

4 września 2012

Opracowanie cykliczne



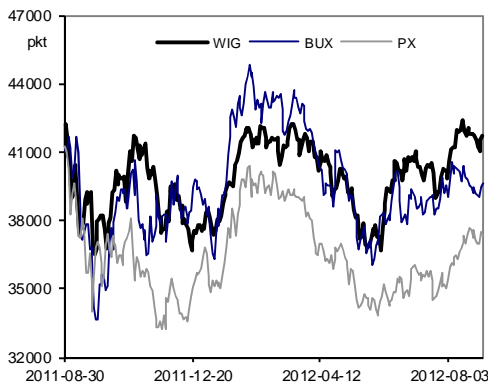
BRE DOM INWESTYCYJNY



Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	41 731
Średnie P/E 2012	9,4
Średnie P/E 2013	9,5
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	699 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zespół Analiz:

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

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

Kamil Kliszcz
(+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl

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

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

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

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

Komentarz makroekonomiczny
Makroekonomiści BRE Banku

Przegląd miesięczny

Wrzesień 2012

Rynek akcji

Coraz wyraźniejsze spowolnienie gospodarcze w Polsce ma drugorzędne znaczenie. WIG będzie reagował na kwestie związane z obligacjami krajów peryferyjnych w strefie euro i decyzje ECB. Oczekujemy, że będą one pozytywne, co pozwoli indeksom giełdowym kontynuować wzrost zapoczątkowany w czerwcu.

Ze spółek

Finanse. Ponieważ lokalne otoczenie makroekonomiczne pozostaje niekorzystne dla spółek sektora finansowego, podtrzymujemy neutralne podejście dla sektora. Podwyższamy rekomendację na Getin Noble Bank do Akumuluj, ponieważ oczekujemy odbicia kursu po odcięciu się prawa poboru oraz zalecamy redukcję Pekaio i Handlowego z powodu wymagających wycen. W PZU obawiamy się podaży akcji ze strony SP.

Paliwa. Okres huraganowy w USA i lekka korekta cen ropy sprzyjają marżom rafineryjnym, co stwarza w krótkim terminie korzystne otoczenie dla spółek z sektora. Po słabych wynikach utrzymujemy negatywne nastawienie do PGNiG.

Energetyka. Wyniki za 2Q potwierdziły, że obecnie najciekawszym obiektem inwestycyjnym są spółki z dużym udziałem sprzedaży i dystrybucji (Tauron, Enea), w mniejszym stopniu ekspozowane na wytwarzanie.

Telekomunikacja. Spowolnienie odpływu abonentów stacjonarnych usług głosowych łączy się, niestety, z rosnącym tempem spadku bazy użytkowników stacjonarnego internetu. W drugim półroczu obie spółki będą korzystać na prowadzonej restrukturyzacji kosztowej.

Media. Wyniki 2Q potwierdziły słabe momentum w branży. Podtrzymujemy negatywne nastawienie do sektora. Szczególne ryzyko zauważamy w spółkach telewizyjnych.

Informatyczne. Sektor informatyczny oczekuje na kolejne duże zamówienia z sektora publicznego. Portfele zamówień na bieżący i przyszły rok wskazują na stabilne perspektywy mimo spowolnienia gospodarczego.

Górnictwo i metale. W pozytywnym scenariuszu spółki surowcowe powinny zachowywać się lepiej niż szeroki indeks. Ceny stali i rud żelaza osiągnęły poziomy, przy których moce produkcyjne wyłączają się, zwykle oznaczało to dno cyklu (pozytywne dla JSW).

Przemysł. W nadchodzącym miesiącu zalecamy zamienianie akcji Kernela na Astartę oraz Grupy Kęty na Impexmetal. Wśród ciekawych inwestycyjnie spółek spostrzegamy AC Auto Gaz, Fasing oraz PGO.

Budownictwo. Przetrwają (i wzmocnią się) silniejsi. Efekt „czyszczenia się” sektora będzie widoczny już w Q4 2012, w postaci spadku konkurencji. Spadek liczby konkurencyjnych firm powinien być większy, niż spadek wielkości rynku. Poprawią się wyniki mniejszych firm.

