

Banki w Europie Środkowo-Wschodniej

(tłumaczenie)

26 maja 2010

Zestawienie rekomendacji

		Kurs	Kapitalizacja	C/Z (x)		C/WK (x)		Wycena	Potencjał wzrostu (%)
		(waluta lokalna)	(mln €)	2011P	2012P	2011P	2012P		
PKO BP	Kupuj (↑)	37.5	11,415.7	11.2	9.7	1.9	1.7	43.2	15.1
Bank Pekao	Sprzedaj (→)	154.8	9,889.6	13.6	11.9	1.9	1.8	139.0	-10.2
BZ WBK	Trzymaj (↓)	184.0	3,274.6	11.3	9.8	1.8	1.5	200.8	9.1
BRE Bank	Kupuj (↑)	222.5	1,608.8	11.1	9.1	1.2	1.2	253.4	13.9
ING BSK	Trzymaj (↓)	710.5	2,251.1	11.5	10.5	1.5	1.3	773.9	8.9
Bank Millennium	Trzymaj (→)	4.5	930.6	11.7	9.2	1.2	1.1	4.8	6.7
Getin Holding	Kupuj (→)	9.8	1,696.8	9.6	7.8	1.4	1.2	11.8	20.4
Komercni Banka	Kupuj (↑)	3,250	4,812.5	9.3	8.3	1.6	1.5	4,257	31.0
OTP Bank	Kupuj (→)	5,310	4,806.9	5.7	4.9	0.9	0.8	8,018	51.0
Erste Bank	Kupuj (→)	27.91	10,547.9	7.5	6.2	0.8	0.7	41.20	47.6
Raiffeisen	Kupuj (→)	32.24	4,954.7	7.7	5.8	0.9	0.8	42.00	30.3
BRD-GSG	Kupuj (→)	11.70	1,945.4	6.6	6.1	1.2	1.1	17.67	51.0
Banca Transilvania	Kupuj (↑)	1.32	342.1	6.4	4.8	0.8	0.7	2.06	56.1
AIK Banka	Kupuj (→)	2,979	243.2	5.3	4.9	0.6	0.5	4,913	64.9
Komercyjnalna Banka	Sprzedaj (→)	30,001	266.5	14.6	10.9	1.0	0.9	26,025	-13.3
BACB	Kupuj (→)	11.50	74.2	3.8	3.2	0.5	0.5	17.30	50.4
CorpBank	Trzymaj (→)	60.00	184.1	6.0	5.4	0.9	0.8	65.7	9.5
FIB	Sprzedaj (→)	2.03	113.9	8.9	5.3	0.5	0.5	1.8	-11.4
Sberbank	Kupuj (→)	64.41	37,209.1	6.5	5.8	1.3	1.1	113.07	75.5
VTB	Kupuj (↑)	4.20	17,475.8	7.8	6.3	1.1	0.9	5.32	26.7
Bank of Moscow	Sprzedaj (→)	944.00	3,823.7	11.7	9.6	1.3	1.2	801.00	-15.1
Vozrozhdenie	Trzymaj (↓)	854.76	519.2	8.1	6.7	1.0	0.9	930.80	8.9
Bank St Petersburg	Kupuj (→)	2.65	594.4	3.7	3.4	0.7	0.6	5.22	97.1

Źródło: KBC Securities, Bloomberg

*kurs zamknięcia z 25/05/2010

W następstwie powrotu awersji do ryzyka i presji na rynkach kapitałowych w 2010 roku banki europejskich krajów wschodzących, dawały od początku roku zwrot gorszy niż indeks MSCI EE pomimo rosnących oczekiwań odnośnie poziomu zysków (+25,2% w 2010 i +8,3% w 2011 roku) i widocznej poprawy jakości aktywów. Wyceny stały się atrakcyjniejsze (obniżyły się), a oczekiwania przyszłych zysków w br. spadły, wobec powyższego nasza ocena sektora bankowego także poprawiła się.

