



Rynek akcji

Polska

Michał Marczak
(48 22) 697 47 38
michal.marczak@dibre.com.pl

OFE

Rząd zdecydował o wariancie reformy OFE

Premier Tusk przedstawił ostateczny wariant reformy OFE. Zmiany miałyby wejść w życie od 1 stycznia 2014, tj. obowiązywać od połowy przyszłego roku. Reforma niewątpliwie negatywnie uderza w rynek kapitałowy, jednak naszym zdaniem scenariusze, jakie pojawiały się przed decyzją wskazywały na ryzyko istotnie głębszych zmian. Pozycja OFE, jako funduszy zapewniających stały strumień nowych środków na GPW właśnie się kończy. Analiza napływów/odpływów środków w OFE wskazuje, że przynajmniej w perspektywie kilku najbliższych lat fundusze nie będą zmuszone sprzedawać akcji. W negatywnym scenariuszu w 2014 roku fundusze pozyskają 8 mld PLN, a z tytułu suwaka muszą oddać do ZUS 4,4 mld PLN. W roku 2015 pozyskają 4 mld PLN przy odpływach na poziomie 2,3 mld PLN. Czynnikiem, który może determinować sprzedaż akcji jest wewnętrzna decyzja samych OFE o ograniczeniu udziału w portfelu ryzykowanych aktywów, po tym jak część obligacyjna zostanie przekazana do ZUS. W dłuższym okresie fundusze mogą dążyć również do zwiększenia płynności portfeli, tj. zamieniać akcje nie płynnych spółek polskich (nie chodzi tu jedynie o spadki cen z ostatnich dni) i zamiany ich na podobnie lub drożej wyceniane z innych rynków (szczególnie biorąc pod uwagę poprawę sytuacji gospodarczej w Polsce). W 1H 2013 udział OFE w obrotach na GPW wyniósł 8,8%. Obecne spadki cen akcji na giełdzie uważamy za dobrą okazję do ich kupna.

Założenia reformy:

- ZUS nie przejmie akcji spółek będących w portfelach OFE.
- Na mocy ustawy, przeniesiona zostanie część obligacyjna do ZUS (będzie to 51,5% aktywów zgromadzonych w OFE). Obligacje zostaną umorzone. OFE nie będą mogły inwestować w papiery skarbowe, obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa i skarbowe obligacje z rynków zagranicznych. Dniem wyceny obligacji będzie wycena z dnia przeniesienia, ale nie niższa niż ich wycena z 3 września 2013.
- Składka do OFE wyniesie 2,92% wynagrodzenia, przy czym osoby dotychczas ubezpieczone w OFE będą mogły wybrać, czy składka trafi do ZUS czy OFE. Domyślność (brak złożenia deklaracji) oznacza automatyczny wybór ZUS. Trzymiesięczny okres na podjęcie decyzji.
- Środki przeniesione na subkonto w ZUS będą dziedziczone.
- Zniesienie ograniczeń inwestycyjnych, m.in. limitów inwestycji w akcje, zniesienie benchmarku. Z wypowiedzi ministra Rostowskiego wynika, że zachowane zostaną limity określające zaangażowanie w spółki zagraniczne, obligacje korporacyjne oraz wprowadzony zostanie limit na depozyty.
- Wprowadzenie suwaka – to ZUS wypłaca emerytury, 10 lat przed emeryturą nastąpi stopniowe przekazywanie aktywów przez OFE do ZUS.
- Obniżenie o połowę opłaty manipulacyjnej i opłat za zarządzanie płaconych na rzecz funduszy emerytalnych (obecnie ok. 3,5% od nowych składek i ok. 0,004% miesięcznie opłaty za zarządzanie).