Deweloperzy. Wciąż widzimy słabe perspektywy segmentu mieszkaniowego. Przy spowolnieniu gospodarczym przychody z czynszów stabilizują wyniki deweloperów komercyjnych. Najciekawszą inwestycją w sektorze jest P.A. Nova.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendacje dla spółek: Ciech (Kupuj), Enea (Kupuj), Getin Noble Bank (Akumuluj), TVN (Trzymaj) oraz obniżamy zalecenia inwestycyjne dla spółek: CEZ (Redukuj), Handlowy (Redukuj), Rafako (Trzymaj).

Rynek akcji

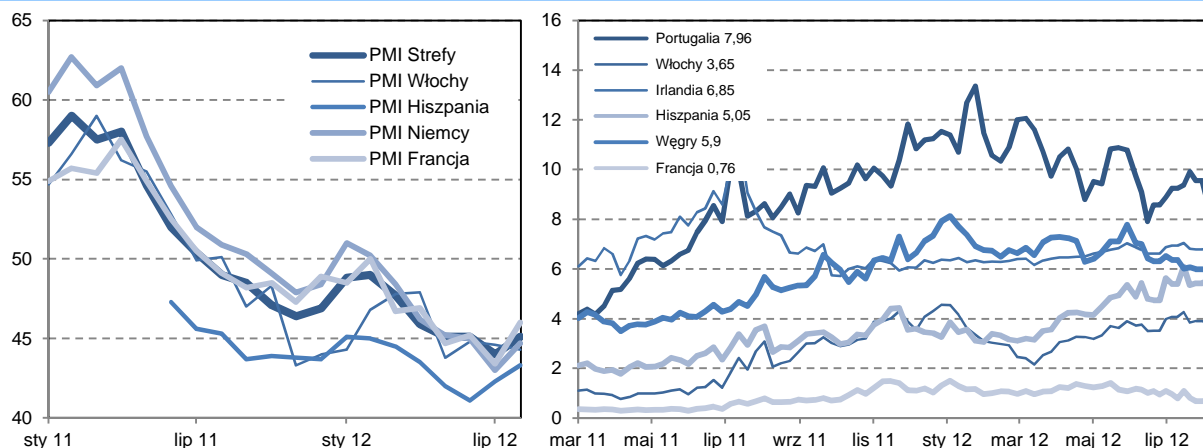
Coraz większe nadzieje inwestorów na rozpoczęcie kolejnej tury działań przez FED i ECB oraz nieco lepsze dane makro, niż oczekiwali inwestorzy sprawiły, że sierpień okazał się dobrym miesiącem dla posiadaczy akcji (WIG20: +3,6%). Tym samym zakładany przez nas na początku czerwca pozytywny scenariusz na okres wakacyjny również przyniósł wzrosty większości indeksów (WIG20: +11%). Liderami wzrostów pozostawały spółki duże i płynne. Co w perspektywie kolejnych miesięcy? Dane makro w Polsce, jak również wyniki spółek będą pod presją coraz bardziej widocznego spowolnienia gospodarczego, zarówno w Polsce, jak również braku symptomów wychodzenia z recesji krajów strefy euro, w szczególności Niemiec. Nasi makroekonomiści oczekują, że apogeum spowolnienia PKB w Polsce nastąpi dopiero w 1Q2013, a zapowiedzią takiego scenariusza jest, m.in., zejście wskaźnika PMI w przemyśle do 48,3 pkt. Spółki na konferencjach po-wynikowych przedstawiają raczej pesymistyczną perspektywę, co obniża oczekiwania analityków i wyceny spółek. Spadające wpływy budżetowe rodzą pytania o dalszą podaż akcji ze strony Skarbu Państwa, wysokość podatków, jak również przyszłość systemu emerytalnego (odpowiedzi na przynajmniej część tych kwestii może przynieść zapowiadane w połowie września expose Premiera). To są fakty, które jednak naszym zdaniem rynki finansowe dyskontują już od miesięcy (słabość małych i średnich spółek). Obecnie kluczowe pozostaje rozwiązanie kwestii długu krajów peryferyjnych strefy euro, a tu decyzje mogą zapaść właśnie we wrześniu. Jeśli nie, oczekiwania przeniosą się na październik, jak miało to miejsce w poprzednim miesiącu. Pewne jest to, że ECB pozostaje ostatnią instancją, a kondycja gospodarki pozostawia tylko kwestie „kiedy”. Skup obligacji przez ECB powinien uruchomić procesy, które zaczną realnie wpływać na gospodarkę i stymulować jej ożywienie. Obniży to również ryzyko w skali globalnej, co powinno skłonić inwestorów do przesunięcia części środków z obligacji (*safe havens*) do bardziej ryzykownych aktywów. Sytuacja gospodarcza w USA powoli ale jednak poprawia się, co najlepiej widać na rynku nieruchomości. W przypadku negatywnych zaskoczeń w odwodzie stoi FED, z „niestandardowymi” rozwiązaniami. Problem z *fiscal cliff* przesuwa się na początek przyszłego roku, wybory w USA (listopad) powinny przynieść szereg obietnic, które również mogą pozytywnie wpływać na rynek akcji. Biorąc pod uwagę wszystkie za i przeciw uważamy, że ruch wzrostowy indeksów zapoczątkowany w czerwcu będzie kontynuowany i nie chodzi tu o wzrosty w perspektywie dni, ale raczej miesięcy. Wraz ze spadkiem awersji do ryzyka będzie rosło zainteresowanie również mniejszymi spółkami (nie tylko WIG5). Analitycy zaczną podwyższać prognozy i wyceny.

