

7 maja 2012

Opracowanie cykliczne



BRE DOM INWESTYCYJNY



Rynek akcji  
Makroekonomia

# Przegląd miesięczny

## Maj 2012

|                               |               |
|-------------------------------|---------------|
| <b>WIG</b>                    | <b>39 888</b> |
| Średnie P/E 2012              | 10,7          |
| Średnie P/E 2013              | 9,9           |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 790 mln PLN   |

### Rynek akcji

Z jednej strony słabnące makro i koniec dobrego sezonu wyników w USA, z drugiej oczekiwanie na luzowanie polityki monetarnej przez FED i ECB. Rynek akcji pozostaje w kontrolowanej korekcie, która powinna przeciągnąć się na maj.

### Ze spółek

**Finanse.** Zalecamy przeważanie spółek, w których spodziewamy się bardzo dobrych wyników za 1Q 2012 oraz które oferują wysoką stopę dywidendy – PZU oraz PKO BP. Z drugiej strony zalecamy niedoważanie ekspozycji w Millennium, Get Banku i Pekao, których wyniki kwartalne okażą się rozczarowujące na tle sektora.

**Paliwa.** Bardzo dobre marże produktowe wspierały notowania rafinerii w kwietniu, ale pojawiają się już sygnały wskazujące na koniec tego sprzyjającego makro, co wraz z oczekiwaną korektą notowań ropy może negatywnie oddziaływać na spółki z sektora. Spadek cen surowca nie będzie również korzystny dla PGNiG.

**Energetyka.** W kwietniu słaby sentyment do sektora uległ dalszemu pogorszeniu, mimo pojawiania się wielu pozytywnych informacji ze spółek dotyczących m.in. rekompensat KDT czy wysokości dywidend. Podtrzymujemy pozytywne rekomendacje licząc na pozytywne zaskoczenia w wynikach 1Q.

**Telekomunikacja.** Ubytek użytkowników stacjonarnych usług głosowych jest naszym zdaniem głównym zagrożeniem dla przyszłych wyników spółek telekomunikacyjnych. Z drugiej strony wysoka dywidenda i buyback w TPSA i oczekiwania wysokich synergii w Netii powinny być czynnikiem stabilizującym dla kursu.

**Media.** Zalecamy ostrożne podejście do spółek z branży mediów, które z uwagi na słaby rynek reklamowy oraz rosnącą konkurencję będą miały trudności z utrzymaniem dotychczasowych wyników finansowych.

**Informatyczne.** W spółkach dystrybucyjnych powoli będzie się wyczerpywał potencjał wzrostu sprzedaży wynikający z konsolidacji rynku. W związku z nową koncepcją informatyzacji kraju kilkumiesięczne opóźnienie w podpisywaniu umów odnotują integratorzy.

**Górnictwo i metale.** Pomimo słabszych danych makro rynki surowcowe pozostają stabilne, co dobrze wróży wynikom spółek w całym 1H. W krótkim okresie, nie dotyczy to górnictwa węgla koksowego, gdzie słaby popyt ze strony chińskich producentów stali, nadal wywiera presję na ceny koksu.

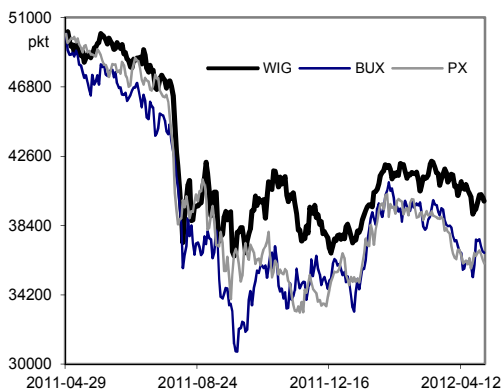
**Przemysł.** Najlepiej na nadchodzący sezon wyników reagować powinny Famur i Rovese. W maju radzimy omijać inwestycje w akcje Astarty i Kernela, a słabe wyniki Kopex i Impexmetal mogą być okazją do zakupów.

