



RAPORT ANALITYCZNY

KGHM S.A.

metale

ISSN 1508-308X

Warszawa, 25.03.04

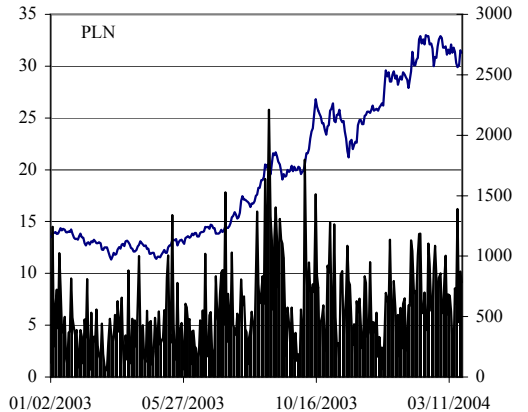
Chińska hossa

Hossa na rynkach surowcowych trwa. Średnia cena miedzi w I kwartale br. wynosi 2 700 USD/t, a srebra 236 USD/kg, tj. odpowiednio o 31% (+630 USD/t) i 26% więcej niż w IV kwartale 2003r. W ciągu trzech pierwszych miesięcy roku zapasy metalu na LME zmniejszyły się o 228 tys. ton i wynoszą obecnie 205 tys. ton. W połowie marca poziom zapasów na światowych giełdach i u producentów odpowiadał 4,4 tygodnia globalnej konsumpcji metalu. W ujęciu historycznym poziom ten nie należy do rekordowo niskich, ale wizja utrzymującego się deficytu w całym 2004 roku a może również w 2005 roku stwarza obawy o dostępność surowca i powoduje, że cena miedzi utrzymuje się na poziomie blisko 3000 tys. USD/t.

Analiza popytu i podaży miedzi wskazuje, że obecny cykl koniunktury przypomina ten z lat '80, kiedy cena metalu utrzymywała się powyżej 2500 USD/t przez ponad trzy lata. Utrzymanie wzrostu gospodarczego i popytu na surowce przez Chiny (w pierwszych dwóch miesiącach roku popyt na koncentrat wzrósł o 52%) urealnia taki scenariusz. Biorąc to pod uwagę podwyższamy średnioroczną, prognozowaną cenę miedzi w roku 2004 do 2 631 USD/t a w roku kolejnym do 2 400 USD/t. Uwzględniając jednostkowy koszt produkcji na poziomie odpowiednio 1 610 USD/t i 1 670 USD/t (w roku 2004 założony 13% wzrost wynagrodzeń, amortyzowany wysoką ceną srebra, braną pod uwagę przy kalkulacji kosztu jednostkowego) oczekujemy, że spółka wypracuje rekordowo wysokie wyniki finansowe (po uwzględnieniu strat na transakcjach zabezpieczających). Oczekujemy, że po wynikach za I kwartał Zarząd zweryfikuje całoroczną prognozę spółki zakładającą wypracowanie 650 mln PLN zysku netto, przy średniorocznej cenie miedzi na poziomie 2 000 USD/t (po uwzględnieniu transakcji zabezpieczających).

W oparciu o wskaźniki (EV/EBITDA, P/E) dla spółek o podobnym profilu podwyższamy cenę docelową dla akcji KGHM z 27 PLN do 37 PLN. Na bazie modelu DCF, uwzględniającego długi horyzont i średnioroczną cenę miedzi na poziomie 1850 USD/t (bez wpływu zapowiadanych przez Zarząd inwestycji obniżających koszt jednostkowy i zwiększających zdolności produkcyjne) wycena spółki wynosi 23 PLN. Obecną wycenę akcji w modelu dyskontowym uzasadniałaby długoterminowa cena miedzi na poziomie 2 020 USD/t (dla wyznaczonej ceny docelowej - 37 PLN - 2 100 USD/t)..

Biorąc pod uwagę słabsze niż oczekiwaliśmy wyniki operacyjne Telefonii Dialog oraz obecną waluację akcji Netii (EV/EBITDA = 7,1) obniżamy wycenę Dialogu przyjętą w modelu sum-of-the-parts z 853 mln PLN do 770 mln PLN. Jednocześnie podtrzymujemy naszą dotychczasową ocenę wartości Polkomtela na poziomie 12,5 mld PLN (3,2 mld USD).



