

Surowce górnicze

grudzień 2014

W grudniu wskaźnik PMI dla Chin spadł do 49.6, natomiast PMI Niemiec i strefy Euro, a zwłaszcza amerykański wskaźnik ISM utrzymały się nad graniczną linią 50pkt. W przypadku polskiej gospodarki spadek kontynuowały 12-miesięczne średnie dynamik produkcji sprzedanej przemysłu oraz sprzedaży detalicznej, a wzrost odnotowała średnia dynamika produkcji budowlano-montażowej. Odnotowano nieznaczny wzrost poziomu stopy bezrobocia w Polsce w listopadzie do 11.4%, zaś deflacja ponownie wyniosła 0.6% r/r. Odnotowano nieznaczny wzrost zużycia przy dalszym spadku produkcji energii elektrycznej. Wydobycie węgla kamiennego (za 12 kolejnych miesięcy w ujęciu rocznym) spadło, podobnie niższe r/r było także wydobycie węgla brunatnego. Zapasy węgla na koniec listopada wg wstępnych danych ARP wyniosły 8.2 mln ton (vs. 8.7 mln ton w październiku). Roczna dynamika produkcji stali w listopadzie była stabilna w Polsce, natomiast w Europie i globalnie dynamika, choć wciąż dodatnia, ponownie spowolniła.

Na rynku światowym Glencore wznowił wydobycie węgla ze swoich australijskich aktywów (po przerwie świątecznej). W Indiach parlament przyjął wniosek premiera dotyczący zakończenia monopolu państwa na wydobycie i handel węglem. W odpowiedzi na działania rządu około 500 tys. górników rozpoczęło 5 dniowy protest i nie wydobywają węgla.

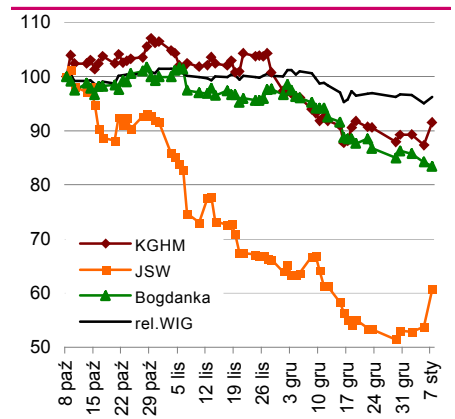
W Polsce na czele Kompanii Węglowej stanął dotychczasowy p.o. Prezesa, Krzysztof Sędzikowski. Rząd przyjął 7 stycznia br. założenia programu naprawczego KW, które obejmują m.in. likwidację 4 kopalń, Program Dobrowolnych Odejsć oraz utworzenie na bazie rentownych lub rokujących zakładów "Nowej KW". W odpowiedzi na planu rządu górnicy KWK Brzeszcze (przeznaczonej do likwidacji) rozpoczęli strajk.

LW Bogdanka. Spółka aneksowała w grudniu 3 umowy dotyczące dostaw węgla - z ZA Puławy, GDF Suez (El. Połaniec) oraz Energa (El. Ostrołęka). W grudniu jeden z akcjonariuszy poinformował o zmniejszeniu zaangażowania o ponad 2pp. Wydobycie w IV kwartale 2014 r. wyniosło 2.56 mln ton węgla handlowego (+21.3% r/r, +7.6% kw/kw), zaś narastająco w całym 2014 roku kopalnia wydobyła 9.19 mln ton wobec 8.35 mln ton w 2013 roku (+10% r/r).

JSW. Zarząd spółki spotkał się z przedstawicielami związków zawodowych celem przedstawienia zakresu planowanych działań na rok 2015, pozwalających na utrzymanie płynności finansowej. Związkowcy przyznali, że nastąpiło załamanie cen węgla, jednak dodali że są także inne przyczyny trudnej sytuacji spółki jak np. niewykonania PTE. Związkowcy oświadczyli, że są gotowi do rozmów pod pewnymi warunkami, do których zalicza się m.in. podpisania jednolitego Zakładowego Układu Zbiorowego Pracy dla Pracowników JSW SA.

KGHM. W dniu 18 grudnia Wojciech Kędzia, wiceprezes ds. produkcji złożył rezygnację z pełnionej funkcji, a na jego miejsce z dniem 1 lutego br. rada nadzorcza powołała Mirosława Laskowskiego. W Chile trwają prace nad projektem ustawy nakazującym pracodawcy negocjację z największym związkiem zawodowym, co ma wzmocnić jego siłę. Spółki górnicze obawiają się, że nowe prawo utrudni zastępowanie strajkujących pracowników, może doprowadzić do wzrostu kosztów pracy i częstotliwości strajków.

Zmiana kursu ostatnie 3 mce



KGHM	111.6		
Max/min 52 tygodnie (PLN)	139.6 / 98.7		
Kapitalizacja (mln PLN)	22 350		
Śr. dzienny obrót 3M (mln PLN)	98.5		
	30d	90d	365d
Zmiana ceny	-2.6%	-11.9%	0.4%
Zmiana WIG	-4.3%	-4.2%	1.4%

JSW	19.2		
Max/min 52 tygodnie (PLN)	54.4 / 16.1		
Kapitalizacja (mln PLN)	2 248		
Śr. dzienny obrót 3M (mln PLN)	9.8		
	30d	90d	365d
Zmiana ceny	-9.2%	-40.2%	-63.7%
Zmiana WIG	-4.3%	-4.2%	1.4%

Bogdanka	93.1		
Max/min 52 tygodnie (PLN)	130.2 / 93.0		
Kapitalizacja (mln PLN)	3 173		
Śr. dzienny obrót 3M (mln PLN)	7.2		
	30d	90d	365d
Zmiana ceny	-12.4%	-15.9%	-21.0%
Zmiana WIG	-4.3%	-4.2%	1.4%

Maciej Krefta

(022) 598 26 88

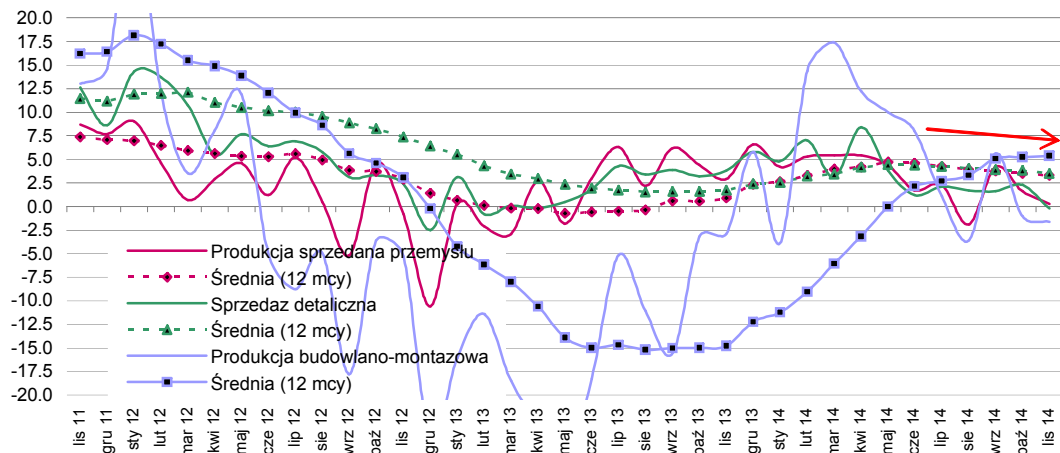
maciej.krefta@millenniumdm.pl

SPIS TREŚCI

I. Gospodarka.....	3
II. Węgiel	
<i>Światowe ceny surowców</i>	5
<i>Produkcja węgla i energii elektrycznej w Polsce.....</i>	6
<i>Koszt wydobycia węgla kamiennego w Polsce.....</i>	7
<i>Zapasy węgla i koksu w Polsce.....</i>	8
<i>Aktualności z kraju i ze świata (rynek węgla)</i>	9
III. Metale	
<i>Ceny surowców (historyczne i prognozowane).....</i>	11
<i>Produkcja stali na świecie, w Europie i w Polsce.....</i>	13
IV. Spółki	
LW Bogdanka.....	14
JSW.....	16
KGHM.....	18

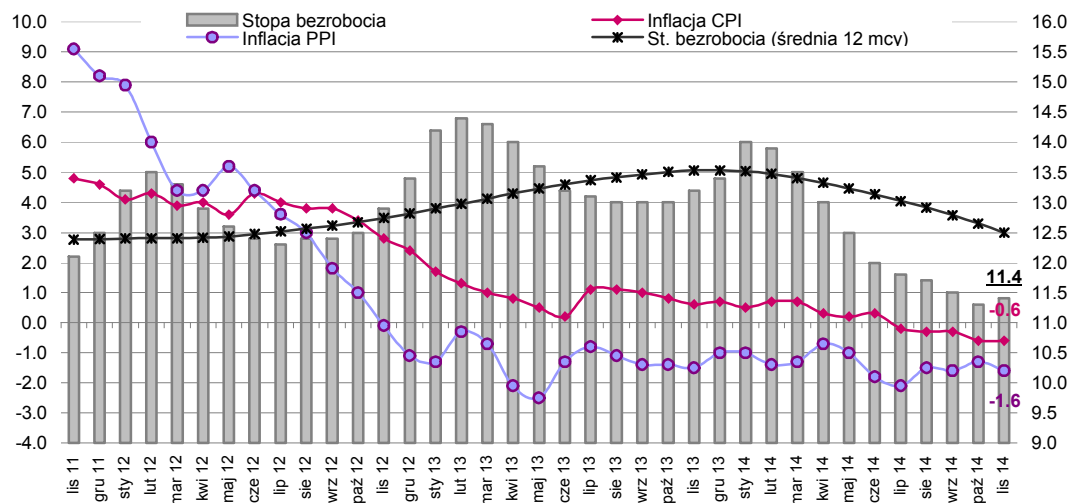
I. Gospodarka

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna w Polsce (% r/r)



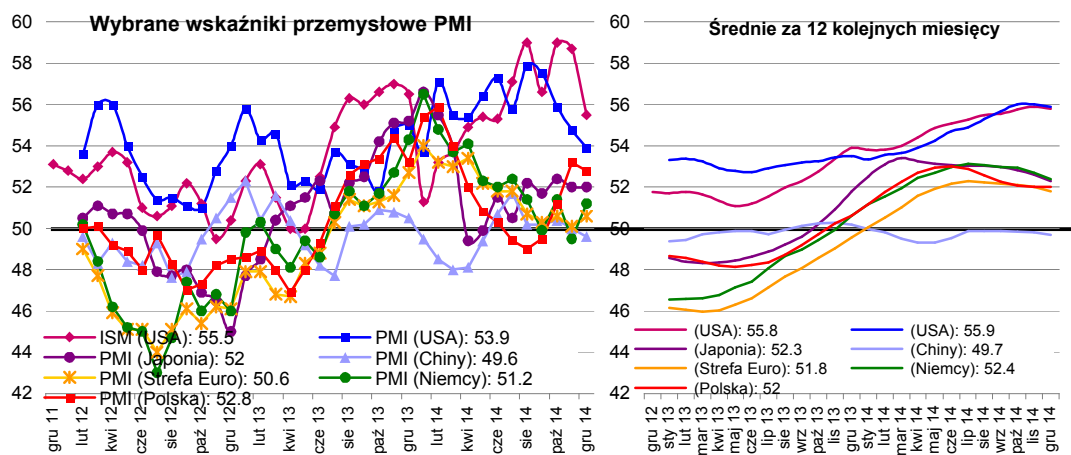
Źródło: Millennium DM, Bloomberg

Inflacja konsumencka i produkcyjna oraz stopa bezrobocia w Polsce (%)



