

5 października 2012

Opracowanie cykliczne



BRE DOM INWESTYCYJNY



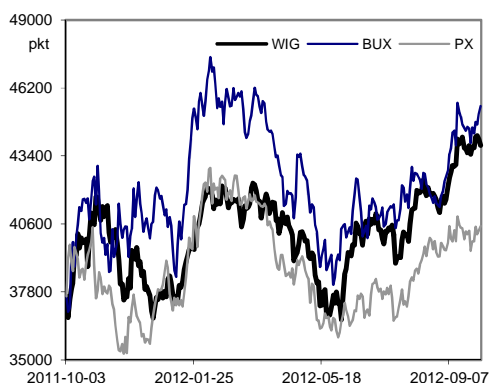
Rynek akcji  
Makroekonomia

# Przegląd miesięczny

## Październik 2012

<b>WIG</b>	<b>43 840</b>
Średnie P/E 2012	10,2
Średnie P/E 2013	10,5
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	693 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 Kliszcz  
(+48 22) 697 47 06  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@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

### Rynek akcji

Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do rynku akcji. Skala działań banków centralnych jest na tyle znacząca, że wpłynie na realną gospodarkę w dłuższej perspektywie (szczególnie w USA), a w konsekwencji spowoduje m.in. przepływ kapitału z rynku długu na rynek akcji. Krótkoterminowe korekty i pogorszenie się wyników spółek wykorzystywać do kupna akcji - również małych i średnich podmiotów.

### Ze spółek

**Finanse.** Niezmiennie otoczenie makroekonomiczne pozostanie niesprzyjające. Z drugiej strony, dalszy spadek rentowości obligacji wspiera wyceny banków, szczególnie małych i średnich z niską bieżącą rentowością. Podtrzymujemy pozytywne rekomendacje na Getin Noble Bank, Millennium oraz Kredyt Bank.

**Paliwa.** Bardzo wysokie marże rafineryjne i perspektywa rewelacyjnych wyników za 3Q powinny nadal sprzyjać kursom Orlenu i Lotosu. Utrzymujemy negatywną rekomendację dla PGNiG.

**Energetyka.** W naszej opinii z uwagi na niekorzystne tendencje cenowe na rynku energii w ramach sektora w portfelu należy przeważać akcje spółek dystrybucyjnych (Tauron, Enea) vs. spółki wytwórcze (PGE, CEZ).

**Telekomunikacja.** Trudna sytuacja w segmencie usług stacjonarnych w połączeniu z szansami na złagodzenie konkurencji w segmencie mobilnym stwarzają relatywnie lepsze otoczenie dla Telekomunikacji Polskiej w porównaniu do Netii

**Media.** Rynek reklamy pozostaje w trendzie spadkowym. Pojawiło się natomiast odbicie na rynku kinowym, co wspierać powinno notowania Agory i Cinema City.

**Informatyczne.** Integratorzy pozyskali w ostatnim miesiącu szereg nowych kontraktów. Ciekawą inwestycją wydaje się w naszym odczuciu Sygnity. Podnosimy rekomendację dla AB.

**Górnictwo i metale.** Spółki surowcowe pozostają jedną z najciekawszych opcji na zakładany przez nas pozytywny scenariusz dla rynku akcji. W przypadku JSW należy pamiętać o słabym 4Q, dla KGHM widzimy potencjał do podwyższenia prognoz.

**Przemysł.** Polecamy akcje średnich i mniejszych eksporterów, do których sentyment mógłby się gwałtownie poprawić wraz odbijającymi wskaźnikami PMI dla przemysłu (AC Auto Gaz, Alchemia, Fasing, Forte, Impexmetal, PGO, Zamet i Zetkama). Ze spółek ukraińskich preferujemy Astartę oraz IMC nad Kernelem.

**Budownictwo.** Zagrożone spółki (np. PXM), są znacznie droższe na poziomie EV, niż silne i bezpieczne (BDX, ERB, UNB). PXM jest też znacznie droższy niż MSW. Wiele małych i silnych spółek jest mocno niedowartościowanych (ERB, UNB, ULM, INK, PRM, ELT, MSZ, TSG, ...).

**Deweloperzy.** Spadek awersji do ryzyka oraz wysoki spread między yieldami obligacji a yieldami nieruchomości sprzyjają transakcjom na rynku biur i CH (transakcje w spółkach giełdowych możliwe jeszcze w tym roku). Wzrost sprzedaży mieszkań w H2 12 może nie być do utrzymania w 2013 r.

**Rekomendacje.** W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółki AB (Akumuluj) oraz obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółki ZUE (Trzymaj).

