Banki

Polska

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

Banki

Analiza ekspozycji na sektor budownictwa

W związku z ostatnią intensyfikacją problemów branży budowlanej związanych z realizacją nierentownych i wymagających dużych nakładów na kapitał obrotowy kontraktów drogowych (ok. 1/3 sektora budowlanego w Polsce), przeanalizowaliśmy bilansową ekspozycję 12 giełdowych banków na zadłużenie sektora budownictwa, (czyli łącznie spółki z sektora budowlanego oraz deweloperskiego). Szacujemy, że grupa banków poddanych analizie (odpowiadająca za ok. 71% aktywów sektora na koniec 2011) udzieliła finansowania w wysokości 25 mld PLN, co stanowiło 4,2% kredytów ogółem, 10% kredytów korporacyjnych, 17% łącznej kapitalizacji banków oraz ponad 200% skumulowanych zysków za 2011. Zgodnie z oczekiwaniami, największą nominalną ekspozycję mają dwa największe banki, czyli PKO BP (6,1 mld PLN) oraz Pekao (5,3 mld PLN). Z drugiej strony, najmniejszą ekspozycję mają Handlowy (206 mln PLN) oraz BOŚ (223 mln PLN). W celu oceny ryzyka inwestycyjnego przeprowadziliśmy analizę, której zadaniem było zidentyfikowanie banków, dla których ekspozycja na budownictwo jest najbardziej znacząca. Oparliśmy ją o cztery wskaźniki: nominalna ekspozycja jako % kredytów ogółem, jako % kredytów korporacyjnych, jako % zysków za 2011 oraz jako % obecnej kapitalizacji banku. Uważamy, że bankiem najbardziej narażonym na ryzyko związane z potencjalnie negatywnym scenariuszem dla budownictwa jest Millennium oraz BZ WBK. Z drugiej strony, sądzimy, że bankami najmniej narażonymi są Handlowy oraz ING BSK. Ponadto, oszacowaliśmy, że łącznie 26 giełdowe spółki budowlane oraz 17 publicznych spółek deweloperskich odpowiada za ok. 22% finansowania udzielonego przez 12 analizowanych banków. Oznacza to, że ekspozycja na mniejsze prywatne spółki jest ważniejsza niż na podmioty notowane na GPW. Zwracamy uwagę, że wśród banków zidentyfikowanych jako posiadające podwyższoną ekspozycję na sektor budownictwa, zarówno Millennium jak i Getin Noble Bank, mają wyższy niż średnia udział sektora prywatnego. W końcu, po naszej analizie wskaźników zadłużenia dla publicznych spółek budowlanych i deweloperskich, uważamy, że spółki z sektora deweloperskiego są bezpieczniejsze dla banków niż spółki z sektora budowalnego. W ramach giełdowych spółek budowlanych z największym zadłużeniem z tytułu kredytów i pożyczek jest PBG (finansowane głównie przez BZ WBK, Nordeę, Pekao i Millennium), Polimex (finansowane głównie przez PKO BP i Pekao), Trakcja-Tiltra (finansowana głównie przez Nordeę, Alior Bank i Raiffeisen Bank Polska), DSS (finansowany praktycznie wyłącznie przez Kredyt Bank) oraz Mirbud (finansowany głównie przez PKO BP i ING BSK).

Analizujemy ekspozycję największych banków na sektor budownictwa

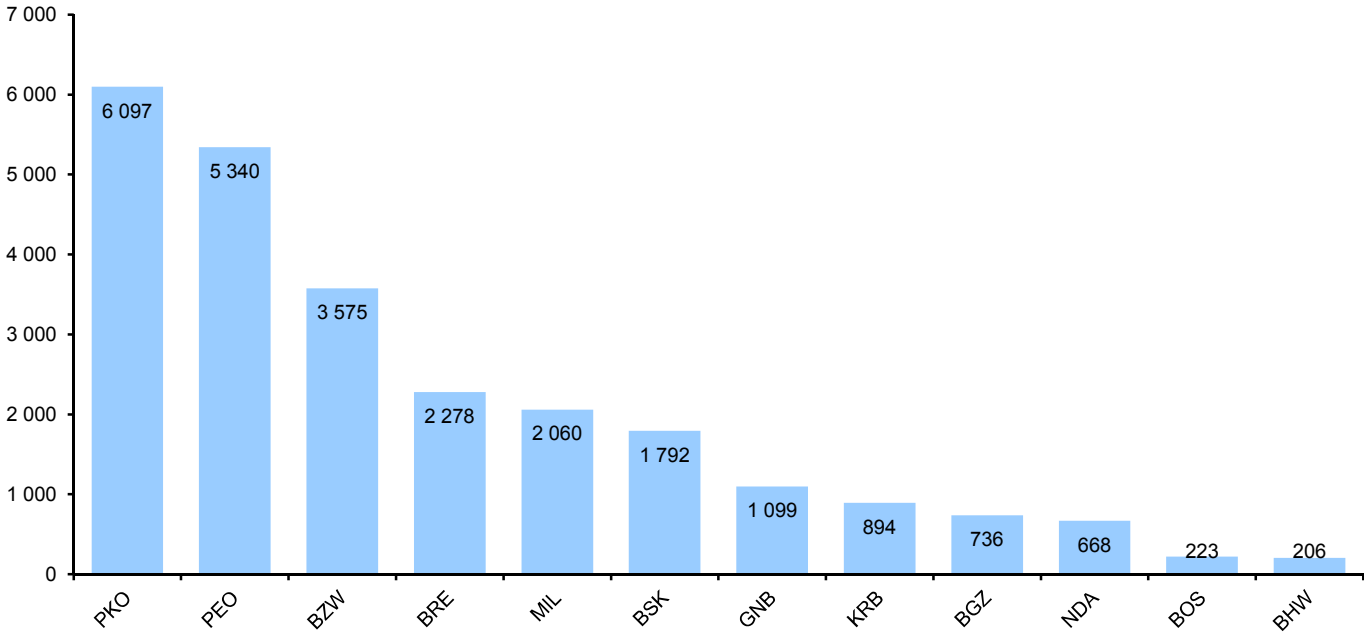
Przeanalizowaliśmy ekspozycję bilansową 12 banków notowanych na GPW (które odpowiadają za ok 71% aktywów sektora oraz 89% zysku netto sektora w 2011) na sektor budownictwa na koniec 2011. Pojęcie budownictwo jest przeważnie (poza Handlowym i BOŚ) rozumiane bardzo szeroko, czyli jako sekcja F zgodnie z Polską Klasyfikacją Działalności (PKD). Obejmuje ona roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków (mieszkaniowych i nie mieszkaniowych), roboty związane z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej oraz roboty budowlane specjalistyczne (działalność związana z obsługą rynku nieruchomości to sekcja L według PKD). W konsekwencji, w ramach tego pojęcia mieszczą się zarówno spółki typowo budowlane, jak i deweloperzy. W przypadku Handlowego i BOŚ pojęcie zawężone jest tylko do robót budowlanych związanych ze wznoszeniem budynków. Wart podkreślenia jest fakt, że analizujemy tylko ekspozycje bilansowe (czyli zaciągnięte kredyty i pożyczki, z pominięciem wyemitowanych obligacji, przyznanych a nie wykorzystanych linii kredytowych oraz udzielonych a nie pociągniętych gwarancji i poręczeń). Wśród analizowanych 12 banków, tylko trzy banki (Pekao, ING BSK i Handlowy) podają zaangażowanie łączne względem budownictwa, czyli razem pozycje bilansowe i pozabilansowe. W ich przypadku przyjęliśmy założenie, że struktura zaangażowania w poszczególne branże jest taka sama dla ekspozycji bilansowych i pozabilansowych.