Rekomendacja

AKUMULUJ

Cena 31,50
Cena docelowa 37,00

Podstawowe dane

Ilość akcji (mln. szt.) 200,0
 Free float 50,3%
 Kapitalizacja (mln. zł) 6 300

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa 44,28%
 Deutsche Bank Trust Company Americas 7,15%
 PKO BP SA 5,38%
 Pozostali akcjonariusze 43,19%

Analicycy

Michał Marczak
 tel (22) 697 47 38
 fax (22) 697 47 43
michal.marczak@breinvest.com.pl

Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.
 ul. Wspólna 47/49
 00-490 Warszawa, skr. poczt. 21

www.brebrokers.com.pl

	Sprzedaz [mln zł]	EBIT [mln zł]	Zysk netto [mln zł]	Cash earn. [mln zł]	Cena [zł]	EPS [zł]	P/E	BVPS [zł]	P/BV	CEPS [zł]	P/CE	EV/EBDIT
2001	4 241	-82	-282	60	31,5	neg.	neg.	18	1,7	0,3	104,7	31,6
2002	4 488	132	255	556	31,5	1,3	24,7	20	1,6	2,8	11,3	18,7
2003	4 741	358	412	707	31,5	2,1	15,3	20	1,6	3,5	8,9	11,8
2004P	6 552	1 798	1 004	1 298	31,5	5,0	6,3	25	1,3	6,5	4,9	3,5
2005P	6 060	1 265	1 021	1 317	31,5	5,1	6,2	30	1,0	6,6	4,8	4,2

UWAGA: P - prognoza Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A., dane nieskonsolidowane, * nie uwzględnia sprzedaży aktywów telekomunikacyjnych

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.



Z informacji przekazanych przez spółkę wynika, że planowana przez Zarząd emisja akcji w kwocie 0,8-1,0 mld PLN miała na celu pozyskanie środków na sfinansowanie programu inwestycyjnego, ogłoszonego przez Zarząd pod koniec ub. r. Zakłada on wydatki na poziomie 2,7 mld PLN, z czego główną pozycją jest Głogów Głęboki (1,2 mld PLN). Realizacja tego projektu miałaby miejsce ok. roku 2012. Wg naszych szacunków powyższa kwota wystarcza na zbudowanie 3 szybów górniczych (docelowo w Głogów Głęboki miałyby pracować 5 szybów). Pozostałe pozycje to elektrociepłownia, piec zawieszony w Hucie Głogów oraz hydrotransport ułatwiający i zmniejszający koszty transportu koncentratu z kopalni do hut.

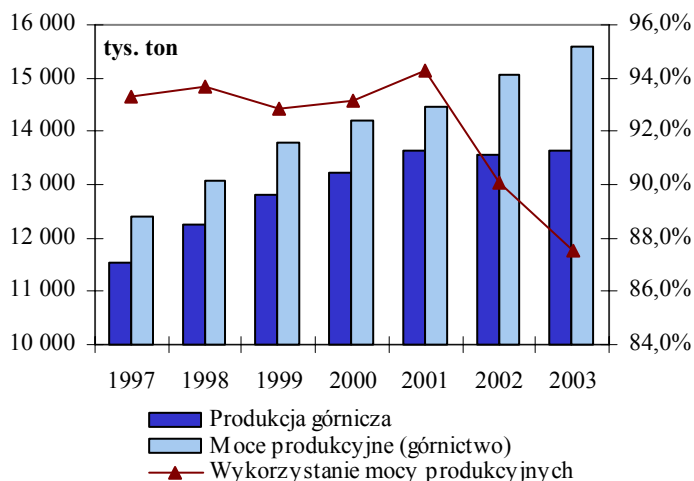
Zarząd argumentuje, że emisja miałaby dojść do skutku ze względu na opóźniający się proces sprzedaży aktywów telekomunikacyjnych. Naszym zdaniem taka argumentacja jest trudna do uzasadnienia biorąc pod uwagę harmonogram realizowanych projektów (po roku 2005). Zakładamy, że do tego czasu zarówno Polkomtel jak i Dialog powinny zostać sprzedane a pozyskane w ten sposób środki (plus *cash flow* z działalności operacyjnej) z nadwyżką wystarczają na sfinansowanie ww. projektów. Z informacji przekazanych przez spółkę wynika, że nie są rozważane obecnie projekty związane z zakupem złóż zagranicą, co wydawało nam się możliwym pretekstem do przeprowadzenia emisji akcji.

Po protestach związków zawodowych i przy negatywnym odzewie na propozycję Zarząd zdecydował o wycofaniu z porządku obrad WZA punktu dotyczącego dalszej prywatyzacji i emisji nowych akcji. Z ostatnich deklaracji przedstawicieli Skarbu Państwa wynika, że sprzedaż akcji KGHM w br. brana jest pod uwagę w przypadku niezrealizowania zaplanowanych na ten rok wpływów prywatyzacyjnych.

Popyt - podaż

Jak podaje ICSG w ostatnich dwóch latach (2001-2003) moce produkcyjne górnictwa miedzi wzrosły z 14,4 mln ton rocznie do 15,6 mln ton. Produkcja górnicza wzrosła w tym czasie zaledwie o 16 tys. ton, co oznacza zmniejszenie stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych z 94,3% w 2001 do 87,5% w 2003. Wszystko za sprawą wyłączenia części produkcji przez czołowych światowych producentów, po tym jak w latach 2001-2002 średnia cena miedzi spadła do 1565 USD/t oraz problemów technicznych i strajków w kopalniach (Codelco, BHP Billiton).