**Budownictwo.** Problemy PBG wywołały wyprzedzając spółek z sektora. Spółki są najtańsze od 2004 roku, a w wielu przypadkach - najtańsze w historii. Nie trudno o firmy notowane na powtarzalnych wskaźnikach P/E ~ 4-6 lub EV/EBITDA ~ 2-3. Zalecamy przeważanie małych spółek nad dużymi.

**Deweloperzy.** Przecena deweloperów mieszkaniowych sprawiła, że ceny wybranych spółek z branży stają się atrakcyjne. Okazje do kupna widzimy przy dalszej przecenie Robyga i Polnordu. Spółki z nieruchomościami komercyjnymi wciąż oferują większy potencjał wzrostu.

**Rekomendacje.** W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: J.W.C. (Trzymaj), Polimex Mostostal (Kupuj), Rafako (Akumuluj), Ulma CP (Akumuluj) oraz zawieszamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Centrum Klima, Kopex, Mondy.

### WIG na tle indeksów w regionie



### Zespół Analiz:

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

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

Kamil Kliszcz  
(+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszcz@dibre.com.pl)

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

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

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

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

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

**Komentarz makroekonomiczny**  
Makroekonomiści BRE Banku

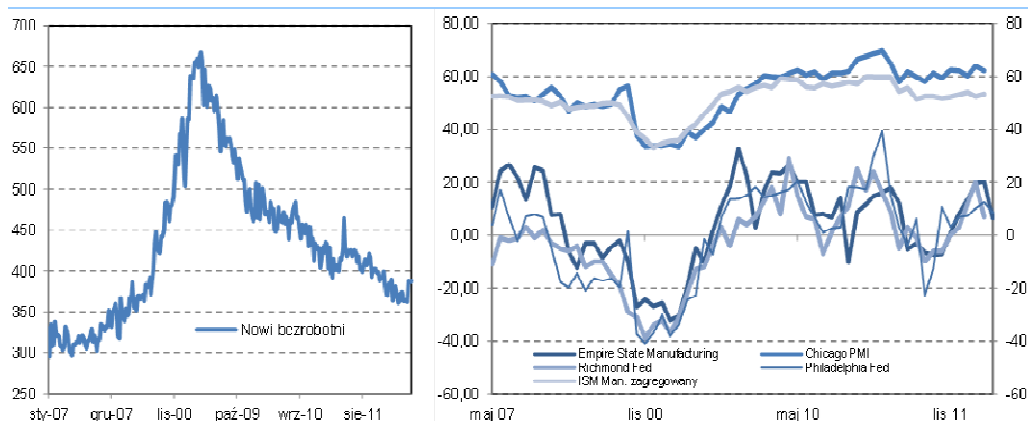
## Rynek akcji

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami kwiecień przyniósł dalsze rozczarowania dotyczące danych makro zarówno w Europie (szczególnie PMI, koniunktura w przemyśle niemieckim) jak również w USA (nowe zamówienia w przemyśle, rynek pracy). Niepokojące jest m.in. to, że kryzys w Strefie coraz bardziej przenosi się z krajów peryferyjnych na dwie największe gospodarki: niemiecką i francuską, co dobrze obrazują wskaźniki wyprzedzające (PMI) – już nie tylko dla przemysłu ale również usług. Słabe makro zbiegło się z dobrymi wynikami spółek amerykańskich, co uchroniło przynajmniej S&P500 przed większymi spadkami. Polski rynek, nadal wykazuje dużą słabość względem innych *emerging markets*, co jest efektem z jednej strony problemów płynnościowych sektora budowlanego, infekującego również banki, a z drugiej spowolnienia gospodarki niemieckiej i oczekiwanego wpływu tego spowolnienia na sytuację gospodarczą w Polsce w 2H. Przy słabnącej koniunkturze pojawiają się znów