## Rynek akcji

Wrzesień przyniósł pozytywne rozstrzygnięcia dotyczące trzech istotnych wydarzeń, które powinny w średniej perspektywie pomagać rynkowi akcji. Są to: nowy program skupu papierów dłużnych przez ECB, QE3 w USA oraz decyzja Trybunału Konstytucyjnego Niemiec pozwalająca na uruchomienie funduszu ESM. Ponieważ rynki finansowe od kilku tygodni dyskontowały pozytywne rozwiązania (zgodnie z naszymi oczekiwaniami), same decyzje przyniosły tylko krótkotrwałą reakcję inwestorów, po czym rynki weszły w fazę realizacji zysków. Uważamy, że skala przyjętych rozwiązań jest na tyle znacząca, że będą one wpływały na realną gospodarkę w dłuższej perspektywie (szczególnie w USA) a w konsekwencji spowodują m.in. przepływ kapitału z rynku długu (Niemcy, USA, Japonia) na rynek akcji. Od dna bessy w 2009 roku, tj. w ciągu 3,5 roku S&P500 wzrósł o 95% - rzadko jednak można usłyszeć słowo „hossa”. Rentowność obligacji amerykańskich jest nadal niższa niż średni DY dla spółek z S&P500. Ilość optymistów i pesymistów dla perspektyw tego indeksu oscyluje na podobnym poziomie (36% na koniec września), daleko więc do średnioterminowego przegrzania rynku. Sierpień był też pierwszym od początku 2011 roku miesiącem, w którym z amerykańskich funduszy akcyjnych nie odpływały kapitały. Ponieważ dane makro nadal nie „rozpieszczają” inwestorów, duża niepewność będzie się utrzymywać (lokalne korekty, które należy wykorzystać do kupna akcji). Tak jak w przypadku USA rysuje się długoterminowa perspektywa ożywienia gospodarki (pro wzrostowe działania FED, rynek nieruchomości, ponowna industrializacja gospodarki), co potwierdza FED w swoich prognozach jej wzrostu (3-3,8% w 2014), tak w przypadku Strefy Euro możemy liczyć raczej na stabilizację. W perspektywie kolejnych kwartałów będzie ona przejawiać się stagnacją w krajach peryferyjnych i ożywieniem w Niemczech, które powinny korzystać na odbudowaniu się gospodarek BRIC (eksport niemiecki do tej grupy jest o 27% wyższy niż do peryferii Strefy). Przed polską gospodarką dopiero najtrudniejsze chwile. Nasi makroekonomiści oczekują dna cyklu dopiero w 1-2Q2013, przy czym będzie ono głębsze niż oczekuje tego konsensus rynkowy (kolejna tura obniżek prognoz wzrostu PKB przed nami). Naszym zdaniem taki scenariusz makro w skali globalnej i lokalnej pozwoli na dalszy wzrost cen akcji (również w Polsce), przy czym w obecnej fazie cyklu rynek polski powinien zachowywać się słabiej, niż takie indeksy jak S&P500 czy DAX. Na poziomie selekcji podtrzymujemy opinię, że najlepszą inwestycją pozostają spółki dające ekspozycję na globalne ożywienie (spółki surowcowe, rafineryjne) oraz posiadające relacje z gospodarką niemiecką (wybrane spółki przemysłowe). Biorąc pod uwagę cykl gospodarczy w Polsce, pod większą presją negatywnych informacji powinny być spółki eksponowane na lokalne dane o konsumpcji (handel) czy banki. Biorąc nawet pod uwagę oczekiwane pogorszenie się wyników spółek w perspektywie najbliższych miesięcy uważamy, że ewentualna ich przecena z tego tytułu powinna być wykorzystywana do akumulowania ich akcji w długim terminie.