Zmiany miałyby wejść w życie od 1 stycznia 2014, tj. obowiązywać (przepływ składki na nowych zasadach) od połowy przyszłego roku. W tym tygodniu Rząd podejmie kierunkowe decyzje ww. sprawie. Powstanie raport, który trafi do parlamentu. Kilka miesięcy potrwa przygotowanie projektów ustaw (założenie, że głosowanie odbędzie się w końcu roku). Po głosowaniu w parlamencie obowiązuje 3-miesięczny okres *vacatio legis*, a następnie ubezpieczeni będą mieli 3 miesiące na podjęcie decyzji o wyborze OFE lub ZUS. Patrząc na to, jak wydłużał się proces decyzyjny (który scenariusz zostanie wybrany) można przyjąć założenie, że proces legislacyjny również będzie się opóźniał w stosunku do założonego planu. Biorąc pod uwagę okres świąteczny do końca roku pozostało zaledwie 2,5 miesiąca.

Przyszłe wpływy/wypływy funduszy z OFE

W 2012 roku ZUS przekazał do OFE składki o wartości 8 mld PLN, z czego część środków została zainwestowana w akcje, a część w inne instrumenty finansowe (głównie obligacje skarbowe). W 2012 roku obowiązywała wysokość składki na poziomie 2,3% wynagrodzenia. Przy założeniu, że w 2014 roku wysokość składki wzrośnie do 2,92% i uwzględniając wzrost poziomu wynagrodzeń, implikuje to wartości środków przelanych do OFE na poziomie 10,8-11 mld PLN. Dodatkowo, aktywa OFE zostaną zasilone dywidendami ze spółek w kwocie ok. 1,8 mld PLN. Łącznie daje to 12,7 mld PLN. Szacunek ten jest prawdziwy tylko przy założeniu, że 100% osób zdecyduje o dalszym przesyłaniu składki do OFE, a nie przejściu do ZUS, co jest założeniem nieprawdziwym. Ponieważ zmiany mają obowiązywać od połowy 2014, do czerwca OFE dostaną składki na starych zasadach tj. przy stawce 2,8% wynagrodzenia (obowiązującej od 2013 r.), co daje kwotę ok. 5,1 mld PLN. W drugim półroczu, w zależności od ilości osób decydujących się na ZUS, wpływy mogą wynosić 4,3 mld PLN jeżeli 80% składki pozostanie w OFE lub 1 mld PLN jeżeli pozostanie jedynie 20%. Powiększając wspomniane kwoty o oczekiwane dywidendy, w ujęciu rocznym daje to łączną składkę do OFE na poziomie 8 mld PLN jeżeli 20% osób (aktywów) zdecyduje się na pozostawienie składek w OFE i 11 mld PLN jeżeli będzie to 80% osób. Przy 50% udziale wpływy OFE wyniosą 9,6 mld PLN. Przypominamy, że w badaniu zleconym przez Lewiatan 60% ankietowanych deklaroowało chęć pozostania w OFE. Ostatecznie odsetek ten będzie zapewne niższy i w negatywnym scenariuszu może być zbliżony do 20%.

Zgodnie z wypowiedzią wiceministra Kowalczyka, wprowadzenie suwaka oznacza przekazanie do ZUS środków o wartości ok. 4,4 mld PLN w pierwszym roku, co oznaczałoby kwotę istotnie niższą w stosunku do wpływów do OFE z tytułu składek i dywidend. Dodatkowo należy pamiętać, że na koniec sierpnia 2013, 16 mld PLN aktywów OFE ulokowana była w depozytach. Do lipca 2014 (jeszcze na starych zasadach) fundusze powinny dostać kolejne 9 mld PLN w postaci składek, plus wpływy z dywidend wypłacanych w 3 i 4 kwartale - przez np. KGHM (druga rata), PZU, PKO BP, PGE, PGNiG. Oznacza to, że fundusze nie będą potrzebowały sprzedawać akcji, żeby „spłacić” suwak do ZUS. Bez dokonywania jakichkolwiek transakcji, w połowie przyszłego roku (oczekiwane pełne wejście reformy) powinny dysponować kwotą ponad 21 mld PLN. Dodatkowo OFE powinny nadal (przynajmniej przez jakiś czas) być zasilane w gotówkę z tytułu odsetek od obligacji (5-6 mld PLN w skali roku). Ze względu na nieznaną datę przeniesienia obligacji nie uwzględniamy tego w naszych szacunkach (ale powinny dostawać środki przynajmniej do końca br., tj. ok. 2 mld PLN).

