

**Przemysł spożywczy**

Polska

Cena bieżąca	13,1 PLN
Cena docelowa	13,8 PLN
Kapitalizacja	953 mln PLN
Free float	713 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	5,51 mln PLN

Struktura akcjonariatu

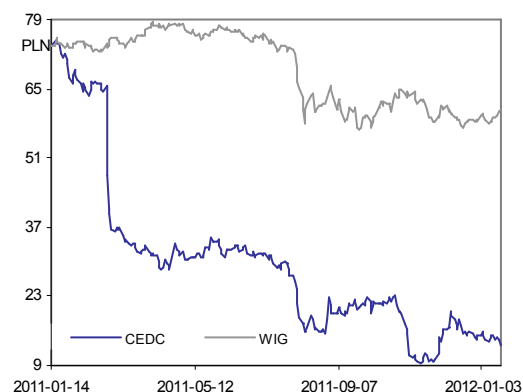
Russian Standard	9,91%
Mark Kaufman	9,70%
Blackrock	6,81%
ING OFE	5,70%
William Carrey	5,53%
Pozostali	62,35%

Prezentacja sektora

Światowy rynek wódki rośnie w tempie około 2-3% rocznie, największy udział ma Europa do której należy około 50% globalnego spożycia wódki. Polska i Rosja to odpowiednio 5. i 1. miejsce w światowym rynku wódki. Naszym zdaniem wzrost na tych rynkach może się odbywać tylko dzięki wzrostowi rynku oficjalnego i koncentracji udziałów głównych graczy.

Profil spółki

CEDC jest jednym z największych producentów wódki na świecie z produkcją i sprzedażą na poziomie około 32,7 mln dziewięciolitrowych kartonów w 2010. Spółka sprzedaje napoje alkoholowe pod własnymi markami oraz importuje alkohole. Działalność CEDC prowadzona jest na trzech głównych rynkach: Polska, Rosja, Węgry. CEDC eksportuje również do innych krajów, m.in. na Ukrainę.

Kurs akcji CEDC na tle WIG**Gabriela Borowska**

(48 22) 697 47 36

gabriela.borowska@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

CEDC

CDC.PW; CEDC.WA

Trzymaj

(Obniżona)

Słabe wyniki 2011 i 2012

CEDC rozczarowało prognozami na 2011, spółka przez niższe wolumeny w Rosji, niższe ceny w Polsce oraz przez wzrost cen spirytusu obcięła swoje prognozy EPS o -61% do 0,25-0,45 USD. Słabe oczekiwania na 4Q11 były dla nas zaskakujące, ponieważ porównywalny 4Q10 był już nieudany. Spodziewaliśmy się na koniec 2011 dodatnich wolumenów w Rosji (w 4Q2010 spółka miała problemy z produkcją i sprzedażą ze względu na brak znaków akcyzowych). Spodziewaliśmy się wyższej dynamiki sprzedaży w Polsce ze względu na wprowadzaną w końcu 2010 Żubrówkę Białą, której marketing obniżył sprzedaż i marżę. Dodatkowo spadek cen zbóż, który nastąpił od 2Q/3Q11 nie przełożył się na spadek cen spirytusu. Nasza nowa prognoza na 2011 EPS 0,21 USD jest poniżej prognozy Zarządu. W 2012 spodziewamy się dalszego spadku rynku i nie zakładamy spadku cen spirytusu. Ryzykowny pozostaje poziom długu w CEDC (9,0x EBITDA 2011), jednak nie jest to nowy problem i spodziewamy się, że spółka zroluje dług lub podniesie kapitał. Pozytywne dla CEDC mogą być negocjacje w sprawie zwiększenia zaangażowania nowego akcjonariusza. Russian Standard pomógłby w finansowaniu i w działalności na rynku rosyjskim, gdzie CEDC sobie nie radzi. Jeśli Russian Standard i Rada Dyrektorów dojdą do porozumienia będzie to miało pozytywny wpływ na wycenę rynkową spółki. Rozmowy miały się zakończyć jeszcze w 2011. Obniżamy nasze prognozy ze względu na spadający rynek w Rosji (-14%) i wysokie ceny spirytusu. Obniżamy naszą wycenę z 36,8 do 13,8 PLN i rekomendację do trzymaj.

Spadek rynku i wolumenów oraz wzrost dalszy cen surowca

Spadek rynku w Rosji (-14%), kanibalizacja marek i marketingowanie sprzedaży w Polsce (niższy wzrost wartościowy niż ilościowy) oraz rosnące ceny spirytusu popsły wyniki za 2011 i będą na nie wpływały w 2012.

Słabe wyniki 2011 oraz perspektywy 2012

Spodziewaliśmy się obniżki prognoz na 2011 jednak nie w takiej skali, czyli o -61%. Do słabego 2011 dochodzi jeszcze podwyżka akcyzy w Rosji w 2012 (10% w styczniu i kolejne 18% w lipcu), która może wpłynąć na dalszy spadek rynku oficjalnego mimo zaostrzenia polityki rządu względem uczestników czarnego rynku. Wcześniej zakładaliśmy -4% spadek, obecnie -14% na 2011-2012. Spodziewamy się, że ceny surowca (koszty spirytusu) rosną mimo spadku cen zbóż) przełożą się na kolejny rok słabych wyników.

