

KOMENTARZ PORANNY

sWIG80 przełamuje trend

Początek 2Q'16 na GPW jest mieszany. Po słabym piątku, początek nowego tygodnia był lepszy. WIG20, mimo minusowego otwarcia, zyskał ostatecznie 0,7%, zamykając się na poziomie 1986,1 pkt. Generalnie obecnie nasz rynek ma za sobą okres dawno niewidzianej siły. WIG20 od styczniowego dołka porusza się pod kątem 45 stopni w górę. Bardzo ciekawie wygląda obecnie długoterminowy wykres sWIG80, gdzie naruszyliśmy spadkową linię trendu, którą można poprowadzić od absolutnego maksimum z 2007 roku, przez lokalny szczyt z 2013 roku. Do złamania trendu na mWIG40 jeszcze trochę brakuje (nie wspominając o blue-chipach). Widać pewne symptomy ożywienia na rynku IPO. Do wykorzystujących dobrą koniunkturę deweloperów, dołączają także inne podmioty (PBKM czy X-Trade). Na Wall Street mieliśmy wczoraj lekkie spadki. S&P500 stracił 0,3%. Nieco słabsze nastroje dziś panują na rynkach azjatyckich. Nikkei225 zniżył o 2,4%. Słabsze od oczekiwań okazały się poranne dane z niemieckiego przemysłu (zamówienia w lutym spadły o -1,2% m/m). Kontrakty na DAX tracą o poranku ok. 1%. W przypadku rozwinięcia się korekty technicznej na WIG20 ważnym wsparciem jest rosnąca, krótkoterminowa linia trendu (obecnie okolice 1930 pkt) a niżej dla byków najważniejsze byłoby nie dopuścić do zejścia poniżej lokalnego szczytu z końcówki 2015 roku (1908 pkt). Przed wzrostami hamuje nas obecnie psychologiczny poziom 2000 pkt (byki zaliczyły jak na razie dwa podejścia).

Krzysztof Pado

SKRÓT INFORMACJI ZE SPÓŁEK

- **Forte:** wywiad z prezesem: dwucyfrowy wzrost sprzedaży, CAPEX >100 mln PLN, dywidenda [komentarz BDM];
- **PKN/Lotos:** marże rafineryjne [komentarz BDM];
- **PGNiG:** aktualizacja strategii [komentarz BDM];
- **Polnord:** TFI PZU ma ponad 5% kapitału;
- **Banki:** zysk netto sektora za styczeń-luty'16 spadł o 23%;
- **Izo-blok:** NWZA za emisją 300 tys. warrantów na przejęcie SSW Pearl;
- **Duon:** przymusowy wykup akcji przez Fortum;
- **Vantage Development:** spółka zakłada, że w tym roku sprzeda ponad 700 mieszkań i przekaże klientom ok. 500 lokali;
- **Dom Development:** wzrost sprzedaży mieszkań w 1Q'16 o 32% a przekazania o 35% r/r;
- **Archicom:** wzrost sprzedaży mieszkań w 1Q'16 o 44% r/r
- **Briju:** spółka chce otworzyć w tym roku 12-16 nowych sklepów. Rynek jubilerski ma wzrosnąć o ok. 8%.
- **Lentex:** dywidenda 0,45 PLN;
- **CDRL:** przychody w marcu wzrosły o 4% r/r
- **Redan:** przychody w marcu wzrosły o 7% (+16% w dyskoncie);

WYKRES DNIA

Kurs spółki Solar naruszył linię długoterminowego trendu spadkowego, który trwa już od 2012 roku.