12 banków reprezentujących 71% aktywów sektora posiadało nominalną ekspozycję bilansową w wysokości 25,0 mld PLN; największą ma PKO BP i Pekao, najmniejszą Handlowy i BOŚ

Szacujemy, że na koniec 2011 łączne zaangażowanie bilansowe 12 analizowanych banków względem budownictwa wyniosło 25,0 mld PLN. Oznacza to, że stanowiły one ok. 4,2% kredytów brutto ogółem, 9,8% kredytów brutto korporacyjnych, 17,2% kapitalizacji oraz 204% zysku netto za 2011.

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.

Nominalna ekspozycja bilansowa na budownictwo (2011, mln PLN)



Źródło: szacunki DI BRE na bazie danych banków; Uwagi: dla Pekao, ING BSK oraz Handlowy wartość ekspozycji szacowana na podstawie ekspozycji łącznej (czyli razem z pozycjami pozabilansowymi)

Największe nominalne zaangażowanie w sektor budownictwa jest w PKO BP (6,1 mld PLN) oraz w Pekao (5,3 mld PLN). Na trzecim miejscu jest BZ WBK z ekspozycją bilansową na poziomie 3,6 mld PLN, a na czwartym BRE z 2,3 mld PLN. Na drugim końcu osi, czyli podmioty z najmniejszą ekspozycją, jest Handlowy (206 mln PLN), BOŚ (223 mln PLN), Nordea (668 mln PLN) oraz BGŻ (736 mln PLN).

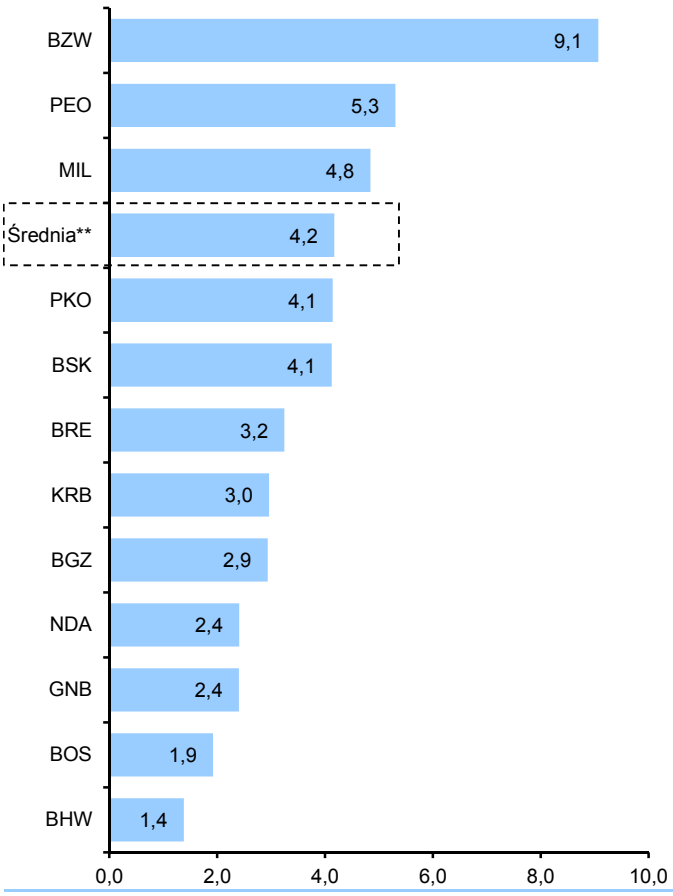
Uważamy, że w przeważającej większości powyższe nominalne ekspozycje bilansowe banków są zabezpieczone na poziomie pojedynczych kredytów/pożyczek, czyli nawet niższej niż na poziomie spółki jako takiej. Na koniec 2011 średni dla sektora bankowego wskaźnik pokrycia kredytów z utratą wartości przez rezerwy w segmencie korporacyjnym wyniósł 39% (w naszej próbie banków między 29% a 71%). Przyjmując daleko posunięte założenia: 1) że średni wskaźnik pokrycia w budownictwie jest na podobnym poziomie jak w całym segmencie korporacyjnym (chociaż najprawdopodobniej są znaczące różnice między ekspozycjami typowo budowlanymi a typowo deweloperskimi), 2) że banki odpowiednio wcześnie i trafnie zidentyfikowały podmioty z potencjalnymi problemami finansowymi oraz 3) że banki są w stanie zrealizować swoje zabezpieczenia, banki mogą odzyskać znaczącą część ekspozycji (ok 60%) poprzez realizację (spieniężenie) zabezpieczeń.

