

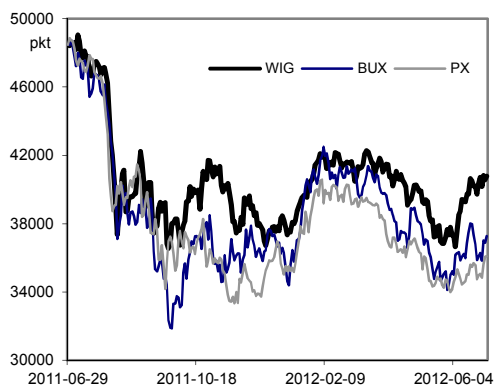
4 lipca 2012



Rynek akcji  
Makroekonomia

<b>WIG</b>	<b>40 788</b>
Średnie P/E 2012	10,0
Średnie P/E 2013	9,5
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	703 mln PLN

### 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 Kliszczyk  
(+48 22) 697 47 06  
[kamil.klisczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.klisczyk@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)

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

**Komentarz makroekonomiczny**  
Makroekonomiści BRE Banku

Opracowanie cykliczne



BRE DOM INWESTYCYJNY

# Przegląd miesięczny

## Lipiec 2012

### Rynek akcji

Po silnym czerwcu, oczekujemy, że lipiec przyniesie przeplatanie się słabych danych makro z oczekiwaniem na dalsze kroki ze strony banków centralnych a w efekcie konsolidację indeksów na poziomie zbliżonym do obecnego lub niewielkie wzrosty.

### Ze spółek

**Finanse.** Zalecamy realizację zysków w bankach w oczekiwaniu na słabe wyniki za 2Q 2012, które będą obciążone rezerwami na sektor budowlany. Najbardziej preferowaną ekspozycją jest PZU (wysoka dywidenda, nawet pomimo potencjalnej podaży akcji SP), a najmniej Pekao (wymagająca wycena oraz ekspozycja na PBG) oraz Millennium (ekspozycja na PBG).

**Paliwa.** Oczekiwania na bardzo dobre wyniki 2Q będą wspierać kursy rafinerii, choć w średnim terminie wiele zależy od notowań ropy. Odwrotna sytuacja jest naszym zdaniem na PGNiG, gdzie spodziewamy się słabych rezultatów za 2Q.

**Energetyka.** Widoczna poprawa sentymentu do europejskiej energetyki powinna przekładać się również na polskie koncerny. Preferowaną spółką pozostaje Tauron, gdzie potencjał pozytywnych zaskoczeń wobec bardzo niskich oczekiwań jest największy.

**Telekomunikacja.** Podtrzymujemy neutralne nastawienie do sektora. Choć trendy widoczne na rynku telekomunikacyjnym nie sprzyjają Netii i TPSA to jednak bieżąca wycena wydaje się w dużej mierze odzwierciedlać odnotowywane przez obydwie podmioty spadki liczby klientów.

**Media.** Otoczenie rynkowe pozostaje w przypadku spółek mediowych niepomyślne, jednak w odniesieniu do Agory i TVN widzimy pewien potencjał wzrostowy płynący z niskiej wyceny i potencjalnych szans na zmiany właścicielskie.

**Informatyczne.** Dobrą informacją dla sektora było odblokowanie finansowania projektów z zakresu elektronicznej administracji i podpisanie kontraktów ze zwycięzcami przetargów. Rozstrzygnięcia kolejnych przetargów będą podtrzymywały dobry sentyment do branży.

**Górnictwo i metale.** Pomimo słabych danych makro, oczekiwanie na działania FOMC i władz chińskich powinny utrzymywać ceny metali przemysłowych na wysokich poziomach.

**Przemysł.** Ze spółek przemysłowych najlepsze perspektywy na miesiąc mają Impexmetal i Grupa Kęty. Wśród pomysłów inwestycyjnych warto mieć na uwadze AC Auto Gaz i Berling.

**Budownictwo.** Nie ma sygnałów, aby „drogowa zaraza” rozprzestrzeniła się w pozostałych sektorach budownictwa. Zalecamy przeważanie sektora, w tym głównie małych i średnich spółek.

**Deweloperzy.** Dzięki odszkodowaniom za drogi, w czerwcu gwiazdą sektora był Polnord. Pomijając zdarzenia jednorazowe otoczenie deweloperów mieszkaniowych jest słabe. Po silnym spadku na początku lipca, akcje P.A. Novej są na atrakcyjnych poziomach cenowych.

**Rekomendacje.** W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółki ZA Puławy (Trzymaj), obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Ciech (Trzymaj), Millennium (Redukuj), MOL (Redukuj), Pekao (Redukuj), PKO BP (Trzymaj), PZU (Trzymaj) oraz zawieszamy rekomendację dla spółki Centrum Klimat.