Solar daily



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Notowania: poniedziałek, 4 kwietnia 2016

	Wartość	Zmiana	
		1D	YTD
WIG20	1 986,1	0,7%	6,8%
WIG30	2 208,3	0,8%	6,4%
mWIG40	3 604,0	0,7%	1,0%
sWIG80	13 612,5	0,6%	3,0%
WIG	48 815,8	0,6%	5,1%
WIG Banki	6 491,0	1,0%	6,6%
WIG Bud	2 880,1	-0,1%	-1,6%
WIG Chemia	15 319,8	0,1%	-6,9%
WIG Dew	1 589,0	0,6%	5,0%
WIG Energia	3 097,8	-0,1%	5,8%
WIG IT	1 765,2	0,2%	9,5%
WIG Media	4 353,0	-1,8%	10,4%
WIG Paliwa	4 758,0	1,3%	6,5%
WIG Spoż	3 611,9	2,7%	5,6%
WIG Surowce	2 263,7	-2,1%	15,7%
WIG Telco	811,1	-0,8%	0,4%
DAX	9 822,1	0,3%	-8,6%
CAC40	4 345,2	0,5%	-6,3%
BUX	26 412,1	0,4%	10,4%
S&P500	2 066,1	-0,3%	1,1%
DJIA	17 737,0	-0,3%	1,8%
Nasdaq Comp	4 891,8	-0,4%	-2,3%
Bovespa	48 780,0	-3,5%	12,5%
Nikkei225*	15 713,3	-2,5%	-17,4%
S&P/ASX 200*	4 912,9	-1,6%	-7,2%
Złoto	1 217,0	0,0%	14,6%
Miedź	4 835,0	-0,2%	2,8%
Ropa	35,7	-3,0%	-10,7%
EUR/PLN	4,24	-0,1%	-0,6%
USD/PLN	3,72	-0,3%	-5,2%
CHF/PLN	3,88	-0,3%	-1,0%
EUR/USD	1,14	0,0%	4,9%
USD/JPY	111,2	-0,5%	-7,5%

*zamknięcie z dziś

FW20: poniedziałek, 4 kwietnia 2016

	Wartość	Zmiana 1D	
Kurs otwarcia	1 972	-4	-0,20%
Kurs zamknięcia	1 981	12	0,61%
Kurs min.	1 962	2	0,10%
Kurs max.	1 988	6	0,30%
Wolumen obrotu	10 660	-2 660	-19,97%
Otwarte pozycje	53 325	-16	-0,03%

System:

Aktualna pozycja – długa			
Sygnal otwarcia krótkiej – 1940			
Ostatnia zmiana sygnału z krótkiej na długą - 1826			
Opory	2000	2038	2050
Wsparcia	1908	1859	1795

GPW PODSUMOWANIE



Indeksy GPW						
Indeks	Open	Low	High	Close	Zmiana	Obrót
WIG20	1 970,4	1 962,5	1 988,8	1 986,1	0,7%	359
WIG30	2 192,0	2 181,2	2 210,0	2 208,3	0,8%	389
mWIG40	3 585,5	3 542,1	3 612,5	3 604,0	0,7%	102
sWIG80	13 575,3	13 571,6	13 604,0	13 612,5	0,6%	26
WIG-PL	49 479,7	49 479,7	49 816,4	49 816,4	0,6%	474
WIG	48 535,7	48 348,0	48 815,8	48 815,8	0,6%	484

WIG20	Cena	Mkt Cap	zmiana	
			1D	YTD
Alior	73,15	5 319	6,7%	10,0%
Asseco PL	59,84	4 967	-0,7%	5,4%
BZ WBK	305,80	30 346	1,9%	7,7%
CCC	152,80	5 868	1,2%	10,3%
Cyfrowy P.	23,66	15 132	-2,3%	13,3%
Enea	11,87	5 240	0,3%	5,0%
Energa	13,20	5 466	-0,2%	4,4%
Eurocash	54,00	7 502	1,1%	11,3%
KGHM	73,24	14 648	-2,3%	15,4%
Lotos	27,83	5 145	0,6%	3,1%
LPP	5 507,30	10 107	1,6%	-0,9%
mBANK	350,00	14 784	2,9%	11,5%
Orange	6,60	8 662	-1,3%	0,6%
Pekao	162,60	42 678	0,4%	13,3%
PGE	13,84	25 877	-0,1%	8,2%
PGNIG	5,20	30 680	1,0%	1,2%
PKN Orlen	73,65	31 501	1,6%	8,5%
PKOBP	27,45	34 313	0,1%	0,4%
PZU	35,90	31 000	1,5%	5,5%
Tauron	3,02	5 293	-0,7%	4,9%