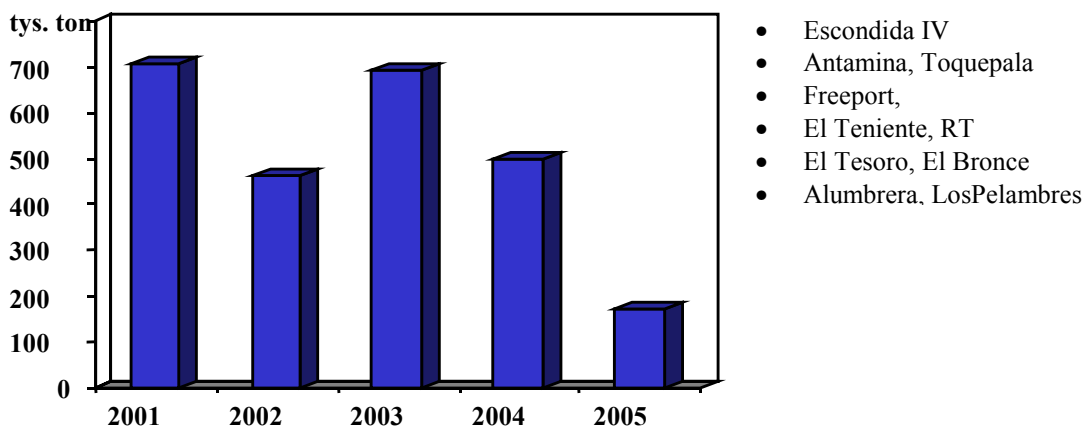
Światowa produkcja górnicza miedzi i wykorzystanie mocy produkcyjnych



Źródło: DI BRE Banku S.A. na podstawie ICSG

W roku 2003 nadwyżka zainstalowanych mocy górnich nad produkcją wyniosła 1,95 mln ton, przy założeniu 100%-go ich wykorzystania. W ujęciu historycznym średni poziom utylizacji mocy wytwórczych wynosił 93-94%. Ze względu na długi cykl inwestycyjny w górnictwie stosunkowo łatwo jest przewidzieć wzrost podaży wynikający z nowych projektów (wykres poniżej). Problem pojawia się przy szacunkach dotyczących podaży metalu wynikającej z zamrożonych mocy wytwórczych. Informacje w tej kwestii dochodzące od producentów będą najsilniej wpływały na cenę miedzi w kolejnych miesiącach.

Nowe moce produkcyjne w górnictwie miedzi

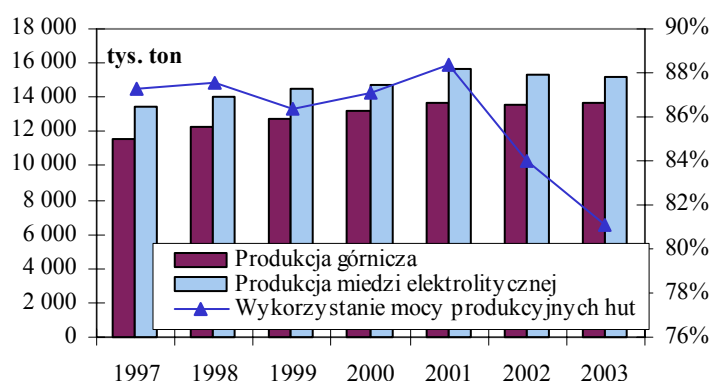


Źródło: Man Financial

Zakładając, że w roku 2004 przybędzie ok. 500 tys. ton nowych mocy produkcyjnych kopalń a w roku kolejnym ok. 200 tys. ton (wzrost zdolności produkcyjnych w roku 2005 do 16,3 mln ton) i przyjmując powrót do ich wykorzystania na poziomie 93%, można oszacować, że produkcja górnicza w 2005 roku zwiększy się o ok. 1,5 mln ton w stosunku do roku 2003 (łącznie 15,14 mln ton).

W ostatnich dwóch latach w związku z niższym wydobyciem surowca zmniejszyła się również produkcja miedzi elektrolitycznej (spadek z 15,6 mln ton do 15,2 mln ton). Różnica pomiędzy wydobyciem a produkcją hutniczą, widoczna na poniższym wykresie, w głównej mierze wynika z przerobu złomów miedzianych. Wykorzystanie mocy produkcyjnych hutnictwa jest niższe niż w przypadku kopalń i w roku 2003 osiedliło na poziomie 81% w stosunku do 88% w roku 2001.