Na uwagę zasługuje też fakt, że banki różnią się znacząco między sobą w kwestii polityki zarządzania ryzyka kredytowego (świadczą o tym chociażby znaczące różnice we wskaźniku pokrycia). Różnice te mogą być nie tylko na poziomie systemu oceny poszczególnych ekspozycji pod kątem ich jakości (czyli przesłanek świadczących o utracie wartości), ale również w polityce ustanawiania zabezpieczeń, wyceny zabezpieczeń, założeń odnośnie 'haircutów', etc.

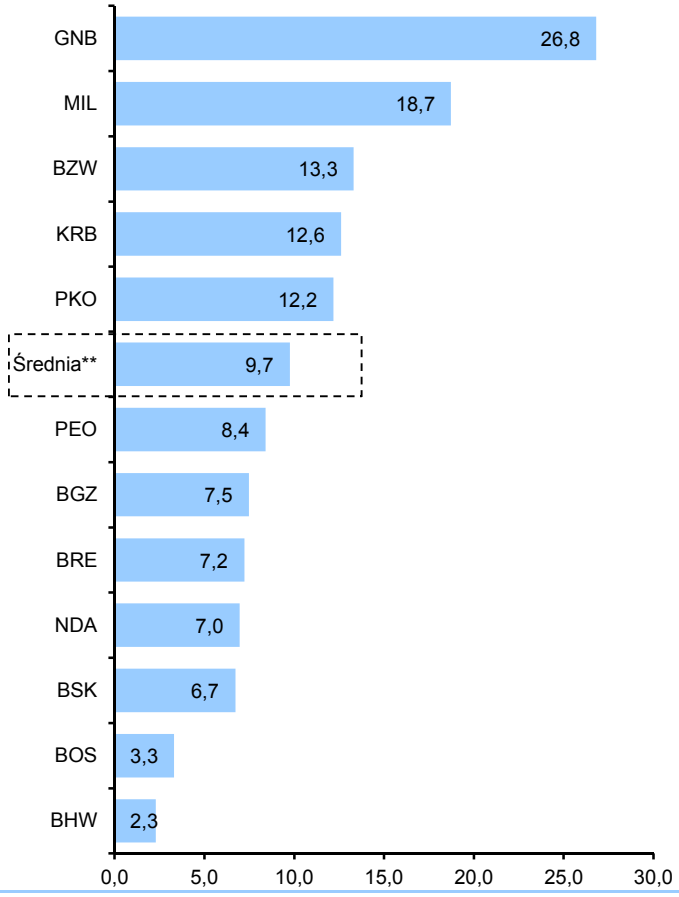
Relatywnie eskpozycja bilansowa jest największa w Millennium i BZ WBK, a najmniejsza w Handlowym i ING BSK

Uważamy, że nominalne ekspozycje poszczególnych banków na sektor budownictwa nie są właściwym punktem odniesienia w celu oceny ryzyka inwestycyjnego. W tym celu skonstruowaliśmy matrycę czterech prostych wskaźników mierzących relatywną wagę ekspozycji dla poszczególnych 12 analizowanych banków: ekspozycja nominalna jako % kredytów ogółem, jako % kredytów korporacyjnych, jako % zysków za 2011 oraz jako % obecnej kapitalizacji.