Źródło: Millennium DM, Bloomberg

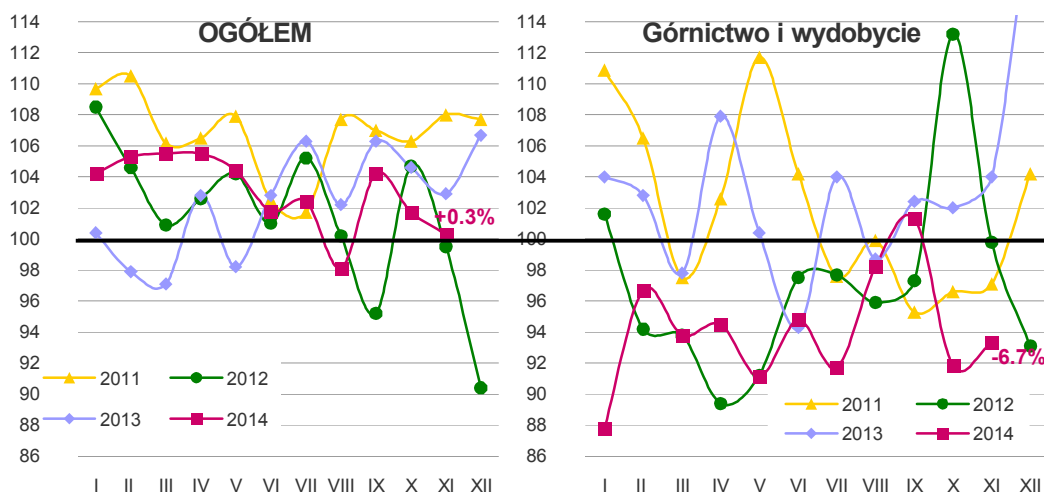
Wskaźniki wyprzedzające koniunkturę (dla przemysłu)



Źródło: Millennium DM, Bloomberg

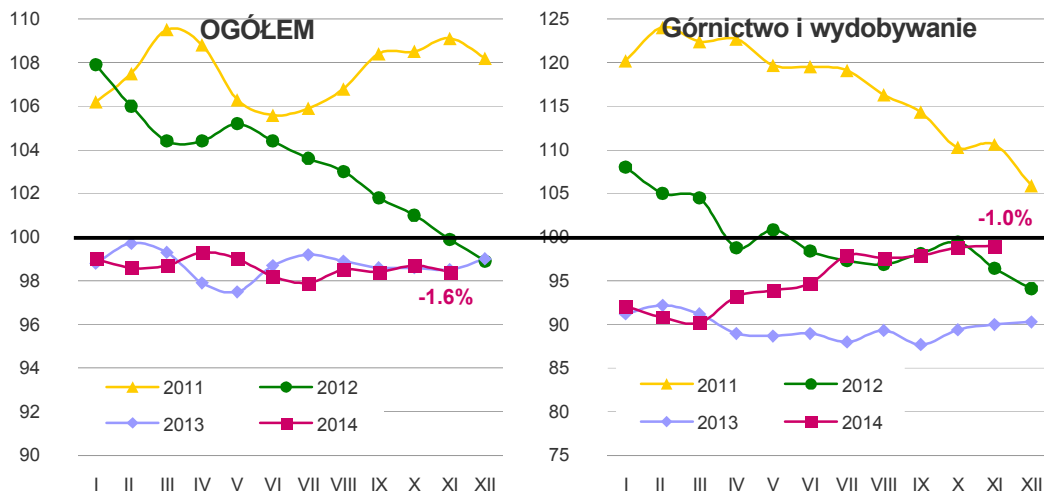
Produkcja sprzedana przemysłu

Produkcja sprzedana przemysłu*



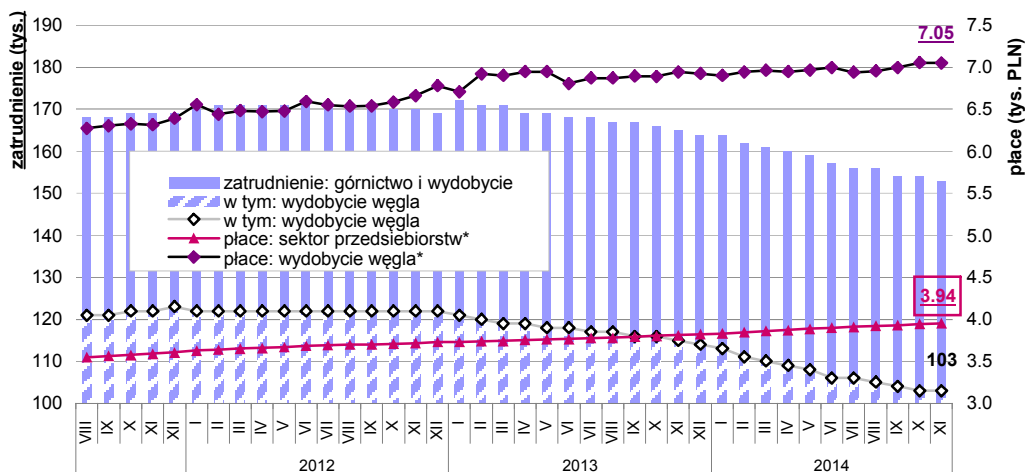
Źródło: GUS, Parkiet; * - analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100, wsk. niewyrównany sezonowo

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu OGÓŁEM*



Źródło: GUS; * - analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100

Poziom zatrudnienia (tys.) i wynagrodzenia (tys. PLN)

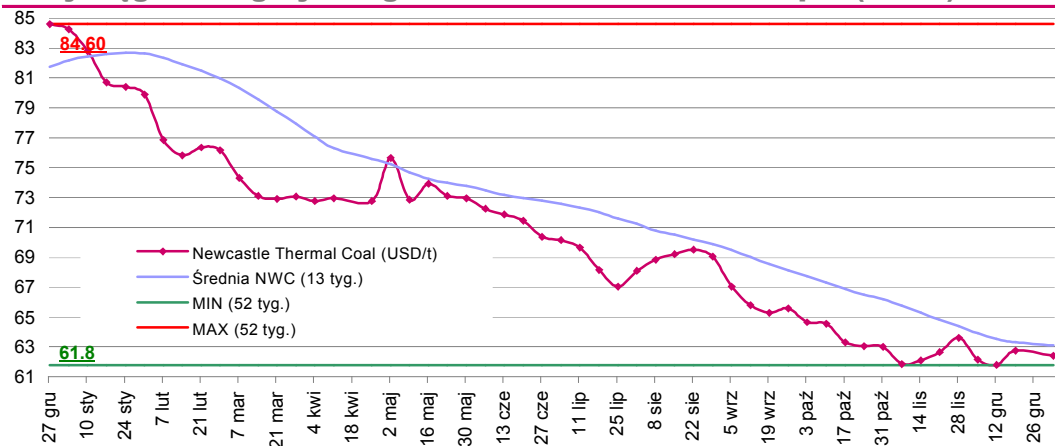


Źródło: GUS; * - średnia za poprzednie 12 m-cy

II. Węgiel

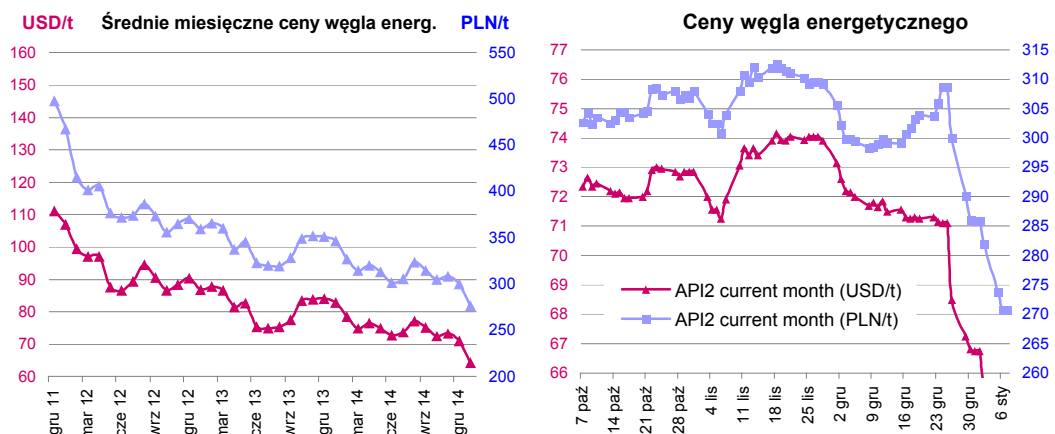
Światowe ceny surowców

Ceny węgla energetycznego - benchmark Newcastle Spot (USD/t)



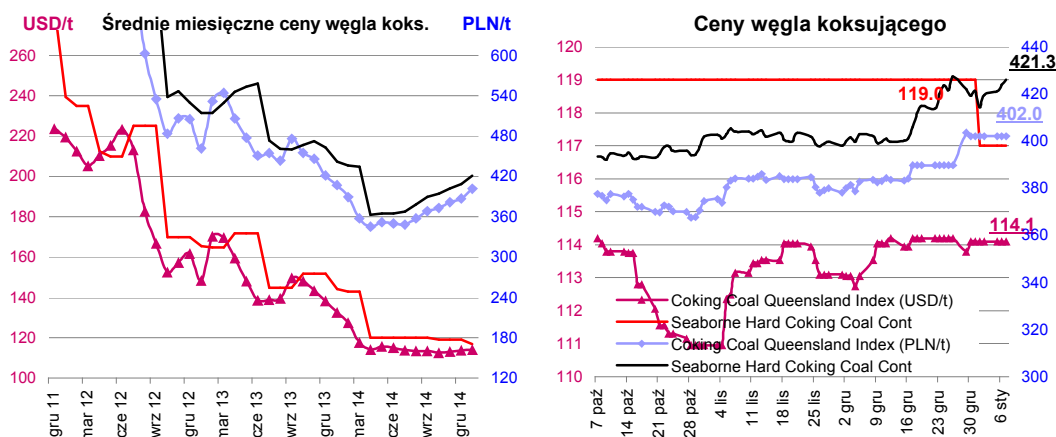
Źródło: Millennium DM, Bloomberg

Ceny węgla energetycznego w portach ARA (USD/t, PLN/t)