## Rynek akcji

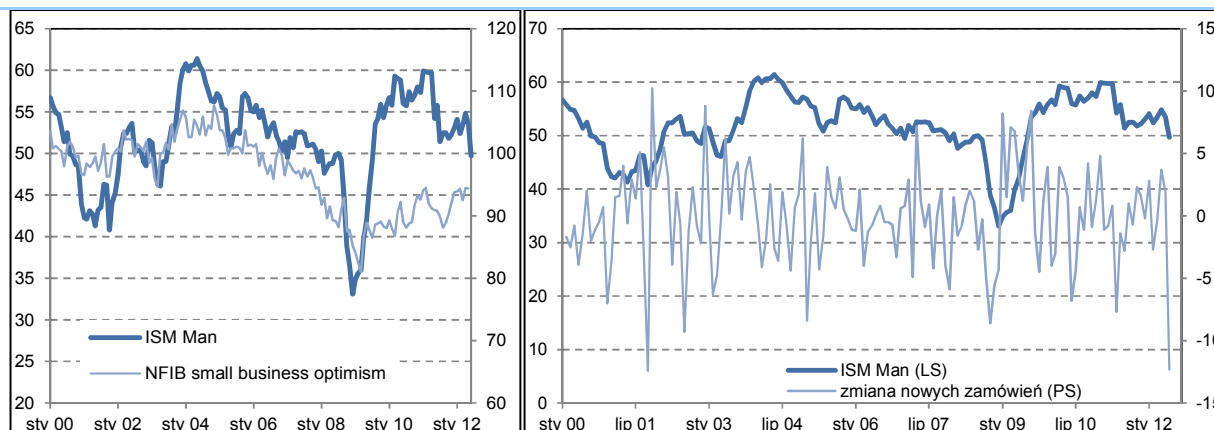
Czerwiec przyniósł wzrost większości indeksów giełdowych: S&P500 (+4% m/m), DAX (+2,4% m/m), WIG20 (+8,5% m/m), co oznacza, że jak na razie realizuje się nasz pozytywny scenariusz (na okres trzech miesięcy) nakreślony w raporcie z początku czerwca. Wzrostowi cen akcji towarzyszył spadek cen surowców energetycznych, co w przyszłości powinno wspierać światową gospodarkę. W międzyczasie raportowane dane makro najczęściej rozczarowywały, ze szczególnym uwzględnieniem ISM Manufacturing, na podstawie którego wcześniej formułowaliśmy tezę o nadchodzącym w przyszłych tygodniach ożywieniu w amerykańskim przemyśle (jeszcze do maja indeks nowych zamówień wynosił 60 pkt.). Zaskakująco słaby ISM, głównie za sprawą nowych zamówień (-12,3 pkt. m/m) wskazuje, że amerykańska gospodarka może jednak spowolnić. To oczywiście zwiększa prawdopodobieństwo rozpoczęcia przez FOMC i administrację Obamy, działań mających stymulować gospodarkę, szczególnie biorąc pod uwagę słabnące momentum w gospodarce europejskiej i nadchodzące wybory prezydenckie w USA. Naszym zdaniem słabsze „twarde” dane makro będą równoważyły się z oczekiwaniem na decyzje FED. W tle czeka nas jeszcze sezon wyników. 1Q pomógł posiadaczom akcji, obecnie jest ryzyko, że nieźle wyniki będą przeplatały się z ostrzeżeniami o przyszłe trendy. Słabe dane makro zostały zamortyzowane efektem jaki przyniósł szczyt krajów UE. Ten, w stosunku do wcześniejszych oczekiwań i rozczarowań poprzednimi szczytami, raczej pozytywnie zaskoczył inwestorów. Kwestią otwartą pozostaje, czy i jak szybko przedstawione zapowiedzi zostaną wdrożone. Uważamy, że na najbliższe tygodnie szczyt nieco uspokoi nastroje w Strefie. Rentowność obligacji 10Y Hiszpanii obniżyła się do 6,2% (z blisko 7,3%) a włoskich do 5,6% (z 6,3%). Sentyment wśród inwestorów amerykańskich dominuje nadal pesymistyczny. Na koniec czerwca odsetek optymistów, co do przyszłego zachowania się indeksu S&P500 wynosił 28,7% (28% poprzednio), pesymistów: 44,4% (42% poprzednio) a niezdecydowanych 27% (30% poprzednio). Z kolei VIX obniżył się do zaledwie 17 punktów, co stanowi sygnał ostrzegawczy. Po silnym czerwcu, oczekujemy, że lipiec przyniesie przeplatanie się słabych danych makro z oczekiwaniem na dalsze kroki ze strony banków centralnych a w efekcie konsolidację indeksów na poziomie zbliżonym do obecnego lub niewielkie wzrosty. Decyzje szczytu krajów UE dotyczące banków mogą negatywnie wpływać na relatywne zachowanie się sektora w Polsce (inwestorzy będą kupowali akcje przecenionych banków w regionie, polskie banki mogą być postrzegane jako bardziej defensywne), tym bardziej, że akcje PKO BP (a przez wskaźniki wyceny również Pekao) i PZU osiągnęły ceny, przy których może pojawić się podaż akcji od SP. Dodatkowo w tle pojawiają się rosnące rezerwy na sektor budowlany (dane za maj wyższe niż oczekiwano). Z kolei oczekiwanie na działania FOMC i władz chińskich powinny utrzymywać na wysokich poziomach ceny metali przemysłowych.