Szacunkowa wartość aktywów OFE po reformie

(mIn PLN)	Aktywa na 31.08.2013	Stan na dzień 30.06.2014*			Wpływy / odpływy do dnia 30.06.2014	
		-10%	-20%	-30%		
Łącznie	285 987	280 152	268 651	257 149	Składka	8 767
akcje	115 017	103 515	92 014	80 512	Dywidendy	1 300
obligacje skarbowe	120 142	120 142	120 142	120 142	Suwak	-4 400
gotówka	16 187	21 854	21 854	21 854		
inne	34 641	34 641	34 641	34 641		
Przeniesienie obligacji						
51% aktywów w chwili przeniesienia	147 284	144 278	138 355	132 432		
Nie mniej niż (49,1% na 3.09.2013)	140 420					
obligacje skarbowe**	120 142					
inne papiery dłużne gwar. przez SP**	20 277					
OFE muszą oddać dodatkowe aktywa	6 864	3 859	0	0		
Udział akcji w portfelu po przen. obligacji	83%	76%	72%	69%		

Źródło: DI BRE Banku S.A., Analizy Online; *prognoza, **ceny stałe

Elementem, który najbardziej niekorzystnie wpływa na potencjalną podaż akcji jest przeniesienie części obligacyjnej do ZUS w scenariuszu wyceny aktywów zaproponowanej przez Rząd. Z informacji przekazanej przez wiceministra finansów wynika, że do ZUS zostaną przekazane aktywa w łącznej kwocie stanowiącej 51,5% aktywów każdego OFE w chwili ich przeniesienia. Nie będzie to kwota niższa niż wynikająca z udziału papierów skarbowych i obligacji gwarantowanych przez SP w aktywach każdego OFE wg stanu na 3.09.2013. Na koniec lipca udział ten wyniósł średnio 49,1%.

Na bazie aktywów OFE na koniec sierpnia, oczekiwane 51,5% aktywów stanowi równowartość 147,3 mld PLN. Zakładając, że udział papierów skarbowych i gwarantowanych przez SP na koniec lipca i sierpnia był porównywalny, to kwota oczekiwana przez Rząd nie może być mniejsza niż 140,4 mld PLN. Jednocześnie są to aktywa, które nie wymagają sprzedaży innych aktywów przez OFE w przypadku konieczności ich przeniesienia. Wycena obligacji (zaksięgowana na subkontach ZUS) nie będzie niższa niż wycena rynkowa z dnia 3 września 2013 (może być wyższa, jeżeli ceny na rynku wzrosną). W takim scenariuszu oznacza to, że OFE muszą dodatkowo sprzedać aktywa za 6,8 mld PLN lub zmniejszyć poziom gotówki na depozytach.

W wyniku spadku cen akcji na giełdzie wartość aktywów OFE spada, co zmniejsza kwotę, jaką trzeba przenieść do ZUS. Zakładając, że w czerwcu 2014 następuje przeniesienie części obligacyjnej do ZUS, a ceny akcji (przy innych wycenach niezmiennych, a obligacje skarbowe do tych szacunków mają cenę nie niższą niż ta z 3 września) obniżyły się o 10%, to wartość aktywów będących podstawą wyliczeń spada do 280 mld PLN, co implikuje przekazanie 144 mld PLN. OFE muszą „dorzucić” niespełna 4 mld PLN. Przy większej przecenie akcji kwoty te zmniejszają się aż do 0 PLN. Skarb Państwa zawsze ma gwarantowane co najmniej 140 mld PLN.