Źródło: Millennium DM, Bloomberg; na dzień 7/01/2015

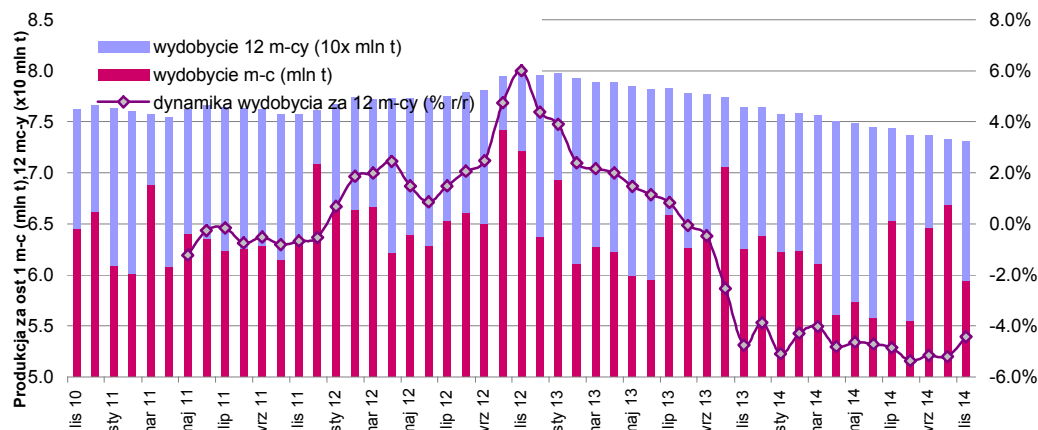
Ceny benchmarkowe węgla koksującego (USD/t, PLN/t)



Źródło: Millennium DM, Bloomberg; na dzień 7/01/2015

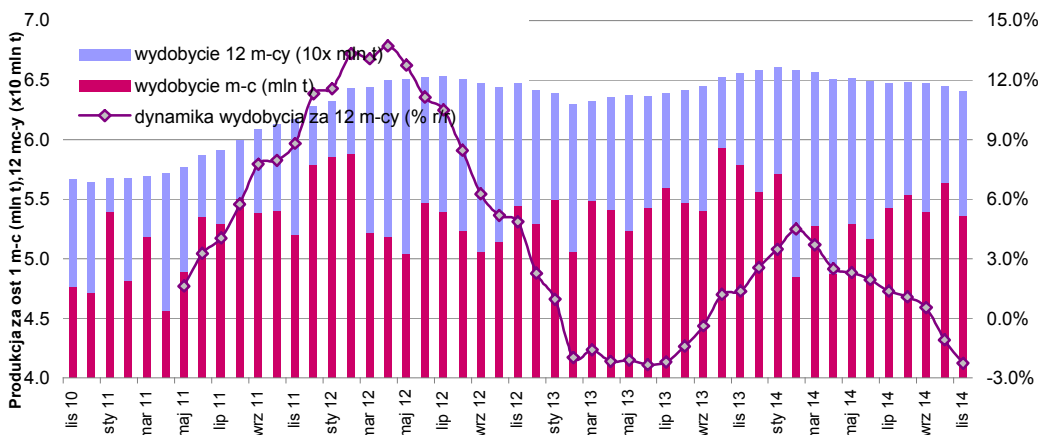
Produkcja węgla i energii elektrycznej w Polsce

Wydobycie węgla kamiennego (mln t) i dynamika (r/r)



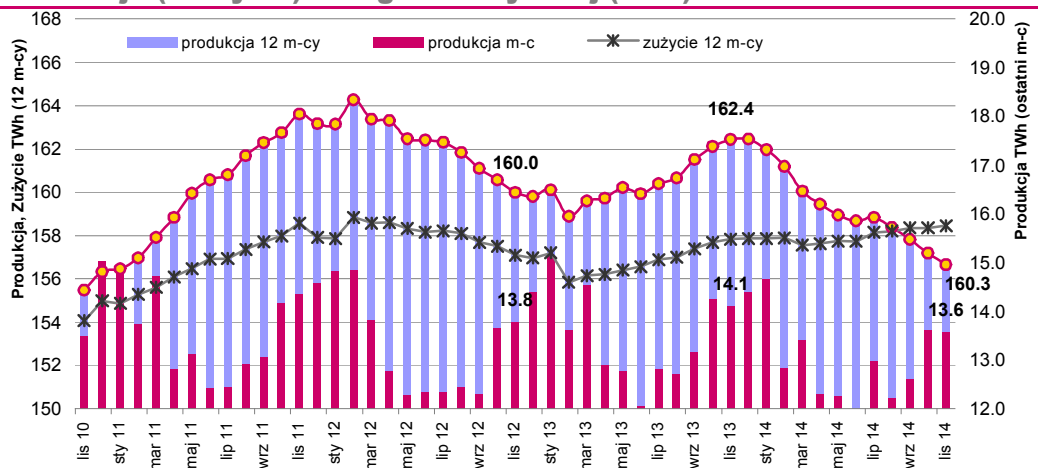
Źródło: Millennium DM, GUS

Wydobycie węgla brunatnego (mln t) i dynamika (r/r)



Źródło: Millennium DM, GUS

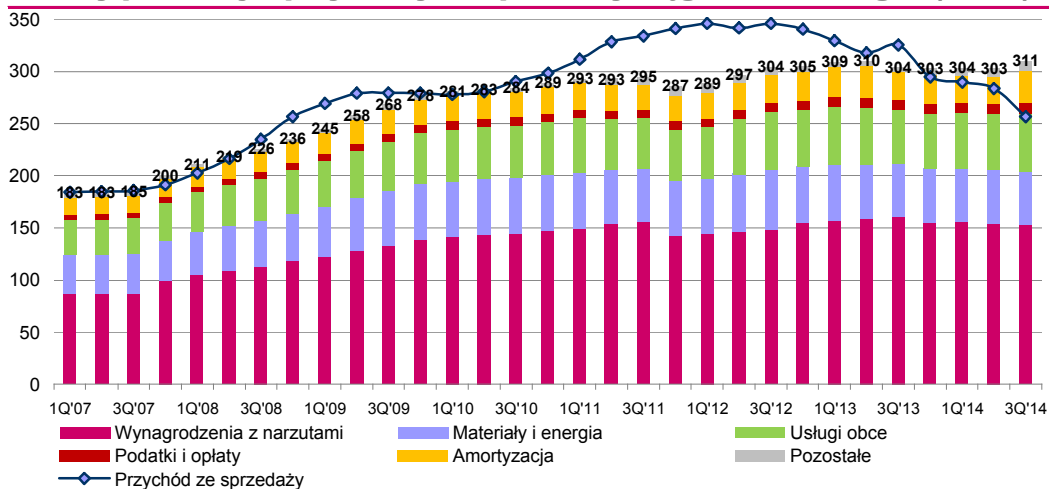
Produkcja (i zużycie) energii elektrycznej (TWh)



Źródło: Millennium DM, PSE

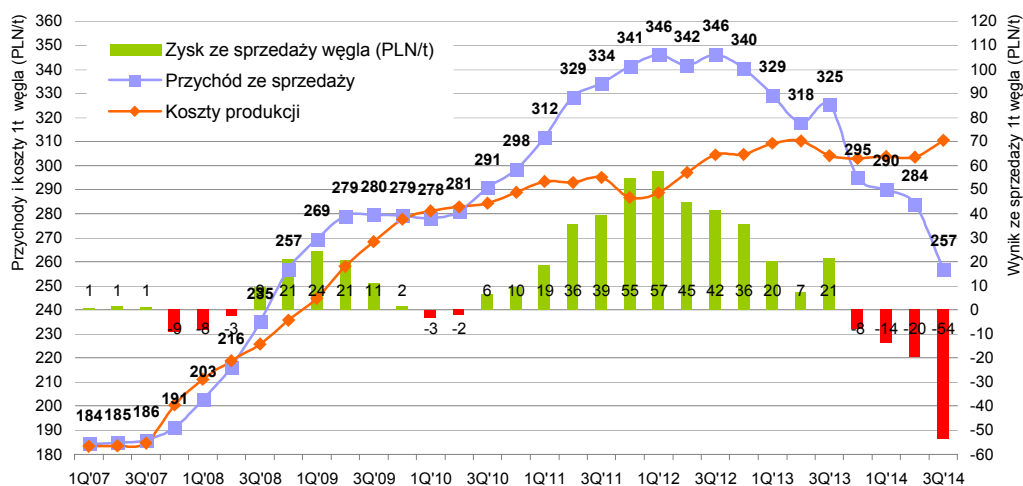
Koszty wydobycia węgla kamiennego w Polsce

Koszty produkcji i przychody ze sprzedaży węgla kamiennego* (PLN/t)



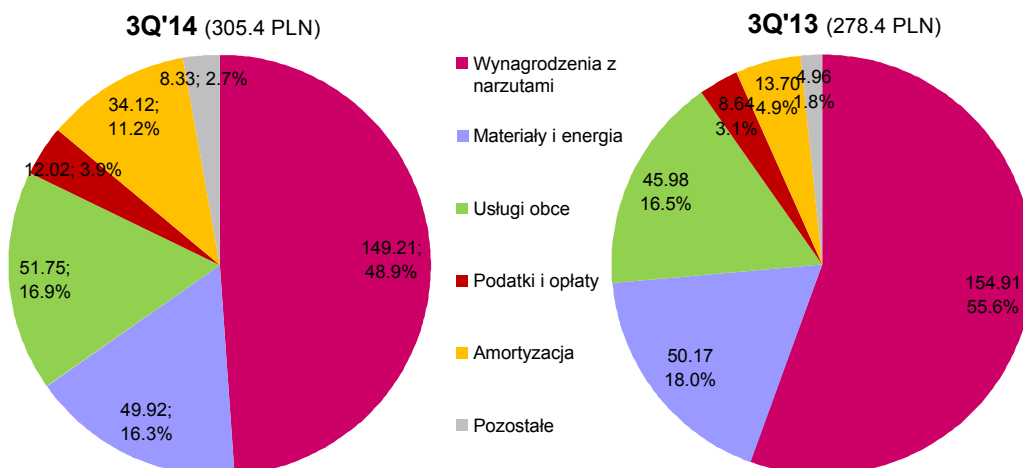
Źródło: Min. Gosp. * - dane kroczące za 4 kwartały

Przychody, koszty i wynik ze sprzedaży węgla kamiennego* (PLN/t)



Źródło: Min. Gosp. * - dane kroczące za 4 kwartały

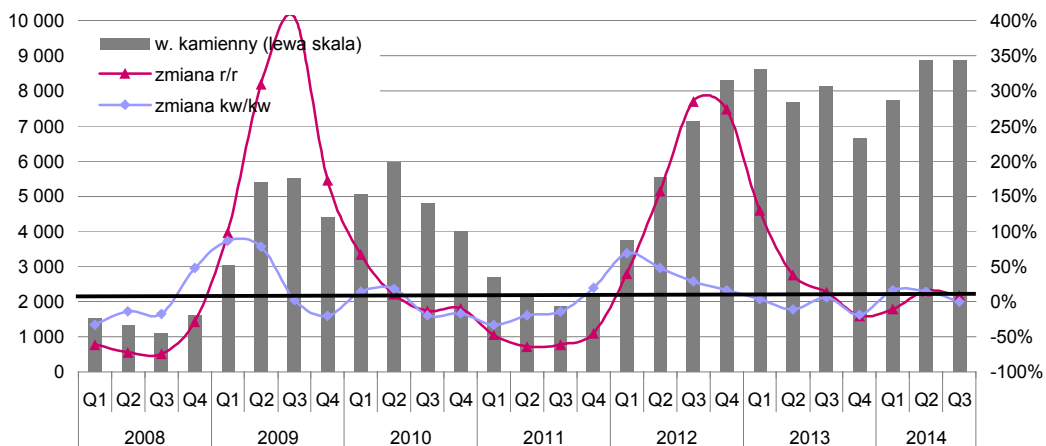
Struktura kosztów produkcji węgla kamiennego w III kw. 2014 i 2013



Źródło: Min. Gosp.

