16 listopada 2011

Komentarz specjalny

BRE DOM INWESTYCYJNY

Przemysł

Polska

# Seco/Warwick

SWG PW; SWGR.WA

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

## Wyniki 3Q`11

## Obecna cena: 32,27 PLN

**W 3Q11 wyniki Seco/Warwick okazały się być rekordowe w historii Spółki na poziomie przychodów i zysku operacyjnego. Wyraźna poprawa wyników miała miejsce we wszystkich segmentach sprzedażowych, a ze Spółek zależnych tylko Retech LLC nie odnotował wzrostu obrotu. Na poziomie operacyjnym Spółka w 3Q'11 korzystała z osłabiającej się PLN do EUR i USD oraz BYR (białoruski rubel) do EUR i USD (wzrost rentowności odpowiednio w SW S.A. i ThermAL). Widoczny był również efekt dźwigni operacyjnej w rezultacie wysokiego poziomu portfela zamówień, jaki dysponowała Spółka na początku roku (233,4 mln PLN). 4Q'11 zapowiada się równie obiecująco - backlog na koniec 3Q'11 sięgnął 239,4 mln PLN, a czwarty kwartał jest sezonowo dla Spółki najlepszy w roku. Dodatkowo SW S.A. i ThermAL nadal korzystać będą z osłabienia się lokalnych walut do EUR i USD. Według naszych wstępnych szacunków, nawet po uwzględnieniu odpisu z tytułu utraty aktywów trwałych w SW Tianjin (400 tys. USD) - w całym 2011 roku możliwe jest do osiągnięcia 397,9 mln PLN sprzedaży, 44,3 mln PLN zysku operacyjnego i 30,2 mln PLN zysku netto. Z drugiej strony według naszych szacunków notowania Seco/Warwick od debiutu na GPW są bardzo wyraźnie skorelowane z poziomem backlogu, jaki Spółka raportuje co kwartał. A zamówienia na dobra inwestycyjne zależą od oczekiwań co do kształtowania się koniunktury w kolejnych okresach. Według naszych szacunków indeks ISM US (dla wielkości portfela zamówień) i PMI EU z około 6-ścio miesięcznym wyprzedzeniem pokazują zmiany backlog Seco/Warwick. Niższy raportowany poziom backlogu, jakiego spodziewamy się w kolejnych miesiącach, mimo raportowanych bardzo dobrych bieżących rezultatów - zostanie odczytany jako sygnał do sprzedaży akcji. To w połączeniu z niską płynnością (średni obrót akcjami w 3 ostatnich miesiącach wyniósł 0,26 mln PLN) skutkować może drastyczną przeceną waloru. Spółka według naszych wstępnych szacunków notowana jest obecnie na wynikach 2011 roku na 11,1 P/E i 7,1 EV/EBITDA. Uważamy, że ryzyko związane z inwestycją w akcje Seco/Warwick jest zbyt duże w zestawieniu z relatywnie wysokimi wskaźnikami wyceny. W rezultacie należałoby wstrzymać się z zakupami lub nawet pozbyć się akcji Spółki.**

### Wyniki 3Q11

W 3Q'11 przychody ze sprzedaży wyniosły 110,5 mln PLN i były o 105,2% r/r wyższe. Wysoka dynamika przychodów to z jednej strony efekt wzrostu backlogu, jaki miał miejsce na początku 2010 roku oraz przejęcia Retech w grudniu 2010 roku (gdyby nie przejęcie pozostałych 50% udziału, to obroty w 1-3Q'11 byłyby o 91,3 mln PLN niższe). Najbardziej dynamicznie w 3Q'11 rosła sprzedaż segmentu pieców topialnych (+836,7% r/r), aluminium (+439,2% r/r), pieców atmosferowych (+80,2% r/r) i linii CAB (+54,0% r/r). Sprzedaż w zakresie pieców próżniowych wzrosła w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego o 17,6% r/r. Najwyższy wzrost obrotu osiągnięty został w ThermAL (d. Eltherma) (+103,7% r/r), następnie Seco/Warwick Corp. (+82,7% r/r) oraz Seco/Warwick S.A. (+34,3% r/r). Spadek sprzedaży zanotował jedynie Retech LLC (-15,4% r/r), w związku z przesunięciem części kontraktów na kolejne kwartały (Retech w końcówce 2010 roku zanotował najwyższy w okresie dwóch ostatnich lat poziom portfela zamówień na poziomie 121,4 mln PLN).