obawy o poziom zadłużenia krajów peryferyjnych, czego odzwierciedleniem są znów działania agencji ratingowych. Pod koniec kwietnia S&P's obniżyła rating Hiszpanii o dwa „oczka” - z „A” na „BBB” z perspektywą negatywną. Do końca czerwca FED będzie dokonywał operacji twist, potem wraz ze słabnącym makro i nadchodzącymi wyborami prezydenckimi, będzie wzrastało prawdopodobieństwo kolejnej rundy luzowania monetarnego. W przypadku ECB – które jak na razie wzbrania się przed kolejnymi działaniami – również raczej nie ma innej alternatywy, szczególnie biorąc pod uwagę ostatnie dane z gospodarki. Kwestią pozostaje tylko „kiedy”. Dlatego, pomimo negatywnego momentum makro nie zakładamy, żeby rynek akcji poddał się większej przecenie. W najbliższej perspektywie definitywnie brakuje jednak „paliwa” do dalszych wzrostów. Sezon wyników amerykańskich spółek za nami, a wyniki spółek w Europie raczej nie będą inwestorów „rozpieszczać”. Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem na maj jest powolne osuwanie się rynku przy słabnących obrotach. Od czerwca, poprzez napływ nowego kapitału do funduszy pozytywny wpływ na rynek powinny mieć dywidendy wypłacane przez spółki oraz środki pozyskane z dezinwestycji w akcje, na które inwestorzy strategiczni ogłosili wezwania.

### Kwiecień rozczarowywał danymi z USA

Podczas gdy w styczniu-lutym dane z amerykańskiej gospodarki zaskakiwały pozytywnie a w marcu okazały się zbliżone do konsensusu, to kwiecień przyniósł szereg rozczarowań. Największym, są nadal słabe dane dotyczące nowych zamówień na dobra trwałe (-4,2%, m/m) jak również gorsze od oczekiwań wskaźniki wyprzedzające w regionie Nowego Jorku i Filadelfii. Ponadto w ostatnich odczytach z rynku pracy, liczba nowych bezrobotnych ponownie wzrosła do poziomu ok. 380 tys. tj. o 10-20 tys. więcej niż w okresie luty-marzec. Dodatkowo liczba nowych miejsc pracy w gospodarce poza rolnictwem spadła z ok. 250 tys. do 120 tys. Makroekonomiści komentują słabsze dane jako czasowe wyhamowanie silnego trendu z poprzednich miesięcy. Również FED w podsumowaniu stanu gospodarki, zaleca obserwowanie trendu a nie skupianie się na jednomiesięcznych danych. Wreszcie sprzedaż domów na rynku wtórnym także rozczarowała (4,48 mln vs. oczekiwane 4,62 mln), warto jednak zwrócić uwagę, że podaż domów obniżyła się o 30 tys. – po wzroście w poprzednim miesiącu o 70 tys. Nawis podaży z rynku wtórnego od kilku lat zaniżał ceny nieruchomości.