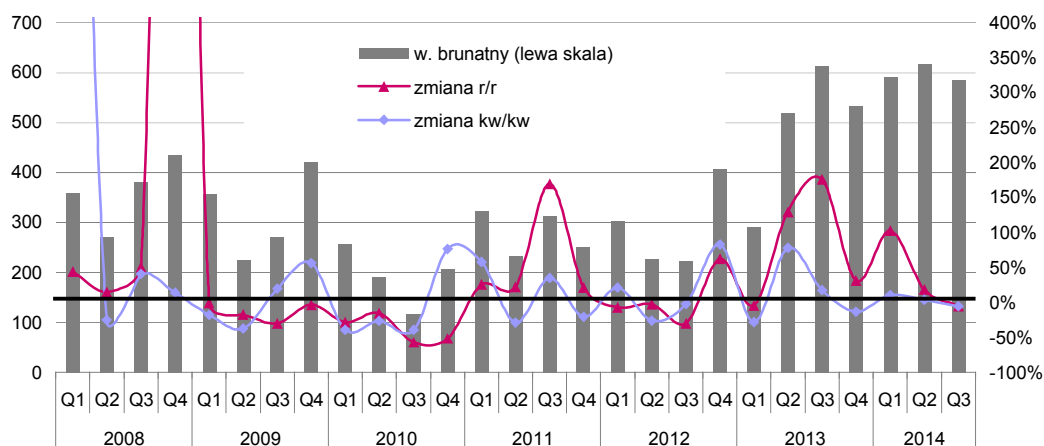
Zapasy węgla i koksu w Polsce

Zapasy węgla kamiennego (tys. t) i zmiana r/r, kw/kw (%)



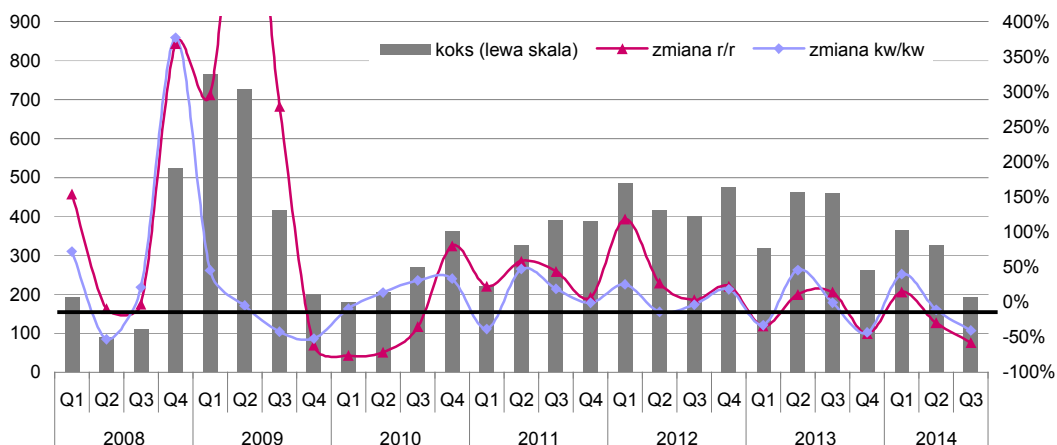
Źródło: Millennium DM, GUS

Zapasy węgla brunatnego (tys. t) i zmiana r/r, kw/kw (%)



Źródło: Millennium DM, GUS

Zapasy koksu (tys. t) i zmiana r/r, kw/kw (%)



Źródło: Millennium DM, GUS

Rynek węgla w kraju i na świecie - grudzień 2014

Polska:

Według wstępnych danych Agencja Rozwoju Przemysłu **zapasy węgla** na haldach **w listopadzie 2014 r. spadły do 8.2 mln ton** z 8.7 mln ton w październiku. Sprzedaż węgla w listopadzie wyniosła 6.4 mln t, a w okresie 11 miesięcy 64.1 mln ton.

Jak podał Parkiet Fasing w I kwartale 2015 r. złoży wniosek o koncesję na wydobycie węgla kamiennego w kopalni Barbara-Chorzów (posiada już koncesję rozpoznawczą), a wydobycie miałyby rozpocząć się w 2016 r. Złoża w kopalni Barbara-Chorzów to ok. 15.6 mln t, a spółka chce wydobywać ok. 1.5 mln t rocznie (zatrudni ok. 700 osób). Projekt zakłada bardzo wysoką średnią rentowność sprzedaży na poziomie 27.2% (wobec 16.2% w Bogdance).

Janusz Lewandowski szef Rady Gospodarczej przy premierze poinformował, że rada będzie recenzentem rządowego programu dla górnictwa i dodał, że rząd powinien przyjąć ten program na początku stycznia.

Kompania Węglowa: Rada Nadzorcza **Kompanii Węglowej S.A.** powołała **Krzysztofa Sędzikowskiego** na stanowisko **Prezesa Zarządu** z dniem 13 grudnia 2014 roku (pełnił obowiązki prezesa KW jako oddelegowany członek rady nadzorczej). Nowy prezes kierował wcześniej m.in.: KGHM Polska Miedź, Boryszew SA i Impexmetal SA, CTL Logistics. Z informacji nettg.pl wynikało, że o stanowisko aplikowało 11 kandydatów. Zarząd KW wycofał się z decyzji o odebraniu byłym pracownikom spółki 1 tony węgla z deputatu za 2014 rok (decyzja podjęta została w lutym 2014r. w porozumieniu ze związkami zawodowymi). Zarząd nie wycofał się natomiast z decyzji o całkowitej likwidacji deputatów od stycznia 2015 r. Sąd pierwszej instancji uznał na korzyść skarżących spółkę emerytów, że prawo do bezpłatnego węgla na 2014 r. zostało nabyte z dniem 1 stycznia i nie można go odbierać w trakcie roku, podobnie zdecydował Sąd Okręgowy w Gliwicach oddalając apelację spółki. Deputat węglowy (dożywotnio 2.5 lub 3 t węgla) dla 161 tys. emerytów i rencistów kosztuje KW ponad 266 mln PLN rocznie (w 2003 r. deputat dla 143 tys. wówczas uprawnionych kosztował 90.4 mln PLN).

Rzeczniczka Węglokoksu, Marzena Mroziak podała, że Węglokoks przygotowuje się do zakupu sześciu kopalń od KW: Marcel, Rydułtowy-Anna, Jankowice, Chwałowice, Bobrek-Centrum oraz Piekary. Finalizacja transakcji możliwa jest w I kwartale 2015r.

Rada Ministrów przyjęła 7 stycznia br. **założenia programu naprawczego KW**, które obejmują:

- ❑ likwidację 4 kopalń KW (Pokój, Brzeszcze, Sośnica-Makoszowy i Bobrek-Centrum), wydobywających łącznie ok. 6.5 mln t
- ❑ włączenie jednej kopalni bezpośrednio przez Węglokoks (KWK Piekary)
- ❑ przeniesienie kopalń zdolnych do funkcjonowania na rynku do spółki celowej (SPV - "Nowa KW") utworzonej przez Węglokoks, w której w przyszłości udziały mogą objąć grupy energetyczne
- ❑ PDO dla pracowników kopalń (produkcji i administracji) obejmujący urlop górniczy (dla osób zbliżających się emerytury) oraz odejścia w ramach jednorazowych odpraw bezwarunkowych (wielomiesięczne pensje)
- ❑ stopniowa sprzedaż i likwidacja pozostałego majątku niezwiązanego z działalnością górniczą

Wojciech Kowalczyk, pełnomocnik rządu ds. restrukturyzacji węgla kamiennego podał, że strata na sprzedaży KW za 11 miesięcy ub.r. przekracza 1.1 mld PLN, zaś zobowiązania wynoszą ok. 4.2 mld PLN. Koszt Programu Naprawczego w latach 2015-2016 oszacowano na 2.3 mld PLN. W odpowiedzi na założenia programu górnicy w KWK Brzeszcze rozpoczęli strajk.

Wyniki poszczególnych kopalń Kompanii Węglowej SA

	2011			2014 ¹			
	Wielkość wydobycia [tys. ton]	EBIT [mln PLN]	CAPEX na 1 tonę [PLN/t]	Wielkość wydobycia [tys. ton]	EBIT [mln PLN]	Wynik na GJ ² [PLN/GJ]	CAPEX na 1 tonę [PLN/t]
KWK Marcel	2 652	278,1	21,5	2 760	165,2	2,43	15,6
KWK Piast	4 410	194,4	18	3 700	35,7	0,61	16,9
KWK Ziemowit	4 339	202,8	20,9	3 758	26,5	0,34	17,2
KWK Chwałowice	2 369	79,3	30,4	2 049	-11,1	-0,30	32
KWK Bol. Śmiały	1 756	123,7	15,4	1 399	-32,6	-1,15	41,5
KWK Rydułt. Anna	2 384	0,3	35,1	2 196	-87,5	-1,71	29
KWK Jankowice	2 771	65,4	23,3	2 293	-110,6	-2,03	66,1
KWK Bielszowice	1 864	-63,2	33,2	2 059	-113,5	-2,30	31,4
KWK Halemba	1 916	-115,3	43,4	2 029	-110,3	-2,45	20
KWK Bobrek-Centrum	2 145	-5,3	21,6	1 793	-136,1	-3,15	19,5
KWK Pokój	1 262	-18,5	9,6	1 036	-97,4	-3,31	5,8
KWK Piekary	1 472	-139,1	20,5	747	-98,3	-6,87	5,1
KWK Sośnica-Mak.	3 456	-116,9	29	2 014	-357,8	-8,86	38,8
KWK Brzeszcze	1 910	-63,5	25,1	931	-229,6	-14,23	26,1
Kompania Węglowa	34 705	422,2	24,7	28 764	-1 115,7	-1,77	26,5

1. Planowane wykonanie roczne na bazie danych z XII 2014 2. Wynik na sprzedaży węgla wg cen za okres I-XI

Źródło: Prezentacja Ministerstwa Gospodarki: "Plan naprawczy dla Kompanii Węglowej" na podstawie materiałów i analiz spółki

Świat:

AUSTRALIA: Glencore poinformował 5 stycznia o wznowieniu wydobycie w swoich australijskich kopalniach (w 2013r. wydobyl łącznie ok. 80 mln t węgla energetycznego i koksującego), w których produkcja była wstrzymana w okresie świątecznym. Przerwa spowodowana była niskimi cenami surowca i zaowocowała ograniczeniem wydobycia o ok. 5 mln ton.