W roku 2015, w wariantcie negatywnym (20% składki pozostaje w OFE) wpływy do OFE z tego tytułu to ok. 2 mld PLN – po uwzględnieniu braku/niższych składek, które dla osób zbliżających się do wieku emerytalnego trafiają już do ZUS). Powiększając tę kwotę o ok. 2 mld PLN wpływu z tytułu dywidend, można szacować łączne napływy na poziomie 4 mld PLN. Przy założeniu, że po stronie wpływów mamy zmniejszenie suwaka do 2,3 mld PLN (informacja potwierdzona przez Ministerstwo Finansów) oznacza to, że OFE notują napływy netto w kwocie ok. 1,7 mld PLN.

Co dalej z funduszami?

Reforma pociąga za sobą istotne zmiany w samych PTE. Od początku dyskusji o reformie (raport rządowy z trzema wariantami) intencją Rządu było skłonienie OFE do aktywnego zarządzania, OFE miały stać się funduszami akcyjnymi. Z danych portalu Analizy Online wynika, że na koniec sierpnia udział akcji w portfelach OFE wyniósł 40,2%. Przeniesienie części obligacyjnej do ZUS spowoduje, że udział akcji w portfelach OFE skokowo wzrasta średnio do ok. 76% (udział ten będzie rozkładał się różnie dla poszczególnych funduszy). W opinii części obserwatorów rynku istnieje obawa, że fundusze nie będą chciały utrzymywać tak wysokiej ekspozycji na ryzykowne aktywa.

Obniżenie opłat na rzecz OFE przyspieszy konsolidację PTE. Przypominamy, że w 2012 roku przy przychodach na poziomie niespełna 1,5 mld PLN, łączny zysk netto PTE wyniósł 716,4 mln PLN w porównaniu z 616 mln PLN w 2011. Jeżeli skala obniżenia stawek opłat wyniesie 50%, jak zapowiada Rząd, to przy obniżonych aktywach również o połowę wpływy towarzystw zmniejszą się do ¼ stanu sprzed reformy. Naszym zdaniem, doprowadzi to nie tylko do dalszej konsolidacji PTE, ale również do wprowadzenia pasywnego modelu zarządzania (jak najniższe koszty funkcjonowania, jak najmniejsze ryzyko odchylenia się od indeksowego benchmarku). Naszym zdaniem nie istnieje „marchewka”, która zachęcałaby fundusze do podejmowania ryzyka inwestycyjnego. Inną konsekwencją będzie zapewne zwiększenie płynności portfela, co może skutkować zmniejszeniem zaangażowania w akcje spółek nie płynnych na rzecz spółek z WIG20. Nie wykluczone, że wprowadzone zostaną maksymalne limity dla utrzymywania środków w depozytach, co sugerował minister Rostowski i co miałyby przeciwdziałać „zbyt małemu” zaangażowaniu w akcje. Na dziś nie wiemy, czy przewidziane są dodatkowe płatności dla PTE typu *success fee* za wyniki. Byłby to czynnik, który mógłby stymulować aktywne zarządzanie portfelem.

Należy przy tym pamiętać, że do chwili przekazania części obligacyjnej do ZUS, OFE będą funkcjonowały na dotychczasowych zasadach, tj. będzie obowiązywał je benchmark z potencjalnym ryzykiem dopłat w przypadku nie osiągnięcia minimalnej stopy zwrotu oraz limity inwestycyjne. Naszym zdaniem do tego czasu fundusze nie będą podejmowały istotnych zmian alokacyjnych w portfelach.



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
Wicedyrektor
kamil.kliszczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

Paweł Szpigiel tel. (+48 22) 697 49 64
pawel.szpigiel@dibre.com.pl
Media, IT

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

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

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16
szymon.kubka@dibre.com.pl

Anna Łągowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

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

Adam Mizera tel. (+48 22) 697 48 76
adam.mizera@dibre.com.pl

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkiewicz@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 księgową

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 księgową) - 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 Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, Tarczyński, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Solar, Tarczyński, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, Prokom Software, PZU, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Tarczyński.

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

DI BRE Banku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonamentową z TP 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.