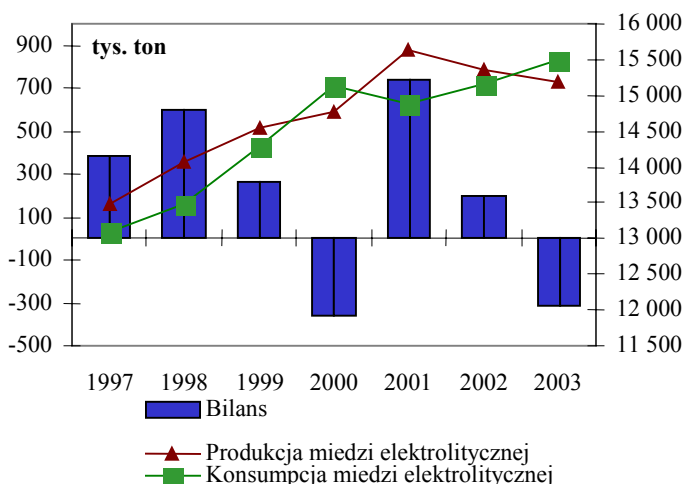
Produkcja górnicza na tle produkcji miedzi elektrolitycznej i wykorzystania mocy produkcyjnych hut



Źródło: ICSG

W roku 2003 konsumpcja miedzi elektrolitycznej wyniosła 15,5 mln ton, co przy ograniczonej produkcji (15,2 mln ton) zaowocowało deficytem na poziomie 312 tys. ton.

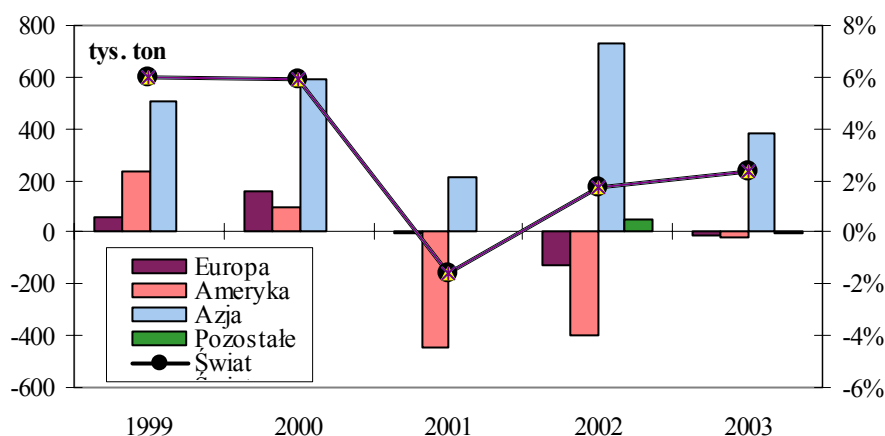
Produkcja i konsumpcja miedzi elektrolitycznej



Źródło: DI BRE Banku S.A. na podstawie ICSG

W ostatnich dwóch latach wzrost globalnego popytu na poziomie 2% wynikał z rosnących zamówień z Azji, przy jednocześnie słabym popycie na rynku amerykańskim i w Europie.

Struktura geograficzna zmian wielkości popytu i procentowy wzrost popytu w ujęciu globalnym



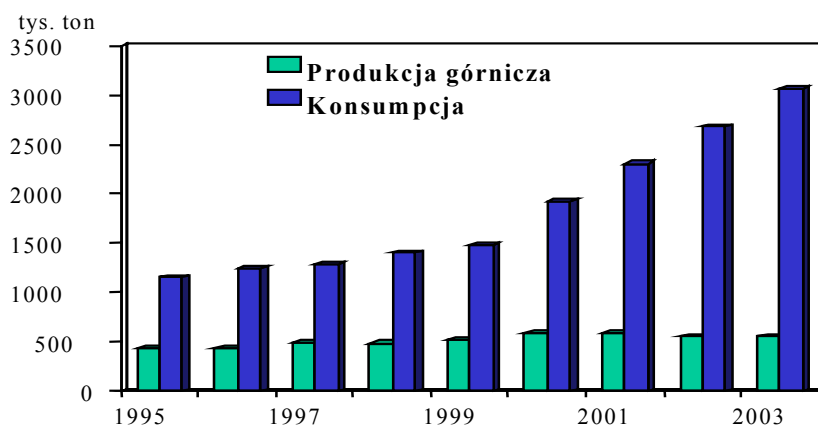
Źródło: DI BRE Banku S.A. na podstawie ICSG

Jeżeli założymy, że popyt na metal w najbliższych dwóch latach będzie wzrastał średniorocznie o 4%, to w roku 2005 jego konsumpcja wyniesie 16,77 mln ton, a więc o 1,26 mln ton więcej niż w roku 2003. Przy oszacowanym przez nas wzroście produkcji górniczej w tym okresie o 1,5 mln ton (o taką samą wielkość nastąpiłby wzrost produkcji hutniczej) oznaczałoby to powstanie 240 tys. ton nadwyżki metalu. Jeżeli średnioroczny wzrost osiągnie poziom 5%, oszacowane zwiększenie popytu przekroczy zakładany wzrost produkcji, co będzie oznaczało utrzymanie deficytu i dalszy spadek zapasów. Uzasadniałoby to utrzymanie się wysokich cen miedzi przynajmniej w okresie do 2005 roku.

