

Poniższe opracowanie zostało przygotowane wyłącznie w celach edukacyjnych i nie stanowi propozycji konkretnej decyzji inwestycyjnej w odniesieniu do jakiegokolwiek instrumentu finansowego oferowanego przez GetBack S.A.

## Na skróty – podsumowanie wniosków i najważniejszych punktów

- **GetBack S.A.** jest **stabilną i dynamicznie rozwijającą się** Spółką działającą na mocno rosnącym rynku wierzytelności.
- Średnioroczne tempo wzrostu sektora, w którym działa GetBack za ostatnie 7 lat wyniosło **ponad 22%**.
- **Spółka zajmuje drugie miejsce w Polsce na rynku** pod kątem wartości nominalnej posiadanego portfela wierzytelności oraz generowanych przychodów.
- Spółka planuje **reinvestować cały zysk** wypracowywany w najbliższych latach w dalszy rozwój biznesu.
- Inwestorzy indywidualni mogą składać zapisy na akcje w dniach 26.06-03.07. Cena maksymalna została przez emitenta ustalona na poziomie 27 zł, co oznaczałoby kapitalizację Spółki równą 2,7 mld zł.
- **W przypadku spełnienia wszystkich przyjętych przez nas założeń pojedyncza akcja Spółki modelowo wyceniona byłaby na 30,20 zł czyli o 11,9% więcej niż wynosi cena maksymalna.**

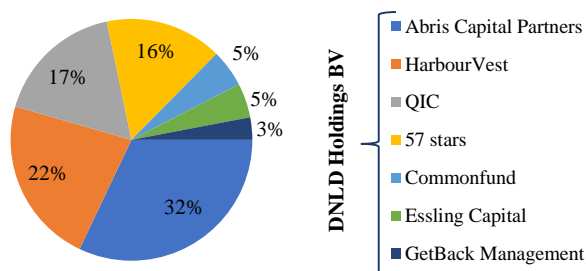
## Podstawowe informacje o Spółce i emisji

**GetBack S.A.** działa na rynku od 2012 roku w branży windykacji przeterminowanych wierzytelności detalicznych, głównie z sektora bankowego. Na koniec 2016 roku Spółka zarządzała portfelem wierzytelności o łącznej wartości nominalnej 19,4 mld zł, co daje jej **drugie miejsce w Polsce** (zaraz po spółce KRUK). Grupa nie ogranicza swojej działalności wyłącznie do polskiego rynku i poprzez podmioty zależne obecna jest również na perspektywnym rynku rumuńskim. W czerwcu 2016 roku nastąpiła zmiana właściciela GetBack. Idea Bank należący do Getin Holding zdecydował się sprzedać wszystkie akcje na rzecz konsorcjum funduszy Private Equity, wśród których pośrednią kontrolę nad Spółką sprawują fundusze zarządzane przez Abris Capital Partners.

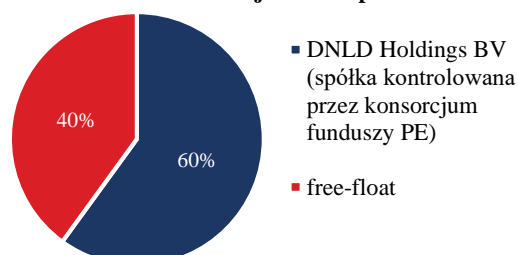
## Oferta publiczna Spółki:

- Dotyczy maksymalnie 40 mln akcji, które łącznie stanowią 40% udziału w kapitale Spółki.
- Inwestorzy indywidualni, do których kierowane jest ok. 10% oferty mogą składać zapisy na akcje w dniach **26.06 - 03.07**.
- Z emisji spółka planuje pozyskać ok. **400-500 mln zł**, które mają zostać przeznaczone na nabycie kolejnych portfeli wierzytelności oraz ewentualne akwizycje podmiotów prowadzących podobną lub komplementarną działalność do GetBack.
- Zarząd nie przewiduje rekomendowania wypłaty dywidendy za 2017 rok, a przyszłe wypłaty uzależnia od perspektyw zysków oraz pozycji finansowej.