### Zdecydowane działania ECB i FED

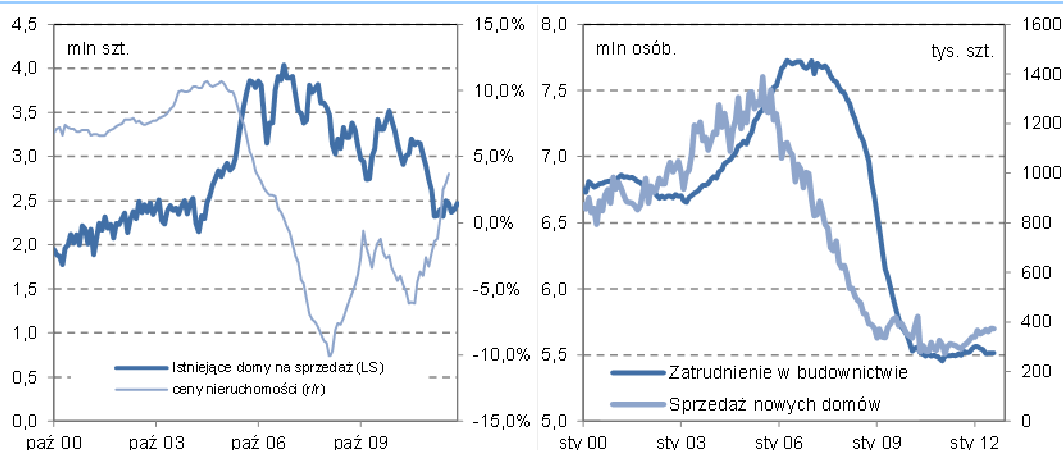
W obu przypadkach podjęte działania można uznać za wariant co najmniej spełniający oczekiwania inwestorów. Będą one miały jednak różne przełożenie na poszczególne gospodarki. W przypadku ECB nadal chodzi o uchronienie gospodarki przed zapaścią, a samej Strefy przed rozpadem. Wpływ na samo pobudzenie wzrostu jest w tym przypadku niewielki. Kraje peryferyjne Strefy będą w stanie się finansować, jednak pozostaną w stagnacji. Ten etap aktywności ECB przypomina raczej działania FED na etapie QE 1 i 2. QE3 ma już jednak inny charakter, skoncentrowany przede wszystkim na wyrwaniu ekonomii z obecnej stagnacji.

Co robi ECB: uruchamia program zakupu papierów skarbowych krajów Strefy o zapadalności do 3 lat oraz zmienia kryteria zastawu dla papierów dłużnych emitowanych przez kraj Strefy w operacjach repo (teraz również denominowane w USD i Jenie). Zakupy będą miały charakter transakcji sterylizowanych o nieograniczonym wolumenie. Skala zakupów będzie publikowana przez ECB co tydzień. Aby dany kraj został objęty programem musi spełnić warunki uzgodnione z EFSF/ESM, w tym przede wszystkim formalnie wystąpić o pomoc. Jeżeli uzgodnione warunki nie będą spełniane przez dany kraj, ECB może wycofać się z finansowania.

Co robi FED: uruchamia nowy program skupu aktywów, tj. obligacji zabezpieczonych hipotekami (MBS) o wartości 40 mld USD miesięcznie. Program ma charakter nielimitowany czasowo jak również skalą zakupów. Ponadto FED przedłużył okres, w którym stopy procentowe mają utrzymać się na obecnych poziomach do połowy 2015 roku. Program zakupu aktywów będzie realizowany równoległe z prowadzoną operacją Twist, która ma potrwać do końca 2012. Ponadto FED zobowiązał się, że jeżeli te działania nie przyniosą poprawy na rynku pracy, to bank centralny zacznie „skup innych aktywów oraz podjąć inne środki”.

FED wyraźnie wskazuje, że zamierza wesprzeć gospodarkę, a szczególnie rynek pracy. Pojawił się pomysł, że zakupy MBS będą kontynuowane dopóki gospodarka nie będzie tworzyć co najmniej 200 tys. nowych miejsc pracy przez okres 6 miesięcy z rzędu. Działania te powinny pomóc Amerykanom w refinansowaniu kredytów hipotecznych – z czym dotychczas były problemy po stronie m.in. banków. To oznacza zwiększenie dochodów rozporządzalnych, co powinno przekładać się na konsumpcję, w tym na dalszą poprawę sytuacji na rynku nieruchomości. Już dziś wyraźnie widać spadek liczby dostępnych domów (obniżenie wskaźnika zapasów do 4,5 z 6,6 przed rokiem) oraz wzrost ich cen. Wraz z dalszą poprawą nastrojów konsumenckich (tu powinny pomóc m.in. wybory prezydenckie i idące z nimi obietnice) coraz wyraźniej powinien odbijać rynek pierwotny. Jak dotychczas jego ożywienie nie spowodowało wzrostu zatrudnienia w sektorze budowlanym (co zapewne nadal przed nami).

