

10 maja 2012

Komentarz specjalny



BRE DOM INWESTYCYJNY



Banki

Polska

ING BSK

BSK PW; SLAS. WA

Trzymaj

(Niezmieniona)

Iza Rokicka

(48 22) 697 47 37

Iza.Rokicka@dbre.com.pl

Bardzo solidne wyniki za 1Q 2012

Obecna cena: 80,0 PLN; Cena docelowa: 80,0 PLN

ING BSK zaraportował wyniki za 1Q 2012 z zyskiem netto na poziomie 272 mln PLN (+27% Q/Q oraz +28% R/R). Wynik netto okazał się o 23% wyższy od konsensusu rynkowego (220 mln PLN) i o 28% wyższy od naszej prognozy (213 mln PLN). Powodem pozytywnego zaskoczenia był lepszy niż prognozowany wynik odsetkowy oraz wynik handlowy oraz niższy niż oczekiwany podatek dochodowy. Bank poinformował, że w ramach wyniku handlowego rozwiązał rezerwę na ryzyko kontrahenta dotyczące transakcji na instrumentach pochodnych w wysokości 20,4 mln PLN (utworzonej w 3Q 2011), co częściowo tłumaczy wyższy niż oczekiwany wynik handlowy. Ponadto, w linii podatek dochodowy dokonano pozytywnej dla wyniku netto korekty rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego w wysokości 16,5 mln PLN będącej efektem zmiany metodologii kalkulacji różnic kursowych dla celów podatkowych w ING ABL (przejęcie z metody podatkowej stosowanej do tej pory w ING ABL na metodę rachunkową stosowaną przez bank). Skorygowany wynik netto o te dwa powyższe elementy wyniósłby ok. 239 mln PLN i byłby ok. 12% wyższy niż nasza prognoza. Ponadto, bank sprzedał portfel obligacji odnotowując zysk w wyniku handlowym w wysokości 19,1 mln PLN (co nie było odzwierciedlone w naszej prognozie) oraz poprawił rentowość aktywów odsetkowych poprzez zmianę ich struktury (co nie było przez nas doszacowane). Do negatywnych aspektów wyników należy zaliczyć koszty operacyjne, które wzrosły w znaczącym tempie nawet po wyeliminowaniu efektu konsolidacji ING ABL (8% Q/Q) oraz wynik prowizyjny, który nadal był pod presją Q/Q. W świetle wyniku netto za 1Q 2012, uważamy, że nasza prognoza zysku netto na 2012 w wysokości 859 mln PLN może okazać się zbyt konserwatywna. Z drugiej strony zwracamy uwagę, że tak dobry wynik netto najprawdopodobniej nie zostanie powtórzony w kwartałach następnych, zakładając brak wpływu pozytywnych transakcji jednorazowych. Nasza rekomendacja na walory ING BSK to Trzymaj.

Mocny wzrost kredytów Q/Q, nawet po wyeliminowaniu wpływu konsolidacji ING ABL

Raportowane saldo kredytów wzrosło aż o 13% Q/Q. Zwracamy uwagę, że przyrost o 5,5 mld PLN Q/Q jest w 55% (lub o 3,0 mld PLN) wyjaśniony przez rozpoczęcie konsolidacji ING ABL (spółka leasingowa i factoringowa kupiona od ING Bank NV na przełomie 2011 i 2012). Chociaż całkowity portfel netto ING ABL wynosi ok. 5,7 mld PLN, 1,9 mld PLN było już konsolidowane przez bank na koniec 2011 jako finansowanie udzielone przez ING BSK dla ING ABL. W konsekwencji porównywalna Q/Q dynamika kredytów ogółem nadal byłaby imponująca i wyniosła ok. 6%. Wynikała ona ze znacznego przyrostu kredytów korporacyjnych, +11% Q/Q. Kredyty detaliczne wzrosły o 2% Q/Q, głównie dzięki portfelowi hipotecznemu (2% Q/Q ogółem, w tym +3% Q/Q kredyty złotowe). ING BSK poinformował, że w 1Q 2012 bank sprzedał 658 mln PLN kredytów hipotecznych, co oznacza spadek o 28% Q/Q i 27% R/R i jest związany z wejściem w życie rekomendacji S II.

Depozyty odnotowały spadek Q/Q w związku z sezonowym odpływem oszczędności korporacyjnych

Saldo depozytów spadło o 1% Q/Q, co związane było z sezonowym odpływem oszczędności korporacyjnych (-2% Q/Q). Depozyty detaliczne wzrosły w umiarkowanym tempie 1% Q/Q.

Zwracamy uwagę, że przejęcie oraz pełna konsolidacja ING ABL ma też poważne konsekwencje dla wskaźnika kredyty/depozytów banku. Wzrósł on aż o 11,2p.p. Q/Q i ukształtował się na poziomie 91,1%. Zarząd banku zaznaczył, że ok. 45% portfela spółki ING ABL jest nadal finansowana przez ING Bank NV (ok. 2,7 mld PLN). Jest to finansowanie długoterminowe w EUR pod portfel leasingu nieruchomości.