mWIG40	Cena	Mkt Cap	zmiana	
			1D	YTD
Amica	174,50	1 357	0,9%	0,3%
Amrest	209,00	4 434	0,0%	11,9%
Aparator	28,00	927	1,6%	2,2%
Azoty	93,99	9 323	0,8%	0,5%
Bioton	11,79	1 012	-0,4%	-2,3%
Bogdanka	37,25	1 267	-0,5%	-5,0%
Boryszew	4,95	1 188	-0,8%	7,4%
Budimex	190,10	4 853	-0,5%	-3,4%
CD Projekt	26,19	2 487	3,3%	5,8%
Ciech	68,00	3 584	-2,6%	-6,8%
Comarch	132,30	1 076	1,0%	4,4%
Echo	6,21	2 563	-0,5%	-2,4%
Emperia	59,00	728	0,0%	5,3%
Forte	58,00	1 386	1,8%	6,4%
GetinNoble	0,58	1 537	1,8%	1,8%
GPW	38,25	1 605	-1,3%	2,0%
GTC	7,05	3 245	-0,4%	2,2%
Grajewo	27,69	1 792	0,7%	4,1%
Handlowy	89,15	11 648	-0,7%	5,8%
Hawe	0,67	180	0,0%	-21,2%
ING BSK	121,10	15 755	1,9%	-0,7%
Integer	83,30	647	1,0%	-5,2%
Intercars	217,95	3 088	-0,5%	-0,5%
JSW	13,47	1 582	0,7%	15,6%
Kernel	55,14	4 394	4,5%	4,6%
Kęty	319,55	3 075	0,2%	11,7%
Kruk	181,00	3 170	1,7%	-4,1%
Medicalg	268,80	929	-4,0%	34,4%
Millennium	5,90	7 157	1,2%	0,9%
Netia	4,95	1 724	1,0%	8,1%
Neuca	313,40	1 415	0,0%	-8,3%
Orbis	65,65	3 025	4,2%	7,3%
PCM	37,30	444	0,9%	5,1%
PKP Cargo	43,00	1 926	0,0%	-7,1%
Robyg	2,95	776	0,0%	1,7%
Sanok	57,95	1 558	0,3%	7,3%
Synthos	3,90	5 161	1,0%	-2,5%
Trakcja	13,50	694	0,7%	12,3%
Uniwheels	144,80	1 796	-0,1%	8,9%
Wawel	999,95	1 500	0,1%	-5,5%

KOMENTARZ POPOŁUdniOWY

Najniższe obroty od dołka

Dzisiejsza sesja na GPW upłynęła w zaskakująco spokojnej atmosferze. Obroty na akcjach największych spółek od rana były bardzo niskie i do końca dnia łączna wartość handlu wyniosła zaledwie 359 mln zł dla WIG20. To najniższa wartość od czasu zainicjowania fali wzrostowej w połowie stycznia. Na szczęście zmienność była nieco lepsza niż wartość transakcji – mieliśmy zarówno małe spadki WIG20 na początku sesji, jak i wyjście na wyraźny plus w kolejnych godzinach handlu. Ostatecznie indeks zakończył sesję na poziomie 1986 punktów, co oznacza 0,6% wzrost. Po zielonej stronie drugi dzień z rzędu wyróżniły się akcje Alior Banku zyskujące na wartości 6,7%. Inwestorzy przeważają bank w portfelach od czasu publikacji planu przejęcia BPH. Po czerwonej stronie rynku zdecydowanie przewodził KGHM, którego akcje spadły o 2,3% przy najwyższym na parkiecie obrocie 82 mln złotych. Na szerokim rynku inwestorzy kolejny dzień nie próżnują i tak jak w ostatnich dniach spokojnym zmianom w indeksach mWIG40 i sWIG80 akompaniują bardzo duże wahania wielu spółek. Obraz rynku zatem się nie zmienia, WIG20 nadal zdaje się być na krawędzi większej korekty, co przesuwają krajowy kapitał do segmentu mniejszych i średnich spółek, któremu nawet stabilizacja dużych spółek wystarcza do walki o wzrosty.