### Liczba nowych bezrobotnych w USA i lokalne wskaźniki wyprzedzające na tle ISM



Źródło: Bloomberg

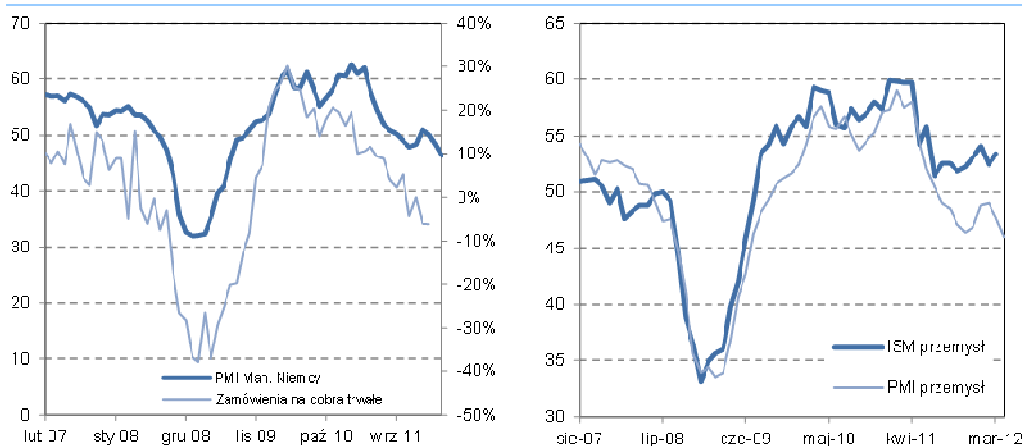
Obok słabszych danych makro, amerykańskie firmy publikowały bardzo dobre wyniki za 1Q, co w zasadniczej mierze pomogło rynkowi akcji. Do 27 kwietnia wyniki opublikowało 239 spółek, z czego 180 pobiło oczekiwania analityków – średnio o 7,7%. Średni wzrost EPS

wyniósł 8% r/r. Z sektorów, które zaskoczyły analityków najbardziej należy wyróżnić: finanse, nowe technologie oraz telekomy.

### Gdzie zmierza Strefa Euro?

Z wyjątkiem niemieckiego ZEW, praktycznie wszystkie publikowane dane są słabsze od oczekiwań. Niepokoić może szczególnie spadek wskaźników wyprzedzających dla największych gospodarek Strefy, tj. Niemiec i Francji. W drugim przypadku obok spadku PMI w przemyśle do 47,3 pkt., osłabieniu uległ również wskaźnik dla usług (46,4 pkt. vs. 50,1 pkt. w poprzednim miesiącu). W przypadku Niemiec PMI dla usług nadal znajdował się powyżej 50 pkt. (52,6), ale dla przemysłu obniżył się już do 46,3 pkt. W ślad za wskaźnikami wyprzedzającymi podążają twarde dane (produkcja przemysłowa w Niemczech  $-0,9\%$  r/r, nowe zamówienia  $-6\%$  r/r). Szczególnie w przypadku Niemiec, dane mają istotne znaczenie dla postrzegania przez inwestorów zagranicznych perspektyw polskiej gospodarki, która podąża za niemiecką z opóźnieniem ok. 6-9 miesięcy.

### Zamówienia na dobra trwałe na tle PMI w przemyśle niemieckim (l), PMI w przemyśle w strefie euro na tle ISM Manufacturing (p)



Źródło: Bloomberg

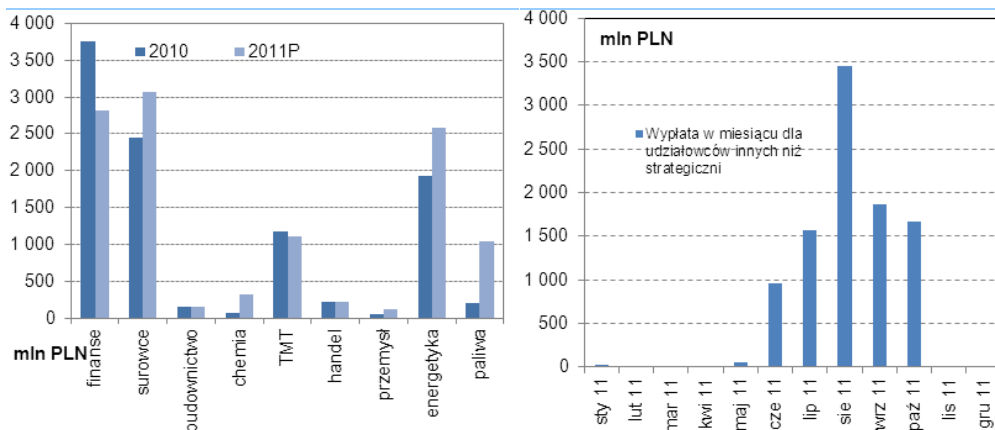
Coraz słabsza kondycja gospodarki Strefy przywołuje obawy o deficyty budżetowe. LTRO rozwiązuje problem w krótkim okresie (nadal zakończane sukcesem aukcje papierów dłużnych Hiszpanii, czy Włoch), jednak dług w dosyć szybkim tempie narasta. Powracają również agencje ratingowe. S&P's obniżyła rating Hiszpanii o dwa „oczka” - z „A” na „BBB” z perspektywą negatywną, co zapowiada kolejne obniżki wiarygodności w przyszłości. W uzasadnieniu agencja stwierdziła, że trudna sytuacja gospodarcza kraju będzie w jeszcze większym stopniu obciążać budżet, co w konsekwencji oznacza dalszy wzrost zadłużenia. Jednym z czynników który wpłynie na wzrost długu będzie coraz bardziej prawdopodobna pomoc dla zagrożonych upadłością banków.