### Skrócony rachunek zysków i strat Spółki Seco/Warwick w 3Q11

| (mln PLN) | 3Q'10 | 3Q'11 | zmiana | 1-3Q'10 | 1-3Q'11 | zmiana |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Przychody ze sprzedaży | 53,9 | 110,5 | 105,2% | 118,8 | 265,3 | 123,3% |
| Piece próżniowe | 24,0 | 28,3 | 17,6% | 48,0 | 55,0 | 14,7% |
| CAB | 5,4 | 8,3 | 54,0% | 10,2 | 21,0 | 105,3% |
| Piece Atmosferowe | 16,6 | 29,8 | 80,2% | 40,2 | 65,7 | 63,6% |
| Aluminium Process | 1,6 | 8,6 | - | 2,4 | 18,8 | - |
| Piece Topialne | 2,8 | 26,6 | - | 4,8 | 80,8 | - |
| Pozycje nieprzypisane | 3,4 | 8,8 | 159,7% | 13,3 | 23,9 | 79,9% |
| EBIT | 4,3 | 21,8 | 410,4% | -3,4 | 23,7 | - |
| *marża EBIT* | *7,9%* | *19,7%* | - | *-2,9%* | *8,9%* | - |
| EBITDA | 5,5 | 23,3 | 325,5% | 0,2 | 28,3 | - |
| *marża EBITDA* | *10,2%* | *21,1%* | - | *0,2%* | *10,7%* | - |
| Zysk netto | 4,0 | 13,3 | 235,1 | 0,1 | 14,4 | - |

*Źródło: Seco/Warwick; DI BRE Banku*

W 3Q'11 wynik operacyjny Grupy wyniósł 21,8 mln PLN, czyli czterokrotnie więcej niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Poprawa rentowności na poziomie operacyjnym była zapowiadana przez Zarząd po wynikach za pierwszą połowę roku. Spółka w pierwszej połowie roku zamknęła kontrakty o niskiej rentowności zawiązane przez Seco/Warwick S.A. dla energetyki jądrowej. We wrześniu na wysokość wyników operacyjnych dodatkowo pozytywnie przekładała się słabnąca we wrześniu PLN do USD (o 18,4%) i PLN do EUR (o 10,7%) oraz osłabienie BYR (rubla białoruskiego) do USD (o 10,3%) i EUR (o 13,3%).

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego komentarza.

Na poziomie działalności finansowej Spółka zanotowała 3,8 mln PLN straty z tytułu wyceny instrumentów pochodnych zabezpieczających przepływy pieniężne. Całkowity wpływ działalności finansowej na wynik netto wyniósł w 3Q'11 -3,4 mln PLN.
Na poziomie netto wynik 3Q'11 wyniósł 13,3 mln PLN (+235,1% r/r). Wynik znacząco uległ poprawie w SW S.A. (6,3 mln PLN +57,5% r/r), Retech LLC (1,6 mln PLN vs. stara –0,3 mln PLN w 3Q'10), ThermAL (6,8 mln PLN +423,1% r/r). Seco/Warwick Corp osiągnęło w 3Q'11 próg rentowości (vs. –0,8 mln PLN w 3Q'10), a SW Allied (Indie) zanotował analogiczną stratę jak w 3Q'10 (-1,1 mln PLN). Strata SW Retech (Chiny) w 3Q'11 podwoiła ujemny rezultat osiągnięty w IH'11 (-0,6 mln PLN).