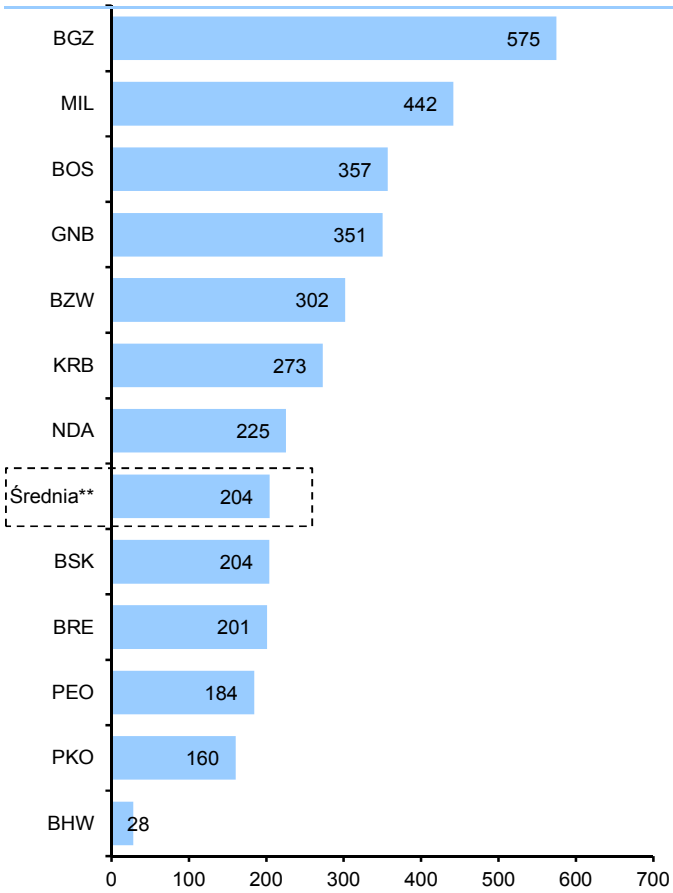
Budownictwo* jako % kredytów ogółem



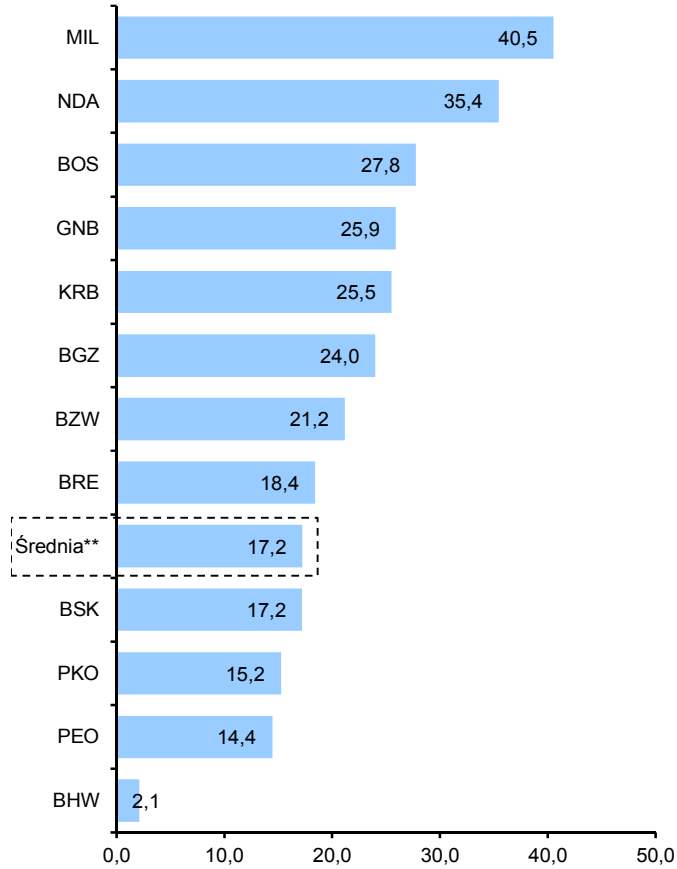
Budownictwo* jako % kredytów korporacyjnych



Budownictwo* jako % zysku netto za 2011



Budownictwo* jako % kapitalizacji



*Źródło: Banki, szacunki DI BRE; * dla Pekao, ING BSK i Handlowego wartość ekspozycji szacowana na podstawie ekspozycji łącznej (czyli łącznie z pozycjami pozabilansowymi); Uwaga: w przypadku Getin Noble Banku zysk netto za 2011 skorygowany o zyski nadzwyczajne w wysokości 637 mln PLN; ** średnia ważona dla analizowanych banków*

W poszczególnych kategoriach przyznaliśmy od 1 do 12 punktów, przy czym 1 jest oceną najlepszą w grupie porównawczej, a 12 najgorszą.

Podsumowanie relatywnej ekspozycji na sektor budownictwa

(Punkty)	Budownictwo jako % kredytów ogółem	Budownictwo jako % kredytów korporacyjnych	Budownictwo jako % kapitalizacji	Budownictwo jako % zysku netto za 2011	Razem
Millennium	10	11	12	11	44
BZ WBK	12	10	6	8	36
Getin Noble Bank	3	12	9	9	33
Kredyt Bank	6	9	8	7	30
BGŻ	5	6	7	12	30
Nordea	4	4	11	6	25
BOŚ	2	2	10	10	24
Pekao	11	7	2	3	23
PKO BP	9	8	3	2	22
BRE	7	5	5	4	21
ING BSK	8	3	4	5	20
Handlowy	1	1	1	1	4

Źródło: szacunki DI BRE

Okazało się, że Millennium zdobyło najwięcej punktów (aż 44), co oznacza, że jest bankiem w naszej próbie w którym ekspozycja na sektor budownictwa jest najbardziej znacząca. Nominalna wartość ekspozycji stanowi największy procent obecnej kapitalizacji banku i drugi największy procent jego zysków za 2011, odpowiednio 41% i 442%. Ponadto, ekspozycja jest też znacząca mając na uwadze rozmiary portfela kredytowego: 4,8% kredytów ogółem oraz 18,7% kredytów korporacyjnych. Drugim bankiem ze znaczącą ekspozycją na budownictwo jest BZ WBK z 36 punktami, a trzecim jest Getin Noble Bank z 33 punktami.
Z drugiej strony, najbezpieczniejszym pod kątem ekspozycji na budownictwo jest Handlowy. Nie tylko posiada on nominalnie najmniejszą ekspozycję, ale również wypada najlepiej we wszystkich czterech kategoriach relatywnych. 206 mln PLN ekspozycji stanowi tylko 1,4% kredytów ogółem, 2,3% kredytów korporacyjnych, 2,1% zysków za 2011 oraz 27,9% obecnej kapitalizacji. Drugim najbezpieczniejszym bankiem według naszej analizy jest ING BSK z 20 punktami (wypada relatywnie mocno pod kątem wskaźnika relacji do kredytów korporacyjnych i kapitalizacji, ale słabiej pod kątem relacji do kredytów ogółem i zysku netto za 2011). Na trzecim miejscu jest BRE z 21 punktami.

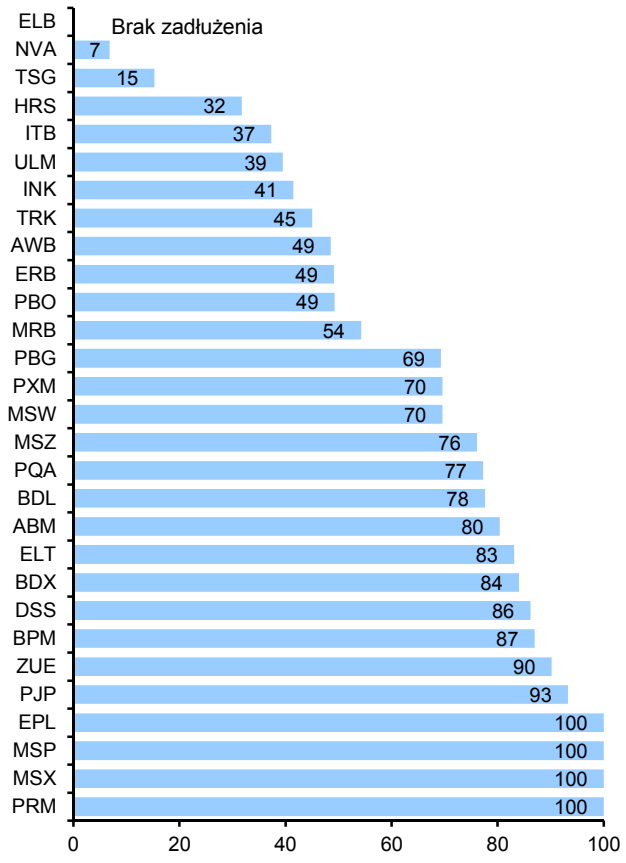
Analizujemy sytuację zadłużeniową 29 spółek budowlanych i 20 deweloperskich