Anglo American ponownie, po dwóch nieudanych próbach stara się o pozwolenie na rozbudowę kopalni węgla Drayton South w Australii (Hunter Valley). Spółka zmodyfikowała założenia celem zastąpienia obecnie funkcjonującej kopalni. Nowy plan zakłada wydobycie 75 mln ton surowca w przeciągu 17 lat zamiast pierwotnie zakładanych 97 mln ton przez 20 lat.

INDIE: Indyjski parlament przyjął wniosek premiera Narendra Modi o zakończenie monopolu państwa na wydobycie i handel węglem w Indiach. Ma to wspomóc indyjski przemysł walczący z niedoborami prądu. Tymczasem 6 stycznia, zgodnie z przewidywaniami rozpoczął się strajk 0.5 mln górników sprzeciwiających się komercjalizacji wydobycia paliw w Indiach. Strajk, który ma trwać pięć dni objął wszystkie kopalnie państwowej kompani Coal India (odpowiadającej za 82% krajowej produkcji). Jest to największy protest w branży od 1977 roku. Każdego dnia strajku nie wydobywa się 1.5 tony węgla.

UKRAINA: Wołodymyr Demczyszyn, nowy minister energetyki i przemysłu węglowego potwierdził plan likwidacji kopalń w Lwowsko-Wołyńskim Zagłębiu Węglowym. W budżecie skreślono też pieniądze na budowę kopalni nr 10 w Nowowołyńsku (o 7 km od polskiej granicy), uznając, że nie będzie rentowna. W 2010 r. ewentualnym dokończeniem realizacji kopalni Nowowołyńska oraz udziałem w jej prywatyzacji zainteresowana była LW Bogdanka (leży na tym samym złożu węgla). Ówczesne szacunki zakładały potrzeby inwestycyjne rządu 200-300 mln USD (strona ukraińska poniosła wcześniej już ok. 100 mln USD kosztów). Zasoby kopalnia wynoszą 37 mln t, a projekt zakładał wydobycie 1 mln t węgla rocznie. Problem stanowiło zaleganie węgla w cienkich pokładach o miąższości 0.64-1.05 m.

III. Metale

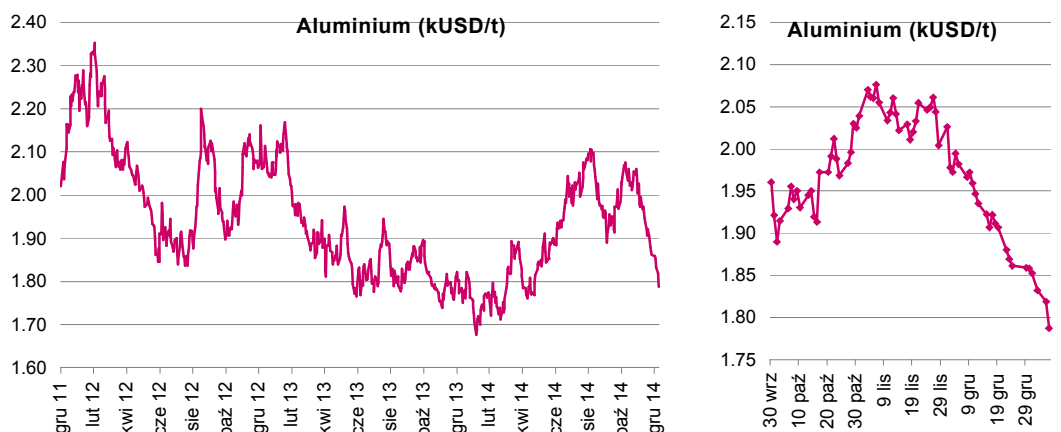
Ceny surowców

Historyczne ceny miedzi (tys. USD/t)



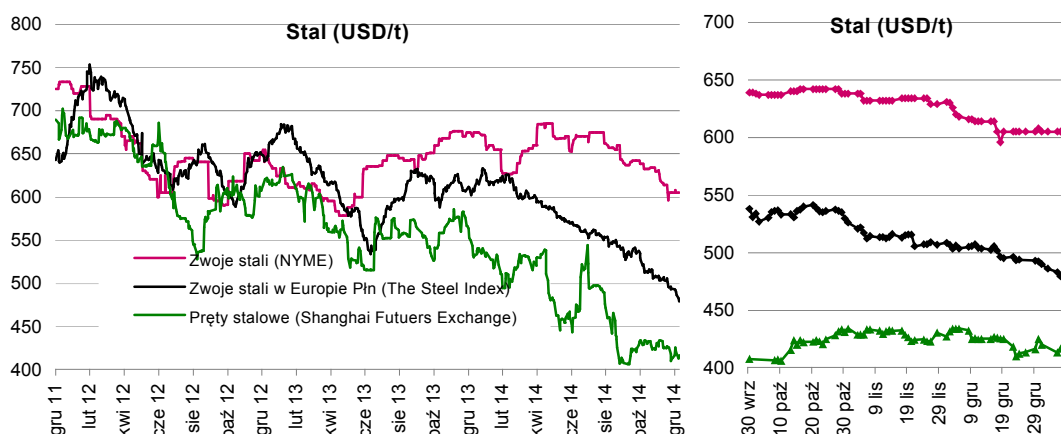
Źródło: Millennium DM, Bloomberg

Historyczne ceny aluminium (tys. USD/t)



Źródło: Millennium DM, Bloomberg

Historyczne ceny stali gorącowalcowanej (USD/t)



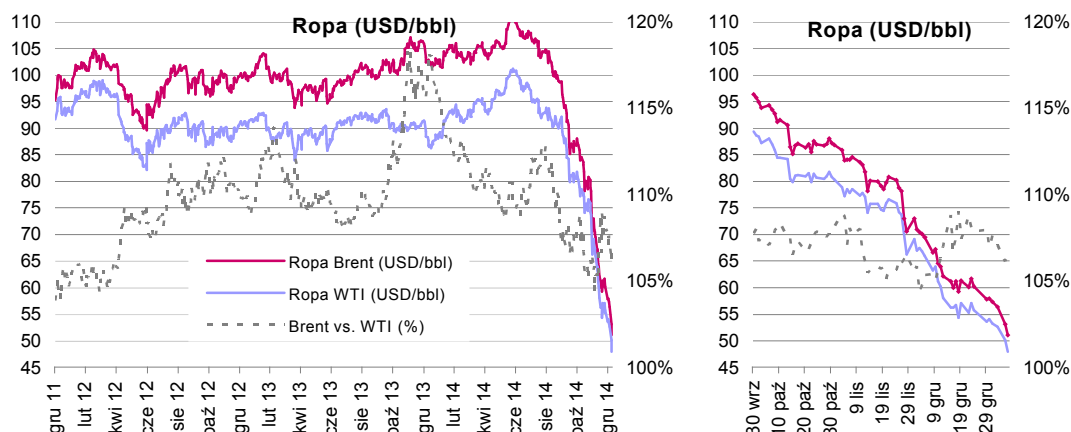
Źródło: Millennium DM, Bloomberg

Historyczne ceny złota i srebra (USD/oz)



Źródło: Millennium DM, Bloomberg

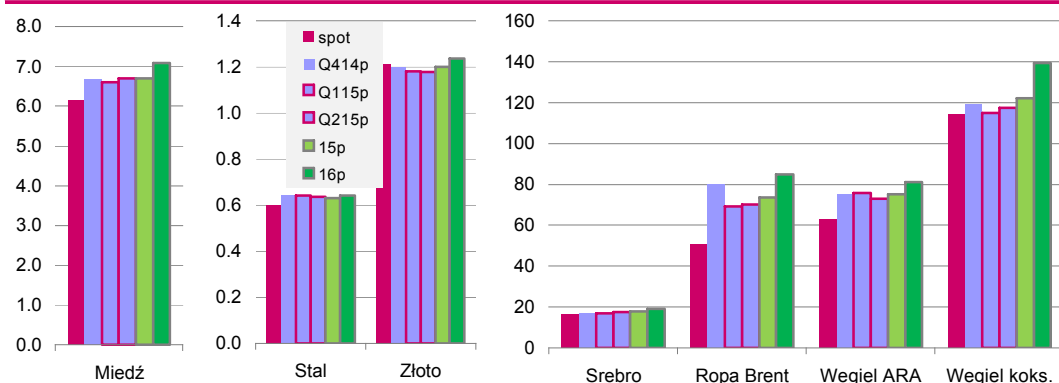
Historyczne ceny ropy naftowej (USD/bbl)



Źródło: Millennium DM, Bloomberg

Mediana prognoz cen surowców

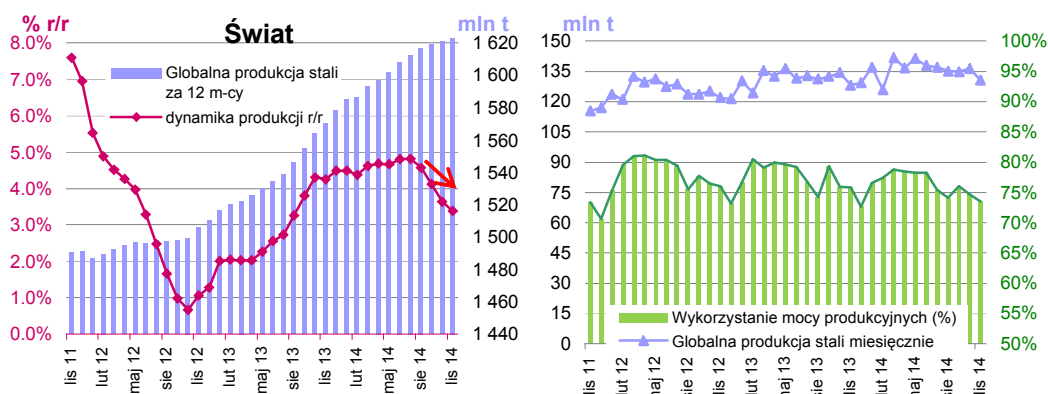
	Miedź (USD/t)	Stal (USD/t)	Złoto (USD/oz)	Srebro (USD/oz)	Ropa Brent (USD/bbl)	Wegiel ARA (USD/t)	Wegiel koks. (USD/t)
spot	6 145.0	600.0	1 212.6	16.32	50.8	62.7	114.1
Q414p	6 671.8	640.0	1 200.0	16.85	79.8	75.0	119.0
Q115p	6 600.0	640.0	1 182.5	16.90	69.0	75.7	115.0
Q215p	6 700.0	635.0	1 179.0	17.30	70.0	73.0	117.5
15p	6 700.0	630.0	1 200.0	17.65	73.5	75.0	122.1
16p	7 075.0	640.0	1 238.0	19.00	85.0	81.3	139.5