### Dane z USA: domy na sprzedaż na tle zmiany r/r cen nieruchomości (L) i sprzedaż nowych domów a zatrudnienie w budownictwie (P)



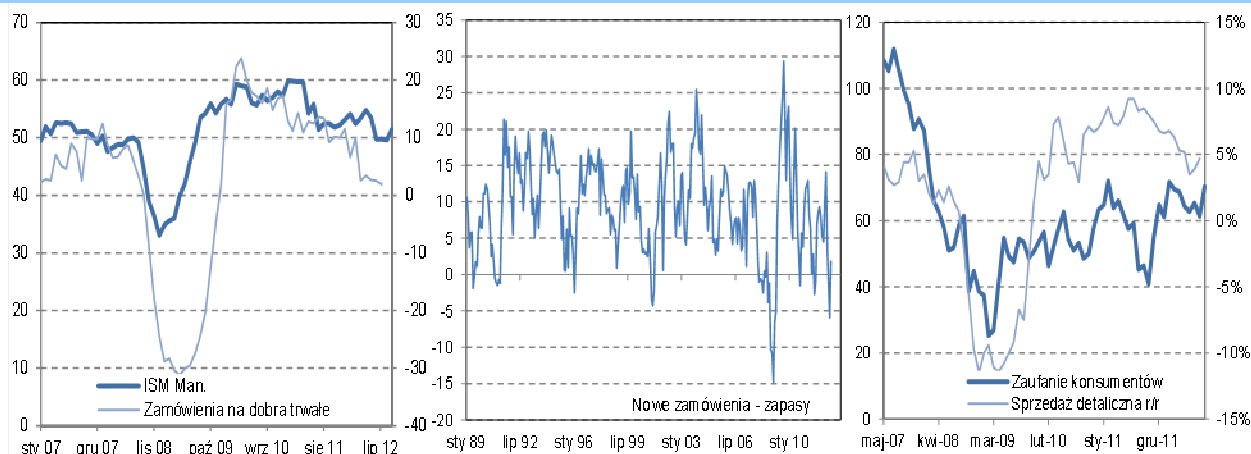
Źródło: Bloomberg

Przy okazji uruchomienia opisanych programów banki centralne wypowiedziały się o perspektywach dla gospodarki. ECB obniżyło tegoroczną prognozę wzrostu PKB Strefy do -0.6% : -0.2% a w przyszłym roku do -0.4% : 1.4%. Z kolei FED obniżył oczekiwania co do wzrostu PKB w 4Q do 1,7-2%, ale podwyższył prognozy na 2013 r. i 2014 r. odpowiednio do 2,5-3% i 3-3,8%.

### Mieszane dane makro z USA i Europy

Zgodnie z oczekiwaniami decyzje banków centralnych powinny w pierwszej kolejności wpływać pozytywnie na wskaźniki wyprzedzające. W przypadku USA teza ta sprawdziła się. Zarówno ISM dla przemysłu (51,5 pkt.) jak również usług (55,1 pkt.) zanotowały wzrosty wyższe niż oczekiwali analitycy (odpowiednio: 48,7 i 53,4 pkt.). Tym samym oba indeksy ponownie wskazują na ekspansję gospodarki. Potwierdzają to również komponenty indeksów, tj. przede wszystkim wzrost subindeksu nowych zamówień. W przypadku przemysłu jego wartość ponownie wzrosła do ponad 50 pkt. (52,2 pkt.). Tym samym różnica pomiędzy nowymi zamówieniami a zapasami notuje dodatnie wartości. Zwracamy uwagę, że w sierpniu różnica ta spadła do najniższego poziomu od 1989 roku (z wyjątkiem recesji 2008). Biorąc pod uwagę historyczne poziomy i działania FED mamy dużą szansę na dalszą jego poprawę. Wśród pozytywnych zaskoczeń należy również wymienić optymizm konsumentów (Conference Board), który wzrósł do poziomu sprzed obecnego spowolnienia gospodarki. Istotny wpływ na ten wskaźnik ma m.in. zachowanie się indeksów giełdowych. Z drugiej strony dalsza poprawa optymizmu powinna prowadzić do zwiększenia oszczędności lokowanych na rynku akcji. Jednym z największych rozczarowań okazały się dane o zamówieniach na dobra trwałe, które spadły w sierpniu o 13,2% m/m (konsensus rynkowy -5%). Powodem tak słabego odczytu są bardzo słabe zamówienia w sektorze transportowym, jednak nawet po ich wyeliminowaniu dane zdecydowanie rozczarowują (-1,6% m/m). Kluczowe pozostaje to, czy optymistyczne wskazania ISM zaczną przekładać się w kolejnych miesiącach na realne dane.