### Bardzo słaby odczyt ISM Manufacturing w USA

W poprzednim miesiącu największym negatywnym zaskoczeniem makro był naszym zdaniem słaby odczyt ISM Manufacturing. Wartość wskaźnika obniżyła się z 53,5 (oczekiwano 52) do 49,7, co oznacza, że indeks spadł po raz pierwszy od zakończenia poprzedniej recesji poniżej poziomu 50 pkt (w teorii oznaczającego kontrakcję w przemyśle). Niestety spadek indeksu jest w dużej mierze efektem obniżenia się subindeksu dotyczącego nowych zamówień, który spadł aż o 12,3 punktu - z 60,1 do 47,8. Istotnie obniżył się również subindeks produkcji (z 55,6 do 51,0). Ostatnim razem tak silny spadek nowych zamówień miał miejsce w październiku 2001 roku (-12,4 punktu). W kolejnym miesiącu nastąpiło jednak silne odreagowanie wskaźnika (+10,4 punktu), po którym nastąpił jego dalszy, czteromiesięczny wzrost. Od 2000 roku spadki nowych zamówień o ponad 7 punktów w miesiącu następowały jeszcze pięciokrotnie, zwykle z wysokich poziomów wskaźnika (ok. 60 pkt.) przepowiadając spowolnienie gospodarki w wersji „soft path”. W dwóch przypadkach (2000 i 2008) spadki miały miejsce z poziomów subindeksu poniżej 50 punktów i o 2-5 miesięcy wyprzedzały dno ISM Manufacturing (w okresach głębokiej zapaści gospodarki).

Spadek indeksu poniżej 50 pkt. nie oznacza jeszcze recesji w całej gospodarce. Większa część PKB w USA pochodzi z usług. Statystycznie dopiero „zejście” ISM Manufacturing poniżej 47 punktów oznaczało spadek PKB. Warto zwrócić również uwagę, że małe firmy – nie będące tak silnie wystawione na globalną koniunkturę nadal odczuwają poprawę swojej sytuacji – m.in. za sprawą większej dostępności kredytów. Ze względu na skalę działania i *credit crunch* one nie odczuły istotnej poprawy w pierwszej fazie ożywienia po ostatniej recesji.

## ISM Manufacturing na tle NFIB Small Firms Index (LW) i miesięczna zmiana indeksu nowych zamówień na tle ISM Manufacturing (PW)



Źródło: Bloomberg

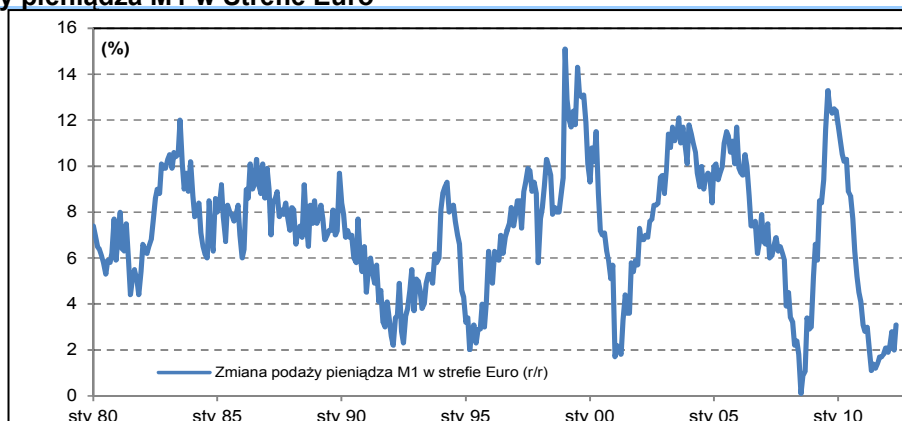
Słabszy odczyt ISM dodaje argumentów za rozpoczęciem kolejnych działań przez FOMC. Wg. naszych makroekonomistów standardowe QE (tj. szeroko-zakrojony program zakupu aktywów) zarezerwowane jest dla eskalacji kryzysu w Strefie euro. W przypadku dalszego osłabienia koniunktury lub braku jej poprawy FOMC przetestuje kolejne formy stymulacji gospodarki, nad którymi obecnie prawdopodobnie pracuje.