W kolejnym kroku przeanalizowaliśmy zadłużenie odsetkowe 29 giełdowych spółek budowlanych (z pominięciem Hydrobudowy Polskiej, Rafako i Energomontażu Południe, jako spółek zależnych grupy PBG) oraz 20 spółek deweloperskich (z pominięciem trzech zagranicznych podmiotów notowanych w Warszawie na zasadzie dual-listingu: Plaza Center, Warimpex i Orco Group, oraz JHM Development – spółki zależnej Mirbudu).

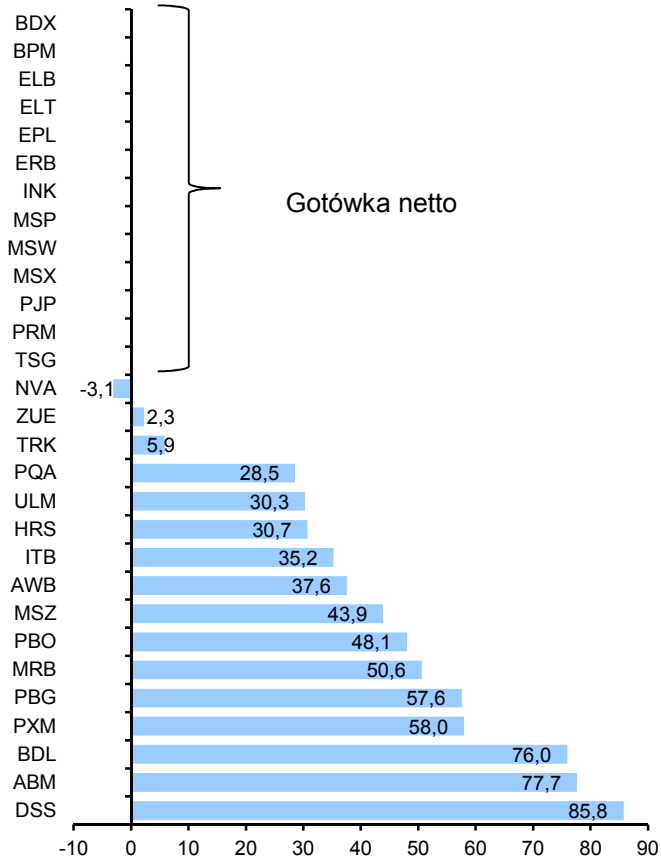
Zadłużenie brutto spółek budowlanych wzrosło o 40% R/R do 5,3 mld PLN na koniec 2011

Na koniec 2011 łączne zadłużenie odsetkowe brutto analizowanych spółek budowlanych wyniosło 5,3 mld PLN, z czego 64% stanowiło zadłużenie brutto krótkoterminowe, a kredyty i pożyczki były odpowiedzialne za 60% zadłużenia ogółem. Rok wcześniej te same spółki (z pominięciem zmian kapitałowych) posiadały dług brutto w wysokości 3,8 mld PLN (29% mniej niż obecnie), z czego 42% miało termin zapadalności do roku. Na koniec 2011 skumulowany dług netto był znacznie niższy niż brutto i wyniósł 1,8 mld PLN (względem 654 mln PLN gotówki netto na koniec 2010). Duża zasługa w tym Budimexu, którego gotówka netto na koniec 2011 wyniosła 1,5 mld PLN i była niższa tylko o 179 mln PLN R/R. Po wykluczeniu Budimexu z naszej grupy, dług netto wyniósł 3,3 mld PLN i wzrósł o 209% R/R. Na koniec 2011 ważony wskaźnik dług netto/kapitałów własnych wyniósł 19,3% (względem -7,8% na koniec 2010), a ważony wskaźnik długu netto/EBITDA wyniósł 1,13x (względem -0,50x w 2010). Bez uwzględnienia Budimexu w wyliczaniu powyższych wskaźników, wyniosłyby one odpowiednio 39,2% oraz 2,62x.

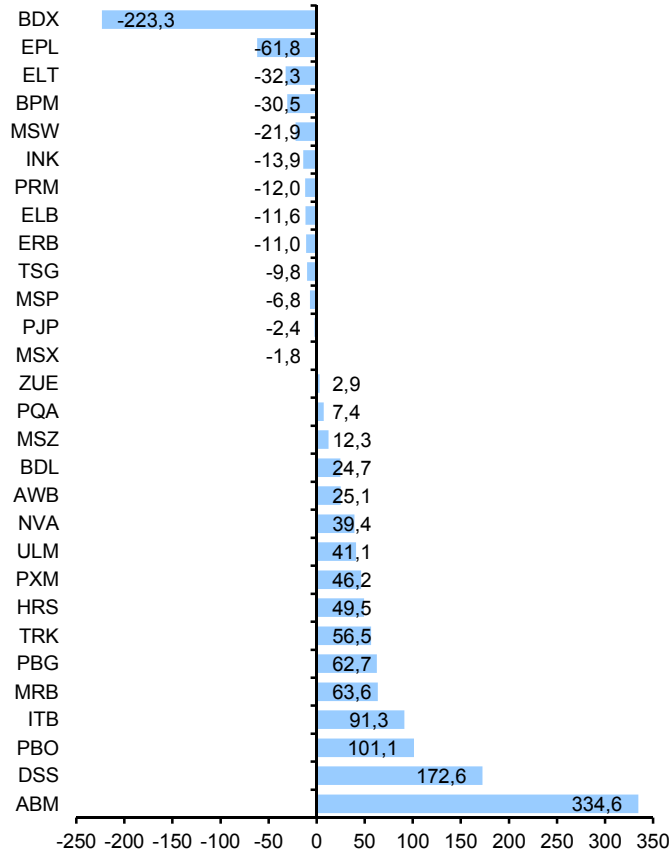
Zadłużenie krótkoterminowe jako % zadłużenia brutto ogółem