Aktualna struktura akcjonariatu (pośrednio poprzez Spółkę DNLD Holdings)



Struktura akcjonariatu po IPO

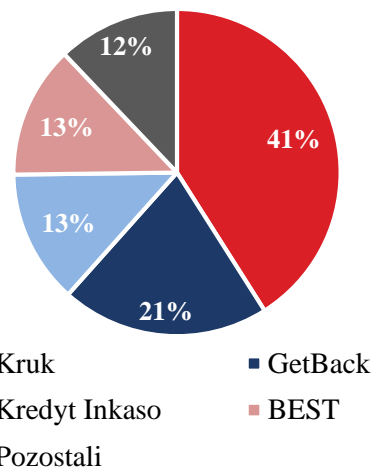


## Analiza branży i sektora, w którym działa GetBack

Polska branża zarządzania wierzytelnościami jest silnie rozdrobniona pod względem liczby podmiotów oraz profilu modelu biznesowego. Na rynku działa obecnie kilkaset podmiotów wśród których:

- większość stanowią małe i średnie firmy windykacyjne - niewielkie podmioty, które zajmują się jednocześnie nie więcej niż kilkunastoma sprawami, a działalność windykacyjna stanowi dla nich jedynie dodatkowe źródło dochodów (np. kancelarie Radców Prawnych),
- wyróżnić można jedynie nieliczne duże, wyspecjalizowane podmioty, spośród których kilka ma znaczący udział w rynku. Są one zdolne do jednoczesnego obsługiwanie kilkuset tysięcy spraw, a windykacja stanowi dla nich główne lub jedyne źródło działalności. Stanowią bezpośrednią konkurencję dla emitenta.

Udziały w polskim rynku zarządzania wierzytelnościami (%)

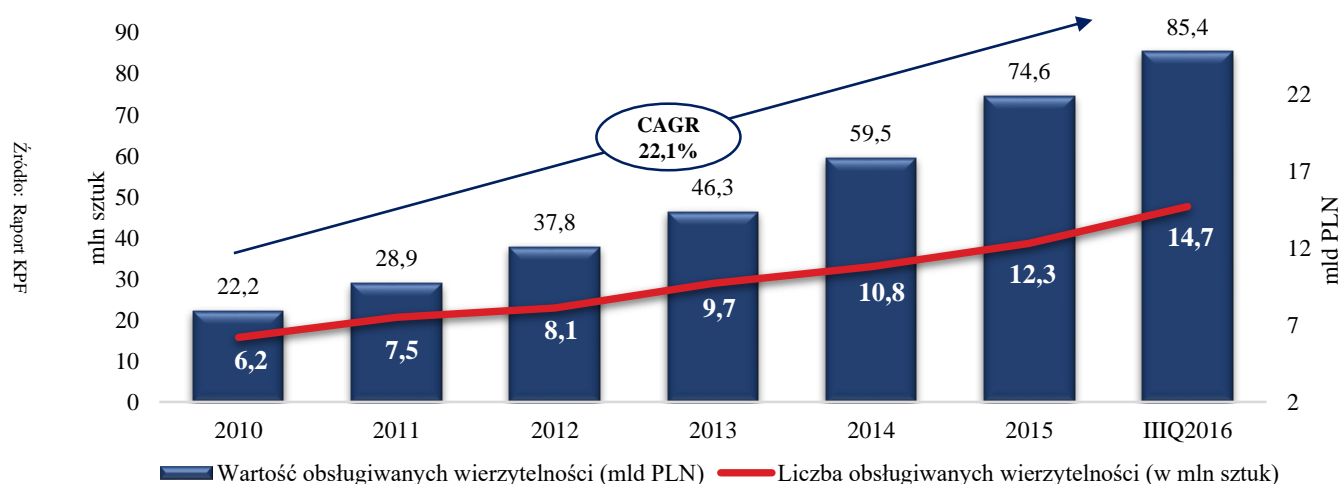


Źródło: Raport KPF, stan na 3Q2016

Branża emitenta zgodnie z raportem opracowanym przez Konfederację Przedsiębiorstw Finansowych stale oraz dynamicznie wzrasta. W okresie niespełna sześciu ostatnich lat (2010-3Q2016) odnotowano niemal czterokrotny wzrost wartości obsługiwanych wierzytelności (daje to równowartość nominalną wzrostu równą 63 mld zł). W efekcie na koniec 3 kwartału 2016 roku nominalna wartość obsługiwanych wierzytelności osiągnęła historyczne maksimum na poziomie 85,4 mld zł, co w porównaniu z końcem 2015 roku oznacza wzrost o 14,5%.