Jaki scenariusz dla Strefy na najbliższe kwartały?

Perspektywa rozpadu strefy ma na tyle destrukcyjne skutki, że politycy nie dopuszczą do takiego scenariusza. Taki scenariusz przyjmujemy jako bazowy. Wrzesień będzie obfitował w wydarzenia, które powinny przybliżać nas do takiego scenariusza. 6-go ECB przedstawi szczegóły programu skupu obligacji Włoch i Hiszpanii. 11-go Komisja Europejska powinna przedstawić więcej szczegółów dotyczących budowy jednolitego nadzoru nad instytucjami finansowymi. Ważną datą pozostaje 12 września, kiedy to trybunał konstytucyjny w Niemczech zdecyduje, czy fundusz ESM ma prawo do skupu obligacji państw. W przypadku pozytywnej decyzji, do ratowania zagrożonych państw nie będzie już wymagana zgoda Bundestagu. W przypadku negatywnej – najprawdopodobniej ECB wznowi zakupy w ramach zamrożonego przed kilkoma miesiącami funduszu SMP. Zakrojona na szeroką skalę interwencja ECB jest możliwa dopiero, kiedy o pomoc formalnie poprosi Hiszpania. Oczekuje się, że powinno nastąpić to na szczycie ministrów finansów strefy, który odbędzie się na Cyprze w dniach 14-15 września.

Akomodacyjna polityka monetarna ECB, rosnąca inflacja oraz słabe euro będą łagodzić strukturalną słabość krajów peryferyjnych i stabilizować całą strefę. Taki scenariusz nie jest możliwy bez zaangażowania w proces ECB, które poprzez decyzję o zakupie dużych ilości obligacji krajów peryferyjnych będzie wspierało integrację. Decyzje w tym zakresie powinny zostać podjęte w najbliższych tygodniach (jak na razie wystarcza to do obniżenia rentowności obligacji, ingerencja werbalna). Ponadto w długim okresie działania ECB będą łagodzić słabą dotychczas konkurencyjność krajów peryferyjnych na tle krajów „rdzenia”. Z jednej strony będzie to efekt bardzo niskich stóp procentowych (ujemnych realnych), co będzie wspierać wzrost gospodarczy i wzrost płac w krajach „rdzenia” (przy stałych/nizszych płacach w krajach peryferyjnych), z drugiej dodruk pieniędzy przez ECB przy braku daleko idących reform krajów peryferyjnych będzie osłabiał Euro (wzrost konkurencyjności peryferiów). Wszystkie te czynniki będą wpływały na wzrost stabilności i przewidywalności gospodarek, a, w związku z tym, rozpoczęcie cyklu inwestycyjnego w przedsiębiorstwach - stymulującego PKB. Wraz z działaniami ECB powinna nieco osłabnąć presja na programy oszczędnościowe. Taka polityka może być realizowana przez wiele lat (powyżej 5), aż do momentu, kiedy kraje „rdzenia” wejdą w fazę bańki.