Chiny – siła napędowa popytu

Siłą napędową światowej konsumpcji miedzi są Chiny, w które w ostatnich czterech latach zwiększały spożycie surowca o 19,8% rocznie. W roku 2003 kraj ten odpowiadał już za 20% światowej konsumpcji metalu (6% w roku 1990). Wzrost na poziomie 20% w danym roku przekłada się na 4% wzrost popytu w skali globalnej. Ponieważ produkcja górnicza miedzi w Chinach od wielu lat utrzymuje się na zbliżonym poziomie, wzrost zapotrzebowania przekłada się na rosnący import surowca. Wg Barclay's w pierwszych dwóch miesiącach br. chiński import koncentratu wzrósł o 52%.

Produkcja górnicza i konsumpcja miedzi elektrolitycznej w Chinach

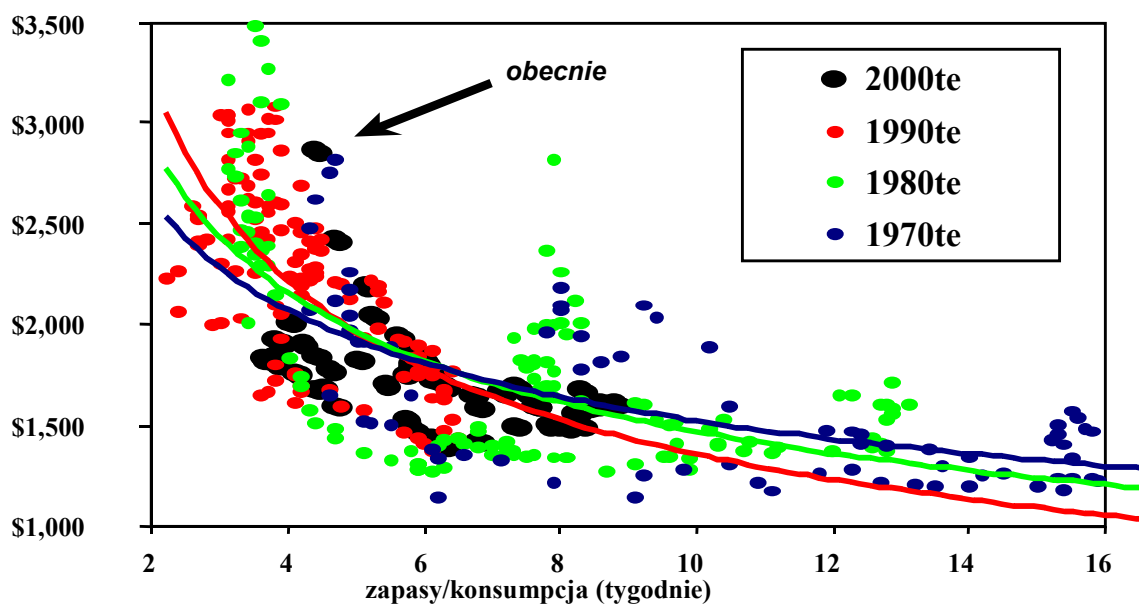


Źródło: Man Financial

Cena miedzi a zapasy

Obecny poziom zapasów miedzi (na giełdach i u producentów) oraz światowa konsumpcja surowca nie uzasadniają obecnej wyceny metalu. W marcu b. r. wskaźnik zapasy/konsumpcja znajdował się na poziomie 4,4 tygodnia. Uwzględniając dane historyczne za okres ostatnich 24 lat taki poziom wskaźnika powinien implikować cenę metalu na poziomie 2100-2300 USD/t. Jest to poziom obliczony na podstawie średnich wartości (uproszczenie). Historycznie, szczególnie w latach '80 i '90 dochodziło do przewartościowania surowca jeszcze większego niż obecnie.