Przejęcie już nie takie atrakcyjne, ale nowi inwestorzy nie zniechęceni

Potencjalnie spółka mogłaby zostać po tak dużej przecenie przejęta, jednak Zarząd poprzez ostatnie zmiany w statucie mógł skutecznie odstraszyć inwestorów, szczególnie tych, którzy nie będą działali w porozumieniu z Radą Dyrektorów. Obecne negocjacje z Russian Standard nie eliminują kwestii przejęcia i większego zaangażowania nowych akcjonariuszy.

Wycena przy dolnych widełkach prognoz Zarządu

Nasze prognozy na 2012 są na poziomie niższym od prognozy Zarządu EPS 0,21 USD. W 2012 nie spodziewamy się wzrostu marży brutto ze względu m.in. na spadek rynku w Rosji i ceny spirytusu. Obniżamy nasze prognozy i wycenę spółki z 36,8 PLN do 13,8 PLN. Powodem do wzrostu wyceny może być pozytywne zakończenie negocjacji z Russian Standard.

(mln USD)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	689,4	711,5	931,3	931,1	1 037,5
EBIT	184,5	-23,6	-547,2	122,8	159,4
marża EBIT	26,8%	-3,3%	-58,8%	13,2%	15,4%
EBITDA	195,7	-6,6	-527,3	141,1	178,1
Zysk netto	78,3	-104,7	-800,3	12,5	27,9
Zysk netto oczyszczony	128,0	39,0	15,5	12,5	27,9
P/E	1,6	7,0	18,3	22,8	10,2
P/CE	1,5	4,9	8,0	9,2	6,1
P/BV	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	7,0	11,6	11,0	11,0	8,9
DYield	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Podsumowanie

Nowi akcjonariusze mogą pomóc w restrukturyzacji części rosyjskiej biznesu

CEDC zyskało w ostatnim czasie dwóch akcjonariuszy: Mark Kaufman (9,6%) i Roustam Tariko (9,9%). Obaj związani są z branżą spirytusową na rynku rosyjskim, Mark Kaufman sprzedał do CEDC swoją spółkę Whitehall Group a Roustam Tariko jest właścicielem Russian Standard, do którego należą marki wódki premium w Rosji oraz spółka jest importerem wyrobów spirytusowych kategorii premium na tamtym rynku. O ile po ujawnieniu pierwszego inwestora uruchomiono tzw. „trującą pigułkę” polegającą na możliwości rozwodnienia akcjonariuszy, którzy nabędą powyżej 10% akcji, to drugi akcjonariusz okazał się mile widziany przez Radę Dyrektorów. Roustam Tariko w liście przesłanym do CEDC zaproponował partnerstwo strategiczne pomiędzy CEDC i Russian Standard. Tariko zaproponował w pierwszej kolejności rozwiązanie kwestii długu w CEDC, w którym to problemie pomogłaby linia kredytowa z Russian Standard Bank, którego inwestor jest właścicielem. W zamian CEDC miałoby wyemitować nowe akcje dające 19,9% udziału Russian Standard oraz dodatkowe akcje jako udział we wzroście wartości przedsiębiorstwa przy określonych progach cenowych dla akcji. CEDC musiałby wyemitować około 14,5 mln nowych akcji, udział Russian Standard w kapitale CEDC po rozwodnieniu wynosiłby prawie 25%. Spółka podjęła wstępne rozmowy z przedstawicielami Russian Standard dotyczące możliwej inwestycji w CEDC, zgodnie z postanowieniami umowy o zachowaniu poufności podpisanej w październiku zeszłego roku. Informacja o nowych akcjonariuszach jest pozytywna, ponieważ obaj są związani z rynkiem rosyjskim, na którym CEDC nie potrafi sobie poradzić. Ewentualna informacja o porozumieniu pomiędzy CEDC i Russian Standard pozytywnie wpłynie na wycenę spółki ze względu na możliwość uporządkowania rosyjskiej części biznesu oraz na wspomnianą propozycję rozwiązania problemu długu w spółce.

Wyniki 3Q 2011 poniżej oczekiwań

Wyniki za 3Q 2011 były poniżej naszych oczekiwań, ze względu na: (i) niższe wolumeny w Rosji, gdzie spodziewaliśmy się wzrostu zarówno ilościowego jak i wartościowego, (ii) niższą wartościowo sprzedaż w Polsce, gdzie podobnie jak w Rosji spodziewaliśmy się wzrostu cen i wolumenów, oraz ze względu na (iii) wyższe koszty spirytusu, których wzrostu w otoczeniu spadających cen zbóż się nie spodziewaliśmy. W sumie 3Q 2011 spółka zakończyła wynikiem na poziomie operacyjnym niższym o -22% (-10,2 mln USD) od naszych prognoz. Wyniki były słabe, jednak gorsze są zapowiedzi Zarządu co do 4Q 2011 i 2012.