W analogicznych okresach istotnie wzrosła również liczba obsługiwanych wierzytelności. Zanotowano ponad czterokrotny wzrost (tj. o ok. 8.5 mln sztuk) w latach 2010-3Q2016 oraz 19,5% wzrost od końca 2015 roku do trzeciego kwartału 2016 (z 12,3 mln do 14,7 mln sztuk).

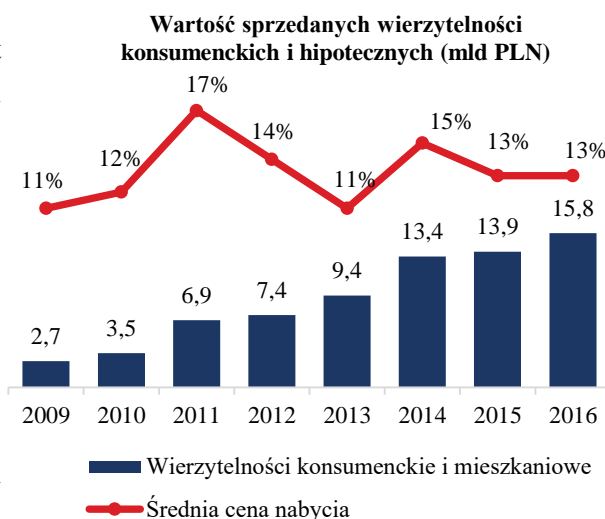
Wartość nominalna (w mld zł) oraz liczba obsługiwanych wierzytelności (w szt)



Pozytywny trend na rynku potwierdza również wzrost wartości pojedynczej wierzytelności, która od 2010 roku uległa niemal podwojeniu z 3,6 tys. zł do około 6 tys. zł. Dodatkowe czynniki, wśród których warto wymienić:

- osiągane stopy dyskonta portfeli nabywanych przez firmy windykacyjne (w granicach 5-15% wartości),
- jakość stosowanych praktyk windykacyjnych,
- rosnącą efektywność ekonomiczną i finansową spółek,
- rosnącą podaż wierzytelności (\*).

Kwalifikują polski rynek do wzrostowej fazy zaraz obok rynku irlandzkiego, belgijskiego czy holenderskiego.



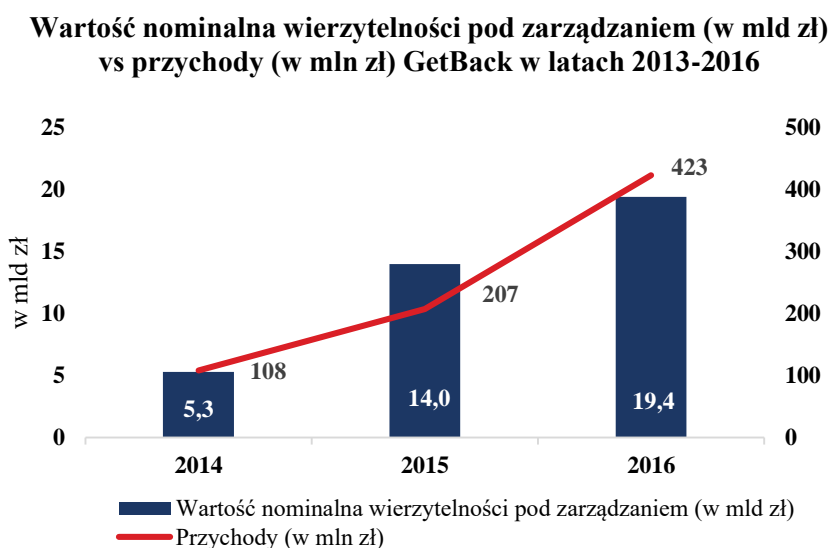
Źródło: KRUK S.A.