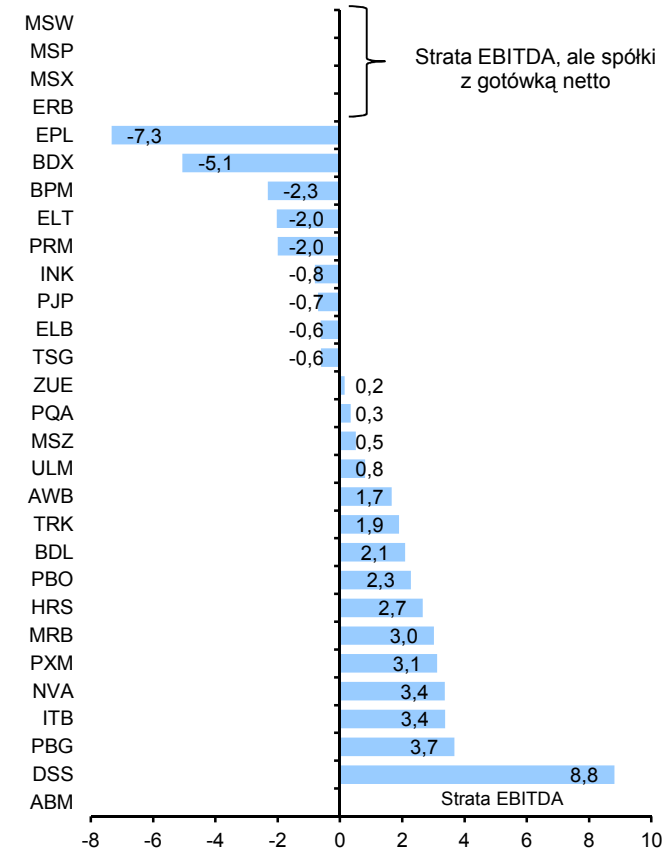
Udział zadłużenia krótkoterminowego (skorygowanego o gotówkę) w długu netto (%)



Dług netto / kapitały własne (%)



Dług netto / EBITDA (%)

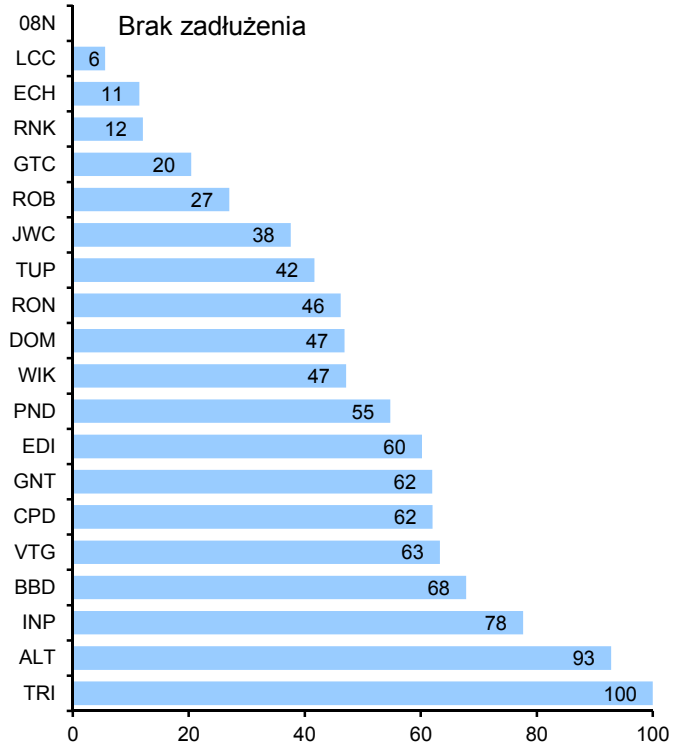


Źródło: Spółki, szacunki DI BRE

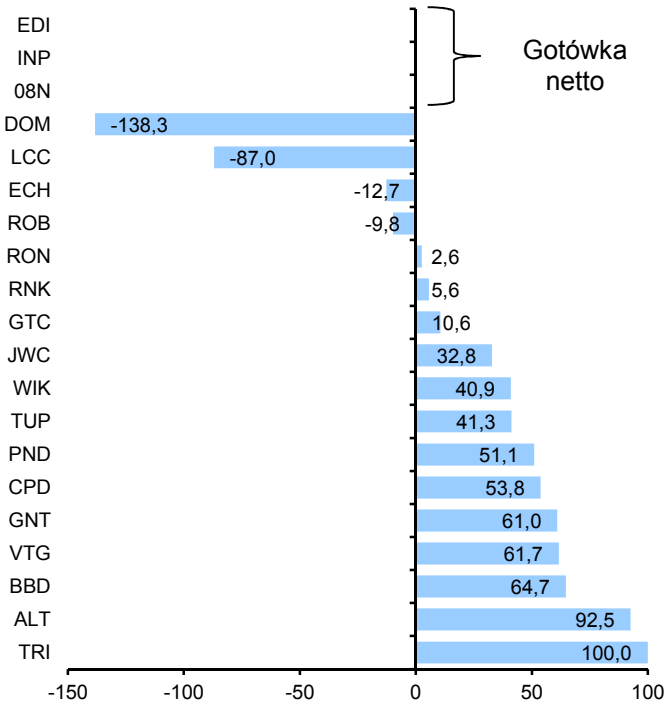
Zadłużenie brutto spółek deweloperskich wzrosło o 10% R/R do 12,9 mld PLN na koniec 2011