Piotr Kaczmarek, CFA

INFORMACJE ZE SPÓŁEK

Forte

Forte liczy na dwucyfrowy wzrost sprzedaży w 2016 roku. W 1Q'16 widoczne są pozytywne trendy - prezes spółki Maciej Formanowicz. "(...) Na razie jesteśmy zadowoleni, wszystko przebiega zgodnie z naszymi planami, pozytywne trendy widoczne są już w pierwszym kwartale"- poinformował. Prezes liczy, że w kolejnych okresach wzroste popytu na meble w Polsce może sprzyjać uruchomienie programu 500+.

Forte chce zwiększać swoją obecność w północnej Afryce, w Europie Centralnej i – cały czas – intensywnie rozwijać się w Europie Zachodniej, głównie na rynkach "poza niemieckich". W przyszłości spółka nie wyklucza wyjścia z produkcją poza Polskę

Sytuacja surowcowa sprzyja spółkom z branży. "Jest duża podaż materiałów drewnopochodnych z rynków wschodnich, które doświadczają kryzysu. Nie ma problemów z zakupami materiałowymi, mimo wzrostu produkcji mebli. Ceny też są atrakcyjne, nie rosną. Podstawowy surowiec trafia do nas, poza oczywiście Polską, z Białorusi, Ukrainy, Rosji, Litwy" – mówi prezes.

Spółka uzgodniła wstępnie kwestie finansowania programu inwestycyjnego o wartości ok. 600 mln PLN, który będzie realizowany do 2021 r. Pieniądze pochodzą będą z kredytów i środków własnych. Nie ma w planach emisji akcji. Forte pozostanie spółką dywidendową.

Jeszcze w tym roku Forte zwiększy o 30% moce produkcyjne zakładu produkującego meble w Ostrowi. "(...) W tym roku wydamy zapewne ponad 100 mln PLN. W ramach projektu będziemy prowadzić prace przygotowawcze do budowy fabryki płyt i mebli" – powiedział prezes.

Produkowana przez spółkę surowa płyta wiórowa ma trafiać wyłącznie do zakładów firmy. Forte stopniowo zastępuje płyty laminowane płytami oklejonymi folią. "Foliowanie daje nam dużo większą elastyczność, dlatego chcemy rozwijać produkcję w oparciu o tę technologię. Już teraz ok. 70% naszych mebli wytwarzanych jest z płyty foliowanej. Chcemy zwiększać ten udział" – powiedział prezes. Formanowicz ocenia, że integracja pionowa (produkcja płyt na własne potrzeby) pozytywnie wpłynie na marżowość spółki.

Firma zakończyła niedawno inwestycję w magazyn w Ostrowi Mazowieckiej. Prezes szacuje, że do czasu ukończenia budowy nowego zakładu produkcyjnego, powierzchnia magazynowa jest wystarczająca.