\* Rosnącej podaży wierzytelności, zwłaszcza tych pochodzących z kredytów bankowych sprzyjają konsekwencje światowego kryzysu oraz niskie stopy procentowe zachęcające wiele podmiotów do sięgnięcia po kredyt. W konsekwencji wyższa podaż kredytu na rynku bankowym w połączeniu z niepewnością skutkuje większą podażą portfeli niepracujących zarządzanych przez banki. Dalszemu wzrostowi podaży wierzytelności bankowych mogą również pomagać zmiany regulacyjne, w szczególności:

- zniesienie bankowego tytułu egzekucyjnego,
- wzrost obciążeń ponoszonych przez banki w postaci wyższych składek na rzecz BFG,
- wzrost obciążeń wywołanych dodatkowym opodatkowaniem sektora,
- wydanie przez KNF bankom o znacznej ekspozycji kredytów walutowych zalecenia uzupełnienia kapitałów w roku 2016 w wysokości 1,4 mld zł

## Analiza obecnej sytuacji GetBack

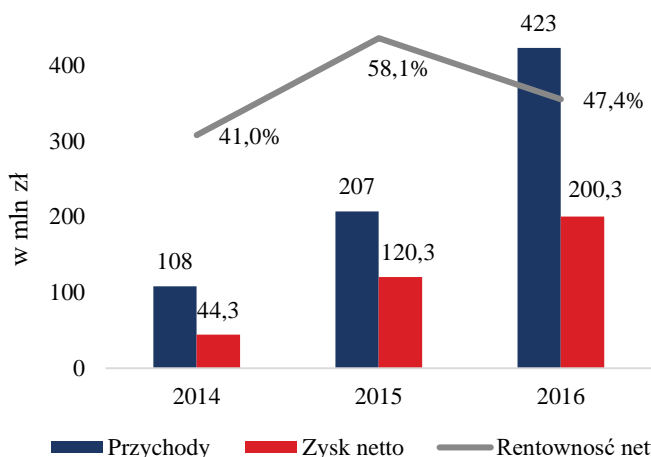
Sytuacja finansowa Spółki utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie. GetBack udało się w zaledwie 5 lat stać się drugim co do wielkości podmiotem działającym na polskim rynku zarządzania wierzytelnościami. Dynamicznie rosnący portfel wierzytelności w zarządzaniu istotnie przekłada się również na przychody całej Grupy, które po zaledwie 5-letniej działalności wzrosły na koniec 2016 roku do poziomu ponad 423 mln zł.



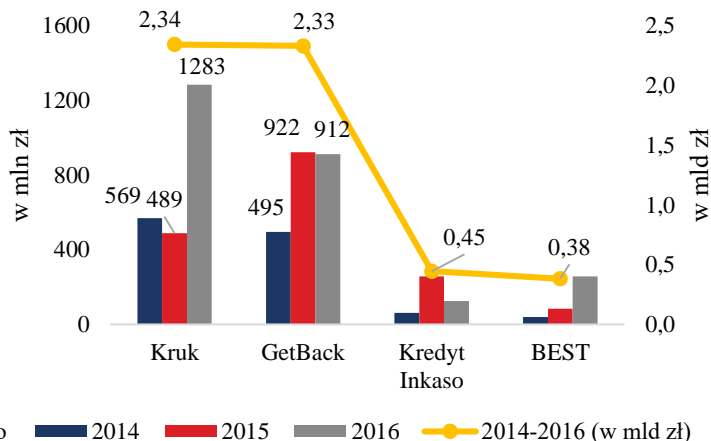
Źródło: Sprawozdania finansowe Spółki

Pomimo dynamicznego wzrostu przychodów Grupie udaje się utrzymać rentowność netto w okolicach 50%, co bezpośrednio przykłada się również na silny wzrost zysku netto. Tak szybki rozwój nie byłby możliwy bez wysokich nakładów kapitałowych na powiększenie portfela wierzytelności zarządzanego przez Spółkę, które w na przestrzeni lat 2014-2016 przekroczyły 2,3 mld zł. To analogiczna wartość jak inwestycje lidera branży – firmy KRUK S.A.