Na koniec 2011 łączne zadłużenie odsetkowe brutto analizowanych spółek deweloperskich (łącznie deweloperzy komercyjni i mieszkaniowi) wyniosło 12,9 mld PLN, z czego 27% stanowiło zadłużenie brutto krótkoterminowe, a kredyty i pożyczki były odpowiedzialne za 69% zadłużenia ogółem. Rok wcześniej te same spółki posiadały dług brutto w wysokości 11,7 mld PLN (9% mniej niż obecnie), z czego 17% miało termin zapadalności do roku. Na koniec 2011 skumulowany dług netto wyniósł 10,4 mld PLN i wzrósł o 10% R/R. Na koniec 2011 ważony wskaźnik dług netto/kapitałów własnych wyniósł 77,9% (względem 69,9% na koniec 2010).

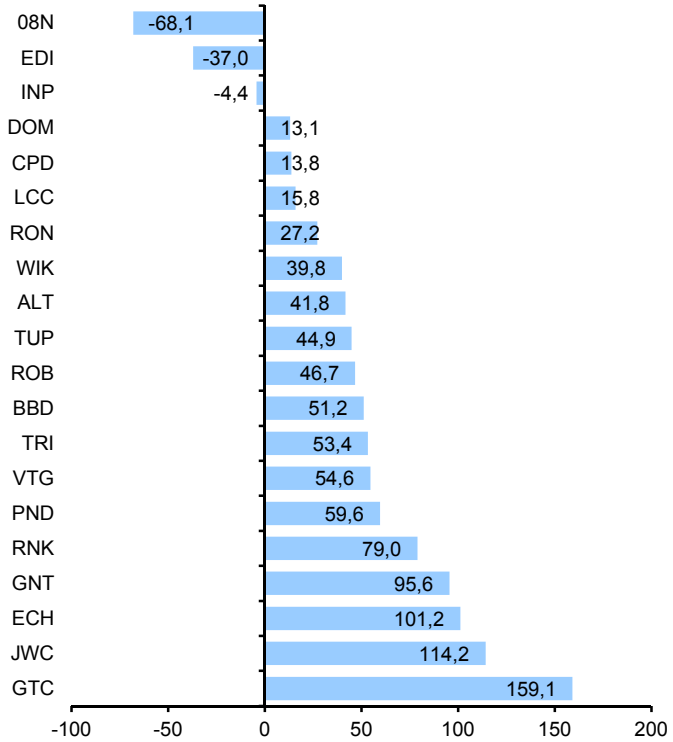
Zadłużenie krótkoterminowe jako % zadłużenia brutto ogółem



Udział zadłużenia krótkoterminowego (skorygowanego o gotówkę) w długu netto (%)



Dług netto / kapitały własne (%)



Źródło: Spółki, szacunki DI BRE

Spółki typowo deweloperskie niosą ze sobą inny rodzaj ryzyka dla banków niż spółki typowo budowlane

Nawet pobieżna analiza wskaźników zadłużenia dla spółek budowlanych i deweloperskich wskazuje na ich znaczące różnice. Spółki deweloperskie mają lepszy profil zapadalności zadłużenia, zarówno mniejsza część zadłużenia odsetkowego brutto jest krótkoterminowa, jak i zadłużenie krótkoterminowe skorygowane o gotówkę stanowi mniejszą część długu netto. Naszym zdaniem są również znaczące różnice w jakości zabezpieczenia między spółkami typowo budowlanymi oraz typowo deweloperskimi. W konsekwencji, w celu oceny ryzyka inwestycyjnego banków należałoby traktować obie kategorie rozdzielnie. Niestety tak szczegółowe dane nie są udostępniane przez banki.

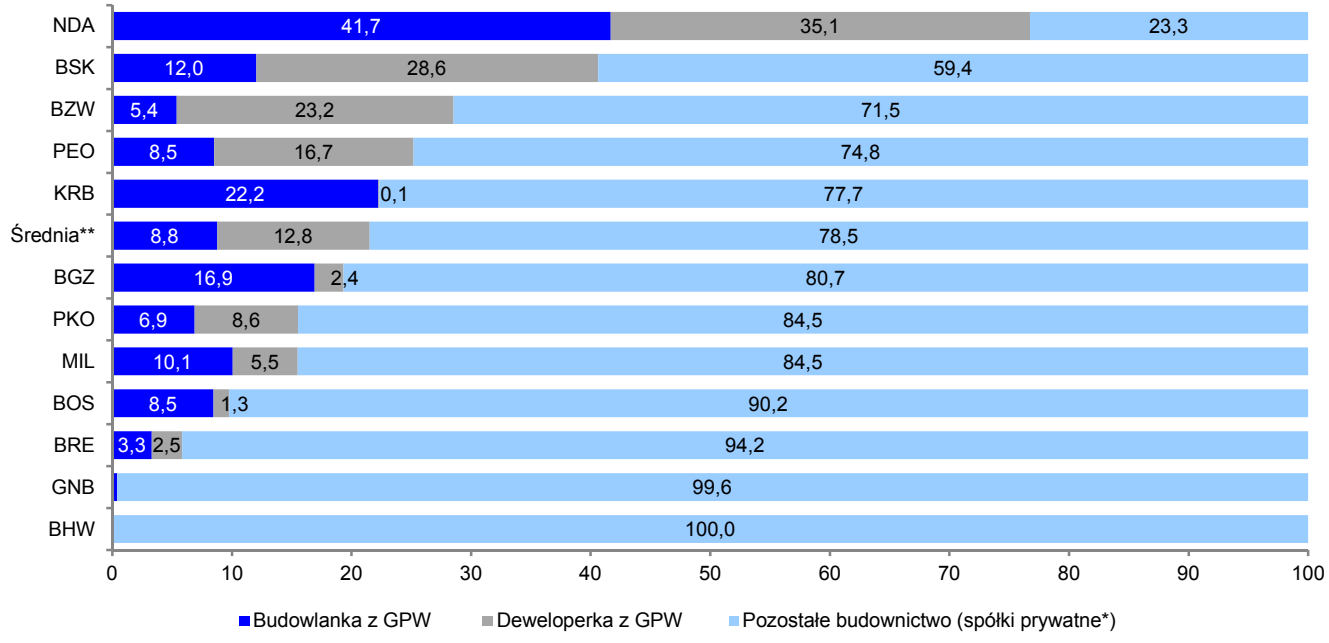
Analizujemy kredyty i pożyczki 26 spółek budowlanych i 17 deweloperskich w rozbiciu na zadłużenie w poszczególnych bankach