### Szczyt UE – pozytywne zaskoczenie, ale co dalej?

W stosunku do pierwotnych oczekiwań i rozczarowań jakie przynosiły poprzednie szczyty UE, ostatni przyniósł zaskakująco konkretne rozwiązania, choć należy podkreślić, że nadal są to działania raczej „uśmierzające ból” a nie „leczące chorobę”, w tym przede wszystkim duże różnice w konkurencyjności poszczególnych gospodarek. Tym niemniej, wsparte dodatkowo przez ECB, rynki finansowe na jakiś czas powinny zostać uspokojone. Spośród najważniejszych decyzji podjętych na szczycie należy wymienić: zapowiedź przyspieszonego utworzenia Europejskiego Nadzoru Bankowego (ukończenie prac do końca roku); zwiększenie elastyczności funduszy stabilizacyjnych, co oznacza, że m.in. włoskie obligacje mogą być wykupowane przez EFSF/ESM; Hiszpania i inne kraje mogą dokapitalizować banki bezpośrednio z EFSF/ESM, tj. bez obciążania budżetu państwa (renacjonalizacja). W trakcie szczytu dyskutowano również nad instrumentami, które pozwolą na obniżenie kosztów finansowania się dla Hiszpanii i Włoch (szczegóły mają zostać ustalone na szczycie zaplanowanym na 9 lipca). W perspektywie najbliższych tygodni okaże się, czy podjęte zobowiązania będą realizowane (pojawili się głosy z niektórych krajów, że już nie zgadzają się na część postulatów) czy utkną w machinie politycznych dyskusji, co nowego wniosą kolejne szczyty oraz jaką rolę odegra ECB.

Pomimo fatalnych nastrojów w Strefie, należy zwrócić uwagę, że przełom czerwca i lipca przyniósł słabe, ale nieco lepsze od oczekiwań dane makro. Dotyczy to zarówno sprzedaży detalicznej (+0,6% m/m, oczekiwano +0,3%), jak również wzrostu PMI w usługach (z 46,7 do 47,1, oczekiwano 46,8). Wyhamowaniu uległ również spadek PMI dla przemysłu (45,1 vs. 45,1 w maju). Zwracamy również uwagę, że od kilku miesięcy poprawiła się dynamika podaży pieniądza (M1).

### Zmiana podaży pieniądza M1 w Strefie Euro



Źródło: Bloomberg

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 Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klisczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.klisczyk@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

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 Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczyk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczyk@dibre.com.pl)

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

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

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

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

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

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

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

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

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

**„Prywatny Makler”**

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

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)

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

### CENTRUM KLIMA

rekomendacja	Kupuj	Zawieszona	Sprzedaj
data wydania	2011-11-15	2012-05-07	2012-05-09
kurs z dnia rekomendacji	9,65	14,25	14,28
WIG w dniu rekomendacji	40235,00	39888,00	39268,41

### CIECH

rekomendacja	Kupuj	Kupuj
data wydania	2012-01-16	2012-05-15
kurs z dnia rekomendacji	17,35	17,70
WIG w dniu rekomendacji	37991,91	38500,68

### MILLENNIUM

rekomendacja	Redukuj	Sprzedaj	Trzymaj
data wydania	2012-01-19	2012-03-05	2012-06-05
kurs z dnia rekomendacji	3,82	4,34	3,42
WIG w dniu rekomendacji	39056,43	41639,72	37287,97

### MOL

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2012-04-19	2012-06-05
kurs z dnia rekomendacji	242,10	226,80
WIG w dniu rekomendacji	40526,80	37287,97

### PEKAO

rekomendacja	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2011-11-04	2012-01-19	2012-06-05
kurs z dnia rekomendacji	153,00	145,90	136,00
WIG w dniu rekomendacji	41313,92	39056,43	37287,97

### PKO BP

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2012-01-19	2012-03-05	2012-04-05
kurs z dnia rekomendacji	32,89	34,49	33,00
WIG w dniu rekomendacji	39056,43	41639,72	40754,08

### PZU

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2011-11-18	2012-01-23
kurs z dnia rekomendacji	321,00	327,00
WIG w dniu rekomendacji	39797,19	39518,87

### ZA PUŁAWY

rekomendacja	Redukuj	Redukuj
data wydania	2012-04-05	2012-05-25
kurs z dnia rekomendacji	102,00	100,30
WIG w dniu rekomendacji	40754,08	36852,75

**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, Ergoaparatura, 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: Solar.

Asseco 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 8 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 9 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 rekomendacją.

**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.*