### Efektywność operacyjna GetBack



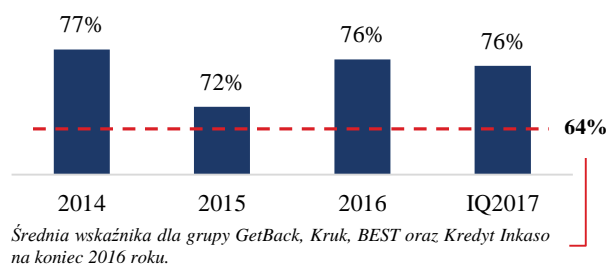
### Inwestycje w portfele wierzytelności GetBack vs główni konkurenci w latach 2014-2016



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

Tak wysokie nakłady kapitałowe musiały zostać sfinansowane kapitałem obcym. Obecnie na rynku Catalyst notowane są 23 serie obligacje GetBack. Spółka maksymalnie wykorzystuje więc dźwignię finansową, aby maksymalizować rentowność na prowadzonej działalności. W efekcie wysoki wskaźnik całkowitego zadłużenia Spółki nie powinien dziwić, a być traktowany jako naturalna konsekwencja prowadzonej działalności w tej branży. Rozpatrując poziom zadłużenia Spółki należy jednak przede wszystkim zwrócić uwagę na jej zdolność do obsługi posiadanego długu w kontekście generowanej EBITDA. Wskaźnik ten na koniec 2016 roku wynosił 3,04, co w porównaniu z konkurencją jest najniższym wynikiem. Oznacza to, że to właśnie GetBack jest w stanie najszybciej uregulować swoje zadłużenie z generowanych nadwyżek finansowych.

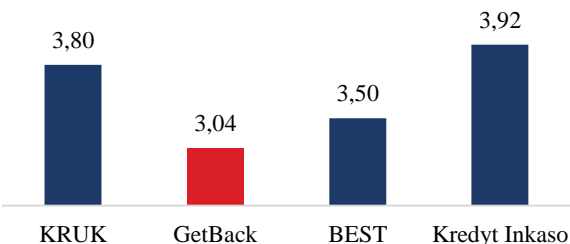
### Wskaźnik całkowitego zadłużenia



Źródło: Opracowanie własne.

Interesująco prezentują się też pozostałe wskaźniki finansowe Spółki (podsumowanie w tabeli na kolejnej stronie). Wskaźnik bieżącej płynności na poziomie oscylującym w okolicy 2,5 oraz wskaźniki wykorzystania kapitału obrotowego wskazują na to, że GetBack w porównaniu do konkurentów najbardziej efektywnie zarządza swoimi środkami, co pozwala na uniknięcie problemu nadpłynności.

### Dług netto/EBITDA na koniec 2016 roku



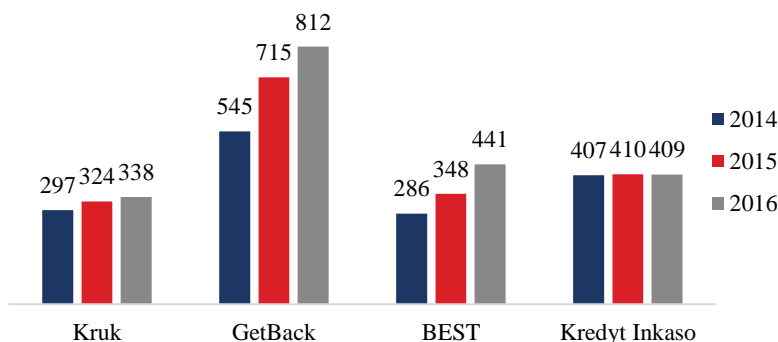
Źródło: Opracowanie własne.

Spółka cechuje się również **zdecydowanie najwyższym poziomem rentowności aktywów (ROA) i kapitału własnego (ROE)**. Efektywność oraz rosnącą skuteczność operacyjną Spółki w porównaniu z konkurentami potwierdzają również dane o osiągniętych przez nią odzyskach, które stanowią o rentowności podstawowej działalności GetBack. W przeliczeniu na jednego zatrudnionego pracownika Spółka zostawiła swoich rywali daleko w tyle. Tak wysoka efektywność w połączeniu z wysokimi inwestycjami w nowe portfele sprawiają, że GetBack zbliża się do fotela rynkowego lidera również w przypadku nominalnej wartości odzysków.