Gorszy scenariusz na 4Q 2011

W 4Q 2010 spółka miała problemy ze sprzedażą, marżami i wynikami w Polsce ze względu na marketing Żubrówki Białej, czyli w rzeczywistości duże wolumeny sprzedaży i niskie przychody. Ta niska baza miała pomagać dynamikom wyników w 4Q 2011. W 4Q 2010 spółka miała też problemy z produkcją i sprzedażą w Rosji ze względu na brak znaków akcyzowych i wstrzymaną produkcję na kilka tygodni na tamtym rynku w szczycie sezonu sprzedażowego. To z kolei miało wspomagać dynamiki wolumenów w 4Q 2011. Zarząd po ostatnich wynikach przedstawił jednak rozczarowujące oczekiwania co do 4Q 2011 przede wszystkim na rynku rosyjskim, gdzie spodziewa się niskich wolumenów ze względu na spadek całego rynku wódki (rynek ilościowy spadł o -14% YTD). Dodatkowo marżom przeszkadzać będą koszty spirytusu, które na obu rynkach w dalszym ciągu rosną. W naszych prognozach spodziewaliśmy się, że spadające ceny zbóż przełożą się na spadek albo przynajmniej płaską dynamikę kosztów surowców.

Zaktualizowana prognoza Zarządu poniżej oczekiwań

Zaktualizowana prognoza Zarządu była dla nas i dla rynku rozczarowująca. Zarząd po raz kolejny w tym roku zmniejszył prognozę EPS, tym razem o -61%, do 0,25-0,45 USD przy sprzedaży na poziomie 850-950 mln PLN. Na danych oczyszczonych nowa prognoza oznacza przy wynikach zrealizowanych za 1-3Q 2011, że w 4Q 2011 spółka miałaby wygenerować około 302 mln PLN i EPS 0,63 USD, co oznaczałoby wynik EBIT na poziomie około 84 mln PLN (marża EBIT 28%). Taką rentowność EBIT w samym 4Q 2011 uważamy za trudną do osiągnięcia. Spodziewamy się niższego wyniku EBIT przy wyższych przychodach, czyli górnego przedziału rocznej sprzedaży przy rocznym wyniku poniżej prognoz Zarządu (EPS 0,21 USD wobec prognozowanego przedziału 0,25-0,45 USD).

Problem z długiem w 2013

CEDC ma do spłaty 56,7 mln USD długu w 2012 i 303,4 mln USD w 2013. Kolejne duże transze 958,7 mln USD przypadają do spłaty w 2015/2016. Wygenerowanie poziomu gotówki potrzebnego do spłaty zobowiązań w 2013 jest naszym zdaniem nie do osiągnięcia przy słabych wynikach za 2011 i 2012, a przy naszych prognozach nie do zrealizowania. Naszym zdaniem spółka będzie musiała zrolować dług przypadający do spłaty w 2012 i 2013 lub

będzie musiała przeprowadzić podniesienie kapitału. Nie jest wykluczone, że po zrolowaniu długu spółka będzie musiała płacić drożej za kapitał. Szansą na rozwiązanie problemu długu na 2011-2013 jest ostatnia propozycja Russian Standard, akcjonariusz chce za dodatkowe akcje pomóc m.in. w restrukturyzacji zadłużenia.

Jednorazowe zdarzenia popsują wyniki 2010 ... i 2011

Problemem jest ocena, czy zdarzenia, które popsują wyniki 2010 i 2011 rzeczywiście były jednorazowe. O ile brak znaków akcyzowych w Rosji i relicencjonowanie podmiotów sprzedających alkohol jest trudne do przewidzenia, o tyle np. agresywne marketingowanie marek w Polsce powtórzyło się w wynikach 2011, a odpis wartości firmy przy spadających rynkach (i wolumenach) powinien się powtarzać w kolejnych latach jeśli ilościowy rynek wódki dalej będzie spadał szybciej niż zakłada Zarząd. Odpis goodwillu czy znaków towarowych ma charakter bezgotówkowy, jednak wpływa na wskaźniki bilansowe, a dług zaciągnięty na ten goodwill pozostaje. Do nie jednorazowych, ale niegotówkowych zdarzeń dochodzą różnice kursowe, które w samym tylko 3Q 2011 odjęły od wyniku 170 mln USD. Dalsze umacnianie się walut obcych (EUR, USD) do PLN i RUB wpłynie na różnice kursowe w rachunku wyników.

Kwestia pozwu może nie wpłynąć na wyniki

CEDC, CFO i CEO spółki zostali pozwani przez fundusz emerytalny za publikowanie wprowadzających w błąd stwierdzeń dotyczących sytuacji biznesowej i finansowej spółki. Do pozwu mogli dołączać akcjonariusze, którzy pomiędzy 5.08.2010 a 28.01.2011 nabywali akcje spółki. W pozwie nie są określone odszkodowania pieniężne, jednak wymieniona jest szkoda w postaci spadku ceny akcji o 8,52 USD. Zgodnie z informacjami uzyskanymi od kancelarii prowadzącej sprawę CEDC: (i) pozew dotyczy sprawy cywilnej a nie karnej, co oznacza, że ewentualna kara dla CFO i CEO będzie pieniężna, (ii) kara będzie prawdopodobnie pokryta z polisy ubezpieczeniowej, (iii) średnio w takich sprawach odzyskuje się około 25% straty, ale to zależy od sprawy (iv) sprawy tego typu trwają około 3-4 lata. Ze względu na ubezpieczenie CEDC skutki pozwu mogą nie mieć istotnego wpływu na wyniki w kolejnych latach, a sama sprawa będzie trwała długo, dlatego nie uwzględniamy ewentualnych skutków pozwu w naszej wycenie.

