



Banki

Polska

ING BSK

BSK PW; SLAS.WA

Kupuj

(Niezmieniona)

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

Zysk netto za 3Q11 zgodny z oczekiwaniami,  
pomimo transakcji jednorazowych

**Obecna cena: 774,0 PLN; Cena docelowa: 900,0 PLN**

ING BSK zaraportował zysk netto za 3Q 2011 w wysokości 220 mln PLN, +14% R/R, ale -6% Q/Q. Chociaż wynik okazał się zbieżny z naszymi prognozami (219 mln PLN) oraz z konsensusem rynkowym (227 mln PLN), struktura wyników została zakłócona przez trzy transakcje o charakterze jednorazowym. Miały one skumulowany negatywny wpływ na poziomie wyniku brutto w wysokości ok. 20 mln PLN. W wyniku handlowym bank utworzył odpis z tytułu ryzyka w wysokości 22,4 mln PLN oraz miała miejsce negatywna wycena portfela euroobligacji w wysokości 23,7 mln PLN. Z drugiej strony w pozycji saldo rezerw rozwiązał odpis na utratę wartości w wysokości 25,9 mln PLN w segmencie korporacyjnym. Poza tymi transakcjami, w wynikach banku warto zwrócić uwagę na mocny wynik odsetkowy (+4% Q/Q do 477 mln PLN), który był wynikiem silnego przyrostu wolumenów na bilansie. Podsumowując, wyniki oceniamy pozytywnie i uważamy, że nasza prognoza zysku netto na poziomie 901 mln PLN w 2011 (implikująca zysk netto w 4Q na poziomie 235 mln PLN) oraz 988 mln PLN w 2012 jest realistyczna. ING BSK pozostaje naszą preferowaną ekspozycją w sektorze bankowym z powodu 1) wysokiej wagi segmentu korporacyjnego w strukturze portfela kredytowego i związanych z tym perspektyw wzrostu w 2012, 2) płynnego bilansu, który wspiera marżę odsetkową w środowisku stabilnych i spadających stop procentowych, 3) braku ryzyk związanych z utrzymującym się silnym CHF (zarówno od strony presji na marżę odsetkową jak i koszt ryzyka) oraz 4) atrakcyjnej wyceny (2012 P/E na poziomie 10,2x, 8% poniżej średniej dla sektora). Podtrzymujemy rekomendację kupuj oraz 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 900 PLN.

#### Silny wzrost wolumenów, zarówno depozytów jak i kredytów; nadal duża płynność bilansu

Kredyty wzrosły w bardzo wysokim tempie 7% Q/Q, co w dużo mniejszym stopniu niż średnia w sektorze wynikało z efektu rewaluacji. Czynnikiem wzrostu były kredyty korporacyjne i hipoteczne, które zwiększyły się po 7% Q/Q. Nie-mieszkaniowe kredyty detaliczne wzrosły jedynie o 1% Q/Q. Depozyty również odnotowały silną dynamikę wzrostu, +5% Q/Q. W naszej opinii wzrost poziomu depozytów wynika z promocyjnego oprocentowania kont oszczędnościowych (+7% Q/Q), które bank podniósł w czerwcu.

Pomimo tego, że nieprzerwanie od dwóch lat kwartał w kwartał ING BSK zwiększa swój portfel kredytowy w większym tempie niż saldo depozytów, wskaźnik płynności bilansu (kredyty/depozytów) nadal utrzymuje na bardzo komfortowym niskim poziomie 78,4%, +1,6p.p. Q/Q.

#### Mocny wzrost wyniku odsetkowego, umiarkowany prowizyjnego oraz rozczarowanie w wyniku handlowym

Wynik odsetkowy wzrósł w mocnym tempie 4% Q/Q do 477 mln PLN, pomimo tego że marża odsetkowa obniżyła się o 5p.b. Q/Q do 2,7%. Wynikało to ze znacznego spadku marżowości portfela obligacji. W naszej opinii bank zrolował zapadające obligacje po niższej niż historyczna rentowność. Zwracamy uwagę, że zarówno marżowość portfela kredytów jak i depozytów poprawiła się Q/Q.

Wynik prowizyjny zwiększył się w umiarkowanym tempie 1% Q/Q do 261 mln PLN. Chociaż wynik z tytułu kredytów oraz z wymiany walut odnotował wysoką dynamikę, odpowiednio 15% i 9% Q/Q, wynik z tytułu działalności maklerskiej oraz z funduszy inwestycyjnych pogorszył się odpowiednio o 24% i 18% Q/Q.