Silny przyrost Q/Q wyniku odsetkowego, dodatkowo wsparty konsolidacją ING ABL

Wynik odsetkowy wzrósł w imponującym tempie 7% Q/Q (lub o 34 mln PLN Q/Q) do 514 mln PLN. Chociaż Zarząd banku podał, że pozytywny wpływ konsolidacji ING ABL wyniósł 25,8 mln PLN, uważamy, że mógł być on mniejszy, bo bank wcześniej udzielił kredytu ING ABL (czyli uzyskiwał przychody odsetkowe), które teraz zostały unettowane. Oznacza to, że porównywalny Q/Q wynik odsetkowy wzrósł o co najmniej 2% Q/Q, co postrzegamy jako dobry wynik na tle innych banków. Chociaż marża odsetkowa liczona na bazie zaraportowanej wzrosła o 22p.b. Q/Q do 2,90%, uważamy, że jej dynamika może być zakłócona przez konsolidację ING ABL. Szacujemy, że porównywalna do 4Q 2011 marża odsetkowa mogła poprawić się nawet o 25p.b. Q/Q do 2,93% dzięki wyższej marżowości aktywów odsetkowych spowodowanej zmianą struktury tychże aktywów (wzrost salda kredytów kosztem papierów wartościowych). Oznacza to, że marża odsetkowa netto ING ABL jest niższa niż banku i mogła wynieść ok. 1%. Zwracamy uwagę, że sama marża na portfelu kredytów (przed konsolidacją ABL ING) dalej się lekko obniżała, co naszym zdaniem wynikało z silnego przyrostu niższej marżowych kredytów korporacyjnych.

Wynik prowizyjny nadal mało inspirujący

Wynik prowizyjny spadł o 1% Q/Q do 247 mln PLN kształtując się na poziomie blisko naszych oczekiwań. Niemniej jednak zwracamy uwagę, że konsolidacja ING ABL wpłynęła pozytywnie na ostateczny rezultat w wysokości 6 mln PLN. Na bazie porównywalnej wynik prowizyjny obniżyłby się o 4% Q/Q z powodu spadku o 9% Q/Q wyniku na kartach, niższego o 6% Q/Q wyniku na wymianie walut oraz mniejszych o 5% Q/Q prowizji za prowadzenie rachunków. Z drugiej strony pozytywnie należy ocenić wzrost wyniku z działalności maklerskiej o 19% Q/Q oraz płaski Q/Q wynik na kredytach.

Bardzo wysoki wynik handlowy wynika zarówno z transakcji jednorazowych jak i dobrego wyniku na zarządzaniu pozycją własną

Wynik handlowy był dla nas pozytywnym zaskoczeniem wzrastając do 75 mln PLN z 4 mln PLN kwartał wcześniej i z 29 mln PLN rok wcześniej. Wynikał on po części z transakcji o charakterze jednorazowym (bank rozwiązał rezerwę z tytułu ryzyka kontrahenta dotyczącą transakcji na instrumentach pochodnych w wysokości 20,4 mln PLN, którą utworzył w 3Q 2011), a po części z mocnego wyniku na zarządzaniu pozycją własną (w tym 19,1 mln PLN zysku ze sprzedaży portfela obligacji).

Znaczący przyrost kosztów operacyjnych

Koszty operacyjne na poziomie 465 mln PLN (+12% Q/Q lub +51 mln PLN Q/Q) były dla nas negatywnym zaskoczeniem. Ten wysoki poziom można częściowo wytłumaczyć konsolidacją ING ABL (wpływ 16,8 mln PLN). Skorygowana dynamika kosztów wyniosła 8% Q/Q oraz 10% R/R. Reszta wzrostu to zdaniem Zarządu banku skutek wyższej składki rentowej oraz efekt niskiej bazy kosztów rzeczowych roku poprzedniego.

Dzięki wysokiemu wynikowi odsetkowemu i handlowemu, nawet pomimo wysokich kosztów, wskaźnik koszty/dochodów poprawił się o 73p.b. Q/Q do 55,3%.

Wzrost salda rezerw wynika z niskiej bazy 2011

Saldo rezerw wzrosło zgodnie z oczekiwaniami o 27% Q/Q oraz 13% R/R do 64 mln PLN. W konsekwencji koszt ryzyka wyniósł 57p.b., +8p.b. Q/Q, ale -8p.b. R/R. Za wzrostem odpisów Q/Q stoją wyższe rezerwy segmentu detalicznego, które wzrosły o 36% Q/Q do 19,2 mln PLN (50p.b.). Rezerwy w segmencie korporacyjnym zwiększyły się również, ale w mniejszym stopniu - o 24% Q/Q do 45,1 mln (78p.b.). Zwracamy uwagę, że konsolidacja ING ABL miała pozytywny wpływ na wynik w segmencie korporacyjnym w wysokości 4 mln PLN. Zarząd banku poinformował, że uważa ten poziom kosztu ryzyka w poszczególnych segmentach jako powtarzalny w przyszłych okresach, z ewentualną możliwością wzrostu w segmencie detalicznym przy zwiększonej sprzedaży kredytów gotówkowych.