Opcja przejęcia coraz trudniejsza do zrealizowania

Teoretycznie CEDC do niedawna dzięki sporej przecenie w wycenie rynkowej był dobrym kandydatem do przejęcia dla np. inwestora branżowego. Po zmianach w statucie, czyli ustaleniu dywidendy w formie praw do akcji w razie wejścia akcjonariusza powyżej 10% oraz uchwaleniu nowych wynagrodzeń i odpraw Członków Zarządu spółka skutecznie naszym zdaniem odstraszyła potencjalnych nabywców większych pakietów akcji, ale tylko tych, którzy nie będą w porozumieniu z Radą Dyrektorów. Umowa o zachowaniu poufności pomiędzy CEDC i Russian Standard wskazuje, że Russian Standard jest pożądanym przez Radę Dyrektorów inwestorem, kwestią pozostaje jedynie czy CEO będzie chciał się jeszcze bardziej rozwadniać poprzez nową emisję akcji do Russian Standard.

Wycena

Inwestycja w CEDC jest ryzykowna ze względu na wspomniane już wysokie zadłużenie spółki, które będzie musiało być zrolowane w 2013, ale nie jest to nowy problem. Skorygowaliśmy nasze prognozy o nowe oczekiwania Zarządu na 2011 oraz skorygowaliśmy prognozy na 2012 przy założeniach, że koszty spirytusu nie będą gwałtownie spadać a zmiany pozostałych kosztów będą zbieżne ze zmianą cen produktów. Spodziewamy się, że w 2012 spółka nadal będzie miała trudności na rynku rosyjskim, ze względu na wolumeny spadające tam w dwucyfrowym tempie. Jednak w najbliższym czasie możemy się spodziewać pozytywnych informacji z CEDC w związku z rozmowami prowadzonymi z nowym akcjonariuszem. Negatywny sentyment do CEDC nie zmieni się bez kilku kwartałów solidnych wyników finansowych. Zarząd musi pokazać dobre wyniki, nową prognozę i rozwiązać kwestię długu. Duża korekta w prognozach 2011-2013 obniża naszą wycenę CEDC z 36,8 PLN do 13,8 PLN i rekomendację do trzymaj.

Wyniki 3Q 2011 poniżej oczekiwań

Spółka zaraportowała wyniki poniżej konsensusu i poniżej naszych oczekiwań. Na poziomie porównywalnym sprzedaż w 3Q 2011 była na poziomie 228,9 mln USD (wzrost 45,1% r/r i -4,2% poniżej konsensusu), wynik operacyjny na poziomie 36,2 mln USD (wzrost 11,5% r/r i -8,4% do konsensusu, -22% do naszych oczekiwań). Wynik netto na poziomie 4,2 mln USD był gorszy od konsensusu rynkowego (12,0 mln USD) i naszych prognoz (15,8 mln USD). Na wynik netto na poziomie raportowanym (-839,5 mln USD) największy wpływ miał odpis wartości firmy i znaków handlowych (-674,5 mln USD) oraz niegotówkowe różnice kursowe w kwocie -170,8 mln USD (szacowaliśmy -150,8 mln USD). Zarząd obniżył prognozę na 2011 do 0,25-0,45 USD na akcję (poprzednio 0,8-1,0 USD na akcję). Wyniki kwartalne r/r były lepsze, jednak są poniżej naszych założeń ze względu na trade marketing w Polsce i niższe wolumeny na rynku rosyjskim oraz dalsze wzrosty cen spirytusu. Zdecydowanie poniżej naszych szacunków są również oczekiwania Zarządu na 4Q 2011.

Wyniki raportowane 3Q 2011 z działalności kontynuowanej

(mln USD)	Wyniki r/r			Prognozy DI BRE		Konsensus	
	IIIQ2011	IIIQ2010	zmiana	IIQ2011P	zmiana	IIQ2011P	zmiana
Przychody	228,9	157,8	45,06%	248,1	-7,77%	238,8	-4,15%
EBITDA	-640,3	33,4	-	52,1	-	45,4	-
marża	-	21,17%	-	20,99%	-	19,02%	-
EBIT	-644,8	29,1	-	46,4	-	39,6	-
Zysk brutto	-856,3	84,2	-	-130,7	-	-	-
Zysk netto	-839,5	68,9	-	-130,7	-	12,0	-

Źródło: CEDC, DI BRE, PAP

Różnica pomiędzy wynikami skorygowanymi i raportowanymi wynika przede wszystkim z odpisu ujemnej wartości firmy i znaków towarowych, w sumie w kwocie 674,5 mln USD: 547 mln USD wynika z trwałej utraty wartości firmy, 128 mln USD to utrata wartości znaków towarowych marki Bols, m.in. przez kanibalizację ze strony Żubrówki Białej. Kolejne 170,8 mln USD to niegotówkowe różnice kursowe wynikające z wyceny długu.