Wynik handlowy okazał się dużym rozczarowaniem (nawet pomimo naszych mało optymistycznych oczekiwań), ponieważ bank zaraportował stratę na poziomie 24 mln PLN. Było to spowodowane dwiema transakcjami o charakterze jednorazowym. Po pierwsze, bank dokonał odpisu z tytułu ryzyka kontrahenta w wysokości 22,4 mln PLN (rezerwa będzie systematycznie odwracana zgodnie z tym jak zapadają instrumenty pochodne). Po drugie bank zanotował stratę na wycenie euroobligacji (portfel ok. 770 mln EUR zapadający w 2020-2022) w wysokości 23,7 mln PLN. Zwracamy uwagę, że transakcja od strony ryzyka stopy procentowej jest zabezpieczona przez portfel instrumentów pochodnych. Na koniec 3Q 2011 nastąpiło większe niż zazwyczaj niedopasowanie między zmianą w wycenie instrumentu zabezpieczanego i zabezpieczającego.

#### Neutralny poziom kosztów operacyjnych

Zgodnie z oczekiwaniami koszty operacyjne wzrosły o 1% Q/Q do 422 mln PLN. Wyższe koszty osobowe (+3% Q/Q) zostały zrekompensowane przez niższe koszty rzeczowe (-4% Q/Q).

Ponieważ jednocześnie nastąpił spadek przychodów i wzrost kosztów Q/Q, wskaźnik koszty/dochodów pogorszył się o 1,7p.p. do 58,8%.

#### Niskie saldo rezerw dzięki rozwiązaniom w segmencie korporacyjnym

Saldo rezerw zaskoczyło nas pozytywnie wynosząc tylko 27 mln PLN, -28% Q/Q. W segmencie korporacyjnym bank rozwiązał rezerwę w wysokości 25,9 mln PLN. W konsekwencji, odpisy w korporacjach spadły o 63% Q/Q do 6 mln PLN, a w detalicznych były stabilne Q/Q na poziomie 21 mln PLN.

Jakość portfela kredytowego poprawiła się o 9p.b. Q/Q do 3,9% dzięki lepszej jakości kredytów korporacyjnych (-11p.b. Q/Q do 5,7%). Jakość kredytów detalicznych nieznacznie się pogorszyła o 6p.b. do 2,8%. Bank poinformował, że w październiku

sprzedał do Kredyt Inkaso portfel wierzytelności korporacyjnych o wartości nominalnych (wraz z odsetkami) 202 mln PLN, co może skutkować uwolnieniem rezerw w 4Q 2011 w wysokości 5-10 mln PLN.

### Współczynnik wypłacalności na satysfakcjonującym poziomie

Skonsolidowany współczynnik wypłacalności pozostał na stabilnym poziomie Q/Q 12,6%. Choć z powodu wzrostu portfela kredytowego przyrosły również aktywa ważone ryzykiem (+8% Q/Q), bank jednocześnie dokonał zakwalifikowania na poczet kapitału regulacyjnego zysk netto wygenerowany w 1H 2011. Warto podkreślić fakt, że w dniu 31 października Sąd Gospodarczy zarejestrował połączenie ING Banku Śląskiego z ING Bankiem Hipotecznym. Zarząd wskazał, że operacja ta będzie miała pozytywny wpływ na poziom jednostkowego współczynnika wypłacalności (o ok. 50p.b. z obecnych 11,8%), który dzięki temu zbliży się swoim poziomem do współczynnika skonsolidowanego. Ponadto, ING BSK uzyskał warunkową zgodę od NBP i DNB na wykorzystanie metody zaawansowanej do szacowania wag ryzyka dla portfela korporacyjnego. Będzie to miało pozytywny wpływ na współczynnik wypłacalności banku (do ok. 50p.b.), gdy nowa metoda zostanie efektywnie wprowadzona w banku w połowie 2013 roku.