## Dane z USA: ISM Man. na tle zamówień na dobra trwałe (L), różnica nowych zamówień i zapasów w ISM Man (Ś) i zaufanie konsumentów a sprzedaż detaliczna (P)

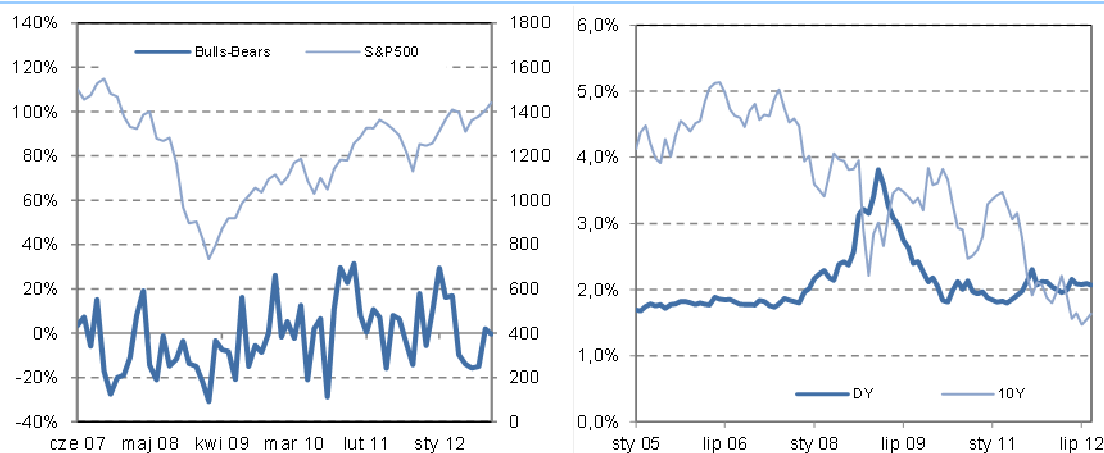


Źródło: Bloomberg

### Fundusze akcyjne a dług w USA

Od początku 2007 roku inwestorzy indywidualni wycofali z amerykańskich (krajowych) funduszy akcyjnych łącznie ponad 470 mld USD. W ostatnich 18 miesiącach wypłaty oscylowały średnio między 10 a 20 mld USD miesięcznie aż do sierpnia, kiedy przepływy netto były zbliżone do zera. Jednocześnie od 2007 roku napływy kapitału do funduszy dłużnych wyniosły 840 mld USD. W ostatnich kwartałach utrzymują się na poziomie ok. 15 mld USD miesięcznie. Oznacza to że inwestorzy indywidualni jeszcze nie uwierzyli w hossę na giełdzie i pomimo rekordowo niskich rentowności obligacji, lokują swoje oszczędności tam, gdzie oczekują przede wszystkim bezpieczeństwa. Z drugiej strony ostatni miesiąc może wskazywać, że inwestorzy przynajmniej przestali sprzedawać swoje akcje. Dalsza poprawa sytuacji gospodarczej (patrz działania FED) powinna skłonić coraz więcej osób do akceptacji większego ryzyka, co będzie objawiało się dawno nie widzianym napływem kapitału do funduszy akcyjnych. Od dna bessy w 2009 roku mija właśnie 3,5 roku a więc okres, który zwykle pozwala zapomnieć o stratach i zauważyć wzrosty cen akcji. Od marca 2009 S&P500 wzrósł o 95%. Rentowność obligacji nadal jest niższa niż średni DY dla indeksu S&P500 (wykres poniżej). Pomimo wzrostu indeksów w ostatnich miesiącach, z ankiet dotyczących przyszłego zachowania S&P500 wynika, że ilość optymistów i pesymistów oscyluje na podobnym poziomie (36% na koniec września), daleko więc do średnioterminowego przegrzania rynku.

### Byki i niedźwiedzie dla S&P500 (L) oraz rentowność obligacji 10Y w USA na tle średniego DY dla S&P500 (P)



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 Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
Wicedyrektor  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@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 47 90  
Kierownik Zespołu  
[adam.prokop@dibre.com.pl](mailto:adam.prokop@dibre.com.pl)

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85  
[michal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:michal.rozmiej@dibre.com.pl)

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30  
[jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl](mailto:jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl)

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 48 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:****AB**

<b>rekomendacja</b>	Akumuluj	Trzymaj
<b>data wydania</b>	2012-01-23	2012-03-05
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	20,20	21,72
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	39518,87	41639,72

**ZUE**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj	Akumuluj
<b>data wydania</b>	2012-01-26	2012-08-06
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	7,33	6,15
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	39542,67	40594,36

**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. Wylimitowanie 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, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alchemia, Asseco BS, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrolog, Magellan, Marka, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Prokom Software, PZU, Roby, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Techmex, Unibep, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Grupa o2, 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 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 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.*