Wyniki skorygowane o zdarzenia jednorazowe 3Q 2011

(mln USD)	Wyniki r/r			Prognozy DI BRE		Konsensus	
	IIIQ2011	IIIQ2010	zmiana	IIIQ2011P	zmiana	IIIQ2011P	zmiana
Przychody	228,9	157,8	45,06%	248,1	-7,77%	238,8	-4,15%
EBITDA	41,4	38,8	6,67%	52,1	-20,58%	45,4	-8,90%
marża	18,07%	21,17%	-	-279,77%	-	19,02%	-
EBIT	36,2	32,5	11,51%	46,4	-22,04%	39,6	-8,44%
Zysk netto	4,2	8,5	-	15,8	-73,45%	12,0	-64,94%

Źródło: CEDC, DI BRE, PAP

Sprzedaż w 3Q 2011 wzrosła o 45,1% r/r. Największy wzrost sprzedaży w USD przypadał na rynek rosyjski (64% r/r), co wynikało z konsolidacji spółki Whitehall (w porównywalnym okresie inwestycja w Whitehall była traktowana jako inwestycja kapitałowa) oraz znaczących podwyżek cen w Rosji. Wolumeny w Rosji były jednak niższe od założeń Zarządu i od naszej prognozy i zdaniem spółki wynikały ze spadku ilościowego całego rynku w Rosji (cały rynek pod względem wolumenu zmniejszył się w Rosji o -14%). Wzrost sprzedaży w USD w Polsce (13%) był wynikiem większych wolumenów (wzrost wolumenu o 18% r/r, niższy wzrost sprzedaży wynikał z inwestycji w marketing i zmiany mixu produktowego). Nie szacowaliśmy niższych cen sprzedaży w Polsce (marketingowanie rynku).

Marża brutto na sprzedaży była niższa r/r o -8p.p., na co wpływ miała struktura asortymentowa, wyższe koszty spirytusu (wyższe koszty spirytusu w Polsce i w Rosji obniżyły wynik r/r o 6,0 mln USD) oraz negatywny wpływ różnic kursowych na rentowność. Wszystkie koszty operacyjne, jako procent od sprzedaży były o -3p.p. niższe r/r. Ostatecznie wynik operacyjny na poziomie porównywalnym był wyższy r/r o 11,5% (93,7 mln USD), co wynikało głównie z w/w konsolidacji Whitehall (dodała 4,6 mln USD). Marża zysku operacyjnego (oczyszczona o zdarzenia jednorazowe) była w 3Q 2011 na poziomie 15,8%, wobec 20,6%

rok wcześniej, jednak po wyeliminowaniu wyższych kosztów spirytusu marża w 3Q 2011 i tak byłaby niższa r/r (18,5%).

Spółka wygenerowała słabe przepływy z działalności operacyjnej. Narastająco za 1Q-3Q 2011 przepływy pieniężne z działalności operacyjnej były niższe o 38% r/r, co spółka tłumaczy niższą sprzedażą w Rosji w 1H 2011. W samym 3Q 2011 przepływy z działalności operacyjnej były dodatnie i wyniosły 3,0 mln USD (wobec 32,1 mln USD w 3Q 2010). W 3Q 2011 przepływy wynikające ze zmian w kapitale obrotowym były ujemne i wyniosły -17,2 mln USD, w porównywalnym okresie 2010 były dodatnie i wyniosły 30,3 mln USD.

Wartości i wolumeny na rynku polskim

(tys. l)	Dane kwartalne			Dane kwartalne			Dane kwartalne		
	IQ 2011	IQ 2010	zmiana	IIQ 2011	IIQ 2010	zmiana	IIIQ 2011	IIIQ 2010	zmiana
Wódka	14 594	13 349	9,33%	16 493	14 182	16,30%	16 374	14 076	16,33%
Import i eksport	3 545	3 264	8,61%	5 588	4 582	21,96%	4 678	3 814	22,65%
Razem ilość	18 140	16 765	8,20%	22 080	18 764	17,67%	21 052	17 890	17,68%
Razem wartość (tys. PLN)	132 179	139 501	-5,25%	161 560	165 565	-2,42%	173 484	162 384	6,84%

Źródło: CEDC, DI BRE, PAP

Wartości i wolumeny na rynku rosyjskim

(tys. l)	Dane kwartalne			Dane kwartalne			Dane kwartalne		
	IQ 2011	IQ 2010	zmiana	IIQ 2011	IIQ 2010	zmiana	IIQ 2011	IIQ 2010	zmiana
Wódka	27 051	32 326	-16,32%	27 845	37 652	-26,05%	31 188	31 617	-1,36%
Import i eksport	1 682	1 419	18,53%	6 822	4 179	63,24%	7 350	5 876	25,09%
Główne produkty ilość	28 733	33 745	-14,85%	34 666	41 831	-17,13%	38 538	37 493	2,79%
Główne produkty wartość (tys. RUB)	3 156 396	3 265 508	-3,34%	3 739 889	4 281 868	-12,66%	3 498 865	2 795 537	25,16%
Napoje RTD	2 537	6 530	-61,15%	8 955	8 334	7,45%	7 232	6 998	3,34%
Razem wartość (tys. RUB)	112 432	281 666	-60,08%	318 381	251 132	26,78%	263 504	223 264	18,02%

Źródło: CEDC, DI BRE, PAP

Zarząd zaktualizował prognozę wyników ze względu na: (i) gorsze od spodziewanych wyniki 3Q 2011 (niższe wolumeny w Rosji, negatywny wpływ różnic kursowych), (ii) ceny spirytusu (wzrost kosztów spirytusu w Rosji i w Polsce o odpowiednio 8% i 3-4% w 4Q 2011), (iii) rewizję planów na 4Q 2011 (zakładany spadek wolumenów w Rosji o 2-5% wobec wcześniej spodziewanego wzrostu o 5-7%, negatywny wpływ różnic kursowych). W sumie prognoza na 2011 została obniżona z 900-1 050 mln USD sprzedaży do 850-950 mln USD sprzedaży i z 0,8-1,0 USD EPS na 0,25-0,45 USD EPS. Nowa prognoza Zarządu jest poniżej naszych oczekiwań (0,7 EPS).