### Czy dywidendy i wezwania pomogą rynkowi akcji w Polsce?

Obniżona składka transferowana z OFE i brak napływów środków do funduszy akcyjnych w TFI powodują, że krajowy popyt instytucjonalny jest dosyć słaby. Sytuację może poprawić napływ środków z dywidend oraz dezinvestycji w spółkach, na które inwestorzy strategiczni ogłosili w ostatnich tygodniach wezwania. W perspektywie najbliższych miesięcy do TFI i OFE może trafić z tego tytułu ponad 5 mld PLN.

W 2011 wartość dywidend wypłaconych dla akcjonariuszy innych niż strategiczni to ok. 9,6 mld PLN, z czego ok. 3 mld PLN trafiło do OFE i TFI. W br. szacowane przez DI BRE wpływy z tego tytułu wyniosą ok. 11,4 mld PLN, co da krajowym funduszom ok. 4 mld PLN nowych środków. W przypadku OFE to równowartość 5 miesięcznej składki z ZUS. Kumulacja wypłat dywidend przypada na okres czerwiec-październik.

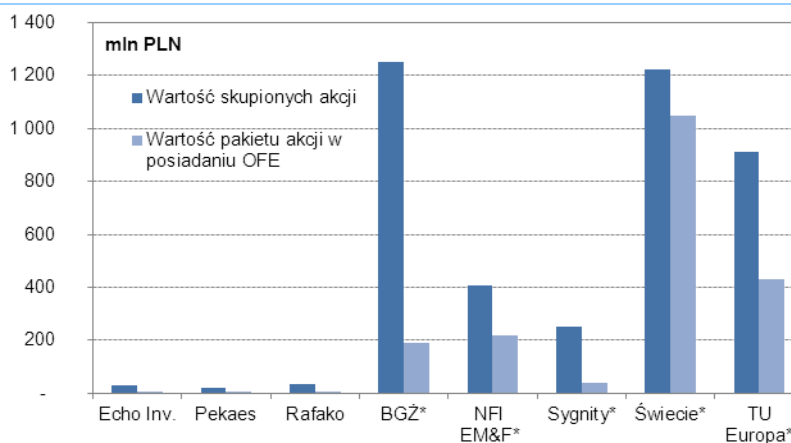
## Dywidendy dla akcjonariuszy innych niż strategiczni z zysku za 2010/2011



Źródło: Bloomberg

Od początku 2012 r. inwestorzy strategiczni ogłosili wezwania na zakup akcji spółek notowanych na GPW o łącznej wartości 4,13 mld PLN. Część z wezwań jeszcze się nie zakończyła, choć w przypadku dwóch największych: Świecie i TU Europa do sfinalizowania pozostały jedynie kwestie formalne. W przypadku finalizacji procesów do samych OFE trafi ok. 1,9 mln PLN. Realne kolejne wezwania. Oprócz wezwań możliwość dezinvestycji dają prowadzone przez spółki skupy akcji własnych, za łączną kwotę ponad 1 mld PLN.