BDM: Informacje są zgodne z naszymi założeniami. Zakładamy ok. 15% wzrost sprzedaży w 2016 roku (+16% w 2015, +23% w 2014). W ostatnich miesiącach obserwujemy bardzo dobre otoczenie w branży meblarskiej związane m.in. z kryzysem migracyjnym w Europie. W okresie styczeń-luty'16 produkcja sprzedana mebli w rośnie o ok. 14% r/r, a sprzedaż Forte zazwyczaj pozycjonuje się kilka pkt. proc. powyżej tego poziomu, co wskazuje na mocny wynik 1Q'16. Zwracamy ponadto uwagę, że 1Q jest sezonowo najlepszy w roku, a w 4Q'15 oczyszczona EBITDA była rekordowa w historii (43 mln PLN EBITDA).

CAPEX na 2016 szacujemy w okolicach 80-100 mln PLN, w tym na fabrykę płyt ok. 50 mln PLN (prezes >100 mln PLN). Oczekujemy przy tym 1-1,1 PLN dywidendy na akcję czyli ok. 30% ubiegłorocznego zysku netto wobec ok. 2 PLN DPS w 2015 roku. Wg naszych założeń przy poprawiających się wynikach finansowych spółka sfinansuje duży program inwestycyjny z własnego cash flow i kredytów utrzymując politykę dywidendową w okolicach 2-3% DY.

Fabryka płyt wiórowych będzie mieć oczywiście pozytywne przełożenie na marżę, aczkolwiek dodatnie NPV (pozytywny wpływ na wycenę) projekt uzyskuje dopiero przy marży EBITDA ok. 18%. Producenci płyt jak Grajewo operują na marży 13-14% EBITDA. Na konferencji po 1Q'16 zarząd zapowiedział więcej szczegółów na temat projektu w czerwcu'16.

PKN

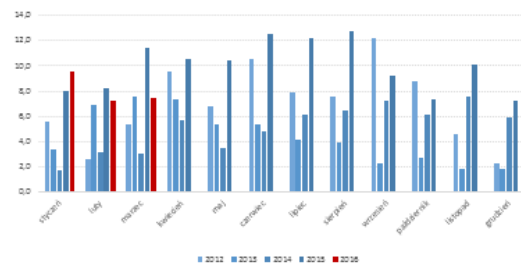
Spółka podała dane dotyczące marż modelowych za marzec'16 oraz 1Q'16.

Marże modelowe – PKN Orlen

	sty 15	lut 15	mar 15	...	sty 16	lut 16	mar 16	1Q'15	1Q'16
marża rafineryjna [USD/bbl]	6,2	6,9	9,4	...	6,6	4,5	4,9	7,5	5,3
dyferencjał [USD/bbl]	1,8	1,3	2,0	...	2,9	2,7	2,6	1,7	2,7
marża + dyferencjał [USD/bbl]	8,0	8,2	11,4	...	9,5	7,2	7,5	9,2	8,1
USD/PLN	3,7	3,7	3,7	...	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
marża + dyferencjał [PLN/bbl]	29,5	30,3	42,1	...	35,1	26,6	27,7	33,9	29,8
marża petrochemiczna [EUR/t]	821	654	764	...	1 050	991	939	746	993

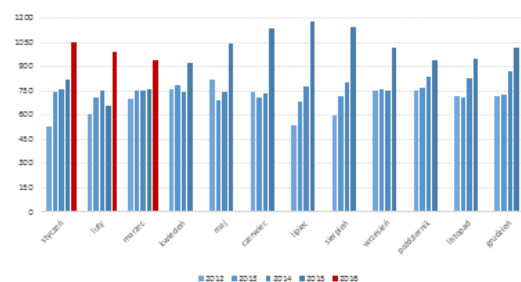
Źródło: spółka, BDM S.A.

Marża rafineryjna + dyferencjał [USD/bbl] – PKN Orlen



Źródło: spółka, BDM S.A.

Marża petrochemiczna [EUR/t] – PKN Orlen



Źródło: spółka, BDM S.A.