Prognoza zarządu

(mln USD)	Prognoza zarządu			Zmiana prognoz
	Min	Max	Średnia	
Prognoza 1Q 2011				
Przychody	880,0	1 080,0	980,0	
EPS	1,1	1,3	1,2	
Prognoza 2Q 2010				
Przychody	900,0	1 050,0	975,0	-1%
EPS	0,8	1,0	0,9	-22%
Prognoza 3Q 2010				
Przychody	850,0	950,0	900,0	-8%
EPS	0,3	0,5	0,4	-61%

Źródło: CEDC, DI BRE, PAP

Wycena

W oparciu o model DCF i metodę porównawczą wyceniamy 1 akcję CEDC na 3,7 USD. Ustalamy 9 miesięczną cenę docelową na poziomie 4,1 USD, co przy kursie USD/PLN na poziomie 3,35 daje cenę docelową na poziomie 13,8 PLN na akcję. Ze względu na wysokie zadłużenie i strukturę bilansu do wyceny porównawczej dokładamy 25% dyskonto w stosunku do spółek z grupy porównawczej.

Podsumowanie	Wagi	PLN
Wycena DCF	50%	12,3
Wycena porównawcza	50%	12,6
Cena wynikowa		12,5
Cena docelowa za 9 m-cy		13,8

Założenia wyceny DCF

- Stopa wzrostu po okresie prognozy 2,5%
- Stopa wolna od ryzyka 5,9% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa)
- Beta 1,5 ze względu na wysoki poziom zadłużenia spółki (dług netto/EBITDA na poziomie 9,0x na koniec 2012) i specyficzną strukturę bilansu (wartości niematerialne stanowią prawie 60% aktywów na koniec 2011). Przy tym założeniu koszt kapitału własnego na poziomie 14,9%
- Zakładamy, że w każdym kolejnym roku, kiedy spółka będzie rolowała dług koszt tego długu zwiększy się do 10%, ponieważ naszym zdaniem trudno będzie przy słabych wynikach zrolować dług po takim samym koszcie

Analiza porównawcza CEDC

	P/E			EV/EBITDA		
	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P
BOSTON BEER COMPANY INC-A	27,8	24,8	21,6	12,6	11,8	10,6
BROWN-FORMAN CORP-CLASS B	23,2	21,6	19,7	14,0	13,5	12,6
CONSTELLATION BRANDS INC-A	11,4	10,1	9,3	8,3	8,2	7,8
DAVIDE CAMPARI-MILANO SPA	17,1	15,2	13,8	11,1	10,3	9,6
DIAGEO PLC	17,8	15,8	14,2	13,1	12,1	11,1
GRUPO MODELO S.A.B.-SER C	25,5	23,2	21,6	10,1	9,2	8,4
LAURENT-PERRIER GROUP	24,0	19,3	17,2	17,0	13,6	11,8
LUZHOU LAOJIAO CO LTD-A	18,0	13,5	10,9	14,1	11,2	9,4
MOLSON COORS BREWING CO -B	12,5	12,1	11,5	8,6	8,4	7,6
PERNOD-RICARD SA	17,8	16,2	14,5	13,6	12,9	12,0
REMY COINTREAU	28,7	23,6	19,0	17,9	14,6	13,2
SHANXI XISHAN COAL & ELEC-A	15,8	13,3	12,7	8,4	6,8	5,6
SYNERGY CO	6,4	5,4	4,1	5,1	4,4	3,8
WULIANGYE YIBIN CO LTD-A	18,7	14,1	11,4	10,5	7,9	6,4
YANTAI CHANGYU PIONEER-B	19,3	14,8	11,9	19,7	14,3	11,9
Maksimum	28,7	24,8	21,6	19,7	14,6	13,2
Minimum	6,4	5,4	4,1	5,1	4,4	3,8
Mediana	18,0	15,2	13,8	12,6	11,2	9,6
CEDC	43,5	22,8	10,2	11,0	10,9	7,7
(premia / dyskonto)	142,28%	50,21%	-25,91%	-12,11%	-2,84%	-20,28%
Implikowana wycena						
Mediana	18,0	15,2	13,8	12,6	11,2	9,6
Waga wskaźnika		50,00%			50%	
Waga roku	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%
Wartość firmy na akcję (USD) po dyskoncie		5,0				