## Wybrane wezwania na zakup akcji ogłoszone od początku 2012



Źródło: DI BRE Banku SA, \* Proces w trakcie; Świecie – wezwanie zakończone, toczy się squeeze-out akcjonariuszy mniejszościowych, TU Europa – oczekiwana zgoda KNF

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  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

**Departament Analiz:**

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

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

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

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)

**Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:**

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47  
[matthias.falkiewicz@dibre.com.pl](mailto:matthias.falkiewicz@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 Różmiej 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)

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

### CENTRUM KLIMA

|                          |            |
|--------------------------|------------|
| rekomendacja             | Kupuj      |
| data wydania             | 2011-11-15 |
| kurs z dnia rekomendacji | 9,65       |
| WIG w dniu rekomendacji  | 40235,00   |

### J.W.C.

|                          |            |            |
|--------------------------|------------|------------|
| rekomendacja             | Trzymaj    | Redukuj    |
| data wydania             | 2011-11-03 | 2012-01-23 |
| kurs z dnia rekomendacji | 7,29       | 7,15       |
| WIG w dniu rekomendacji  | 40747,38   | 39518,87   |

### KOPEX

|                          |            |            |            |            |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|
| rekomendacja             | Kupuj      | Kupuj      | Akumuluj   | Trzymaj    |
| data wydania             | 2011-09-06 | 2011-11-28 | 2012-01-23 | 2012-03-05 |
| kurs z dnia rekomendacji | 18,20      | 17,90      | 21,30      | 23,10      |
| WIG w dniu rekomendacji  | 38992,56   | 37601,56   | 39518,87   | 41639,72   |

### MONDI

|                          |            |            |            |            |            |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| rekomendacja             | Akumuluj   | Akumuluj   | Kupuj      | Zawieszona | Sprzedaj   |
| data wydania             | 2011-09-13 | 2011-11-04 | 2012-01-23 | 2012-03-05 | 2012-04-05 |
| kurs z dnia rekomendacji | 71,95      | 67,50      | 58,30      | 71,15      | 71,50      |
| WIG w dniu rekomendacji  | 37437,36   | 41313,92   | 39518,87   | 41639,72   | 40754,08   |

### POLIMEX MOSTOSTAL

|                          |            |            |            |            |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|
| rekomendacja             | Kupuj      | Kupuj      | Kupuj      | Akumuluj   |
| data wydania             | 2011-08-11 | 2012-01-23 | 2012-01-26 | 2012-03-05 |
| kurs z dnia rekomendacji | 1,88       | 1,66       | 1,69       | 1,74       |
| WIG w dniu rekomendacji  | 37368,93   | 39518,87   | 39542,67   | 41639,72   |

### RAFAKO

|                          |            |            |            |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| rekomendacja             | Kupuj      | Kupuj      | Trzymaj    |
| data wydania             | 2011-11-16 | 2012-01-23 | 2012-03-05 |
| kurs z dnia rekomendacji | 8,90       | 7,63       | 10,60      |
| WIG w dniu rekomendacji  | 40042,74   | 39518,87   | 41639,72   |

### ULMA CP

|                          |            |            |
|--------------------------|------------|------------|
| rekomendacja             | Akumuluj   | Trzymaj    |
| data wydania             | 2012-01-23 | 2012-04-05 |
| kurs z dnia rekomendacji | 60,70      | 67,50      |
| WIG w dniu rekomendacji  | 39518,87   | 40754,08   |

**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: Assecos BS, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, Kruk, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyng, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Assecos BS, Assecos Poland, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Marka, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polmort Warfama, Robyng, 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, Robyng, 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.

Assecos 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.*