Cena miedzi i wskaźnik zapasy/konsumpcja



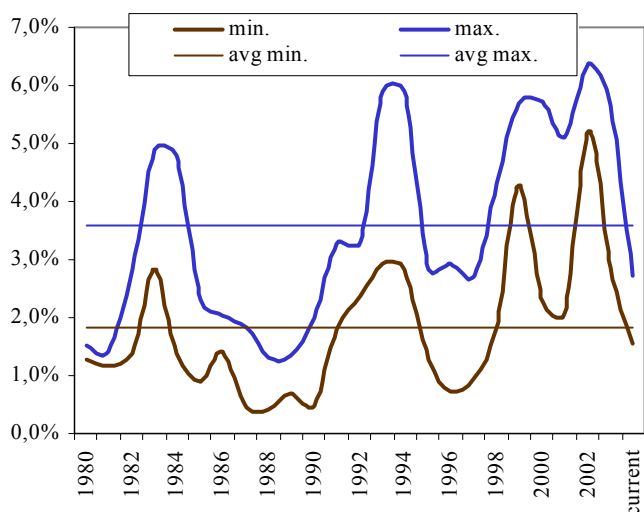
Źródło: *Man Financial*

Przewartościowanie miedzi może tłumaczyć obawa o dostępność surowca w przyszłości, biorąc pod uwagę utrzymujący się deficyt na rynku tego metalu. Przyjmując za prawdziwe to, że wg *Man Financial* do końca 2004 roku deficyt utrzyma się na poziomie 28 tys. ton miesięcznie (w ostatnich miesiącach zapasy na LME spadają średnio o ok. 60 tys. ton), opisywany powyżej wskaźnik powinien osiągnąć wartość 3,3 tygodnia. To z kolei na bazie historycznych średnich implikowałoby cenę metalu na poziomie ok. 2,5 tys. USD/t. Wyznaczona w ten sposób wielkość nie jest poziomem równowagi w długim okresie (wartość przyjmowana w modelach dyskontowych), jednak biorąc pod uwagę problemy producentów, jak również większy niż oczekiwano popyt z Azji, poziom ten mógłby wyznaczać średni poziom notowań miedzi w ciągu najbliższych dwóch lat, co miałyby przełożenie na notowania spółek z sektora w średnim okresie. Podobna sytuacja miała miejsce w latach 1987-1989.

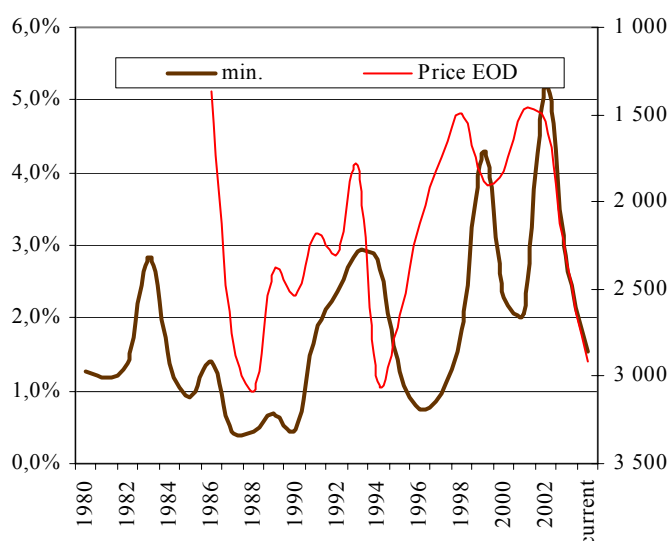
Porównanie cykli

Pytaniem pozostaje, czy obecny cykl koniunkturalny będzie podobny do tego, jaki miał miejsce w drugiej połowie lat '80, czy też przybierze formę podobną do tej z lat '90. Jest to o tyle istotne, że w latach '80 zapasy utrzymywały się na niskim poziomie przez kilka lat (wykres poniżej), dzięki czemu cena metalu przez kolejne 4 lata oscylowała na poziomie powyżej 2,5 tys. USD. W latach '90 po silnym spadku zapasów bardzo szybko doszło do ich odtworzenia, co skutkowało równie gwałtownym spadkiem cen.

Wskaźnik zapasyLME/konsumpcja (wartość maksymalna i minimalna w ostatnich 24 latach



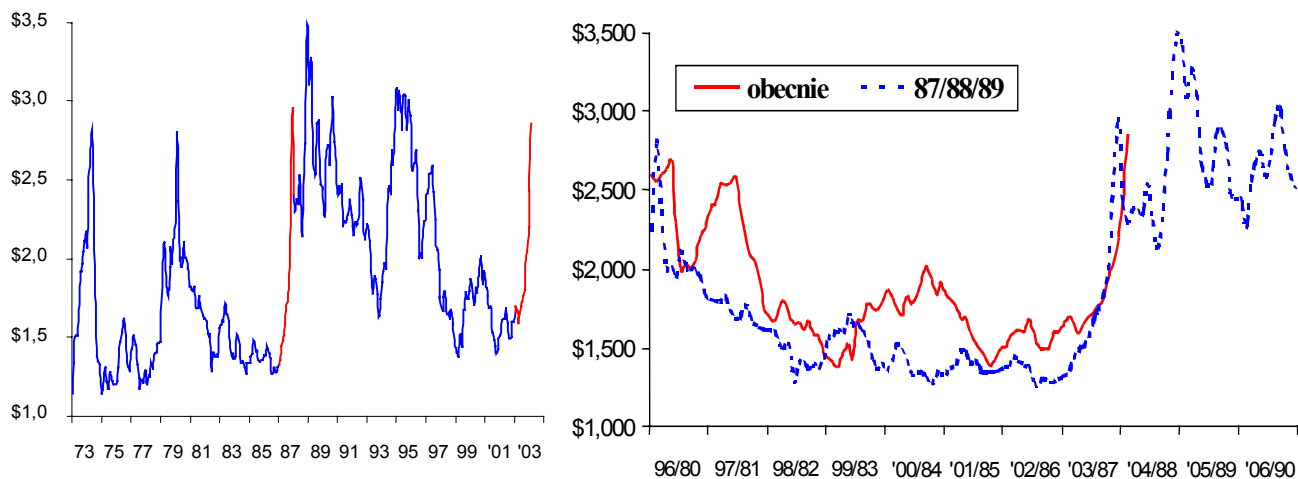
Wskaźnik zapasyLME/konsumpcja (wartość minimalna) i cena miedzi (na koniec okresu, USD/t)