Źródło: Bloomberg (dane na dzień 7/01/2015)

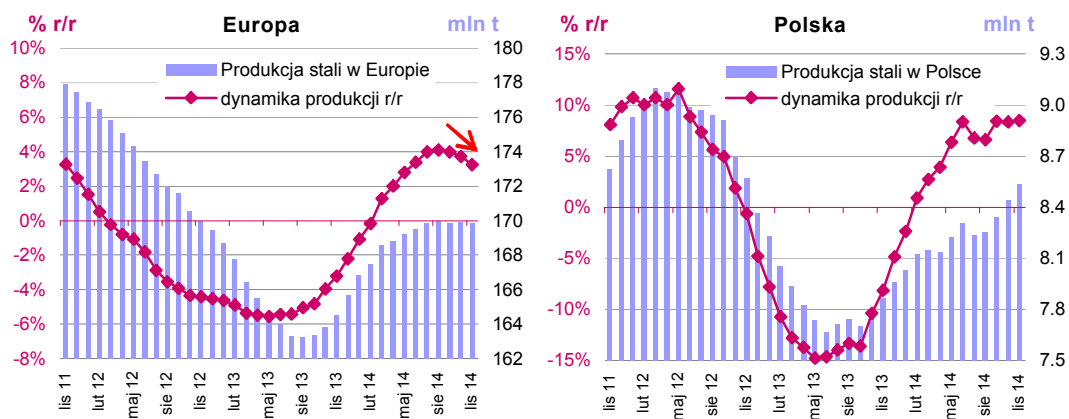
Produkcja stali na świecie, w Europie i w Polsce

Globalna produkcja stali, jej dynamika i wykorzystanie mocy produkcyjnych



Źródło: Millennium DM, Bloomberg za World Steel Association

Produkcja stali (za 12 m-cy) i jej dynamika w Europie i w Polsce



Źródło: Millennium DM, Bloomberg za World Steel Association

IV. Spółki

LW Bogdanka

grudzień 2014

Cena bieżąca: 93.1 PLN

Wycena porównawcza
(Polska i świat): 87.7 PLN
Wartość księgową: 71.0 PLN

Podsumowanie najważniejszych wydarzeń

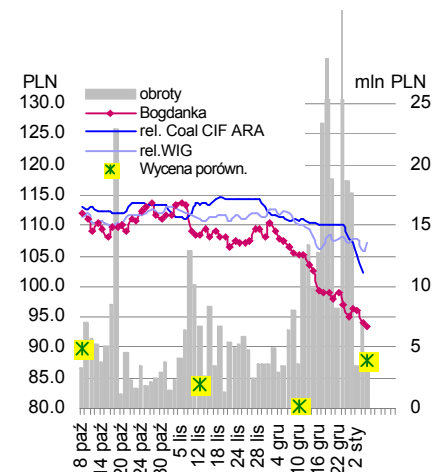
17 grudnia. Dwa aneksy do umów sprzedaży węgla energetycznego: z Zakładami Azotowymi Puławy (dotyczy umowy z dn. 8 stycznia 2009 r.) na sprzedaż węgla w 2015 roku - 910 mln PLN netto (tj. 13.5% mniej niż w raporcie nr 21/2013) oraz z GDF Suez Energia Polska (El. Połaniec) - przedłużono czas obowiązywania umowy do 31 grudnia 2019 r., aneks określa warunki dostaw węgla energetycznego na lata 2014-2019 - wartość całej umowy wynosi obecnie (szacunkowo) 3,313 mln PLN netto (wyższa o około 465 mln PLN od wartości umowy przed podpisaniem aneksu)

24 grudnia. Aviva OFE zmniejszył zaangażowanie o co najmniej 2pp i po sprzedaży akcji na dzień 18 grudnia posiadał 4,319,207 akcji reprezentujących 12.87% akcji i głosów na WZA

30 grudnia. Spółka poinformowała o zawarciu w dniu 30 grudnia 2014r. aneksu z ENERGA Elektrownie Ostrołęka S.A. dotyczącego warunków dostaw węgla energetycznego w roku 2015. W związku z aneksem wartość całej umowy (obowiązującej w latach 2011-2015) uległa obniżeniu o około 51 mln PLN do 1,141 mln PLN netto (tj. o 4.25% mniej od wartości sprzed aneksu).

7 stycznia. Spółka podała daty publikacji raportów w 2015 roku. Raport roczny za 2014 roku: 12 marca, raport za I kwartał: 30 kwietnia, raport półroczny: 20 sierpnia, raport za III kwartał: 29 października.

8 stycznia. Bogdanka wydobyla **2.56 mln ton** węgla handlowego w **IV kwartale** 2014r. wobec 2.11 mln ton przed rokiem (+21.3% r/r) oraz 2.38 mln ton w III kwartale 2014 r. (+7.6% kw/kw). Narastająco **w całym 2014 roku** kopalnia wydobyla **9.19 mln ton** węgla handlowego wobec 8.35 mln ton w 2013 roku (+10% r/r).



Bogdanka		93.13	
Max/min 52 tygodnie (PLN)	130.2 / 93.0		
Liczba akcji (mln)	34.0		
Kapitalizacja (mln PLN)	3 173		
EV (mln PLN)	3 459		
Free float (mln PLN)	2 078		
Śr. dzienny obrót 3M (mln PLN)	7.2		
Główni akcjonariusze	akcji / głosów		
AVIVA OFE	12.87% / 12.87%		
ING OFE	9.32% / 9.32%		
	30d	90d	365d
Zmiana ceny	-12.4%	-15.9%	-21.0%
Zmiana WIG	-4.3%	-4.2%	1.4%

Kalendarium (najbliższe 3 miesiące)

Raport za 2014 rok	12 marca
Raport za I kwartał 2015	30 kwietnia

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DPS	DY	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE(%)
2012	1 301	268	453	272	221	6.50	11.9	62.7	17.2	1.49	4.00	4.3%	15.0	8.9	11.3
2013	1 900	456	786	414	329	9.68	19.4	71.0	11.5	1.31	5.06	5.4%	16.2	9.4	15.4
2014e	2 031	353	726	342	273	8.02	19.0	74.1	13.9	1.26	5.80	6.2%	21.4	10.4	11.3
2015e	2 270	469	886	459	362	10.64	22.9	79.5	10.5	1.17	5.30	5.7%	16.2	8.6	14.4
2016e	2 406	525	969	517	416	12.22	25.3	84.7	9.1	1.10	5.97	6.4%	14.4	7.8	15.4

e - konsensus prognoz Bloomberg, mln PLN; wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej spółki na poziomie 93.13 PLN za akcję

Wycena porównawcza

Wyceny metodą porównawczą dokonaliśmy względem polskich oraz zagranicznych spółek o zbliżonym profilu działalności. Do określenia wartości analizowanej spółki posłużyliśmy się trzema najczęściej stosowanymi wskaźnikami: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E. Dla każdego wskaźnika oraz roku przyjęliśmy równe wagi. Zakładane wyniki to konsensus oczekiwania Bloomberg.

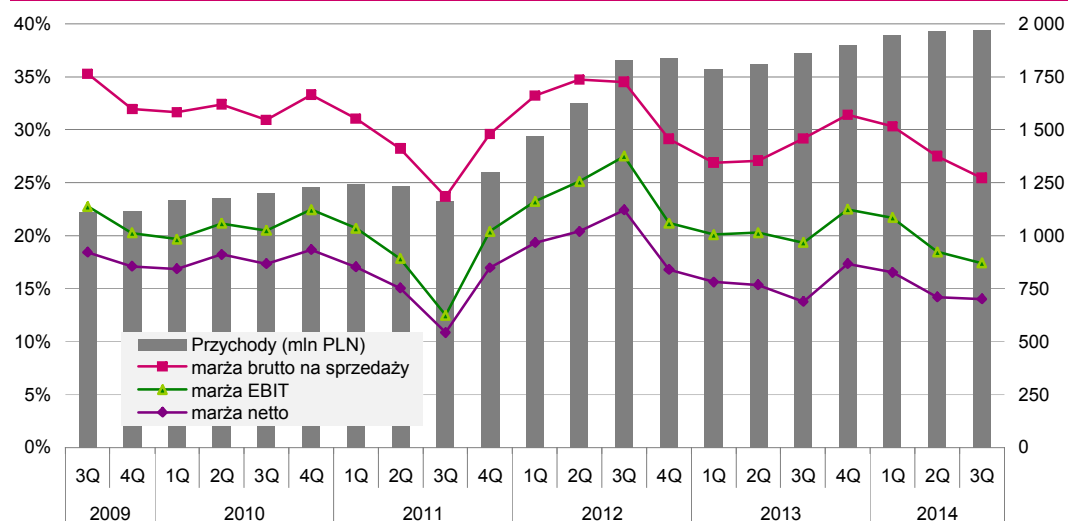
Wycena porównawcza do spółek polskich i zagranicznych

Spółka	Ticker	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
JASTRZEBSKA SPOLKA WEGLOWA S	JSW PL	6.4	4.3	3.1	nd	nd	73.8	nd	nd	nd
KGHM POLSKA MIEDZ SA	KGH PL	5.1	5.0	4.9	7.4	7.6	7.5	9.1	9.0	8.8
COAL INDIA LTD	COAL IND	16.2	14.0	12.6	17.0	14.6	13.2	15.1	13.2	12.0
CONSOL ENERGY INC	CNX USA	9.9	8.7	6.4	22.1	17.0	12.0	35.1	26.4	14.3
CLOUD PEAK ENERGY INC	CLD USA	8.0	10.0	7.8	21.0	41.1	21.6	18.8	nd	29.2
ARCH COAL INC	ACI USA	26.6	18.5	13.2	nd	nd	82.4	nd	nd	nd
PEABODY ENERGY CORP	BTU USA	10.7	8.8	7.0	96.8	39.0	20.7	nd	nd	68.4
NEW HOPE CORP LTD	NHC AUS	66.4	36.4	22.3	176.9	55.7	28.6	50.6	35.3	21.1
CHINA SHENHUA ENERGY CO-A	601088 CN	7.2	6.9	6.6	9.7	9.6	9.0	11.8	11.4	10.8
CHINA COAL ENERGY CO-A	601898 CN	20.3	17.9	14.8	55.1	48.6	32.0	124.3	133.5	64.1
BHP BILLITON LIMITED	BHP AUS	7.0	6.8	6.2	10.5	10.1	9.0	14.7	14.0	11.8
GLENCORE PLC	GLEN CH	2.9	2.6	2.3	5.1	4.4	3.6	8.6	6.9	5.4
ANGLO AMERICAN PLC	AAL UK	2.1	2.1	1.7	3.3	3.3	2.6	7.4	7.2	5.5
RIO TINTO PLC	RIO UK	2.9	3.1	2.9	4.2	4.5	4.0	6.1	6.9	6.0
Mediana wskaźników dla spółek polskich		7.6	7.8	6.5	13.8	12.4	12.6	14.7	12.3	11.9
Wyniki spółki (mln PLN)		726	886	969	353	469	525	273	362	416
Gotówka / (dług) netto		-3 764	-3 807	-3 740	-3 764	-3 807	-3 740	-	-	-
Wycena na podstawie wskaźników (mln PLN)		1 773	3 134	2 550	1 105	1 982	2 885	4 021	4 454	4 957
Wagi		33.3%			33.3%			33.3%		