Udział kredytów z utratą wartości obniżył się o 26p.b. Q/Q do 3,3%. Wynikało to z poprawy w segmencie korporacyjnym o 80p.b. Q/Q do 4,3% i związane jest z konsolidacją ING ABL, którego jakość jest lepsza niż w banku. Wskaźnik pokrycia kredytów z utratą wartości przez rezerwy poprawił się o 2,0p.p. Q/Q do wysokiego poziomu 73,8%.

Współczynnik wypłacalności na bezpiecznym poziomie 13,1%

Współczynnik wypłacalności poprawił się o 80p.b. Q/Q do 13,1%, co było związane z zaliczeniem w poczet kapitału regulacyjnego zysku netto banku wygenerowanego w 2H 2011. Zwracamy uwagę, że ING BSK dostało zgodę Narodowego Banku Holandii (DNB) oraz UKNF na stosowanie zaawansowanej metody wewnętrznych ratingów (AIRB) do wyliczania współczynnika wypłacalności. Według Zarządu banku miało to pozytywny wpływ na współczynnik wypłacalności w wysokości ok. 90p.b. względem wyniku za 4Q 2011. Z drugiej strony, konsolidacja ING ABL negatywnie wpłynęła na poziom współczynnika w wysokości o 60p.b. vs. poprzedni kwartał.

Podsumowanie wyników kwartalnych na 1Q 2012

(mln PLN)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	R/R	Q/Q	1Q12P	Różnica
Wynik odsetkowy (z swapami)	435	460	477	480	514	18%	7%	490	5%
Wynik z prowizji	251	258	261	250	247	-2%	-1%	245	1%
Wynik handlowy	29	15	-24	4	75	159%	-	20	273%
Przychody z działalności bankowej	715	732	715	733	835	17%	14%	755	11%
Pozostałe przychody netto	8	2	3	5	5	-39%	3%	4	25%
Przychody pozaodsetkowe	288	275	240	259	327	13%	26%	269	22%
Przychody ogółem	723	734	717	738	840	16%	14%	759	11%
Koszty osobowe	-201	-206	-213	-224	-228	13%	2%	-220	4%
Amortyzacja	-31	-32	-34	-36	-34	10%	-7%	-38	-10%
Koszty rzeczowe	-177	-182	-175	-153	-203	15%	32%	-180	13%
Koszty ogółem	-409	-420	-422	-414	-465	14%	12%	-438	6%
Wynik operacyjny przed kosztami rezerw	314	315	295	324	375	19%	16%	321	17%
Saldo rezerw	-57	-38	-27	-51	-64	13%	27%	-65	-1%
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych	10	13	8	10	7	-30%	-33%	10	-28%
Zysk brutto	267	290	277	284	318	19%	12%	266	19%
Podatek dochodowy	-55	-56	-56	-70	-46	-16%	-34%	-53	-13%
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	0	0	0	0	0	+/-	+/-	0	-
Zysk netto	213	234	220	214	272	28%	27%	213	28%
Marża odsetkowa (na aktywach ogółem) (%)	2,67	2,76	2,70	2,68	2,90			2,74	
Przychody pozaodsetkowe/przychodów ogółem (%)	39,9	37,4	33,4	35,0	38,9			35,4	
Koszty/przychody (%)	56,5	57,2	58,8	56,1	55,3			57,7	
Koszty ryzyka (pb.)	65	42	28	49	57			60	
Efektywna stopa podatkowa (%)	20,4	19,4	20,4	24,8	14,5			20,0	
Kredyty netto	35 332	37 095	39 790	42 330	47 796	35%	13%	45 046	6%
Aktywa ogółem	65 840	67 501	73 696	69 723	72 163	10%	3%	73 599	-2%
Depozyty	46 462	48 286	50 759	52 932	52 440	13%	-1%	51 679	1%
Kapitały własne	5 782	5 951	6 195	6 414	6 751	17%	5%	6 626	2%
Kredyty/aktywa ogółem (%)	53,7	55,0	54,0	60,7	66,2			61,2	
Depozyty/aktywa ogółem (%)	70,6	71,5	68,9	75,9	72,7			70,2	
Kredyty/depozyty (%)	76,0	76,8	78,4	80,0	91,1			87,2	
Kapitały własne/aktywa ogółem (%)	8,8	8,8	8,4	9,2	9,4			9,0	
Udział kredytów zagrożonych (%)	4,2	4,0	3,9	3,6	3,3			b.d.	
Wskaźnik pokrycia kredytów zagrożonych przez rezerwy (%)	73,8	75,2	74,5	71,7	73,8			b.d.	
Współczynnik wypłacalności (%)	12,7	12,6	12,6	12,3	13,1			b.d.	
Współczynnik kapitałów własnych (Tier-1) (%)	12,7	12,6	12,6	12,3	13,1			b.d.	
ROA (%)	1,30	1,40	1,25	1,19	1,53			1,19	
ROE (%)	14,9	15,9	14,5	13,6	16,5			13,0	

Źródło: ING BSK, DI BRE Banku



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 Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczy@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 Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

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

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

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

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił 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, Macrolog, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Poland, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrolog, 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 Pólnoc, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin 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.