### Podsumowanie wyników kwartalnych na 3Q 2011

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	R/R	Q/Q	9M10	9M11	R/R	3Q11P	Różnica
Wynik odsetkowy (z swapami)	390	405	410	422	435	460	477	16%	4%	1 206	1 372	14%	461	0%
Wynik z prowizji	228	247	256	256	251	258	261	2%	1%	731	771	5%	262	-1%
Wynik handlowy	26	11	17	14	29	15	-24	+/-	+/-	53	19	-64%	5	190%
<b>Przychody z działalności bankowej</b>	<b>645</b>	<b>663</b>	<b>683</b>	<b>692</b>	<b>715</b>	<b>732</b>	<b>715</b>	<b>5%</b>	<b>-2%</b>	<b>1 990</b>	<b>2 162</b>	<b>9%</b>	<b>728</b>	<b>1%</b>
Pozostałe przychody netto	10	5	-6	-12	8	2	3	+/-	38%	9	13	37%	1	34%
<b>Przychody pozaodsetkowe</b>	<b>264</b>	<b>263</b>	<b>267</b>	<b>258</b>	<b>288</b>	<b>275</b>	<b>240</b>	<b>-10%</b>	<b>-13%</b>	<b>794</b>	<b>803</b>	<b>1%</b>	<b>268</b>	<b>2%</b>
<b>Przychody ogółem</b>	<b>654</b>	<b>668</b>	<b>677</b>	<b>680</b>	<b>723</b>	<b>734</b>	<b>717</b>	<b>6%</b>	<b>-2%</b>	<b>2 000</b>	<b>2 175</b>	<b>9%</b>	<b>730</b>	<b>1%</b>
Koszty osobowe	-179	-187	-196	-259	-201	-206	-213	8%	3%	-563	-619	10%	-202	2%
Amortyzacja	-29	-29	-30	-32	-31	-32	-34	13%	7%	-89	-97	9%	-32	-2%
Koszty rzeczowe	-186	-187	-169	-99	-177	-182	-175	4%	-4%	-541	-535	-1%	-185	-2%
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-394</b>	<b>-403</b>	<b>-395</b>	<b>-390</b>	<b>-409</b>	<b>-420</b>	<b>-422</b>	<b>7%</b>	<b>1%</b>	<b>-1 193</b>	<b>-1 250</b>	<b>5%</b>	<b>-419</b>	<b>0%</b>
<b>Wynik operacyjny przed kosztami rezerw</b>	<b>260</b>	<b>265</b>	<b>282</b>	<b>290</b>	<b>314</b>	<b>315</b>	<b>295</b>	<b>5%</b>	<b>-6%</b>	<b>807</b>	<b>924</b>	<b>15%</b>	<b>310</b>	<b>1%</b>
Saldo rezerw	-48	-39	-55	-61	-57	-38	-27	-51%	-28%	-142	-122	-14%	-47	-20%
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	7	11	11	12	10	13	8	-23%	-38%	29	31	8%	8	65%
<b>Zysk brutto</b>	<b>219</b>	<b>236</b>	<b>237</b>	<b>241</b>	<b>267</b>	<b>290</b>	<b>277</b>	<b>16%</b>	<b>-5%</b>	<b>693</b>	<b>834</b>	<b>20%</b>	<b>271</b>	<b>7%</b>
Podatek dochodowy	-42	-45	-45	-49	-55	-56	-56	25%	0%	-132	-167	27%	-51	9%
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	0	0	0	0	0	0	0	-77%	+/-	0	0	+/-	0	-
<b>Zysk netto</b>	<b>178</b>	<b>192</b>	<b>192</b>	<b>192</b>	<b>213</b>	<b>234</b>	<b>220</b>	<b>14%</b>	<b>-6%</b>	<b>561</b>	<b>666</b>	<b>19%</b>	<b>219</b>	<b>7%</b>
Marża odsetkowa (na aktywach ogółem) (%)	2,56	2,62	2,65	2,66	2,67	2,76	2,70			2,63	2,65		2,73	
Przychody pozaodsetkowe/przychodów ogółem (%)	40,3	39,3	39,4	38,0	39,9	37,4	33,4			39,7	36,9		36,8	
Koszty/przychody (%)	60,2	60,4	58,4	57,4	56,5	57,2	58,8			59,7	57,5		57,5	
Koszty ryzyka (pb.)	63	51	68	72	65	42	28			59	44		50	
Efektywna stopa podatkowa (%)	19,1	18,9	18,9	20,5	20,4	19,4	20,4			19,0	20,1		19,0	
Kredyty netto	30 160	31 781	33 321	34 509	35 332	37 095	39 790	19%	7%				38 422	-3%
Aktywa ogółem	62 089	61 583	62 166	64 518	65 840	67 501	73 696	19%	9%				67 501	0%
Depozyty	46 184	45 954	47 668	47 400	46 462	48 286	50 759	6%	5%				49 110	-2%
Kapitały własne	5 132	5 280	5 530	5 651	5 782	5 951	6 195	12%	4%				6 171	-4%
Kredyty/aktywa ogółem (%)	48,6	51,6	53,6	53,5	53,7	55,0	54,0						56,9	
Depozyty/aktywa ogółem (%)	74,4	74,6	76,7	73,5	70,6	71,5	68,9						72,8	
Kredyty/depozyty (%)	65,3	69,2	69,9	72,8	76,0	76,8	78,4						78,2	
Kapitały własne/aktywa ogółem (%)	8,3	8,6	8,9	8,8	8,8	8,8	8,4						9,1	
Udział kredytów zagrożonych (%)	4,1	4,0	4,2	4,2	4,2	4,0	3,9						-0,2	
Wskaźnik pokrycia kredytów zagrożonych przez rezerwy (%)	73,1	74,6	72,9	72,0	73,8	75,2	74,5						1,4	
Współczynnik wypłacalności (%)	13,0	12,6	13,3	13,2	12,7	12,6	12,6						-0,1	
Współczynnik kapitałów własnych (Tier-1) (%)	13,0	12,6	13,3	13,1	12,7	12,6	12,6						-0,1	
ROA (%)	1,16	1,24	1,24	1,21	1,30	1,40	1,25			1,23	1,29		1,30	
ROE (%)	14,2	14,7	14,2	13,7	14,9	15,9	14,5			14,4	15,0		14,5	

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku



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

**Departament Analiz:**

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

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

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

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

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

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

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

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

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

**Maklerzy:**

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczuk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczuk@dibre.com.pl)

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

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

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

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

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

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

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

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

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

**„Prywatny Makler”**

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

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elzab, Enea, Ergoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, PA Nova.

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