	31.12.2016	31.03.2017	31.12.2016	31.03.2017	31.12.2016	31.03.2017	31.03.2016	31.12.2016
	GetBack		KRUK		BEST		Kredyt Inkaso	
Wskaźnik bieżącej płynności	2,13	2,76	6,27	8,8	7,33	4,91	5,47	4,57
Kapitał obrotowy do przychodów ze sprzedaży	1,77	1,69	3,17	2,59	3,72	5,82	5,06	2,48
Kapitał obrotowy do zobowiązań krótkoterminowych	1,13	1,76	5,27	7,8	6,33	3,91	4,47	3,57
ROA	12,3%	12,6%	8,0%	10,4%	10,19	9,33	14,37	3,94
ROE	51,9%	51,9%	40,0%	42,9%	4,3%	2,4%	5,6%	3,4%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych funkcji. Dane dla Kredyt Inkaso bazują na ostatnim pełnym sprawozdaniu okresowym, tj. za okres 01.04.2015 r. do 31.03.2016 r. oraz za ostatni dostępny kwartał, tj. 01.04.2016 r. do 31.12.2016 r.

### Odzyski brutto / etat (tys. zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółek.

## Przykładowe modele do oszacowania wartości Spółki

Poniżej prezentujemy modelowy przykład zastosowania metody porównawczej do oszacowania wartości GetBack.

Spółki porównawcze	Ticker	Kraj	Cena akcji (23.06.2017)	Waluta	P/E	P/BV	EV/Revenue	EV/EBITDA
KRUK	KRU	Polska	307,8	PLN	21,5	4,38	8,41	17,8
BEST	BST	Polska	30,8	PLN	65,7	1,98	6,51	11,0
Intrum Justitia	IJ	Szwecja	304,9	SEK	14,7	4,93	5,38	8,6
PRA Group	PRAA	USA	36,2	USD	16,6	1,71	4,72	16,7
Encore Capital Group	ECPG	USA	40,5	USD	14,3	1,76	3,97	15,0
Hoist Finance	HOFI	Szwecja	87,75	SEK	15,2	2,30	6,16	5,6
B2 Holding	B2H	Norwegia	15,7	NOK	20,2	2,21	5,74	13,3
<b>Mediana</b>					<b>16,6</b>	<b>2,2</b>	<b>5,7</b>	<b>13,3</b>
<b>Dane finansowe GetBack (ostatnie dostępne 12 miesięcy)</b>					<b>219,8</b>	<b>442,6</b>	<b>500,9</b>	<b>278,4</b>
<b>Dług netto (mln zł)</b>					<b>942</b>			
<b>Wartość implikowana przez wskaźnik (mln zł)</b>					<b>3 646</b>	<b>979</b>	<b>1 931</b>	<b>2 760</b>
<b>Liczba akcji (mln sztuk)</b>					<b>100</b>			
<b>W przeliczeniu na 1 akcję</b>					<b>23,5</b>			

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Spółek. Użyte do szacunku dane finansowe dotyczą ostatnich 12-miesięcy sprawozdawczych tj. 31.03.2016 -31.03.2017.



Poniżej prezentujemy modelowy przykład zastosowania metody dochodowej DCF do oszacowania wartości GetBack.

Prognozy wyników i przepływów można oprzeć o dane za 2016 r. oraz pierwszy kwartał 2017 r., a także informacje finansowe opublikowane przez Grupę w prospekcie emisyjnym, w tym dane o istotnych zdarzeniach po dniu bilansowym oraz zdarzeniach, które miały miejsce po 1 kwartale 2017r.

Przyjmując dodatkowo m.in. następujące założenia oraz uwzględniając zdarzenia wpływające na prognozowanie takie jak:

- od 1 kwietnia 2017 r. do daty wydania Prospektu Grupa pozyskała finansowanie z tytułu emisji obligacji o łącznej wartości nominalnej 440 mln PLN, w tym w ramach emisji obligacji w ramach oferty publicznej zostało pozyskane 139,3 mln PLN (seria PP1 – 60,0 mln PLN oraz seria PP2 – 79,3 mln PLN),
- program emisji obligacji do kwoty 300.000.000 PLN wynikający z prospektu zatwierdzonego w dniu 9 marca 2017 r. przez Komisję Nadzoru Finansowego,
- w okresie od 1 kwietnia 2017 r. do 30 maja 2017 r. Spółka zawarła lub wygrała postępowania przetargowe lub oferta Spółki została wybrana przez zbywcę portfela wierzytelności w odniesieniu do 31 portfeli wierzytelności przez własne fundusze inwestycyjne o łącznej wartości nominalnej 1,9 mld PLN o łącznej cenie zakupu 329,2 mln PLN,
- w dniu 30 maja 2017 r. Spółka zawarła warunkową zobowiązującą umowę nabycia 12.972.842 akcji EGB Investments reprezentujących ok. 99,38% kapitału zakładowego EGB Investments o wartości 207,6 mln zł,
- w przygotowaniu prognoz wzięto pod uwagę historyczne dane o odzyskach w poszczególnych latach od zakupu wierzytelności oraz informacje o modelowych krzywych odzysków podane przez Spółkę.