- **Zyski za I kwartał lepsze od oczekiwań.** Wśród banków, które podały wyniki za I kwartał, 93% z nich pokazało zyski przewyższające konsensus średnio o 8,3%. Bilans sektora wygląda kiepsko, a jakość zysków jest różna, natomiast obniżenie poziomu wymaganych rezerw, w połączeniu ze spadkiem tempa wzrostu kredytów zagrożonych, było głównym czynnikiem wzrostu w regionie.
- **Niedowóżaj Polskę (Sprzedaj Pekao).** W związku z odpornością polskiej gospodarki na wpływ kryzysu i ponadprzeciętnej jakości kredytów, polskie banki są notowane przy 10,3x C/Z na 2012P z 41% premią do pozostałych banków z regionu (7,3x), co pozostawia stosunkowo niewielki potencjał wzrostu. Najdroższy w regionie Pekao (notowany przy 11,9x) ma przewagę w postaci profilu niskiego ryzyka, ale zwracamy uwagę na nieustanną utratę przezeń udziału w rynku.

Mark MacRae, CFA
Marta Czajkowska-Baldyga
Michał Konarski
Sandra Jankovic

+48 22 581 08 06
+48 22 581 08 09
+48 22 581 08 22
+381 11 33 30 521

mark.macrae@kbcsecurities.pl
marta.czajkowska@kbcsecurities.pl
michal.konarski@kbcsecurities.pl
sandra.jankovic@kbcsecurities.rs

- **Przeważaj Rosję (Kupuj Sberbank).** Konsensus prognoz dla rosyjskich banków odzwierciedla założenia stopniowego ożywienia, spadku kosztów ryzyka oraz szybkiej poprawy zysków w latach 2010-2012. jednak wyceny rynkowe tego nie potwierdzają. Rosyjski sektor bankowy, notowany przy 6,2x C/Z na 2012P) oferuje, naszym zdaniem, konkurencyjną wartość, a Sberbank (5,8x C/Z na 2012P) jest naszym numerem 1. w regionie. Ponadto podwyższyliśmy rekomendację dla VTB ze Sprzedaj do Kupuj.