Sama zapowiedź działań ECB podwyższyła wskaźniki PMI w strefie i obniżyła rentowności obligacji oraz koszt ubezpieczenia długu (CDS, na wykresie różnica do bundów)



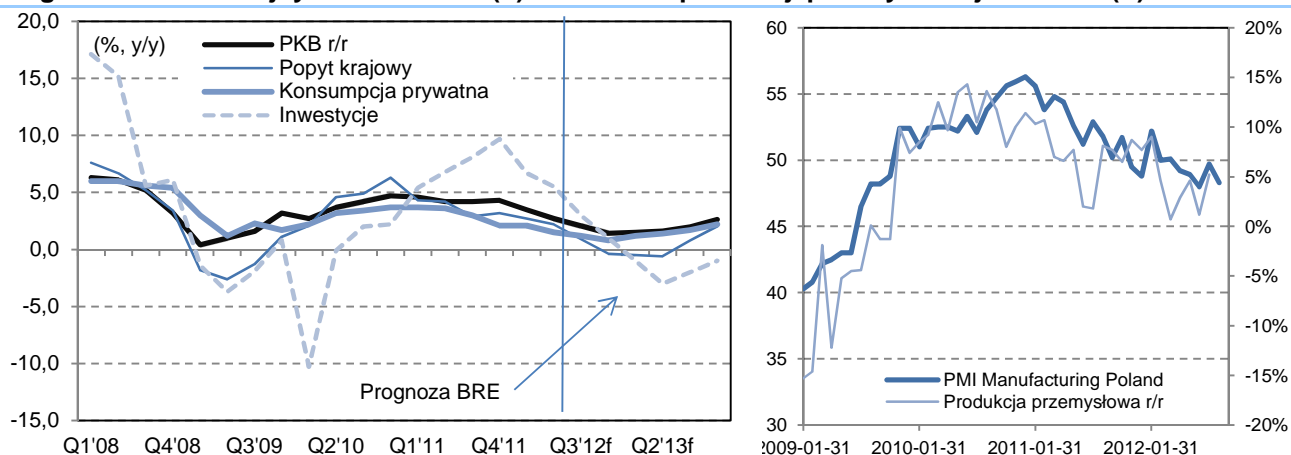
Źródło: Bloomberg

To oczywiście jeden ze scenariuszy (ryzyko będzie utrzymywać się jeszcze przez długi czas), ale naszym zdaniem najbardziej prawdopodobny. Wraz z malejącym ryzykiem rozpadu strefy, globalnie zmaleje ryzyko inwestycyjne i poziom wymaganej przez inwestorów premii do wyceny ryzykownych aktywów. To powinno pobudzać przepływ kapitału z bezpiecznych aktywów (obligacje USA, Niemiec, Japonii) na rynek akcji. Jeżeli program skupu obligacji przez ECB zostanie pozytywnie oceniony, można oczekiwać, że wskaźniki wyprzedzające (PMI, ISM) zaczną co najmniej się stabilizować, a w przyszłym roku wejdą w trend wzrostowy – dodatkowo pobudzając wzrost cen akcji. To, czy nakreślony proces będzie przebiegał sprawnie, czy jak dotychczas będzie się opóźniał, a kolejne wypowiedzi polityków i samego ECB będą rozczarowywały inwestorów, określi, jak głębokie i częste korekty będą zaskakiwały inwestorów. Wydaje się, że obecnie przyszedł czas na konkretne decyzje, które w każdym przypadku będą lepsze niż ogólne zamierzenia, którymi inwestorzy byli dotychczas karmieni.

