i „inflacyjny”. W pierwszym okresie można zaobserwować niską stopę wolną od ryzyka w Polsce (pokrywającą się z globalną sytuacją niskich stóp procentowych). Drugi okres cechował się natomiast dynamicznym wzrostem stopy wolnej od ryzyka – rentowności polskich obligacji skarbowych (począwszy od III kwartału 2021 r.) wskutek rozpoczęcia serii podwyżek stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej (10 podwyżek z rzędu, miesiąc po miesiącu, w okresie 10.2021-07.2022 oraz ostatnia podwyżka we wrześniu 2022 roku). Szczytową wartość stopy wolnej od ryzyka na poziomie powyżej 8% odnotowano w październiku 2022 roku. Od tej pory można zaobserwować trend spadkowy, przy czym RPP utrzymuje stopę referencyjną na poziomie 6,75 od września 2022 roku<sup>9</sup>. Na koniec II kwartału 2023 roku stopa wolna od ryzyka wynosiła 5,78 – wciąż znacząco powyżej poziomów notowanych w okresie „przedinflacyjnym”.

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 II kwartału 2023 roku, a datą publikacji raportu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopę referencyjną do poziomu 5,75.



# Stopa wolna od ryzyka (2/2)

Spis treści

Autorzy raportu

Wstęp

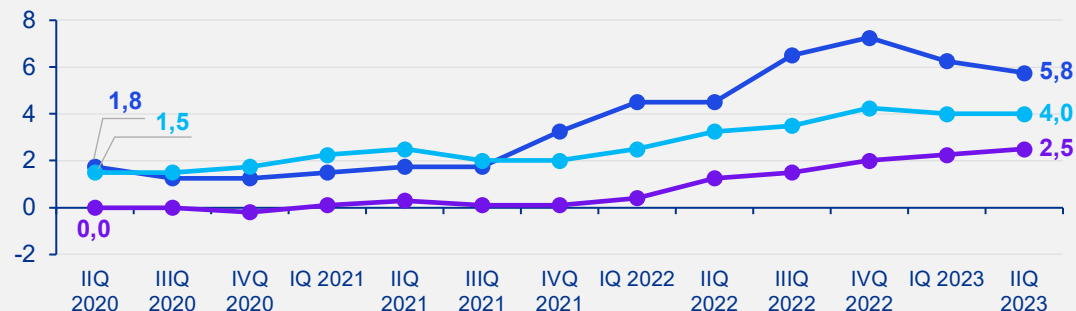
01 Mnożniki  
rynkowe

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

„Stopę wolną od ryzyka, która jest podstawą do określenia stopy dyskonta, w okresie ostatnich trzech lat warto analizować w podziale na okres przed wzrostem inflacji (tj. do IIIQ 2021 roku) oraz okres wysokiej inflacji (trwający do dzisiaj).

W pierwszym okresie, historycznie niskie stopy procentowe i niskie rentowności obligacji skarbowych utrzymywały stopę wolną od ryzyka na poziomie poniżej 2%.

Wzrost inflacji, skutkujący serią podwyżek stopy referencyjnej, doprowadził do wzrostu stopy wolnej od ryzyka, której szczyt – na poziomie powyżej 8% – przypadł na październik 2022 roku. Stopa wolna od ryzyka charakteryzowała się dużą miesięczną zmiennością zarówno na tle inflacji, jak i stopy referencyjnej, szczególnie w 2022 roku. Od końca 2022 roku stopa wolna od ryzyka jest w powolnym trendzie spadkowym korespondującym ze spadkiem inflacji.”



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 Księgową.

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

Dyrektor

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



[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**