W kolejnym kroku dokonaliśmy analizy zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek (bez obligacji, leasingu i pozostałych zobowiązań odsetkowych) w spółkach budowlanych i deweloperskich w rozbiciu na 12 analizowanych banków. Nasza grupa spółek budowlanych zawężyła się z 29 do 26 podmiotów ze względu na szczegółowych brak danych dla Mostostalu Zabrze, Awbudu oraz Prochemu (z czego tylko Mostostal Zabrze miałby materialny wpływ na naszą analizę). W przypadku spółek deweloperskich, nasza próba zawężyła się na tym etapie z 20 do 17 podmiotów ze względu na brak danych dla JW. Construction, LC Corp i Ronsona (zadłużenie wszystkich trzech miałoby materialny wpływ na naszą analizę).

Ekspozycja na spółki prywatne jest znacznie większa (i potencjalnie bardziej ryzykowna) niż na spółki publiczne

Szacujemy, że spółki sektora budownictwa (budowlanka oraz deweloperka) notowane na giełdzie (dla których jest dostępne rozbicie kredytów i pożyczek na poszczególne banki) odpowiada za ok. 21% kredytów i pożyczek udzielonych przez 12 przez nas analizowanych banków. Może to oznaczać, że z punktu widzenia sektora bankowego znacznie większe znaczenie ma kondycja finansowa spółek prywatnych niż publicznych (oczywiście można przyjąć założenie, że punktem odniesienia do oceny poziomu zadłużenia mniejszych spółek prywatnych jest kondycja finansowa większych spółek publicznych). Wśród banków, które zidentyfikowaliśmy jako znaczną ekspozycją na sektor budownictwa (Millennium, BZ WBK, Getin Noble Bank i Kredyt Bank), największy udział sektora prywatnego ma Getin Noble Bank (100%) i Millennium (85%). W przypadku PKO BP i Pekao (czyli podmiotów z największym nominalnym zaangażowaniem bilansowym), udział ten wynosi odpowiednio 84% (6p.p. powyżej średniej) oraz 75% (4p.p. poniżej średniej).

Struktura kredytów i pożyczek dla sektora budowlanego w podziale na spółki prywatne i publiczne (budowlane i deweloperskie) (%)



Źródło: Spółki, szacunki DI BRE

W końcu, w tabeli poniżej przedstawiamy w celach informacyjnych, największe łączne ekspozycje bilansowe banków na publiczne spółki z sektora budownictwa.

Rozbicie kredytów i pożyczek dla sektora budowlanego w podziale na spółki publiczne i prywatne

(mln PLN)	Budowlanka z GPW	Deweloperka z GPW	Pozostałe budownictwo (spółki prywatne*)	Największe ekspozycje na spółki giełdowe (powyżej 30 mln PLN)
PKO BP	419	527	5 150	Dom Development (205), Polimex (170), Polnord (84), PA Nova (83), Triton (80), ABM Solid (65), Gant (49), BBI Development (46), Mirbud (36), Rank Progress (30)
Pekao	455	890	3 995	GTC (667), Echo (169), Polimex (162), PBG (142), Ulma (50), Pol-Aqua (34), Trakcja-Tiltra (31), BBI Development (31)
BZ WBK	192	828	2 554	GTC (328), Rank Progress (201), PBG (177), Gant (106), Celtic (91), TUP (32), Vantage (32)
Millennium	207	112	1 740	PBG (110), Robyg (82), Trakcja-Tiltra (31)
BRE	75	58	2 145	Rank Progress (40)
ING BSK	216	512	1 064	PBG (95), GTC (498), Mirbud (33), Erbud (31)
Getin Noble Bank	4	0	1 094	-
Kredyt Bank	199	1	694	DSS (183)
BGŻ	125	18	594	PBG (80)
Nordea	278	234	156	PBG (150), Robyg (126), Trakcja-Tiltra (124), Echo (51), Rank Progress (39)
BOŚ	19	3	201	-
Handlowy	0	0	206	-
Razem 12 analizowanych banków	**2 189**	**3 183**	**19 595**	
BPH	7	121	b.d.	GTC (121)
Alior Bank	73	12	872	Trakcja-Tiltra (60)
Raiffeisen Bank Polska	166	142	b.d.	Gant (142), PBG (105), Trakcja-Tiltra (57)
Razem	**2 435**	**3 459**	**b.d.**	

*Źródło: Spółki, szacunki DI BRE; * spółki pozagiełdowe, spółki giełdowe, dla których nie jest dostępne rozbicie zadłużenia bankowego na poszczególne banki oraz zadłużenie spółek giełdowych inne niż z tytułu kredytów i pożyczek*

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, 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

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@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, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, Kruk, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, Solar, ZUE.
DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Asseco Poland, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Marka, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polmot Warfama, Robyg, Rubikon Partners NFI, Solar, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, 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, DZ Bank Polska, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, Neuca, Odratrans, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZUE.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, Solar.
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.