Źródło: DI BRE Banku S.A. na podstawie LME

Na wykresie cenowym obecny cykl przypomina cykl z lat '80. Jeżeli deficyt na rynku miedzi utrzyma się, można zakładać, że ceny metalu w najbliższych dwóch latach nie powinny spaść poniżej 2,5 tys. USD/t.

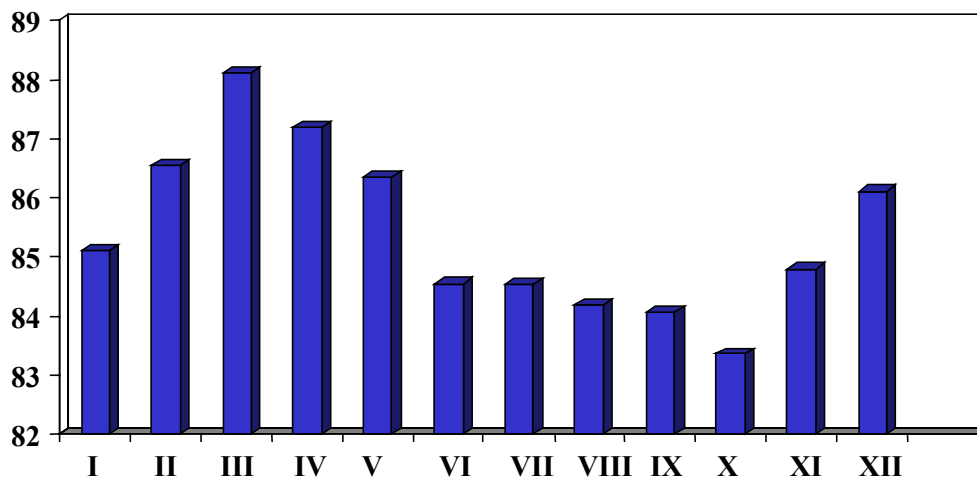
Cena miedzi na LME (porównanie cykli)



Źródło: Main Financial

Sezonowość w ujęciu rocznym

Obecny wzrost cen miedzi, wynikający przede wszystkim z dynamicznie spadających zapasów, których poziom może budzić obawy na przyszłość, ma również charakter sezonowy. Z danych historycznych wynika, że w ujęciu rocznym miesiące luty, marzec, kwiecień i maj charakteryzują się najwyższą aktywnością strony kupującej, co również przekłada się na wzrost cen.



Źródło: *Man Financial*

Spodziewane zmniejszenie popytu w kolejnych miesiącach może prowadzić do korekty notowań miedzi. Biorąc pod uwagę skalę ostatnich wzrostów korekta może przybrać gwałtowny charakter.



Rachunek wyników

	1999	2000	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P
Sprzedaż miedzi (tys. ton)	472,2	480,8	491,2	534,6	523,9	529,7	537,7	545,7	551,2	551,2
<i>zmiana</i>		1,8%	2,2%	8,8%	-2,0%	1,1%	1,5%	1,5%	1,0%	0,0%
Sprzedaż srebra (tys. ton)	1,10	1,11	1,19	1,20	1,33	1,26	1,28	1,30	1,31	1,31
<i>zmiana</i>		0,9%	7,0%	1,0%	10,8%	-4,8%	1,5%	1,5%	1,0%	0,0%
Średnia cena miedzi SPOT (USD/t)	1 572,0	1 813,6	1 579,4	1 555,2	1 772,4	2 631,2	2 400,0	2 100,0	1 850,0	1 850,0
<i>zmiana</i>		15,4%	-12,9%	-1,5%	14,0%	48,5%	-8,8%	-12,5%	-11,9%	0,0%
Średnia cena srebra (USD/kg)	187,1	176,7	171,5	166,2	174,8	227,5	210,0	195,0	175,0	175,0
<i>zmiana</i>		-5,5%	-3,0%	-3,1%	5,2%	30,2%	-7,7%	-7,1%	-10,3%	0,0%
Średni kurs USD/PLN	3,97	4,35	4,10	4,09	3,91	3,84	3,80	3,90	3,90	3,90
Jednostkowy koszt produkcji miedzi (USD)	1 472,0	1 417,0	1 544,0	1 545,0	1 593,5	1 609,9	1 668,8	1 621,8	1 614,9	1 587,7
<i>zmiana</i>		-3,7%	9,0%	0,1%	3,1%	1,0%	3,7%	-2,8%	-0,4%	-1,7%
Jednostkowy koszt produkcji miedzi (PLN)	5 836	6 156	6 328	6 305	6 237	6 176	6 341	6 325	6 298	6 192
<i>zmiana</i>		5,5%	2,8%	-0,4%	-1,1%	-1,0%	2,7%	-0,3%	-0,4%	-1,7%