Lotos

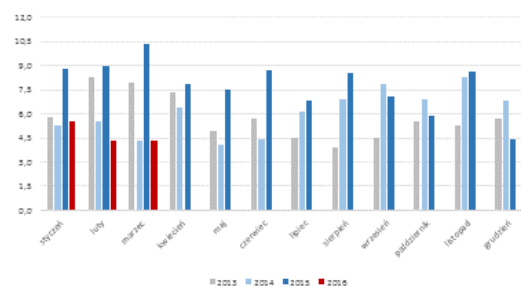
Spółka podała dane dotyczące marż modelowych za marzec'16 oraz 1Q'16

Marże modelowe – Lotos

	sty 15	lut 15	mar 15	...	sty 16	lut 16	mar 16	1Q'15	1Q'16
marża rafineryjna z dyferencjałem [USD/bbl]	8,8	9,0	10,3	...	5,6	4,3	4,3	9,4	4,7
USD/PLN	3,7	3,7	3,8	...	4,1	4,0	3,7	3,7	3,9
marża z dyferencjałem [PLN/bbl]	32,3	33,1	39,3	...	22,6	17,1	16,0	34,9	18,6
benzyna marża [USD/bbl]	11,5	11,6	19,1	...	19,2	12,9	14,6	14,0	15,6
diesel marża [USD/bbl]	21,2	21,8	20,8	...	11,5	15,6	12,3	21,3	13,1
COO (3,5%) marża [USD/bbl]	-8,4	-9,5	-8,0	...	-9,3	-8,3	-11,8	-8,7	-9,8

Źródło: spółka, BDM S.A.

Marża rafineryjna z dyferencjałem [USD/bbl] – Lotos



Źródło: spółka, BDM S.A.

PGNiG

PGNiG w aktualizacji strategii chce w perspektywie 2017 r. utrzymać EBITDA, a do 2022 roku planuje zwiększyć go do około 7,4 mld PLN. Spółka utrzymuje zakładany poziom nakładów inwestycyjnych na rozwój organiczny i przejęcia na poziomie 40-50 mld PLN i chce zwiększyć wolumen produkcji ropy i gazu do ok. 55-60 mln boe.

Cena rosyjskiego gazu dla Polski jest nawet o połowę wyższa niż na giełdach gazu w Europie Zachodniej, wynika z najnowszych rosyjskich danych- Gazeta Wyborcza.

Główny geolog: Nie odkryto w Polsce złóż gazu łupkowego na tyle dużych, aby mogły zrekomensować ryzyko inwestycyjne- DGP

Polnord

Fundusze zarządzane przez TFI PZU zwiększyły zaangażowanie w Polnordzie do 5,57% kapitału z 4,99% wcześniej.