Model DCF

(mln USD)	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2021+
Przychody ze sprzedaży	931,1	1 037,5	1 112,7	1 183,7	1 235,5	1 272,1	1 309,5	1 341,1	1 373,2	1 405,9	1 441,0
<i>zmiana</i>	-0,02%	11,43%	7,25%	6,39%	4,37%	2,96%	2,94%	2,41%	2,40%	2,38%	2,50%
EBITDA	141,1	178,1	200,5	223,2	240,3	254,8	269,8	276,6	283,5	290,5	297,8
<i>marża EBITDA</i>	15,16%	17,17%	18,02%	18,85%	19,45%	20,03%	20,61%	20,63%	20,64%	20,66%	20,66%
Amortyzacja	18,3	18,7	18,8	19,0	19,1	19,3	19,5	19,7	19,8	20,0	22,4
EBIT skorygowany*	122,8	159,4	181,7	204,2	221,1	235,5	250,4	256,9	263,7	270,5	275,4
<i>marża EBIT</i>	13,19%	15,37%	16,33%	17,25%	17,90%	18,51%	19,12%	19,16%	19,20%	19,24%	19,11%
Opodatkowanie EBIT	25,8	33,5	38,2	42,9	46,4	49,5	52,6	54,0	55,4	56,8	57,8
NOPLAT	97,0	126,0	143,5	161,3	174,7	186,0	197,8	203,0	208,3	213,7	217,6
CAPEX	-21,9	-20,1	-20,5	-20,7	-20,9	-21,1	-21,2	-21,4	-21,6	-21,8	-22,4
Kapitał obrotowy	-25,9	-54,0	-19,8	-18,8	-13,7	-9,7	-9,9	-8,3	-8,5	-8,6	-8,8
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	67,6	70,5	122,0	140,8	159,3	174,6	186,1	192,9	198,0	203,3	208,7
WACC	9,50%	10,17%	10,30%	10,51%	11,05%	11,34%	11,68%	12,06%	12,48%	12,96%	
<i>współczynnik dyskonta</i>	91,67%	83,20%	75,43%	68,26%	61,46%	55,21%	49,43%	44,11%	39,22%	34,72%	
PV FCF	61,9	58,6	92,0	96,1	97,9	96,4	92,0	85,1	77,7	70,6	

WACC	9,50%	10,17%	10,30%	10,51%	11,05%	11,34%	11,68%	12,06%	12,48%	12,96%
Koszt długu	8,00%	9,30%	9,30%	9,30%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Stopa wolna od ryzyka	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%
Premia za ryzyko	2,10%	3,40%	3,40%	3,40%	4,10%	4,10%	4,10%	4,10%	4,10%	4,10%
Efektywna stopa podatkowa	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%	21,00%
Dług netto / EV	62,95%	62,60%	60,84%	58,15%	54,94%	50,91%	46,06%	40,60%	34,52%	27,77%
Koszt kapitału własnego	14,90%	14,90%	14,90%	14,90%	14,90%	14,90%	14,90%	14,90%	14,90%	14,90%
Premia za ryzyko	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Beta	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,50%	Analiza wrażliwości						
Wartość rezydualna (TV)	1 996,3	Wzrost FCF w nieskończoności						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	693,1	0,00%	1,00%	2,50%	3,00%	3,50%		
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	828,4	Beta=	1,00	5,2	6,4	8,7	9,6	10,7
Wartość firmy (EV)	1 521,5	Beta=	1,30	2,9	3,8	5,4	6,1	6,8
Dług netto	1 255,0	Beta=	1,40	2,3	3,0	4,5	5,1	5,7
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	Beta=	1,50	1,6	2,3	3,7	4,2	4,8
Wartość firmy	266,5	Beta=	1,60	1,1	1,7	2,9	3,4	3,9
Liczba akcji (mln)	72,7							
Wartość firmy na akcję (USD)	3,7							
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	11,18%							
Cena docelowa	4,1							

EV/EBITDA(*12) dla ceny docelowej	11,0
P/E(*12) dla ceny docelowej	23,7
Udział TV w EV	46%

*oczyszczony

Rachunek wyników

(mln USD)	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
Przychody ze sprzedaży	689,4	711,5	931,3	931,1	1 037,5	1 112,7
<i>zmiana</i>	20,7%	3,2%	30,9%	0,0%	11,4%	7,2%
Koszt własny sprzedaży	340,5	383,7	553,4	552,1	594,0	628,0
Zysk brutto na sprzedaży	348,9	327,9	377,9	379,0	443,5	484,7
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	50,6%	46,1%	40,6%	40,7%	42,7%	43,6%
Koszty sprzedaży i zarządu	144,2	219,6	258,5	256,2	284,0	303,0
Pozostała działalność operacyjna netto	-20,3	-131,8	-666,6	0,0	0,0	0,0
EBIT	184,5	-23,6	-547,2	122,8	159,4	181,7
<i>zmiana</i>	36,3%	-112,8%	2219,3%	-122,4%	29,8%	13,9%
<i>marża EBIT</i>	26,8%	-3,3%	-58,8%	13,2%	15,4%	16,3%
Wynik na działalności finansowej	-87,7	-111,7	-247,5	-107,0	-124,2	-124,8
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	96,8	-135,3	-794,6	15,8	35,3	56,9
Podatek dochodowy	18,5	-28,1	-3,2	3,3	7,4	11,9
Udziałowcy mniejszościowi	-0,1	-2,5	8,8	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	78,3	-104,7	-800,3	12,5	27,9	44,9
<i>zmiana</i>	-236,0%	-233,6%	664,6%	-101,6%	123,4%	61,3%
<i>marża</i>	11,4%	-14,7%	-85,9%	1,3%	2,7%	4,0%
Amortyzacja	11,3	16,9	19,9	18,3	18,7	18,8
EBITDA	195,7	-6,6	-527,3	141,1	178,1	200,5
<i>zmiana</i>	34,7%	-103,4%	7834,9%	-126,8%	26,2%	12,6%
<i>marża EBITDA</i>	28,4%	-0,9%	-56,6%	15,2%	17,2%	18,0%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	53,8	70,1	72,7	72,7	72,7	72,7
EPS	1,5	-1,5	-11,0	0,2	0,4	0,6
CEPS	1,7	-1,3	-10,7	0,4	0,6	0,9
ROA	1,8%	-3,1%	-30,7%	0,5%	1,0%	1,6%
ROE	4,6%	-6,7%	-108,7%	1,7%	3,6%	5,5%