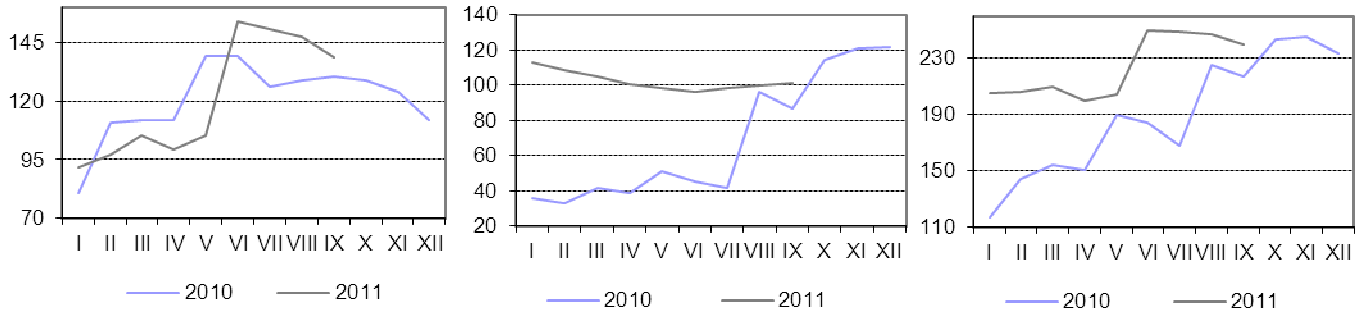
Z ważniejszych wydarzeń, jakie miały miejsce w 3Q'11 należałoby wymienić poprawę rentowności w SW S.A. i ThermAL w wyniku osłabienia się lokalnych walut, w jakich operują podmioty do EUR i USD (spółki osiągnęły odpowiednio rentowność netto na poziomie odpowiednio 15,2% i 20,6%). Dodatkowo poprawa marżowości w ThermAL związana była z procesem restrukturyzacyjnym, jaki ma miejsce w Spółce od początku roku (redukcja kosztów sprzedaży i administracyjnych oraz aktywna realizacja projektu naprawczego). W Retech LLC wyniki 3Q'11 okazały się być poniżej oczekiwań Zarządu, na co wpływ miało opóźnienie w rozpoczęciu realizacji zdobytych zamówień (rentowność wyniku netto w 3Q'11 wyniosła 4,8% vs. 7,7% w 2Q'11 i –0,8% w 3Q'10). W Seco/Warwick Corp w 3Q'11 obserwowana była kontynuacja projektu naprawczego Phoenix (po pierwszych trzech kwartałach 2011 roku Spółka osiągnęła próg rentowności vs. –3,8 mln PLN straty w analogicznym okresie rok wcześniej). W Seco/Warwick Corp planowany jest w najbliższej przyszłości napływ nowych kadr, rozbudowa sieci agentów i wzrost aktywności rynkowej. W SW Allied na rentowność 3Q'11 negatywny wpływ miał wzrost kosztów amortyzacji (zakup pomieszczeń biurowych) oraz strata na kontraktach w sektorze utylizacji odpadów (Zarząd postanowił po 3Q'11 przyjrzeć się bliżej perspektywom tej części biznesu SW Allied).

Do dnia publikacji raportu za 3Q'11 Seco/Warwick nadal nie otrzymało środków pieniężnych z tytułu odkupienia 50% udziałów przez partnera chińskiego w SW Tianjin za 600 tys. USD. W związku z opóźniającymi się płatnościami obecnie przygotowywany jest wniosek do sądu o rozwiązanie podmiotu zależnego. Jeśli dojdzie to do skutku, to Grupa będzie musiała zaksięgować 400 tys. USD odpisu z tytułu utraty aktywów trwałych (chiński partner uiścił dotychczas 200 tys. USD). Zarząd nie podjął jeszcze decyzji, czy odpis zostanie uwzględniony w wynikach za 4Q'11, czy już może w roku 2012.

## Backlog Grupy Seco Warwick

Bieżący backlog Grupy po 3Q'11 wynosi 239,4 mln PLN, co uwzględnia backlog zakupionego w końcówce roku 2010 Retech LLC na poziomie 101 mln PLN. Warto zanotować jednak, że portfel zamówień nie uwzględnia kontraktów pozyskanych przez Seco/Warwick Allied, który na koniec 3Q'11 opiewał na kwotę 97,2 mln PLN.

**Poziom Backlogu w 2009, 2010 i 2011 roku SWSA, SWC, SWT, SW Chiny (L) Retech LLC (Ś) oraz Grupy Seco Warwick bez SW Allied (P) (mln PLN)**




*Źródło: Bloomberg; Seco/Warwick; DI BRE Banku*

## Perspektywa na kolejne kwartały

Biorąc pod uwagę backlog z uwzględnieniem Retech LLC, zanotowany na koniec 3Q'11 portfel zamówień jest obecnie na drugim pod względem wielkości poziomie (równie wysoki zanotowany został w październiku-listopadzie 2010 roku). Dodatkowo czwarty kwartał jest sezonowo dla Spółki najlepszy pod względem rentowności oraz poziomie sprzedaży, a w 4Q'11 na przestrzeni całego okresu sprawozdawczego Spółka korzystać będzie ze słabej PLN i BYR do USD i EUR (w 3Q'11 efekt ten był widoczny głównie we wrześniu). Według naszych wstępnych szacunków w 4Q'11 Spółka zanotować może nawet 15,9 mln PLN zysku netto (uwzględniając 400 tys. USD odpisu na aktywa SW Tianjin), co powodowałoby, że na wynikach za 2011 rok Spółka notowana jest z 11,1 P/E i 7,1 EV/EBITDA.