ROK (Dane w mln zł)	2016	IQ2017	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2021+p
<b>Łączne przychody</b>	<b>423</b>	<b>147</b>	<b>655</b>	<b>852</b>	<b>979</b>	<b>1 077</b>	<b>1 131</b>	<b>1 188</b>
<i>rentowność operacyjna</i>	55,5%	53,8%	53,8%	53,3%	49,5%	47,7%	47,7%	47,7%
<b>Zysk (strata) na działalności operacyjnej</b>	<b>235</b>	<b>79</b>	<b>352</b>	<b>454</b>	<b>485</b>	<b>514</b>	<b>540</b>	<b>567</b>
<b>Wynik na pozostałej działalności operacyjnej</b>	<b>-21</b>	<b>5</b>	<b>-11</b>	<b>-14</b>	<b>-17</b>	<b>-18</b>	<b>-19</b>	<b>-20</b>
<i>Pozostałe przychody operacyjne</i>	4	16	21	27	31	34	36	37
<i>Pozostałe koszty operacyjne</i>	-26	-11	-32	-41	-47	-52	-55	-57
<b>EBIT</b>	<b>235</b>	<b>79</b>	<b>352</b>	<b>454</b>	<b>485</b>	<b>514</b>	<b>540</b>	<b>567</b>
<b>Amortyzacja</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>17</b>
<b>Zmiana kapitału pracującego</b>	<b>505</b>	<b>250</b>	<b>684</b>	<b>265</b>	<b>172</b>	<b>132</b>	<b>73</b>	<b>76</b>
<b>Inwestycje odtworzeniowe</b>	<b>280</b>	<b>50</b>	<b>213</b>	<b>36</b>	<b>41</b>	<b>46</b>	<b>48</b>	<b>50</b>
<b>FCFF</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>-603</b>	<b>79</b>	<b>193</b>	<b>254</b>	<b>333</b>	<b>350</b>
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,7%</b>
<b>WACC</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,2%</b>
<b>Czynnik dyskontujący</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>0,93</b>	<b>0,87</b>	<b>0,82</b>	<b>0,76</b>	<b>0,71</b>	<b>0,71</b>
<b>Present Value CFn</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>-563</b>	<b>69</b>	<b>158</b>	<b>194</b>	<b>237</b>	<b>247</b>
<b>Zmiana przychodów</b>	<b>216</b>	<b>78</b>	<b>232</b>	<b>197</b>	<b>128</b>	<b>98</b>	<b>54</b>	<b>57</b>

WACC	7,01%
Stopa wzrostu FCFF do nieskończoności (w %)	1
Koszt kapitału własnego	11,71%
Koszt długu przed opodatkowaniem	6,1%
Tarcza podatkowa	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,9%
Udział kapitału	31%
Udział długu odsetkowego	69%
Wartość bieżąca CF (mln PLN)	<b>94</b>
Wartość rezydualna (PV w mln PLN)	<b>4 037</b>
<b>Enterprise Value (mln PLN)</b>	<b>4 131</b>
<b>Korekty do equity value:</b>	
(-) Dług netto (mln PLN)	943
<b>Equity value (w mln PLN)</b>	<b>3 189</b>
Liczba akcji (w mln szt):	100
<b>W przeliczeniu na akcję (PLN)</b>	<b>31,9</b>

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Spółki oraz własnych prognoz finansowych.

Jeśli przyjęlibyśmy dla naszych modeli wagi dla obu zastosowanych metod odpowiednio na poziomie 80% dla metody dochodowej oraz 20% dla metody porównawczej to w przeliczeniu na 1 akcję otrzymalibyśmy wynik 30,2 zł czyli o 11,9% więcej niż wynosi cena maksymalna. W zależności od ustalonej ceny emisyjnej ten procent mógłby wahać się w poniższym przedziale.

