

**Budownictwo**

Polska

Maciej Stokłosa
(48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl

PBG

PBG PW; PBGG.WA

Trzymaj

(Niezmieniona)

Wyniki Q4 2011 niezłe, ale uwaga skupiona na długi

Obecna cena: 62,75 PLN, Cena docelowa: 78,5 PLN

Wyniki Grupy PBG za Q4 2011 są lepsze niż oczekiwaliśmy na poziomie operacyjnym. Znacznie wyższe przychody częściowo są pochodną nie uwzględnianej w prognozach konsolidacji Rafako w listopadzie i grudniu, częściowo zaś wynikają z korzystnych warunków pogodowych. Marża brutto na sprzedaży, świadcząca o rentowności kontraktów, nie odbiega od naszych oczekiwań. Wyniki na poziomie EBIT i zysku netto nie różnią się istotnie od oczekiwań konsensusu (większy, niż oczekiwany efekt m.in. pozostałych kosztów operacyjnych). Ważniejszy jednak niż wyniki jest stan zadłużenia Grupy, a tu nie dostrzegamy poprawy. Na koniec 2011 roku dług netto wyniósł 1,46 mld PLN (Q3 2011: 1,46 mld PLN, operacyjne przepływy w Q4 2011: tylko +9,1 mln PLN, z czego pobrana gwarancja bankowa przez Alstom zaniżyła cash flow o 135 mln PLN). Zgodnie z nowymi deklaracjami zarządu, zadłużenie w Grupie PBG spadnie dopiero pod koniec 2012 roku. Na koniec 2011 roku dług netto / EBITDA wyniósł 3,1, ale tylko dlatego, że PBG przeksięgowało za okres Q1-Q3 2011 aż 85,2 mln PLN pozostałych przychodów finansowych do pozostałych przychodów operacyjnych. Są to typowe zdarzenia jednorazowe i nie można brać ich pod uwagę w kalkulacji powtarzalnego EBITDA. Sytuacja PBG nadal jest trudna, a spółka ryzykowna. Brak spadku długu w Q2 2012, połączony z możliwym naruszeniem covenantów w Q2 i Q3 2012, może powodować trudności w przedłużeniu 0,9 mld PLN zadłużenia w II połowie roku. Widzimy trzy metody rozwiązania problemu zadłużenia: 1) zdanie się na trudne negocjacje z bankami (wariant negatywny dla kursu PBG do czasu zakończenia negocjacji); 2) wtórna emisja akcji (wariant negatywny dla obecnych akcjonariuszy, pozytywny dla nowych); 3) sprzedaż aktywów (wariant pozytywny). Wariant trzeci dotyczy nie tylko sprzedaży np. Biurowca Skalar, ale i całych spółek, jak na przykład Hydrobudowy. Nie można obecnie przesądzić, który wariant się zrealizuje. Podtrzymujemy rekomendację neutralną, w oczekiwaniu na konferencję po wynikach Q4 2011 i dalsze kroki mające na celu zmniejszenie długu netto. Pozostawiamy cenę docelową bez zmian - aktualizacji wyceny dokonamy, gdy uprawdopodobni się jeden z przedstawionych wariantów zmniejszenia zadłużenia.

Wyniki Q4 2011 vs. prognozy DI BRE i konsensus PAP

(mln PLN)	IVQ 2011	Prognoza DI BRE	Różnica	IVQ 2011 pro forma	Konsensus PAP	Różnica	IVQ 2010	Zmiana
Przychody	1 353,3	900,0	50,4%	1 135,3	1 000,0	35,3%	809,2	67,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	160,3	103,5	54,8%	129,9	-	-	90,3	77,5%
%	11,8%	11,5%	-	11,4%	-	-	11,2%	-
EBIT	70,1	71,7	-2,2%	-	73,3	-4,3%	101,3	-30,8%
%	5,2%	8,0%	-	-	7,3%	-	12,5%	-
Zysk brutto	62,7	46,3	35,4%	-	-	-	98,0	-36,0%
Zysk netto	30,9	30,8	0,2%	-	33,0	-6,5%	85,3	-63,8%
%	2,3%	3,4%	-	-	3,3%	-	10,5%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG, PAP

Wpływ na wyniki Q4 2011 konsolidacji wyników Rafako

Konsolidacja wyników Rafako za listopad i grudzień 2011 dodała do wyników Grupy PBG 218 mln PLN przychodów i 8 mln PLN EBIT. Powyżej uwzględniamy wyniki pro forma - tzn. jak wyglądałyby przychody i wynik brutto na sprzedaży Grupy PBG, gdyby konsolidacja wyników Rafako za 2 miesiące nie miała miejsca. Na wynikach PBG za Q4 2011 negatywnie zaważyła wycena udziałów w Rafako do wartości godziwej (-21,9 mln PLN).