**Skrócony rachunek zysków i strat Grupy SW w 2011 roku**

| (mln PLN) | 1Q'11 | 2Q'11 | 3Q'11 | 4Q'11P | 2011P |
|---|---|---|---|---|---|
| Przychody ze sprzedaży | 70,7 | 84,0 | 110,5 | 132,6 | 397,9 |
| Zysk operacyjny | 0,3 | 1,6 | 21,8 | 20,6 | 44,3 |
| *marża* | *0,5%* | *1,9%* | *19,7%* | *15,5%* | *11,1%* |
| Zysk netto | -0,5 | 1,6 | 13,3 | 15,9 | 30,2 |
| *marża* | *-0,7%* | *1,9%* | *12,0%* | *12,0%* | *7,6%* |

*Źródło: Spółka; DI BRE Banku*

Gdyby Seco/Warwick utrzymał bieżący poziom portfela zamówień w kolejnych kwartałach, to naszym zdaniem pozwoliłoby to na dalsze zwiększenie wyników w kolejnym roku. Zarząd nie spodziewa się, aby problemy z rentownością, jakie zostały zaobserwowane w IH'11 na kontraktach dla energetyki mogły się powtórzyć w pierwszych dwóch kwartałach 2012 roku. To powodowałoby, że niska baza IH'11 dawałaby potencjał do wysokiej dodatniej dynamiki rezultatów w pierwszej połowie 2012 roku.
W czwartym kwartale według naszych szacunków Spółka ma przed sobą wysoką bazę 4Q'10, co wynika z jednorazowego efektu z tytułu nabycia 50% udziałów w Retech LLC (+11,3 mln PLN) (bad will). O ile według naszych wstępnych szacunków Spółka pobije wyniki 4Q'10 na poziomie przychodów, zysku operacyjnego i EBITDA, to na netto baza analogicznego okresu roku ubiegłego może być zbyt wysoka by odnotować dodatnią dynamikę.

### Skrócony rachunek zysków i strat Grupy SW w 4Q'11

| (mln PLN) | 4Q'11P | 4Q'10 | zmiana |
|---|---|---|---|
| Przychody ze sprzedaży | 132,6 | 73,0 | 81,6% |
| Zysk operacyjny | 20,6 | 8,2 | 150,1% |
| *marża* | *15,5%* | *11,3%* | - |
| Zysk netto | 15,9 | 18,1 | -12,4% |
| *marża* | *12,0%* | *24,8%* | - |