<b>Cena emisji</b>	20,0	20,5	21,0	21,5	22,0	22,5	23,0	23,5	24,0	24,5	25,0	25,5	26,0	26,5	27,0
<b>Ponad cenę emisji</b>	51,0%	47,3%	43,8%	40,5%	37,3%	34,2%	31,3%	28,5%	25,8%	23,3%	20,8%	18,4%	16,2%	14,0%	11,9%

Źródło: Opracowanie własne.

## Ryzyka związane z branżą i emitentem

Do największych ryzyk związanych ze Spółką zaliczyć można:

- Rosnące problemy z pozyskaniem nowych pracowników niezbędnych do obsługi nabytych za wpływy z emisji portfeli wierzytelności.
- Możliwe zmiany prawne skutkujące skróceniem się terminu przedawnienia roszczeń, a w konsekwencji możliwą niższą ściągalsnością długu przez Spółkę od wierzycieli.
- Zmianę sytuacji w sektorze bankowym, który jest głównym źródłem podaży pakietów wierzytelności dla GetBack skutkującą spadkiem podaży portfeli dostępnych do zakupu przez Spółkę lub znaczący wzrost ich cen.
- Istotne wahania na rynku stóp procentowych wpływające na wzrost kosztów obsługi zadłużenia GetBack, który w największym stopniu finansuje swój rozwój obligacjami o zmiennym kuponie.
- Ryzyko kontynuacji tak wysokiego tempa wzrostu w kolejnych latach.

## Zastrzeżenia prawne

Przygotowane opracowanie służy wyłącznie celom edukacyjnym i informacyjnym oraz stanowi przede wszystkim materiał promujący realizowane przez ZMiD szkolenia z zakresu metod analizy i wyceny spółek. Wszystkie wnioski są jedynie subiektywną oceną autorów. Zawarte w tym opracowaniu informacje **nie mogą być podstawą do podejmowania jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych w odniesieniu do jakichkolwiek instrumentów finansowych oferowanych przez GetBack S.A.** Powyższe opracowanie nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. 2005 nr 206 poz. 1715) ani w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu i Rady (UE) w sprawie nadużyć na rynku, a jej autorzy otrzymali wynagrodzenie za jej przeprowadzenie.

Niniejszy dokument posiada charakter wyłącznie informacyjny i edukacyjny. **ZMiD oraz autorzy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie tego opracowania**, ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. Każdy z potencjalnych inwestorów powinien dokonać własnej oceny, czy inwestycja w instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument jest odpowiednia. Odbiorcy tego opracowania powinni również zweryfikować, czy przyjęte założenia oraz prognozy pokrywają się z ich własnymi oczekiwaniami. Żadna z informacji przedstawionych w tym opracowaniu nie stanowi porady inwestycyjnej, a jej przygotowanie bazowało jedynie na powszechnie dostępnych źródłach informacji. Niniejszy dokument nie został przygotowany przez emitenta w zakresie informacji dotyczących prognoz wyników i nie należy traktować ich jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta.

Metody zastosowane w opracowaniu opierają się na powszechnie znanych modelach, szeroko opisywanych w finansowej literaturze. Metoda dochodowa oparta jest na zdyskontowaniu generowanych przez przedsiębiorstwo wolnych przepływów pieniężnych. Jest to metoda o względnie wysokiej poprawności ekonomicznej, która zakłada, że przedsiębiorstwo jest warte tyle ile wynoszą jego zdyskontowane przyszłe dochody dostępne dla dawców kapitału. Wadą tej metody jest natomiast duża wrażliwość na przyjęte założenia. Metoda porównawcza oparta jest na porównaniu wartości przedsiębiorstwa z wartością przedsiębiorstw konkurencyjnych o podobnym modelu biznesowym. Wadami tej metody są konieczność założenia, że użyte w tej metodzie spółki są odpowiednio wycenione przez rynek, podatność na księgowo manipulacje, oraz konieczność uśrednienia wyników.

## Kontakt

Wszystkie osoby mające pytania do powyższego opracowania prosimy o kontakt pod adresem:

[analizy@zmid.org.pl](mailto:analizy@zmid.org.pl)

## Autorzy

Piotr Cymcyk

Damian Chojnowski