Porównanie wskaźników pokrywanych banków

Rekomendacja	Wycena (lokalna waluta)	Kurs (lokalna waluta)	Potencjał	Kapitalizacja (mln €)	C/Z(x)			C/MW(x)			ROE (%)			
			wzrostu (%)		2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P	
Rosja														
Sberbank	Kupuj	113.07	64.41	75.5	37,209.1	9.8	6.5	5.8	1.6	1.3	1.1	17.4	21.7	20.1
VTB	Kupuj	5.32	4.20	26.7	17,475.8	15.3	7.8	6.3	1.2	1.1	0.9	8.5	14.9	15.9
Bank of Moscow	Sprzedaj	801.0	944.0	-15.1	3,823.7	29.6	11.7	9.6	1.5	1.3	1.2	5.3	12.1	13.0
Vozrozhdenie	Trzymaj	930.8	854.8	8.9	519.2	33.1	8.1	6.7	1.2	1.0	0.9	3.7	13.9	14.6
Bank St Petersburg	Kupuj	5.22	2.65	97.1	594.4	8.6	3.7	3.4	0.9	0.7	0.6	10.4	20.9	19.0
Polska														
PKO BP	Kupuj	43.2	37.5	15.1	11,415.7	14.3	11.2	9.7	2.1	1.9	1.7	15.2	17.5	18.3
Pekao	Sprzedaj	139.0	154.8	-10.2	9,889.6	15.7	13.6	11.9	2.0	1.9	1.8	13.5	14.4	15.3
BZ WBK	Trzymaj	200.8	184.0	9.1	3,274.6	13.1	11.3	9.8	2.0	1.8	1.5	16.3	16.7	16.9
BRE Bank	Kupuj	253.4	222.5	13.9	1,608.8	14.1	11.1	9.1	1.4	1.2	1.2	10.4	11.9	13.1
ING BSK	Trzymaj	773.9	710.5	8.9	2,251.1	13.3	11.5	10.5	1.6	1.5	1.3	13.2	13.5	13.4
Millennium	Trzymaj	4.80	4.50	6.7	930.6	18.8	11.7	9.2	1.3	1.2	1.1	8.1	10.7	12.2
Getin Holding	Kupuj	11.78	9.78	20.4	1,696.8	21.3	9.6	7.8	1.7	1.4	1.2	8.2	16.0	16.9
Węgry														
OTP Bank	Kupuj	8,018	5,310	51.0	4,806.9	8.1	5.7	4.9	1.0	0.9	0.8	13.0	16.2	16.7
Czechy														
Komercni Banka	Kupuj	4,257	3,250	31.0	4,812.5	9.9	9.3	8.3	1.7	1.6	1.5	17.9	17.8	18.6
Austria														
Erste Bank	Kupuj	41.2	27.9	47.6	10,547.9	11.6	7.5	6.2	0.9	0.8	0.7	8.0	11.1	12.0
RIBH	Kupuj	42.0	32.2	30.3	4,954.7	15.7	7.7	5.8	1.0	0.9	0.8	7.0	12.6	14.8
Rumunia														
BRD-GSG	Kupuj	17.67	11.70	51.0	1,945.4	6.8	6.6	6.1	1.4	1.2	1.1	22.1	19.5	18.4
Banca Transilvania	Kupuj	2.06	1.32	56.1	342.1	10.8	6.4	4.8	0.9	0.8	0.7	8.3	13.4	15.6
Serbia														
AIK Banka	Kupuj	4,913	2,979	64.9	243.2	6.4	5.3	4.9	0.7	0.6	0.5	9.8	10.8	10.5
Komercijalna Banka	Sprzedaj	26,025	30,001	-13.3	266.5	17.9	14.6	10.9	1.0	1.0	0.9	6.6	6.7	8.3
Bułgaria														
BACB	Kupuj	17.3	11.5	50.4	74.2	8.1	3.8	3.2	0.6	0.5	0.5	8.2	15.4	15.7
CCB	Trzymaj	65.7	60.0	9.5	184.1	6.4	6.0	5.4	1.1	0.9	0.8	18.6	16.5	15.7
FIB	Sprzedaj	1.8	2.0	-11.4	113.9	16.1	8.9	5.3	0.5	0.5	0.5	3.4	5.8	9.0
Średnia dla Rosji						12.9	7.2	6.2	1.5	1.2	1.0			
Średnia dla Polski						15.1	11.9	10.3	1.9	1.8	1.6			
Średnia dla Austrii						12.9	7.6	6.1	0.9	0.8	0.7			
Średnia dla Rumunii						7.4	6.6	5.9	1.3	1.1	1.0			
Średnia dla Bułgarii						9.7	6.5	4.9	0.8	0.7	0.6			
Średnia dla Serbii						11.7	9.4	6.8	0.8	0.7	0.6			
Kraje "wschodzące"						13.1	8.6	7.3	1.5	1.3	1.1			
Średnia dla Europy Środkowo-Wschodniej						13.1	9.8	8.4	1.5	1.4	1.3			

Źródło: KBC Securities

*kurs zamknięcia z 25/05/2010

Objaśnienie stosowanej terminologii fachowej

EBITDA = EBIT + amortyzacja
EPS = zysk netto/ liczba akcji
DPS = dywidenda na akcję
BVPS = wartość księgowa/ liczba akcji
Marża EBITDA = EBITDA/ przychody netto ze sprzedaży
Marża zysku operacyjnego = EBIT/ przychody netto ze sprzedaży
CFPS = Cash flow/ liczba akcji
Dług netto = zadłużenie odsetkowe – gotówka
ROE = zysk netto/ średni kapitał własny
EV = kapitalizacja rynkowa + Dług netto
C/Z = kurs rynkowy/ EPS
P/CF = kapitalizacja rynkowa/ (amortyzacja + zysk netto)
C/WK = kapitalizacja rynkowa/ wartość księgowa
P/S = kapitalizacja rynkowa/ przychody netto ze sprzedaży
Stopa dywidendy = DPS/ kurs rynkowy *100%