W Polsce spowolnienie dopiero zaczyna się

W krótkiej perspektywie nasi makroekonomiści nie widzą motoru do wzrostu gospodarki, co wynika z: (i) wygasają duże projekty infrastrukturalne, projekty energetyczne wpłyną na PKB dopiero w 2014-15; (ii) popyt wewnętrzny słabnie wraz z niepewnym rynkiem pracy – gospodarstwa domowe zwiększą stopę oszczędności, zaciągają mniej kredytów; (iii) rząd wprowadza oszczędności, (iv) recesja w Strefie Euro i spowolnienie w Niemczech nie pomaga eksportowi. Spowolnienie ma inny przebieg niż w 2009/10 roku. Bardziej fundamentalny a nie szokowy. Tempo wzrostu gospodarczego w Polsce obniży się w 4Q istotnie poniżej 2% (1,4%) r/r z 2,4% w 2Q. Dynamika popytu krajowego spadnie do -0,4% r/r, konsumpcji prywatnej do 0,8%, a inwestycji do 1%. „Dołek” cyklu zostanie osiągnięty w 1Q2013. Z drugiej strony pod koniec roku inflacja CPI obniży się do 3% z 4,0% obecnie. Oczekiwane spowolnienie potwierdzają wskaźniki wyprzedzające (PMI Manufacturing, PENGAB - banki), które są w wyraźnym trendzie spadkowym. Słabe dane makro za ostatnie miesiące powinny skłonić RPP do rozpoczęcia obniżek stóp procentowych. Zdaniem naszych makroekonomistów w listopadzie stopy zostaną obniżone o 25 pp. Kolejna obniżka możliwa już w grudniu (kolejne 25p.p.). Do końca 1Q2013 oczekujemy, że stopy spadną łącznie o 100p.p. w stosunku do obecnego poziomu (4,75%). W odpowiedzi na słabnącą koniunkturę w bankach KNF zapowiedział poluzowanie zaleceń w Rekomendacji S i T. Powinno to doprowadzić do przyspieszenia detalicznej akcji kredytowej.

Progniza PKB w kolejnych kwartałach (L) i PMI na tle produkcji przemysłowej w Polsce (P)



Źródło: BRE Bank, GUS, Bloomberg

Na koniec 2011 roku dług sektora GG wzrósł do 56%. Jak na razie tegoroczny budżet znajduje się pod kontrolą, niepokoją jednak spadające wpływy z podatków, co wraz z dalszym hamowaniem gospodarki będzie się pogłębiać. Rząd ratuje się m.in. wpływami z zysku NBP. Słabnące wpływy otwierają drogę do dalszych cięć fiskalnych. W takim scenariuszu, w perspektywie najbliższych miesięcy możliwe są dalsze sprzedaże udziałów w spółkach kontrolowanych przez SP (PZU, nie można wykluczyć KGHM, JSW, PKO BP przez BGK). Aby uzyskać wyłączenie z procedury nadmiernego deficytu, rząd musi pokazać również niższą ścieżkę deficytu na początku 2013.

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

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
micchal.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

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

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

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@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 Rozmiej 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

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Przeglądzie Miesięcznym:

CEZ

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2012-01-05	2012-06-05
kurs z dnia rekomendacji	140.00	127.80
WIG w dniu rekomendacji	38183.09	37287.97

CIECH

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2012-01-16	2012-05-15	2012-07-04
kurs z dnia rekomendacji	17.35	17.70	20.51
WIG w dniu rekomendacji	37991.91	38500.68	40788.16

GETIN NOBLE BANK

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Trzymaj	Redukuj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2012-01-05	2012-01-19	2012-01-23	2012-03-05	2012-03-21	2012-06-05
kurs z dnia rekomendacji	1.33	1.33	1.56	1.90	1.98	1.42
WIG w dniu rekomendacji	39056.43	39056.43	39518.87	41639.72	41586.01	37287.97

HANDLOWY

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2012-01-19
kurs z dnia rekomendacji	73.95
WIG w dniu rekomendacji	39056.43

RAFAKO

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2012-01-23	2012-03-05	2012-05-07	2012-08-06
kurs z dnia rekomendacji	7.63	10.60	9.27	8.10
WIG w dniu rekomendacji	39518.87	41639.72	39888.00	40594.36

TVN

rekomendacja	Akumuluj	Redukuj
data wydania	2012-06-05	2012-08-03
kurs z dnia rekomendacji	8.10	7.65
WIG w dniu rekomendacji	37287.97	39876.95

DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Enea S.A.

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 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 BS, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, Kruk, Macrologic, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, ZUE.

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

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Grupa o2, Solar.

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

Niniejszy Przegląd Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez DI BRE Banku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 10 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 11 niniejszego opracowania.

W związku z powyższym - w ocenie DI BRE Banku S.A. - Przegląd Miesięczny nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.

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.