Wycena porównawcza: **2 984.6 mln PLN** tj. **87.7 PLN na 1 akcję**

Źródło: Bloomberg (ceny z dn. 7.1.2015), Millennium DM

Sprzedaż (mln PLN) i rentowność LW Bogdanka*



Źródło: Millennium DM, spółka; * - dane kroczące za 4 kolejne kwartały

JSW

grudzień 2014

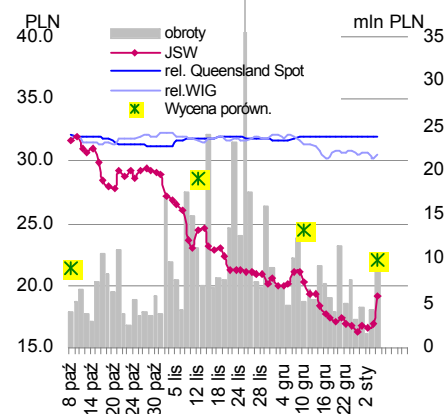
Cena bieżąca: 19.2 PLN

Wycena porównawcza
(Polska i świat): 22.0 PLN
Wartość księgową: 66.9 PLN

Podsumowanie najważniejszych wydarzeń

22 grudnia. Zarząd zaprosił działające w spółce związki zawodowe na spotkanie, podczas którego miał przedstawić plan działań na 2015 r. pozwalających na utrzymanie płynności finansowej. Plan tych działań został oparty na założeniu, że poziom cen węgla i koksu w 2015 r. nie ulegnie poprawie.

Związkowcy zgadzają się, że ceny węgla na światowych rynkach się załamały, jednak uważają, że są także inne przyczyny obecnej sytuacji spółki, do których zaliczyli brak realizacji zakładanego w PTE poziomu produkcji węgla koksowego, na który ich zdaniem jest popyt w każdej ilości. Związki zawodowe uznały, że są gotowe do rozmów pod warunkiem jednak m.in. podpisania jednolitego Zakładowego Układu Zbiorowego Pracy dla Pracowników JSW SA.



JSW 19.17

Max/min 52 tygodnie (PLN)	54.4 / 16.1
Liczba akcji (mln)	117.4
Kapitalizacja (mln PLN)	2 248
EV (mln PLN)	2 791
Free float (mln PLN)	1 166
Śr. dzienny obrót 3M (mln PLN)	9.8
Główni akcjonariusze	akcji / głosów
Skarb Państwa	48.15% / 48.15%

	30d	90d	365d
Zmiana ceny	-9.2%	-40.2%	-63.7%
Zmiana WIG	-4.3%	-4.2%	1.4%

Kalendarium (najbliższe 3 miesiące)

Raport za 2014 rok	-
Raport za I kwartał 2015	-

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DPS	DY	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE(%)
2012	9 377	2 659	3 503	2 699	2 087	17.50	24.6	69.1	6.4	0.28	5.38	28.1%	4.2	3.2	32.6
2013	7 632	177	1 378	110	77	0.66	10.9	69.7	169.5	0.27	2.52	13.1%	77.1	9.9	1.0
2014e	6 636	-518	726	-631	-545	-4.64	6.0	66.2	-24.0	0.29	0.00	0.0%	-30.8	22.0	-6.7
2015e	7 683	-302	1 069	-489	-455	-3.88	7.8	61.9	-28.8	0.31	0.00	0.0%	-55.7	15.8	-5.9
2016e	8 155	63	1 495	-302	-205	-1.75	10.4	59.8	-63.9	0.32	0.03	0.2%	277.8	11.6	-2.8

e - konsensus prognoz Bloomberg, mln PLN; wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej spółki na poziomie 19.17 PLN za akcję

Wycena porównawcza

Wyceny metodą porównawczą dokonaliśmy względem polskich oraz zagranicznych spółek o zbliżonym profilu działalności. Do określenia wartości analizowanej spółki posłużyliśmy się trzema najczęściej stosowanymi wskaźnikami: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E. Dla każdego wskaźnika oraz roku przyjęliśmy równe wagi (przy czym uwzględniliśmy tylko wyceny dodatnie). Zakładane wyniki spółki to konsensus oczekiwań analityków zebrany przez Bloomberg.

Wycena porównawcza do spółek polskich i zagranicznych

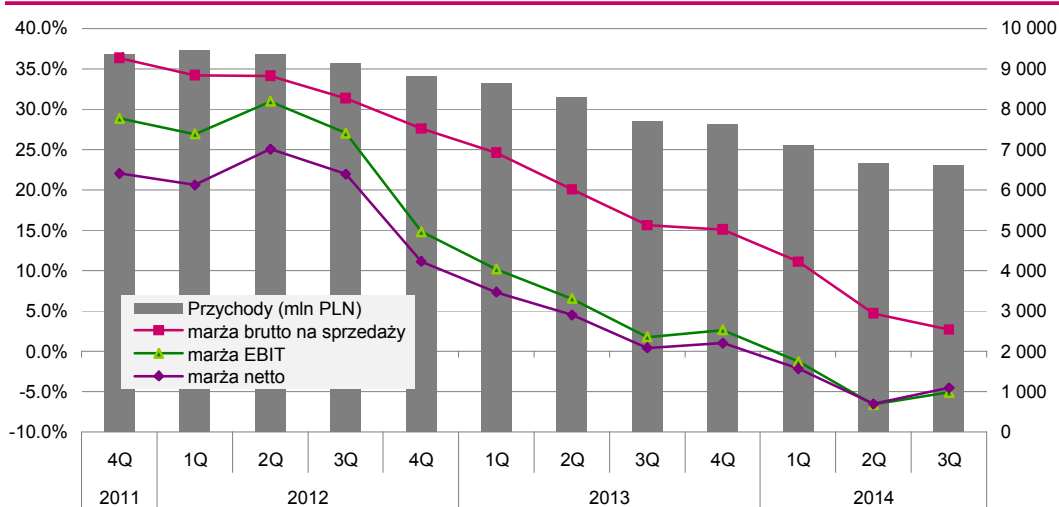
Spółka	Ticker	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
LUBELSKI WEGIEL BOGDANKA SA	LWB PL	5.5	4.5	4.1	11.3	8.6	7.6	11.6	8.8	7.6
KGHM POLSKA MIEDZ SA	KGH PL	5.1	5.0	4.9	7.4	7.6	7.5	9.1	9.0	8.8
COAL INDIA LTD	COAL IND	16.2	14.0	12.6	17.0	14.6	13.2	15.1	13.2	12.0
CONSOL ENERGY INC	CNX USA	9.9	8.7	6.4	22.1	17.0	12.0	35.1	26.4	14.3
CLOUD PEAK ENERGY INC	CLD USA	8.0	10.0	7.8	21.0	41.1	21.6	nd	nd	29.2
ARCH COAL INC	ACI USA	26.6	18.5	13.2	nd	nd	82.4	nd	nd	nd
PEABODY ENERGY CORP	BTU USA	10.7	8.8	7.0	96.8	39.0	20.7	nd	nd	68.4
NEW HOPE CORP LTD	NHC AUS	66.4	36.4	22.3	176.9	55.7	28.6	50.6	35.3	21.1
CHINA SHENHUA ENERGY CO-A	601088 CN	7.2	6.9	6.6	9.7	9.6	9.0	11.8	11.4	10.8
CHINA COAL ENERGY CO-A	601898 CN	20.3	17.9	14.8	55.1	48.6	32.0	124.3	133.5	64.1
BHP BILLITON LIMITED	BHP AUS	7.0	6.8	6.2	10.5	10.1	9.0	14.7	14.0	11.8
GLENCORE PLC	GLEN CH	2.9	2.6	2.3	5.1	4.4	3.6	8.6	6.9	5.4
ANGLO AMERICAN PLC	AAL UK	2.1	2.1	1.7	3.3	3.3	2.6	7.4	7.2	5.5
RIO TINTO PLC	RIO UK	2.9	3.1	2.9	4.2	4.5	4.0	6.1	6.9	6.0
Mediana wskaźników dla spółek polskich		7.6	7.8	6.5	11.3	10.1	10.5	11.8	11.4	11.8
Wyniki spółki (mln PLN)		726	1 069	1 495	-518	-302	63	-545	-455	-205
Gotówka / (dług) netto		-2 838	-3 729	-4 274	-2 838	-3 729	-4 274	-	-	-
Wycena na podstawie wskaźników (mln PLN)		2 701	4 646	5 428	-	-	-	-	-	-2 427

Wagi*

Wycena porównawcza: **2 587.0 mln PLN** tj. **22.0 PLN na 1 akcję**

Źródło: Bloomberg (ceny z dn. 7.1.2015), Millennium DM; * - wycena jako średnia z dodatnich wycen wskaźnikowych (nie uwzględnia wycen ujemnych)

Sprzedaż (mln PLN) i rentowność JSW*



Źródło: Millennium DM, spółka; * - dane kroczące za 4 kolejne kwartały

KGHM

grudzień 2014

Cena bieżąca: 111.6 PLN

Wycena porównawcza
(Polska i świat): 166.1 PLN
Wartość księgową: 121.2 PLN

Podsumowanie najważniejszych wydarzeń

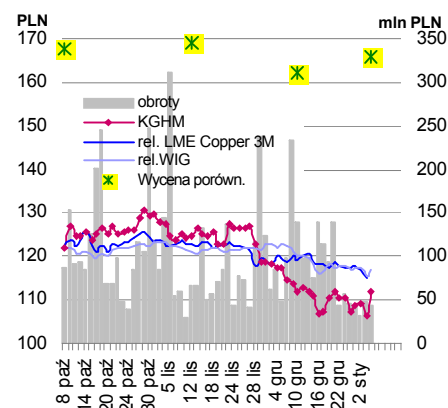
14 grudnia. Statek Haruka z około 6 tys. ton koncentratu miedzi dołynął do portu Niihama w Japonii. To pierwszy transport surowca z kopalni Sierra Gorda, która w lipcu 2014r. uruchomiła produkcję miedzi. Rozruch Sierra Gorda, jednej z największych kopalni miedzi i molibdenu na świecie, ma zakończyć się w I połowie 2015 r. W grudniu kopalnia miała produkować dziennie około 700 t koncentratu o wysokiej, około 30% zawartości metalu i bardzo niskim poziomie zanieczyszczeń.