Dług netto / EBITDA 2011 = 3,1?

Na koniec 2011 roku dług netto / EBITDA wyniósł 3,08. Na spadek wskaźnika miała wpływ wyłącznie zmiana polityki księgowej Grupy PBG. PBG zdecydowało, że w pozostałych przychodach i kosztach finansowych będzie księgować jedynie zdarzenia związane z finansowaniem. Zyski z inwestycji i wyceny nieruchomości będą prezentowane w pozostałych przychodach operacyjnych. Efekt przeksięgowania pozostałych przychodów finansowych do pozostałych przychodów operacyjnych wyniósł za 3Q 2011 +85,2 mln PLN. Skorygowany o ten efekt dług netto / EBITDA wynosi 3,75. Wskaźnik dług netto / EBITDA uwzględnia EBITDA za 4 ostatnie kwartały, w tym EBITDA za 4 ostatnie kwartały niedawno przejętego Rafako.

Dług netto / EBITDA - wyścig na czas?

Ponieważ wskaźnik dług netto / EBITDA uwzględnia EBITDA za 4 ostatnie kwartały, pogorszenie wyników PBG skutkuje ryzykiem naruszenia covenantów. Zwracamy głównie uwagę na bardzo dobre wyniki Q2 2011 i Q3 2011, których zastąpienie słabszymi wynikami Q2 2012 i Q3 2012 w kalkulacji wskaźnika negatywnie wpłynie na stosunek dług netto / EBITDA. Sądzymy, że PBG może czuć presję, aby utrzymać wyniki w Q1, Q2, Q3 2012 na jak najwyższym poziomie. Ewentualnego

pogorszenia wyników spodziewalibyśmy się dopiero w Q4 2011, tzn. w momencie zakończenia i rozliczenia kontraktów drogowych. Mamy na myśli zdarzenie, gdy spływowi gotówki z zakończonych kontraktów towarzyszy pogorszenie wyników finansowych.

Zmiana zasad księgowości: spółki zależne PBG Erigo

Spółki PBG Erigo w Q4 2011 przyjęły strukturę FIZ, pozwalającą oszczędzać na bieżącym podatku dochodowym (wypłata podatku dopiero w momencie zamknięcia FIZ). PBG podaje szereg powodów, dla których zmiana struktury spółek zależnych wpływa na utratę kontroli nad spółkami. W efekcie, spółki ulegają dekonsolidacji i będą wyceniane w wartości godziwej jako aktywa finansowe. Uważamy, że działanie to ma za zadanie „zarządzanie” przyszłymi wynikami Grupy - nie zauważamy na razie istotnego wpływu na bilans i przeszłe wyniki PBG. Sądzymy, że chodzi prawdopodobnie o sytuację, gdy przekazanie mieszkań w projektach deweloperskich opóźnić mogłoby się np. o kwartał - mieszkania są przedsprzedane, można wtedy wycenić spółkę deweloperską do fair value wcześniej, przed faktycznym oddaniem notarialnym lokali.

Portfel zamówień Grupy PBG

Portfel zamówień:

- Grupy PBG ma wartość 5,9 mld PLN, z czego 4,3 mld PLN przypada na rok 2012.
- Hydrobudowy ma wartość 2 mld PLN, z czego 1,5 mld PLN przypada na rok 2012
- Segmentu energetycznego (głównie Rafako) ma wartość 1,9 mld PLN.
- Energomontażu Południe ma wartość 281 mln PLN, z czego 261 mln PLN przypada na rok 2012.

Uważamy, że portfele zamówień są wystarczające do wygenerowania naszych aktualnych prognoz wyników spółek. Problemem mogą być za to ewentualne straty na kontraktach drogowych, możliwe do rozpoznania prawdopodobnie w Q4 2012 (w momencie zakończenia kontraktów).

Wyniki PBG w Q4 2011 w segmentach działalności

(mln PLN)	Przychody	Zysk brutto na sprzedaży	Marża %
Gaz ziemny i ropa naftowa	239,2	25,7	10,8%
Woda	177,2	28,4	16,0%
Budownictwo ogólne	219,5	15,2	6,9%
Budownictwo drogowe	376,3	20,6	5,5%
Energetyka	331,6	55,3	16,7%
Pozostałe	9,5	15,0	156,7%
Suma	1 353,3	160,3	11,8%

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG

Wyniki Hydrobudowy lepsze, niż wyniki PBG?