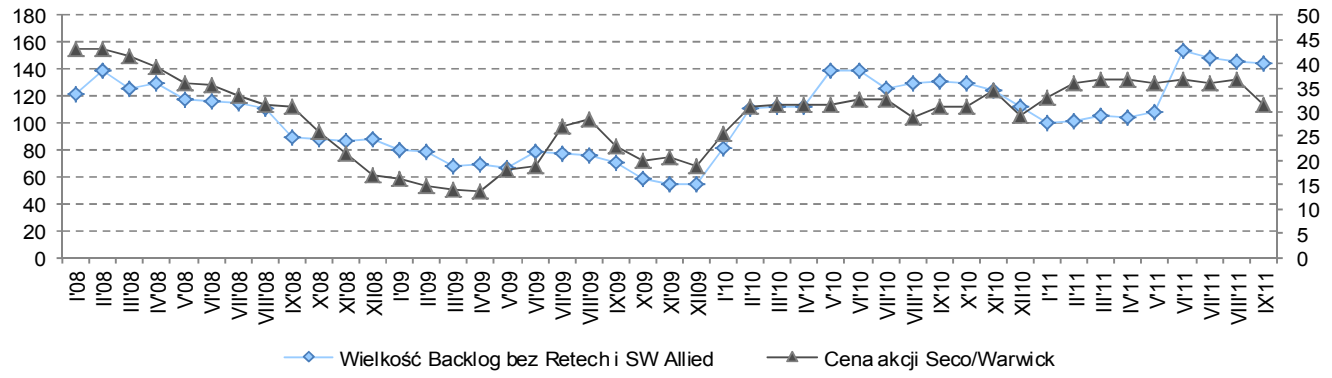
*Źródło: Spółka; DI BRE Banku*

### Cena idealnie skorelowana z wielkością portfela zamówień

Perspektywa poprawiających się wyników operacyjnych w 4Q'11 i pierwszej połowie 2012 roku może być jednak nie wystarczająca, aby notowania Seco/Warwick na giełdzie wzrosły. Według naszych szacunków wartość backlog z wyłączeniem poziomu zamówień Retech LLC oraz SW Allied od początku 2008 roku (czyli momentu wejścia Spółki na giełdę) była idealnym wskaźnikiem pokazującym, jak w kolejnych okresach kształtować się będzie cena Spółki na giełdzie.

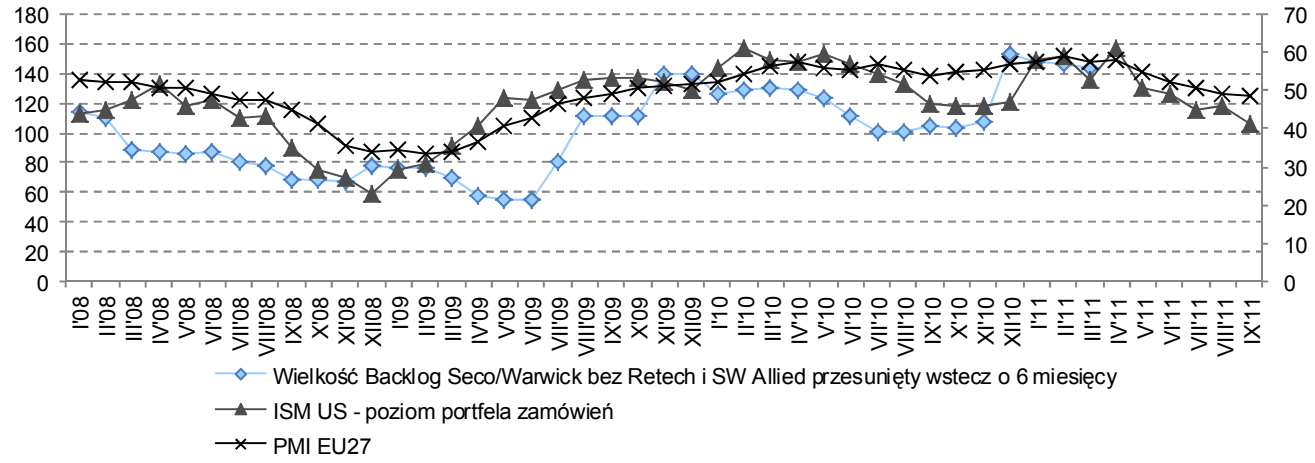
Spółki produkcyjne odczuwając spadek zamówień zwykle prędzej czy później decydują się na ograniczenie inwestycji. Według naszych szacunków opóźniony o 6 miesięcy szereg ukazujący wielkość portfela zamówień SecoWarwick pokrywa się ze wskaźnikami wyprzedzającymi koniunktury w przemyśle. Według tej analogii kolejne miesiące przynieść powinny spadek wielkości portfela zamówień Seco/Warwick wraz za spadkiem wskaźników wyprzedzających. Wówczas istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że mimo utrzymujących się dobrych wyników w Grupie inwestorzy decydować się będą pozbyć akcji Spółki, oczekując pogorszenia się rezultatów w przyszłości. Biorąc pod uwagę niską płynność (średni dzienny obrót akcjami SW w ostatnich trzech miesiącach wyniósł 0,26 mln PLN), niewykluczona jest stosunkowo głęboka przecena.

### Wielkość backlogu Seco/Warwick (bez Retech LLC i SW Allied) (mln PLN; lewa skala) oraz notowaniem akcji Seco/Warwick na giełdzie (PLN; prawa skala)




*Źródło: Bloomberg; Seco/Warwick; DI BRE Banku*

**Wielkość backlogu Seco/Warwick (bez Retech LLC i SW Allied) przesunięty wstecz o 6 miesięcy (mln PLN; lewa skala), oraz ISM US (poziom portfela zamówień) i PMI EU27(pkt; prawa skala)**




*Źródło: Bloomberg; Seco/Warwick; DI BRE Banku*

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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@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, Deweloperzy

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 Zybała 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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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 Rożmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkowicz@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 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, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin 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.*