(mln PLN)	1999	2000	2001	2002	2003P	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P
Przychody	4 113	4 983	4 241	4 488	4 741	6 552	6 060	5 677	5 095	5 097
Koszty	3 291	3 579	3 556	3 843	3 806	4 081	4 113	4 146	4 095	4 037
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	823	1 404	684	645	935	2 471	1 947	1 531	1 000	1 060
Koszty sprzedaży	55	63	71	75	80	112	97	91	82	82
Koszty ogólnego zarządu	420	400	420	418	424	481	515	483	433	433
Zysk (strata) na sprzedaży	348	941	194	152	431	1 878	1 335	957	485	545
VII. Wynik na poz. działalności operacyjnej	-201	-113	-276	-20	-73	-80	-70	-70	-70	-70
VIII. Zysk na działalności operacyjnej	146	828	-82	132	358	1 798	1 265	887	415	475
IX. Wynik na działalności finansowej	-204	-33	-161	178	211	-552	-63	-56	-49	-41
X. Zysk na działalności gospodarczej	-58	795	-243	310	569	1 246	1 201	831	366	434
XI. Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XII. Zysk (strata) brutto	-58	795	-243	310	569	1 246	1 201	831	366	434
XIII. Podatek dochodowy	107	177	39	56	158	242	180	125	55	65
XIV. Pozostałe ob. zmniejszenia zysku	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0
XV. Zysk (strata) netto	-170	618	-282	255	412	1 004	1 021	707	312	369

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące (nazwa spółki)

Rekomendacja	TRZYMAJ	TRZYMAJ
data wydania	12-02-2002	06-03-2002
kurs z dnia rekomendacji	15,20	14,35
WIG w dniu rekomendacji	15289,83	15307,61

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej i Analiz:**

Tomasz Mazurczak tel. (+48 22) 697 47 35
Doradca Inwestycyjny, Dyrektor
Tomasz.Mazurczak@breinwest.com.pl
Analiza strategiczna

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03
Z-ca dyrektora
Grzegorz.Domagala@breinwest.com.pl

Sprzedawcy:

Michał Skowroński tel. (+48 22) 697 49 68
Michal.Skowronski@breinwest.com.pl
Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
Emil.Onyszczyk@breinwest.com.pl
Marzena Lempicka tel. (+48 22) 697 48 95
Marzena.Lempicka@breinwest.com.pl
Grzegorz Stepień tel. (+48 22) 697 48 62
Grzegorz.Stepien@breinwest.com.pl
Tomasz Roguński tel. (+48 22) 697 48 82
Tomasz.Roguński@breinwest.com.pl

Analitycy:

Hanna Kędziora tel. (+48 22) 697 47 37
Hanna.Kedziora@breinwest.com.pl
Chemia, farmaceutyki, AGD, przem. spożywczy

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Michal.Marczak@breinwest.com.pl
Telekomunikacja, surowce, metale, media

Andrzej Powierża tel. (+48 22) 697 47 42
Doradca Inwestycyjny
Andrzej.Powierza@breinwest.com.pl
Banki, ubezpieczenia, inne

Witold Samborski tel. (+48 22) 697 47 36
Makler Pap. Wart.
Witold.Samborski@breinwest.com.pl
IT, budownictwo, inne

Przemysław Smoliński tel. (+48 22) 697 49 64
Przemyslaw.Smolinski@breinwest.com.pl
Asystent analityka, analiza techniczna

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 3-6 miesięcy, o ile nie nastąpi jej wcześniejsza zmiana.

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie o co najmniej 15% wyższa niż WIG

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% wyższa niż WIG

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie mieścić się w granicach +/-5% w relacji do WIG

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% niższa w relacji do WIG

SPRZEDAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie co najmniej 15% niższa w relacji do WIG

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne.

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.

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 świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym 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.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – ciągle jest 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.