Hydrobudowa w Q4 2011 wygenerowała 588,7 mln PLN przychodów, 35,5 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 6,0%), 16,6 mln PLN EBIT i 6,4 mln PLN zysku netto. Operacyjne przepływy wyniosły 146,8 mln PLN. Na koniec Q4 2011, dług netto spadł do 448,6 mln PLN. Można szacować, że część długu netto Hydrobudowy może wynikać z finansowania należności od spółki matki, PBG. Pomimo dobrych wyników, do spółki podchodzilibyśmy relatywnie ostrożnie, z uwagi na:

- możliwość wygenerowania straty w 2012 roku (ekspozycja na kontrakty drogowe)
- możliwość przejścia Aprivii od PBG (rynek taką transakcję oceniłby jako negatywną dla Hydrobudowy, PBG nie sprzedaje spółkom zależnym własnych spółek zależnych tanio: vide Hydrobudowa 9 i Energomontaż Południe)
- wspólne, solidarne gwarancje Hydrobudowy dla długu PBG

To nie koniec kapitałochłonnych kontraktów?

Hydrobudowa w raporcie Q4 2011 informuje, że jako członek konsorcjum OHL - Grupa PBG, dokonała nabycia maszyny do drążenia tuneli. Nabycie maszyny związane jest z realizacją pozyskanego w 2011 roku kontraktu na budowę tunelu pod Martwą Wisłą. Maszyna kosztowała 94,6 mln PLN (20,8 mln EUR), z czego 45% kosztu ponosi Grupa PBG. Maszyna jest finansowana leasingiem.

Wyniki Q4 2011 zgodnie z oczekiwaniami słabsze z uwagi na rezerwy

Rafako w Q4 2011 wygenerowało 312,2 mln PLN przychodów, 45,6 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (rentowność: 14,6%), 1,0 mln PLN EBIT i 0,7 mln PLN zysku netto. Wyniki Rafako za Q4 2011 są nieznacznie słabsze od naszych oczekiwań. Świadcząca o rentowności kontraktów marża brutto na sprzedaży w Q4 2011 wyniosła 14,6%, co jest wynikiem bardzo dobrym. Na poziomie EBIT słabość wyników to pochodna dużych zawiązanych rezerw, w tym na: straty z tytułu kontraktów budowlanych (18,3 mln PLN), opóźnienia / kary kontraktowe (14,9 mln PLN), koszty arbitrażu (10 mln PLN), naprawy gwarancyjne (6,7 mln PLN). Koszty rezerw zawiązały koszty ogólne (aż 34,8 mln PLN, w tym aż 24,3 mln PLN kosztów sprzedaży) oraz pozostałe koszty operacyjne netto (saldo: 9,7 mln PLN). Pozostałe przychody finansowe netto wyniosły 5,1 mln PLN. Wynik na poziomie netto zaniżył bardzo duży zaksięgowany podatek (5,6 mln PLN, efektywna stopa podatkowa: 91,4%). Gotówka netto na koniec 2011 roku była zgodna z oczekiwaniami i wyniosła 100,4 mln PLN (prognoza: 101,5 mln PLN). Operacyjne przepływy wyniosły w Q4 2011 67,3 mln PLN (bez pobrania przez Alstom kwoty 135 mln PLN, pro forma cash flow byłby pozytywny).

Wyniki Energomontażu Południe

Energomontaż Południe w Q4 2011 wygenerował: 105,1 mln PLN przychodów, 6,8 mln PLN wyniku brutto na sprzedaży (marża: 6,5%), 0,9 mln PLN zysku na sprzedaży, 1,7 mln PLN straty EBIT i 4,3 mln PLN zysku netto. Na wyniku zaważyły



zdarzenia jednorazowe: pozostałe koszty operacyjne netto w kwocie 2,6 mln PLN, bardzo niskie z kolei pozostałe koszty finansowe netto (0,2 mln PLN), ujemny podatek w kwocie 6,3 mln PLN. Operacyjne przepływy pieniężne wyniosły 13,6 mln PLN. W Q4 2011 doszło do negatywnych zdarzeń jednorazowych: zawyżone przez odpisy o około 1 mln PLN koszty zarządu, zamknięcia kilku kontraktów, co negatywnie wpłynęło na rentowność, w tym domknięcia wszystkich otwartych rozliczeń kontraktowych, które nie były domknięte w przeszłości. Wyniki Q4 2011 nie budzą naszych obaw, jeśli chodzi o wyniki roku 2012.

Wzrost udzielonych przez PBG pożyczek

Saldo udzielonych pożyczek, na poziomie aktywów obrotowych, wzrosło w Q4 2011 z 313,5 mln PLN do 493,0 mln PLN. PBG udziela pożyczek: spółkom zależnym, inwestorom, podwykonawcom. Wzrost pożyczek zaskoczył nas negatywnie - zgodnie z deklaracjami spółki saldo pożyczek miało być zredukowane.



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych:

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Polmot Warfama, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Pólnoc, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, Neuca, Odratrans, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.