15 grudnia. Rio Tinto oraz BHP Billiton, dzięki wymianie ziemi z rządem USA uzyskały możliwość realizacji w stanie Arizona największej kopalni miedzi w Amryce Północnej, według szacunków pokrywającej 25% zapotrzebowania kraju w surowiec. Zasoby szacowane SA na 1.6 mld ton rudy zasobnej w 1.47% miedzi i 0.037% molibdenu.

18 grudnia. Wojciech Kędzia, **wiceprezes ds. produkcji złożył rezygnację** z funkcji z dn. 31 stycznia 2015 r. **Rada nadzorcza powołała Mirosława Laskowskiego** od dnia 1 lutego 2015 r. na stanowisko wiceprezesa zarządu.

19 grudnia. Kanadyjskie ministerstwo środowiska przyznało po siedmiu latach starań decyzje środowiskowe dla projektu KSM spółki Seabridge Gold. Projekt jest największym z nieeksploatowanych dotychczas znanych rezerwy złota i miedzi. Zasoby szacowane są na 38.2 mln uncji złota, 9.9 mld uncji miedzi, 191 mln uncji srebra oraz 213 mln funtów molibdenu. Szacunki zakładają, że kopalnia będzie przetwarzać 130 tys. ton rudy dziennie przez 52 lata.

Chilijski państwowy Codelco, największy producent miedzi na świecie przyznał, że projekt El Tiento ma 2-3 letnie opóźnienie względem harmonogramu oraz wymaga dodatkowych 2 mld USD nakładów względem pierwotnych założeń. Pierwotnie zakładano ukończenie inwestycji w 2018 roku kosztem 3.4 mld USD, a produkcja szacowana była na 434 tys. ton rocznie.



KGHM 111.6

Max/min 52 tygodnie (PLN)	139.6 / 98.7
Liczba akcji (mln)	200.0
Kapitalizacja (mln PLN)	22 350
EV (mln PLN)	26 066
Free float (mln PLN)	8 518
Śr. dzienny obrót 3M (mln PLN)	98.5

Główni akcjonariusze	akcji / głosów
Skarb Państwa	61.89% / 61.89%

	30d	90d	365d
Zmiana ceny	-2.6%	-11.9%	0.4%
Zmiana WIG	-4.3%	-4.2%	1.4%

Kalendarium (najbliższe 3 miesiące)

Raport za 2014 rok	19 marca
Raport za I kwartał 2015	14 maja

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DPS	DY	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE(%)
2012	22 107	9 477	10 390	13 368	11 127	55.64	60.20	115.5	2.0	0.97	28.34	25.4%	1.0	0.9	75.9
2013	24 110	4 372	5 952	4 235	3 035	15.18	23.08	121.2	7.4	0.92	9.80	8.8%	5.6	4.1	13.1
2014e	20 485	3 531	5 176	3 378	2 459	12.30	20.52	120.4	9.1	0.93	5.00	4.5%	7.0	4.8	10.1
2015e	20 460	3 463	5 235	3 369	2 490	12.45	21.31	127.5	9.0	0.88	4.73	4.2%	7.3	4.8	10.3
2016e	21 117	3 502	5 294	3 478	2 537	12.69	21.65	134.2	8.8	0.83	4.53	4.1%	7.3	4.8	10.0

e - konsensus prognoz Bloomberg, mln PLN; wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej spółki na poziomie 111.6 PLN za akcję

23 grudnia. Projekt ustawy mającej na celu m.in. ograniczenie nierówności w dochodach społeczeństwa, zakłada wzmocnienie pozycji związków zawodowych w rozmowach z pracodawcami. Projekt przewiduje, że pracodawca musiałby rozmawiać z najsilniejszym, najbardziej reprezentatywnym związkiem zawodowym, co zwiększyłoby jego siłę przetargową oraz ograniczyłoby możliwość zastąpienia strajkujących górników nowymi pracownikami. Spółki górnicze (m.in. BHP Billiton, Rio Tinto czy Anglo American) obawiają się, że ambitne reformy socjalne Prezydent Chile Michelle Bachelet doprowadzą do **wzrostu kosztów pracy** oraz częstotliwości **strajków** (dotychczas relatywnie nieczęstych). Ponadto problemem spółek górniczych w Chile, poza spadkiem cen miedzi, są **chroniczne braki paliwa** które doprowadziły do drastycznego wzrostu kosztów. Obecnie chilijskie kopalnie miedzi, które odpowiadają za 15-20% GDP i 60% eksportu) płacą za elektryczność dwukrotnie więcej niż kopalnie w Peru.

30 grudnia. Spółka poinformowała o zawarciu w dniu 29 grudnia 2014r. aneksu z Tele-Fonika Kable do umowy z 16 stycznia 2013 roku dotyczącej sprzedaży walcówki miedzianej w 2015 roku. Wartość przedmiotu umowy na sprzedaż walcówki miedzianej po jej aneksowaniu (w okresie ostatnich 12 miesięcy, liczonych od 29 grudnia 2014 r. oraz w roku 2015) jest szacowana na kwotę 2.52- 2.71 mld PLN w zależności od wykorzystania opcji ilościowej i relokacji ilości pomiędzy zakładami Tele-Fonika Kable S.A.

31 grudnia. Spółka podała daty publikacji raportów w 2015 roku. Raport roczny za 2014 roku: 19 marca, raport za I kwartał: 14 maja, raport półroczny: 13 sierpnia, raport za III kwartał: 12 listopada.

Wycena porównawcza

Wyceny metodą porównawczą dokonaliśmy względem polskich oraz zagranicznych spółek o zbliżonym profilu działalności. Do określenia wartości analizowanej spółki posłużyliśmy się trzema najczęściej stosowanymi wskaźnikami: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E. Dla każdego wskaźnika oraz roku przyjęliśmy równe wagi. Zakładane wyniki spółki to konsensus oczekiwań analityków zebrany przez Bloomberg.

Wycena porównawcza do spółek polskich i zagranicznych

Spółka	Ticker	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
JASTRZEBSKA SPOLKA WEGLOWA S	JSW PL	6.4	4.3	3.1	nd	nd	73.8	nd	nd	
LUBELSKI WEGIEL BOGDANKA SA	LWB PL	5.5	4.5	4.1	11.3	8.6	7.6	11.6	8.8	7.6
ANTOFAGASTA PLC	ANTO UK	3.1	2.9	2.5	3.9	3.7	3.1	10.2	9.6	8.2
CIA DE MINAS BUENAVENTUR-COM	BUENAVC PERU	20.5	18.5	15.4	75.8	90.9	42.4	65.5	51.1	31.5
ANGLO AMERICAN PLC	AAL UK	2.1	2.1	1.7	3.3	3.3	2.6	7.4	7.2	5.5
BHP BILLITON LIMITED	BHP AUS	7.0	6.8	6.2	10.5	10.1	9.0	14.7	14.0	11.8
RIO TINTO PLC	RIO UK	2.9	3.1	2.9	4.2	4.5	4.0	6.1	6.9	6.0
ZIJIN MINING GROUP CO LTD-H	2899 CN	11.1	10.4	9.4	16.7	15.9	14.5	21.2	21.2	19.6
FIRST QUANTUM MINERALS LTD	FM CAN	9.5	6.5	4.6	15.4	9.2	6.1	18.8	10.8	7.0
NEWCREST MINING LTD	NCM AUS	10.0	8.1	7.4	19.1	14.7	12.8	28.9	18.7	15.1
TECK RESOURCES LTD-CLS B	TCK/B CAN	7.9	7.0	5.8	17.3	13.3	9.2	19.6	12.8	8.5
INDUSTRIAS PENOLES SAB DE CV	PE&OLES MEX	9.8	9.2	8.3	14.6	10.8	8.0	23.7	19.5	15.1
BOLIDEN AB	BOL SWE	7.5	5.6	5.1	17.0	10.0	8.6	19.7	10.5	9.1
KAZ MINERALS PLC	KAZ UK	2.9	3.2	1.8	6.1	5.3	2.9	18.5	24.4	6.5
BARRICK GOLD CORP	ABX CAN	7.6	7.8	7.3	12.6	13.6	11.8	23.5	19.0	15.2
Mediana wskaźników dla spółek polskich		7.5	6.5	5.1	13.6	10.1	8.6	19.2	13.4	8.8
Wyniki spółki (mln PLN)		5 176	5 235	5 294	3 531	3 463	3 502	2 459	2 490	2 537
Gotówka / (dług) netto		-2 418	-2 839	-3 261	-2 418	-2 839	-3 261	-	-	-
Wycena na podstawie wskaźników (mln PLN)		36 359	31 313	23 973	45 529	31 973	27 005	47 153	33 371	22 297
Wagi			33.3%			33.3%			33.3%	

Wycena porównawcza: **33 219.3 mln PLN** tj. **166.1 PLN na 1 akcję**

Źródło: Bloomberg (ceny z dn. 7.1.2015), Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA

Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Marcin Palenik, CFA

+48 22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Maciej Krefta

+48 22 598 26 88
maciej.krefta@millenniumdm.pl

Wojciech Woźniak

+48 22 598 26 58
wojciech.wozniak@millenniumdm.pl

Sebastian Siemiątkowski

+48 22 598 26 05
sebastian.siemiatkowski@millenniumdm.pl

Artur Topczewski

+48 22 598 26 59
artur.topczewski@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki, ubezpieczenia

Analityk
branża spożywcza, handel,
energetyka

Analityk
developeperzy, górnictwo,
przemysł drzewny

Analityk
przemysł elektromaszynowy,
metale i chemiczny

Analityk
fundusze inwestycyjne

Analityk
fundusze inwestycyjne

Sprzedaż

Radosław Zawadzki

+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Arkadiusz Szumilak

+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Marek Przytuła

+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski

+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Leszek Iwaniec

+22 598 26 90
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

Grażyna Mendrych

+22 598 26 26
grazyna.mendrych@millenniumdm.pl

Dyrektor

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE-P/BV (model uzależniająca właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, Sygnity oraz KGHM, PZU, GKS Katowice, Eurotel. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółki: MFO S.A., od której otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy mógł zawierać umowy ze spółkami Getin Noble Bank oraz Getin Holding w zakresie bankowości inwestycyjnej. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerskiego S.A. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii. Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w II kwartale 2014 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	4	29%
Akumuluj	8	57%
Neutralnie	2	14%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Kupuj	0	0%
Akumuluj	1	100%
Neutralnie	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora