





Szanowni Czytelnicy,


I znów przyszedł moment, kiedy dokonujemy podsumowań - jedni większych, drudzy mniejszych, ale koniec roku większość z nas nastraja, aby spojrzeć przynajmniej kilka miesięcy wstecz. Jest to moment, kiedy z perspektywy czasu na wydarzenia rynkowe spojrzeć mogą również eksperci, podsumowując kilkadziesiąt ostatnich tygodni inwestycyjnych. Ale w tym okresie ważne staje się nie tylko to, co było, ale także to, co będzie. Staramy się spojrzeć w przyszłość, robić postanowienia, planować... Nasi autorzy podobnie - próbują przewidzieć, jak w 2014 roku zachowywać będą się rynki, jakie czynniki wywrą wpływ na jego funkcjonowanie, gdzie poszukiwać okazji inwestycyjnych.

Rok 2013 r. w Biuletynie Inwestycyjnym Xelion zakończy rzutem swego oka i trafnymi komentarzami dotyczącymi ostatnich wydarzeń gospodarczych Piotr Kuczyński.

Zachęcamy do lektury!

W numerze:

-  o hossie mijającego roku opowiada Tomasz Hońdo z Quercus TFI S.A.,
-  w poszukiwaniu okazji inwestycyjnych 2014 roku wyrusza Piotr Zagała z TFI Allianz Polska S.A.,
-  wpływ OFE na GPW stara się przewidzieć Grzegorz Zatrzyb ze Skarbiec TFI S.A.,
-  z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Na GPW słaby początek grudnia.



*Niech radość i pokój Świąt Bożego Narodzenia
przepełnią cały nadchodzący Rok,
Niech nowe dni przyniosą nadzieję oraz spełnienie marzeń i ambicji,
a dokonywane wybory staną się przyczyną wielu sukcesów.
Wyłącznie wyjątkowych chwil i niekończącej się satysfakcji w Nowym Roku.*

Zespół Domu Inwestycyjnego Xelion

To był rok silnej, ale wybiórczej hossy

Zaskakująco mocna zwyżka notowań akcji na dojrzałych rynkach z USA na czele, a jednocześnie mizerne osiągnięcia rynków wschodzących i naszego rodzimego WIG20 – tak wyglądał rok 2013.

Rok 2013 dobiega końca. Czas zatem na podsumowania. Co najbardziej zaskoczyło inwestorów in plus, co było największym rozczarowaniem, a co przebiegło z grubsza zgodnie z oczekiwaniami?

Zacznijmy od tego, co nie było zaskoczeniem. Tu na pierwszy plan wysuwa się hossa na rodzimym rynku akcji małych i średnich spółek. Ich kursy urosły mocno, bo tak właśnie miało się stać dzięki rekordowo niskim stopom procentowym i wychodzeniu polskiej gospodarki z dołka cyklu koniunkturalnego.

Zaskakujące nie są również mizerne stopy zwrotu z funduszy obligacji skarbowych. Chyba większość analityków na początku roku ostrzegała, że koniec obniżek stóp procentowych może przypieczętować koniec obligacyjnej hossy i tak się faktycznie stało.

Oczywiście były też spore zaskoczenia w inwestycyjnym świecie. **Chyba mało kto spodziewał się tak silnej hossy na rynkach rozwiniętych, z USA na czele.** Tegoroczna stopa zwrotu z akcji amerykańskich korporacji zbliżyła się do 30%, co jest dość rzadko spotykanym zdarzeniem. To po części skutek innego pozytywnego zaskoczenia. Amerykański Fed długo zwlekał ze zmniejszeniem skupu aktywów w ramach luzowania ilościowego (QE).

Na pokaźny tegoroczny rajd S&P500 złożyły się dwa czynniki: z jednej strony wzrost zysków korporacji, z których część święci triumfy w skali całego świata. Nie zaszkodziła też z pewnością tzw. rewolucja łupkowa, poprawiająca bilans energetyczny USA. S&P500 urosł jednak nie tylko dzięki wzrostowi zysków, lecz także za sprawą coraz wyższych oczekiwań na przyszłe zyski. Wskaźnik cena do prognozowanego zysku dla S&P500 podniósł się z poziomu nieco ponad 12x do ok. 15x.

Amerykańskie akcje robią się zatem coraz droższe, a to w połączeniu z ewentualnym przykręcaniem kurka z pieniędzmi przez Fed może stać na przeszkodzie w osiągnięciu równie wysokich stóp zwrotu w 2014 roku.

A co najbardziej zaskoczyło in minus? W skali globalnej: kiepska koniunktura na rynkach wschodzących, a jeśli chodzi o nasz rynek: mizerne osiągnięcia WIG20. Te dwie kwestie są zresztą mocno ze sobą powiązane. W koszyku WIG20 nie brakuje surowcowych gigantów z KGHM na czele, a surowce nie były w modzie w 2013 roku (bessa mocno we znaki dała się choćby rynkowi złota). W modzie nie były tym samym nastawione na eksport surowców kraje rozwijające się, takie jak Rosja. Część czołowych emerging markets cierpi zresztą także z innych powodów: wysokiej inflacji, podwyżek stóp procentowych lub dużych deficytów w obrotach bieżących.

Kursom naszych rodzimych blue chips (i nie tylko) nie pomagali przy okazji politycy. Kwestia częściowego demontażu OFE, która rok temu była w sferze obaw, spekulacji i domysłów, niebawem stanie się faktem.

Czy rynki wschodzące i WIG20 powrócą do łask w 2014 roku? Demontaż OFE z jednej strony i groźba końca QE z drugiej będą stać na drodze do „odrodzenia” tych klas aktywów. Można też jednak wyobrazić sobie scenariusz, w którym ożywienie globalnej gospodarki mimo wszystko pomaga rynkom wschodzącym, a jednocześnie pojawia się surowcowa inflacja – tradycyjnie korzystna dla emerging markets. Tutaj jest sporo nieświadomych.

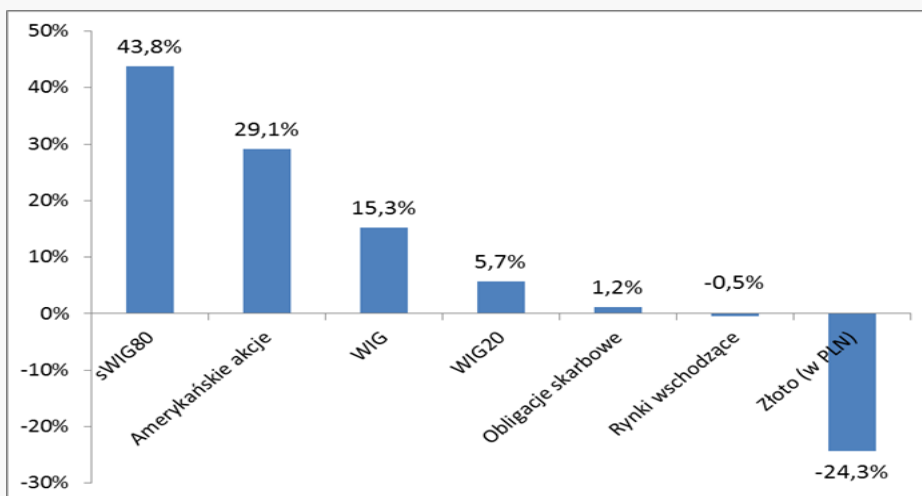
Reasumując, rok 2013 przejdzie do historii pod znakiem dość wybiórczej hossy, która mocno nagrodziła posiadaczy akcji rodzimych małych i średnich spółek oraz akcji z rynków rozwiniętych.

Tomasz Hońdo

Starszy Analityk

Quercus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Wykres nr 1: Stopy zwrotu w 2013 r. (I-XI).



Amerykańskie akcje reprezentowane przez indeks S&P500 w wersji Total Return (z uwzględnieniem dywidend) – podobnie WIG20. Obligacje skarbowe reprezentowane przez indeks TBSP, rynki wschodzące: indeks MSCI Emerging Markets.

Najbardziej niedoszacowane rynki i sektory, czyli gdzie i w co inwestować w 2014 roku

Choć od tamtych wydarzeń minęło już sześć lat, doskonale pamiętam euforię, jaką zapanowała w Polsce po ogłoszeniu gospodarza Euro 2012. Kursy spółek budowlanych, już i tak bardzo drogich (byliśmy już po czterech latach hossy), wyskoczyły w górę o 10%. Wskaźniki wyceny C/WK dla spółek PBG i Polimex wyniosły aż 8! Notabene, tyle dziś wynosi wskaźnik C/WK dla spółki Budimex.

Piłkarskie mistrzostwa Euro 2012 okazały się jednak dla rynku wielką klapą. Spółki budowlane przeinwestowały w rozwój mocy produkcyjnych. Ceny surowców, w wyniku nadmiernego popytu, wzrosły do poziomów, na których marże wykonawców budowlanych zeszły poniżej zera.

Superhossa zakończyła się ostatecznie superbessą, której nie przeżyły największe podmioty obecne na GPW.

Ale przecież koniec Euro 2012 nie oznaczał końca działalności budowlanej w Polsce. Ci, którzy przeżyli, zaczynają zarabiać coraz więcej. Część konkurencji zniknęła z rynku, a więc zmniejszyła się presja na marże. Najpierw wzrósł kurs lidera, czyli wspomnianego Budimexu. Kurs akcji tej spółki jest prawie czterokrotnie wyższy niż w lutym 2009 i prawie dwukrotnie wyższy niż na szczycie Euroforii w 2007 r. Później podążyły spółki typu Mirbud czy Herkules które, choć zadłużone, ostatecznie przetrwały!



Trudno teraz o takie okazje na rynku. Amerykański rynek pnie się w górę, optymistycznie reagując zarówno na złe (dalszy druk pieniądza), jak i dobre informacje (co wydaje się naturalne).

Nawet polski rynek dzielnie przeżył informację, iż rodzime OFE od przyszłego roku miast stabilizować, zaczną przyczyniać się do zwiększonej wolatylności rynku (znika poduszka o nazwie obligacja, którą wyciągali zarządzający w okresie bessy).

Co należy zrobić, by teraz znaleźć okazje? Poszukać podobnych Euroforii w przeszłości i odkryć obecnie dogorywające ofiary. Zauważyłem, iż zazwyczaj okres między przekłuciem balonika, a wypuszczeniem przez niego napompowanego powietrza, wynosi w przybliżeniu 2 lata. Z czego wynikać może taki okres? Jednym z powodów może być fakt, iż produkty strukturyzowane oferowane zazwyczaj w punktach kulminacyjnych trendu (sprzedaje się to, co jest drogie i modne), mają przeważnie okres trwania od roku do dwóch lat. Kończące się struktury ostatecznie „dobijają” trend spadkowy.

A co było hipermodne dwa lata temu? Pamiętam, jak wówczas zastanawialiśmy się, jak mocno wystrzeli inflacja i gdzie jest szczyt złota. Największym hitem było tzw. złoto dla ubogich czyli srebro.

Dziś cena srebra jest 60% niżej aniżeli 2 lata temu, kurs złota spadł „zaledwie” o jedną trzecią. Wszyscy już wiedzą, że inflacji nie ma i nie będzie, a tapering w wykonaniu FED-u będzie działał negatywnie na procesy inflacyjne. W tym twierdzeniu utrzymują nas jak zwykle dziennikarze. Zaledwie kilka dni temu przeczytałem artykuł, w którym stwierdzono, iż George Soros, John Paulson oraz Warren Buffett też tracą wiarę w ceny tych surowców.

A jak wygląda to naprawdę? John Paulson, którego firma zarządza wieloma funduszami, chce się jak najbardziej odciąć od tematu złota. Rekomendował

je na szczycie i teraz chce się pozbyć negatywnej reklamy. Nie dziwię się. George Soros? Pamiętam jak w punkcie kulminacyjnym pisano, iż powiększył stan posiadania złota. Tymczasem, jako wytrawny gracz wprowadził inwestorów w błąd i w rzeczywistości na samym szczycie sprzedawał złoto. Czy teraz powie nam, by kupować je na dnie? Zapewne, jeśli sam uprzednio złoto dokupi. A Warren Buffet? Warren Buffet ma i miał rację. Ale nieskromnie przyznam, że sam twierdziłem to samo, co ten wybitny inwestor.

Warren Buffett nie kupuje złota, gdyż to samo w sobie nie tworzy wartości. Złoto nie przynosi dywidend, sztabka się nie rozmnoży nawet w Kanie Galijskiej. Warren Buffett zawsze i wszędzie zachęcać będzie do kupna akcji spółek.

A kto najwięcej stracił na spadku cen tego surowca? Oczywiście posiadacze akcji kopalń. Dwa lata temu, gdy ceny szybowały w górę, każdy zabierał się za wydobywanie złota. Marże producentów były ultra wysokie. Podobnie wyglądało inwestowanie w maszyny budowlane w Polsce w 2007 r. oraz w sprzęt telekomunikacyjny w 2000 r. Teraz, gdy ceny złota spadły - spadły również marże producentów. Kopalnie porzucają projekty inwestycyjne, projekty kosztowne są zamykane. Najbardziej dotknięte są oczywiście te przedsięwzięcia, które powstały na samym szczycie euforii, których business plany wyglądały dobrze jedynie przy cenie 1800 USD za uncję. Indeks takich kopalń - „junior miners” spadł już o ponad 80%. Ale oczywiście bessą dotknięte zostały także akcje dojrzałych kopalń. Ich kursy znajdują się często poniżej poziomu z 2009 r., a więc o 2/3 niżej niż na szczycie 2 lata temu.

Nie zachęcam do kupna akcji „junior miners”. To spółki typu PBG czyli Polimex. One skazane są na klęskę. Ich upadek zmniejszy podaż złota na rynkach światowych i stanie się przy-

czynkiem do wzrostu kursów spółek, które przetrwają, podobnie jak przetrwał Budimex.

Nie chcę tu wymieniać nazw takich spółek. Zbyt słabo znam ten rynek. PBG 2 lata temu też wyglądał świetnie na papierze i tylko część rynku mówiła o tym, iż wynik netto ma się nijak do przepływów gotówki. **Dlatego proponowałbym raczej kupować szeroki indeks rynku, ewentualnie spółki z niskim zadłużeniem.** Przeciętny wskaźnik C/WK dla tego sektora na poziomie 1 może nie powala, ale dla indeksu S&P wskaźnik ten wynosi ok. 2,5!

Surowce to nie tylko złoto, to także ruda żelaza i surowce rolne, jak też moda na rynki, które kojarzą nam się z tymi aktywami. Dwa lata temu, gdy inwestorzy szukali alternatywy dla obligacji strefy euro, modne stały się obligacje krajów emerging markets. Brazylia miała to wszystko. Emitowała obligacje jako kraj z grupy emerging, a największe hol-

dingi notowane na giełdzie w Brazylii skupiały swą działalność właśnie na segmencie surowcowym. Rząd Brazylii do tego stopnia nie był zadowolony z tej mody na inwestowanie w jego kraj, iż wprowadził specjalny podatek dla zagranicznych podmiotów nabywających lokalne obligacje. Dziś, gdy moda minęła, rynek akcji jest o jedną trzecią niżej, waluta reaguje panicznie na słowo tapering, a obligacji już nikt nie chce kupować, choć podatek został zniesiony.

Czy nie warto przeczucić tu części środków? Brazylii nie grozi kryzys finansowy. Gdy w Turcji deficyt na rachunku bieżącym zbliża się do poziomu 10%, w Brazylii, podobnie jak w Polsce, ten poziom wynosi trochę ponad 2%. Wzrost PKB przekracza 2%, a bezrobocie jest dwukrotnie niższe niż u nas.

I oczywiście, ktoś może powiedzieć, że absolutnie nie mam racji, bo przecież tapering zabija ceny surowców. Ale pamiętajmy, że banki centralne na całym

świecie dążyły i będą dążyć do pobudzenia inflacji. Ich podstawowym celem jest bowiem zmniejszenie wskaźnika zadłużenia państw względem PKB (na czym oczywiście muszą stracić posiadacze obligacji). Pamiętajmy też, że tapering to nie drenowanie pieniędzy, ale zmniejszenie tempa druku. Po taperingu o 10 mld USD, FED oraz BOJ będą miesięcznie drukowały 150 mld USD czyli... równowartość wydobycia złota na świecie w okresie 2 lat.

Piotr Zagala

Zarządzający Allianz Aktywnej Alokacji i Allianz Platinum FIZ

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

Czy zmiany w funkcjonowaniu OFE będą miały realne przełożenie na funkcjonowanie rodzimej giełdy w 2014 r.?

Gdy piszę ten artykuł, ścieżka legislacyjna nowelizacji ustawy o funduszach emerytalnych w Parlamencie dobiegła końca i akt czeka na podpis Prezydenta. Można więc z dużym prawdopodobieństwem stwierdzić, że plan rządu zaczął się urzeczywistniać. Plan, dodajmy, wokół którego panuje atmosfera dość powszechnego niezrozumienia. Padają liczne zarzuty, przede wszystkim ze strony podmiotów czerpiących bezpośrednie i pośrednie korzyści z istnienia powszechnych towarzystw emerytalnych oraz niektórych twórców reformy z 1998 roku. Z wieloma trudno się nie zgodzić, niektóre są raczej pozbawione podstaw. Jednak krytycy wydają się zapominać o zasadniczej przesłance obecnych zmian w systemie emerytalnym: tempo powiększania długu publicznego wynikające z transferów do otwartych funduszy emerytalnych jest nie do utrzymania, gdyż

taka dynamika przyrostu zadłużenia pozbawiłaby Polskę wiarygodności na rynkach finansowych i w konsekwencji musiała doprowadzić do niewypłacalności.



W przypadku zaawansowanej i rozwijającej się gangreny trzeba nieraz amputować prawą rękę, choć jest ona bardzo potrzebna i są setki argumentów, aby ją

jednak zachować. Rzecz w tym, że zwlekanie z operacją doprowadzi do sytuacji, w której choroba będzie tak zaawansowana, że nic już nie uratuje organizmu.

Zmiany w systemie emerytalnym można postrzegać jako zło. Jest to jednak zło konieczne.

Propozycja zmian przewiduje przeniesienie części obligacyjnej do ZUS, a następnie ich zamianę na zobowiązania Skarbu Państwa zapisane na kontach emerytalnych FUS. W OFE pozostaną więc przede wszystkim akcje. Druga część zmian to zmniejszenie składki w takiej proporcji, jaka wynika ze struktury zakupów funduszy emerytalnych, a dokładniej wysokości limitu inwestycji w akcje. Gdy zmiany wejdą w życie, składka spadnie do 2,92% wynagrodzenia członka funduszu. To jednak nie koniec, gdyż przez cztery miesiące po wejściu w życie ustawy obecni członkowie otwar-

tych funduszy emerytalnych będą mogli wybrać, czy chcą pozostać w OFE czy też wolą, aby nowa składka wpływała do ZUS. Warto dodać, że „domyślnym” wyborem będzie przejście do ZUS.

Zmiany te nie pozostaną bez wpływu na warszawską giełdę papierów wartościowych. Pierwszym czynnikiem mogącym zaszkodzić polskim akcjom jest konieczność dostosowania przez OFE struktury aktywów do nowych regulacji. Muszą one bowiem przekazać 51,5% swoich aktywów do ZUS. Ponieważ udział obligacji skarbowych w portfelach funduszy emerytalnych jest niższy, będą one musiały sięgnąć do innych aktywów. W większości będą to jednak depozyty i gotówka. Zgodnie z szacunkami, dodatkowa podaż akcji z tego tytułu nie powinna przekroczyć 300 mln zł. Dodatkowa podaż powstanie także z uwagi na fakt, iż niektóre OFE przekro-

czą 90% limit inwestycji w akcje. To będzie wiązało się z koniecznością sprzedaży kolejnych akcji o wartości 700 mln zł. Tak więc do końca stycznia przyszłego roku czeka nas dodatkowa podaż rzędu 1 mld zł. Szacując potencjalny wpływ sprzedaży tych akcji można odnieść go do faktu, iż w listopadzie OFE pozbyły się akcji o wartości 250 mln zł. Drugim czynnikiem, będzie ograniczenie wysokości składki wpływającej do funduszy emerytalnych. Przy przyjmowanym przez rząd założeniu, że w OFE pozostanie połowa członków, ubytek popytu z tym związany będzie raczej niewielki. Ponadto czynnik ten zacznie działać dopiero w drugiej połowie roku. W pierwszej połowie napływy na rynek akcji mogą być nawet wyższe niż obecnie, a to z uwagi na fakt, że OFE otrzymają 65% dotychczasowej składki, a obecny udział akcji w portfelu to ok. 44% aktywów.

Podsumowując, pomijając styczniową sprzedaż akcji, trudno jest dokładnie oszacować strumienie pieniędzy, które popłyną w przyszłym roku z OFE na GPW. Tym bardziej więc trudno jest oszacować ich wpływ na giełdę. **Wydaje się jednak, że godny pamiętania jest fakt rosnącej zależności wyników inwestycyjnych OFE od koniunktury giełdowej.** Nie leży w ich interesie doprowadzenie do krachu giełdowego.

Grzegorz Zatryb

Główny Strateg

Skarbiec Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Okiem Piotra Kuczyńskiego: Na GPW słaby początek grudnia



Listopad był w USA kolejnym już, trzecim miesiącem, zwyczajki w trwającej od 2009 roku hossie. Indeksy biły bez przerwy rekordy wszechczasów. Niespecjalnie wpływ miało to, że w Chinach odbyło się plenum Komunistycznej Partii Chin, na którym to podjęte zostały decyzje zmieniające, reformujące finanse i gospodarkę Chin. Ma to doprowadzić do wygenerowania potężnego impulsu wzrostowego.

Chodzi o najbliższe 7-10 lat, więc co prawda dużo się o tym mówiło, ale wpływ na rynki tego wydarzenia był prawie żaden. Jeśli jednak realizacja tego programu spodoba się rynkom finansowym, to trend na rynku chińskim się zmieni. **Wystarczy, żeby indeks Shanghai Composite przełamał poziom 2.400 pkt., żeby ogłosić zmianę trendu na wzrostowy. Miałyby to też bardzo pozytywny wpływ na inne giełdy, bo jeśli Chiny zwiększą tempo rozwoju, to i globalna gospodarka na tym zyska.**

W USA listopad kończył się Dniem Dziękczynienia, co rozpoczynało sprzedaż świąteczną, dzięki której sieci sprzedaży detalicznej odnoszą największe zyski. Często ten tydzień rozpoczyna kończący rok rajd, ale tym razem początki miłe dla byków nie były. Organizacja ShopperTrak poinformowała, że w Czarny Piątek (początek sprzedaży świątecz-

nej – zyski zapisuje się na czarno) sprzedaż spadła o 13,2 proc. w porównaniu do roku 2012. Spadła jednak dlatego, że coraz więcej ludzi rozpoczyna zakupy już w czwartek. Podczas tych 2 dni sprzedaż wzrosła o 2,3 proc. r/r., ale był to najniższy wzrost od 2009 roku. Na rynek akcji te informacje działały lekko negatywnie i szybko zostały zapomniane.

Bardzo ważne było to, jak inwestorzy zareagują na publikowane dane makro. Ostatnio nastawienie zaczęło się zmieniać. Do października dobre dane wywoływały spadki indeksów, bo mówiono, że przyspieszają cięcie zakupów aktywów przez Fed (tzw. druk dolarów). Jednak właśnie w październiku sytuacja zaczęła się zmieniać. Bardzo dobre dane z rynku pracy doprowadziły do wzrostu indeksów. Podobnie zareagowały rynki na bardzo dobre dane listopadowe. **Wniosek jest prosty – rynki bardziej**

będą się skupiały na ożywieniu gospodarczym (reagowały wzrostem indeksów na dobre dane), niż martwiły się tym, że Fed między grudniem i marcem zmniejszy skup aktywów z obecnych 85 mld USD do 70-75 mld. To spory plus dla byków.

Sytuacja na GPW była ostatnio dużo gorsza niż w USA. Owszem, udało się zakończyć listopad niewielką zwyżką WIG20 i WIG30, ale grudzień rozpoczął się źle. Szczególnie mocno ucierpiały duże spółki. Zachowanie naszego parkietu pokazywało wyraźnie, że OFE sprzedają akcje po to, żeby zmieścić się w limitach zakładanych przez projekt

ustawy zmieniającej system emerytalny. Muszą mieć obligacji i innych nieakcyjnych aktywów mniej niż 48,5 procent (według stanu na 3.09.2013). To prowadzi w wielu OFE do sprzedaży akcji.

Poza tym, po przejęciu 51,5 procent aktywów (obligacji i nieakcyjnych aktywów) przez ZUS (i umorzenie obligacji, więc ZUS wbrew medialnym twierdzeniom nic na tym nie zyska) OFE będą miały w swoich portfelach nawet więcej niż 90 procent akcji. Mogą mieć między 75 a 90 procent, co zmusi je do sprzedaży. Wiadać to było już na początku grudnia. **To nie znaczy, że indeksy będą już tylko spadały, bo może się znaleźć odbiór**

na te sprzedawane akcje, ale jest to niewątpliwie czynnik zwiększający ryzyko w grudniu i styczniu. Uważam jednak, że jeśli w dobrej formie przebrniemy ten okres, to hossa będzie kontynuowana.

Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.

Informacje Prawne

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Niniejsze opracowanie nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu art. 69 ust. 2 pkt 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j.: Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 z późn. zm., dalej jako „Ustawa”), ani nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu zapisów Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, ani nie stanowi analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych w rozumieniu art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy.

Wskazane w treści opracowania części zostały przygotowane przez osoby nie będące pracownikami Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o. (dalej jako „Spółka”), za które Spółka nie ponosi odpowiedzialności. Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie w zakresie przygotowanym przez Spółkę zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani Spółka nie gwarantują jednak ich poprawności, kompletności i dokładności. Opracowanie ma charakter ogólny i nie może stanowić wyłącznej podstawy do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej przez jego odbiorcę. Autor ani Spółka nie ponoszą odpowiedzialności za następstwa decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego materiału ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce oraz świadczonych usługach, w tym informacja o instrumentach finansowych oraz o ryzykach związanych z inwestowaniem w te instrumenty finansowe, udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usług przez Spółkę. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania lub jego części jest zabronione.

Właściciel:

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o., ul. Puławska 107, 02-595 Warszawa, www.xelion.pl