Stosowane metody wyceny

Sporządzając opracowanie i wydając rekomendację KBC Securities NV (Spółka Akcyjna) Oddział w Polsce (KBC Securities) posługiwał się następującymi metodami wyceny: wyceną zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wyceną porównawczą. Zaletą metody wyceny DCF jest to, że uwzględnia ona przyszłe wyniki finansowe, natomiast wadą jest to, że prognozy są oparte na subiektywnej ocenie analityka. Zaletą metod wyceny porównawczej jest większa obiektywność oceny, natomiast jej wadą jest to, że zazwyczaj jest oparta na bieżących wynikach finansowych, które mogą odbiegać od tych, które spółka będzie notować w przyszłości.

System rekomendacji

Kupuj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot większy lub równy 10%,
Trzymaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot w przedziale 10% - (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy,
Sprzedaj - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot równy lub niższy niż (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy

Pozostałe ważne oświadczenia i powiązania

Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla Klientów KBC Securities, przy czym może być ono dystrybuowane do innych osób oraz do środków masowego przekazu. Niniejsze opracowanie ani żadna jego część nie może być publikowana bądź powielana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities.

Nadzór nad KBC Securities sprawuje Belgijska Komisja Bankowości i Finansów oraz Polska Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia niniejszego opracowania jest datą jego udostępnienia do wiadomości publicznej.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, w tym informacji pochodzących od emitenta, ze szczególnym uwzględnieniem informacji z okresu ostatnich 6 miesięcy, które KBC Securities uważa za wiarygodne. Jednakże KBC Securities nie gwarantuje 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 wyraża stan wiedzy oraz poglądy jego autorów na dzień sporządzenia opracowania.

Na dzień wydania niniejszego dokumentu KBC Securities nie są znane powiązania z emitentem ani inne okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji (np. umowy z emitentem, powiązania kapitałowe, osobowe). Na dzień sporządzenia rekomendacji KBC Securities nie ma zamiaru w najbliższych trzech miesiącach składać oferty świadczenia usług na rzecz emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy KBC Securities nie świadczył usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz emitentów, dla których wydał rekomendację w ostatnim kwartale.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy dokument otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych KBC Securities, które zależą, między innymi, od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie tych osób nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez KBC Securities. KBC Securities nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych.

Rekomendacje wydane dla PKO BP

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
PKO BP	24.8	19.4	Kupuj	25.02.2009
PKO BP	26.8	26.0	Trzymaj	09.04.2009
PKO BP	26.7	25.4	Trzymaj	28.04.2009
PKO BP	27.7	25.8	Trzymaj	29.06.2009
PKO BP	33.7	36.0	Trzymaj	29.10.2009
PKO BP	39.6	39.3	Trzymaj	17.11.2009
PKO BP	38.1	35.1	Trzymaj	08.02.2010
PKO BP	43.2	37.5	Kupuj	26.05.2010

Rekomendacje wydane dla Pekao SA

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Pekao	82.5	76.0	Trzymaj	25.02.2009
Pekao	95.2	113.5	Sprzedaj	16.04.2009
Pekao	89.7	110.0	Sprzedaj	28.04.2009
Pekao	90.8	116.8	Sprzedaj	29.06.2009
Pekao	138.8	172.0	Sprzedaj	29.10.2009
Pekao	144.3	178.0	Sprzedaj	10.11.2009
Pekao	135.5	155.1	Sprzedaj	08.02.2010
Pekao	139.0	154.8	Sprzedaj	26.05.2010

Rekomendacje wydane dla BZ WBK

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
BZ WBK	100.4	67.6	Kupuj	25.02.2009
BZ WBK	87.5	81.5	Trzymaj	28.04.2009
BZ WBK	109.0	86.3	Kupuj	29.06.2009
BZ WBK	175.7	171.8	Trzymaj	29.10.2009
BZ WBK	203.7	178.1	Kupuj	13.11.2009
BZ WBK	196.2	168.1	Kupuj	08.02.2010
BZ WBK	200.8	184.0	Trzymaj	26.05.2010