Banki	Zysk netto sektora bankowego w okresie styczeń-luty 2016 roku wyniósł 1,99 mld PLN, czyli spadł o 22,9% r/r.
Izoblok	Nadzwyczajne walne Izo-Bloku przegłosowało emisję do 300 tys. akcji serii D, oferowanych w ramach subskrypcji otwartej. Wcześniej firma podała, że emisja ma związek z umową kupna niemieckiej spółki SSW PearlFoam. Akcje będą wyłączone z prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy spółki. Zarząd firmy tłumaczył wcześniej wyłączenie prawa poboru chęcią uzyskania jak najwyższej ceny emisyjnej. Kwota transakcji to 21,5 mln EUR. Zakup ma być finansowany oprócz emisji również kredytem bankowym.
Vantage Development	<p>Vantage Development zakłada, że w tym roku sprzeda ponad 700 mieszkań i przekaze klientom ok. 500 lokali. Oferta ma sięgnąć rekordowe 1100 lokali. W 1Q'16 ofertę dewelopera zasilili dwie wrocławskie inwestycje: Nowe Żerniki oraz Nowy Gaj, w ramach których powstaje łącznie ponad 190 lokali. Na koniec marca spółka posiadała w ofercie 455 lokali.</p> <p>W 1Q'16 Vantage Development znalazł nabywców na 250 lokali. Na sprzedaż duży wpływ miała jednorazowa transakcja z firmą FSMnW Wrocław, która kupiła 138 lokali. W tym czasie deweloper przekazał klientom 84 lokale.</p>
Dom Development	Dom Development sprzedał netto w I kwartale 2016 roku 615 lokali, a przekazał 256. Deweloper poinformował, że tym samym sprzedaż lokali wzrosła o 32% r/r a przekazania o 35%.
ZPUE	Zarząd ZPUE zarekomenduje wypłatę z zysku netto za 2015 r. 14,32 PLN dywidendy na akcję zwykłą oraz 14,98 PLN dywidendy na każdą akcję uprzywilejowaną. Łącznie na dywidendę miałyby trafić 20,1 mln PLN.
Archicom	Spółka deweloperska Archicom sprzedała w 1Q'16 215 mieszkań, czyli o 44% r/r więcej.
Briju	<p>Jubilerska Briju chce otworzyć w tym roku 12-16 nowych sklepów i powiększyć sieć do ok. 45 salonów. Szacuje, że docelowo mogłaby zmieścić na krajowym rynku 100-120 swoich salonów sprzedaży. W zeszłym roku sieć sprzedaży Briju powiększyła się o 18 sklepów i na koniec roku liczyła 30 punktów. Obecnie działają 33 sklepy.</p> <p>Spółka przewiduje dalszą konsolidację rynku jubilerskiego. "W tej chwili poza sieciami jest około 50 proc. rynku. Można szacować, że ten udział spadnie do ok. 30 proc. sprzedaży" - powiedział prezes Piotrowski. Jego zdaniem można oczekiwać dalszego wzrostu rynku w tym roku, o ok. 8% r/r.</p>
Lentex	Zarząd Lenteksu będzie rekomendował walnemu zgromadzeniu akcjonariuszy wypłatę dywidendy za rok 2015 w wysokości 0,45 PLN na akcję.
PBKM IPO	<p>Cena maksymalna w ofercie publicznej Polskiego Banku Komórek Macierzystych została ustalona na 66,5 PLN. Polityka dywidendowa spółki zakłada wypłacanie rocznie nie więcej niż 50% skonsolidowanego zysku grupy na dywidendę.</p> <p>Grupa planuje zwiększyć do 2019 r. liczbę przechowywanych próbek w obszarze B2C do 200 tys. i spodziewa się, że ceny oferowanych usług utrzymają trend wzrostowy.</p>
CDRL	Przychody CDRL - właściciela marki Cocodrillo - ze sprzedaży w polskich sklepach wzrosły w marcu o 4% r/r i wyniosły 10,198 mln PLN. Narastająco w 1Q'16 przychody wyniosły 27,8 mln PLN wobec 25,6 mln PLN rok wcześniej.
Redan	Szacunkowa wartość skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży w marcu 2016 r. wyniosła 47 mln PLN i była o 7% wyższa r/r (+16% dyskont). Powierzchnia handlowa wzrosła o 11% (+16% dyskont).
Duon	Fortum Holding ogłasza przymusowy wykup 7,966 mln akcji Duonu, uprawniających do 6,65% głosów na WZ tej spółki, po 3,85 PLN za papier

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki, PAP

RYNKI ZAGRANICZNE



Wydział Analiz i Informacji Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice, Tel.: 032 208 14 12, analizy@bdm.com.pl

Opracowanie ma charakter czysto informacyjny i zostało opracowane na podstawie informacji uznanych przez autorów za wiarygodne. Zawarte w nim komentarze są subiektywnymi poglądami autorów. Opracowanie i zawarte w nim komentarze nie są podstawą żadnej rekomendacji kupna bądź sprzedaży w rozumieniu obowiązującego prawa i nie powinny być tak interpretowane. Publikowanie w prasie lub w Internecie całości lub części opracowania wymaga zgody sporządzających raport.