Bilans

(mln USD)	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
AKTYWA	4 439,1	3 396,2	2 604,3	2 614,4	2 777,9	2 850,4
Majątek trwały	2 864,1	2 582,9	1 793,9	1 797,5	1 798,9	1 800,7
Rzeczowe aktywa trwałe	215,9	201,5	185,5	189,0	190,5	192,2
Wartości niematerialne i prawne	773,2	627,3	471,7	471,7	471,7	471,7
Wartość firmy	1 484,1	1 450,3	1 064,7	1 064,7	1 064,7	1 064,7
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	390,9	303,8	72,0	72,0	72,0	72,0
	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Majątek obrotowy	1 575,0	813,3	810,4	817,0	979,0	1 049,7
Zapasy	92,2	93,7	105,2	111,3	130,8	140,3
Należności krótkoterminowe	475,1	478,4	466,6	522,3	644,1	690,8
Rozliczenia międzyokresowe	123,0	118,9	133,9	133,9	149,2	160,0
Inne aktywa obrotowe	276,8	0,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	607,9	122,3	101,8	46,6	51,9	55,6
(mln USD)	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
PASYWA	4 439,1	3 396,2	2 604,3	2 614,4	2 777,9	2 850,4
Kapitał własny	1 685,2	1 564,7	736,2	748,7	776,6	821,5
Kapitał akcyjny	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Pozostałe kapitały własne	1 684,5	1 564,0	735,5	748,0	775,8	820,8
	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	1 536,0	1 423,0	1 415,1	1 358,4	1 070,3	1 081,0
Pożyczki i kredyty	1 331,8	1 251,9	1 281,7	1 225,0	921,6	921,6
Pozostałe	204,2	171,1	133,5	133,4	148,7	159,4
	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	1 217,9	408,5	453,0	507,3	931,1	947,8
Pożyczki i kredyty	445,2	46,1	75,1	93,6	429,9	410,3
Zobowiązania handlowe	325,6	302,3	309,7	345,6	425,3	456,1
Rozliczenia międzyokresowe	447,1	60,1	68,1	68,1	75,9	81,4
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	1 777,0	1 298,1	1 356,8	1 318,5	1 351,5	1 331,9
Dług netto	1 169,2	1 175,7	1 255,0	1 272,0	1 299,6	1 276,3
(Dług netto / Kapitał własny)	69,4%	75,1%	170,5%	169,9%	167,4%	155,4%
(Dług netto / EBITDA)	6,0	-176,9	-2,4	9,0	7,3	6,4
BVPS	31,3	22,3	10,1	10,3	10,7	11,3

Przepływy pieniężne

(mln USD)	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
Przepływy operacyjne	89,8	-29,4	22,7	4,9	-7,5	43,9
Zysk netto	78,3	-104,7	-800,3	12,5	27,9	44,9
Amortyzacja	11,3	16,9	19,9	18,3	18,7	18,8
Kapitał obrotowy	25,2	-76,7	-4,0	-25,9	-54,0	-19,8
Pozostałe	-25,1	135,0	807,1	0,0	-0,1	0,0
Przepływy inwestycyjne	-1 067,1	457,4	-53,7	-21,9	-20,1	-20,5
CAPEX	-16,1	-6,2	-12,1	-21,9	-20,1	-20,5
Inwestycje kapitałowe	-573,5	-136,0	-24,1	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-477,5	599,6	-17,5	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	998,0	-417,9	18,2	-38,3	33,0	-19,6
Emisja akcji	491,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	528,4	-428,9	18,1	-38,3	33,0	-19,6
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe						
Zmiana stanu środków pieniężnych	20,6	10,2	-12,8	-55,2	5,3	3,8
Środki pieniężne na koniec okresu	126,4	122,3	101,8	46,6	51,9	55,6
DPS (USD)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	166,1	-84,6	-428,4	67,6	70,5	122,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	2,3%	0,9%	1,3%	2,4%	1,9%	1,8%

Wskaźniki

	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
P/E	1,6	7,0	18,3	22,8	10,2	6,3
P/CE	1,5	4,9	8,0	9,2	6,1	4,5
P/BV	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,3
P/S	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
FCF/EV	12,0%	-5,8%	-27,8%	4,3%	4,5%	7,8%
EV/EBITDA	7,0	11,6	11,0	11,0	8,9	7,8
EV/EBIT	7,5	13,4	12,9	12,7	9,9	8,6
EV/S	2,0	2,0	1,7	1,7	1,5	1,4
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (USD)	13,1					
Liczba akcji na koniec roku (mln)	53,8	70,1	72,7	72,7	72,7	72,7
MC (mln USD)	210,0	273,7	284,1	284,1	284,1	284,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln USD)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln USD)	1 379,2	1 449,4	1 539,1	1 556,1	1 583,7	1 560,4

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

Departament Analiz:

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawiane 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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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.

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące CEDC

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2011-07-21
kurs z dnia rekomendacji	29,10
WIG w dniu rekomendacji	46811,06