Rekomendacje wydane dla BRE Banku

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
BRE Bank	145.9	163.2	Sprzedaj	21.01.2009
BRE Bank	96.0	100.7	Trzymaj	25.02.2009
BRE Bank	96.0	128.0	Sprzedaj	25.03.2009
BRE Bank	95.2	132.8	Sprzedaj	28.04.2009
BRE Bank	147.4	164.2	Sprzedaj	29.06.2009
BRE Bank	239.8	291.0	Sprzedaj	29.10.2009
BRE Bank	216.4	250.0	Sprzedaj	06.11.2009
BRE Bank	226.1	276.1	Sprzedaj	13.01.2010
BRE Bank	250.1	231.1	Trzymaj	08.02.2010
BRE Bank	253.4	222.5	Kupuj	26.05.2010

Rekomendacje wydane dla ING BSK

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
ING BSK	421.1	365.0	Kupuj	16.01.2009
ING BSK	364.9	202.1	Kupuj	25.02.2009
ING BSK	342.5	261.0	Kupuj	28.04.2009
ING BSK	449.5	329.7	Kupuj	29.06.2009
ING BSK	764.6	665.0	Kupuj	29.10.2009
ING BSK	850.3	730.0	Kupuj	17.11.2009
ING BSK	744.9	670.0	Kupuj	08.02.2010
ING BSK	773.9	710.5	Trzymaj	26.05.2010

Rekomendacje wydane dla Banku Millennium

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Millennium	2.9	1.5	Kupuj	25.02.2009
Millennium	3.3	2.2	Kupuj	28.04.2009
Millennium	2.6	2.5	Trzymaj	13.05.2009
Millennium	3.33	2.77	Kupuj	29.06.2009
Millennium	3.48	3.25	Trzymaj	29.07.2009
Millennium	4.90	5.20	Trzymaj	29.10.2009
Millennium	4.11	4.19	Trzymaj	10.11.2009
Millennium	3.93	4.00	Trzymaj	08.02.2010
Millennium	4.8	4.5	Trzymaj	26.05.2010

Rekomendacje wydane dla Getin Holding

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Getin Holding	4.7	2.7	Kupuj	25.02.2009
Getin Holding	4.9	5.1	Trzymaj	28.04.2009
Getin Holding	5.8	5.8	Trzymaj	19.05.2009
Getin Holding	7.5	6.2	Kupuj	29.06.2009
Getin Holding	9.9	8.9	Kupuj	29.10.2009
Getin Holding	8.9	8.3	Trzymaj	19.11.2009
Getin Holding	9.9	8.9	Kupuj	08.02.2010
Getin Holding	11.8	9.8	Kupuj	26.05.2010

Rekomendacja wydawana przez KBC Securities obowiązuje przez 12 miesięcy chyba, że nastąpi jej zmiana przed upływem 12 miesięcy od jej wydania. Zastrzegamy sobie możliwość kwartalnej rewizji rekomendacji.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających niniejszą publikację KBC Securities wydał 44 rekomendacje inwestycyjne:

22 KUPUJ	50%
15 TRZYMAJ	34%
7 SPRZEDAJ	16%

Lista kontaktów

Analitycy

Dyrektor, Banki	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	<i>mark.macrae@kbcsecurities.pl</i>
Banki	Marta Czajkowska-Baldyga	+48 22 581 08 09	<i>marta.czajkowska@kbcsecurities.pl</i>
	Michał Konarski	+48 22 581 08 22	<i>micHAL.konarski@kbcsecurities.pl</i>
Paliwa, Farmaceutyki	Peter Tordai	+36 1 483 40 46	<i>peter.tordai@kbcsecurities.hu</i>
	Barbara Jánosi	+36 1 483 40 56	<i>barbara.janosi@kbcsecurities.hu</i>
	Olena Kyrylenko	+36 1 483 40 66	<i>olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu</i>
	Lajos Meszaros	+36 1 483 40 66	<i>lajos.meszaros@kbcsecurities.hu</i>
	Peter Csaszar	+36 1 483 40 36	<i>peter.csaszar@kbcsecurities.hu</i>
Telekomunikacja, Media,	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	<i>leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</i>
IT	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	<i>piotr.janik@kbcsecurities.pl</i>
Handel Detaliczny	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	<i>kamil.szlaga@kbcsecurities.pl</i>
Przemysł, Metale	Robert Maj	+48 22 581 08 24	<i>robert.maj@kbcsecurities.pl</i>
Nieruchomości	Lucian Albulescu	+40 21 40 84 219	<i>lucian.albulescu@kbcsecurities.ro</i>
	Cezary Bernatek	+48 22 581 08 20	<i>cezary.bernattek@kbcsecurities.pl</i>
Koordynator	Piotr Owdziej	+48 22 581 09 18	<i>piotr.owdziej@kbcsecurities.pl</i>

Tłumacz	Renata Kania	+48 22 581 08 23	<i>renata.kania@kbcsecurities.pl</i>
----------------	--------------	------------------	--------------------------------------

Departament Sprzedaży Detalicznej

	Urszula Kowalska	+48 22 581 07 99	<i>urszula.kowalska@kbcsecurities.pl</i>
--	------------------	------------------	--

Niniejsza publikacja została stworzona wyłącznie w celach informacyjnych, w szczególności nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert, kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, o których w niej mowa. Niniejsza publikacja ani żadna z jej części nie może być w jakikolwiek sposób reprodukowana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities. Informacje zawarte w niniejszej publikacji pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, a opinie w niej wyrażone podobnie jak ww. informacje oraz informacje, na których te opinie zostały oparte w żadnym wypadku nie pochodzą z KBC Securities ani KBC Securities N.V. KBC Securities, KBC Securities N.V. ani jego podmioty zależne nie zapewniają, że informacje te są rzetelne i kompletne i nie powinny być traktowane jako takie. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz naszych ocen wyrażonych na dzień wydania niniejszej publikacji i mogą być w każdej chwili, bez uprzedzenia w jakiegokolwiek formie, zmienione. KBC Securities N.V., KBC Securities, ich pracownicy lub pełnomocnicy mogą posiadać instrumenty finansowe, o których mowa w niniejszej publikacji lub opcje, warranty lub inne prawa z nimi związane lub na nich oparte lub inne instrumenty tego emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła nabyć przedmiotowe instrumenty finansowe przed wydaniem niniejszej publikacji. Niniejsza publikacja jest dostarczona wyłącznie w celach informacyjnych i jest przeznaczona dla inwestorów, którzy nie podejmują swoich decyzji inwestycyjnych w oparciu o niniejszą publikację. Inwestorzy powinni mieć swoją własną ocenę co do właściwości i celowości inwestowania w którykolwiek z wymienionych w niniejszej publikacji instrument finansowy, opartą na analizie danego instrumentu, ryzyka związanego z tym instrumentem, ich własnej strategii inwestycyjnej oraz przy uwzględnieniu ich prawnej, podatkowej i finansowej sytuacji. Dotychczasowe efekty inwestycji w dany instrument finansowy nie są gwarancją przyszłych wyników. KBC Securities N.V. czy KBC Securities, jak również żaden z ich pracowników w związku z niniejszą publikacją nie będzie odpowiedzialny za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne. Dystrybucja niniejszej publikacji poza granicami Polski może podlegać prawnym ograniczeniom, dlatego osoby, które wejdą w posiadanie niniejszej publikacji poza granicami Polski powinny poinformować się wzajemnie o ograniczeniach związanych z niniejszą publikacją.

Copyright © 2010 KBC Securities

www.kbcsecurities.com

Brussels
+32 2 417 44 04

London
+44 20 7283 9666

New York
+1 212 845 22 89

Paris
+33 1 53 05 35 55