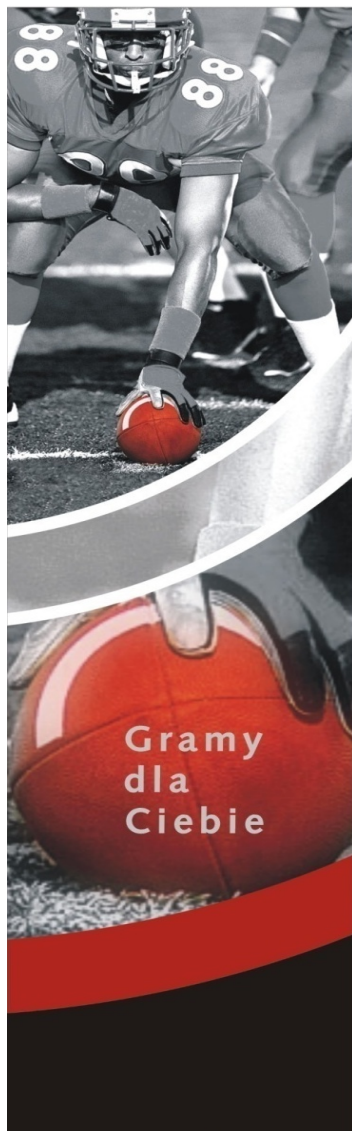


PORTFEL MIESIĘCZNY

12.02.2014 Numer 2/2014



Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-12

Krzysztof Pado
krzysztof.pado@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-35

Krystian Brymora
krystian.brymora@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-32

Adrian Górniak
adrian.gorniak@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

Dobre wyniki ostatniej edycji

Wyniki ostatniego portfela oceniamy pozytywnie. Najlepszą propozycją pod względem stóp zwrotu okazał się Sonel. Dobre dwucyfrowe wyniki osiągnęliśmy również m.in. na Libet, Cinema City, Elektrobudowa, Wasko i Agora. Właściwie jedynym negatywnym zaskoczeniem było zachowanie Arctic Paper. Ogółem w minionej edycji stopa zwrotu z portfela wyniosła ponad +9.4%, w tym czasie WIG wzrósł ok. 3.35%.

Liczymy na utrzymanie dobrego klimatu inwestycyjnego na GPW niemniej już z istotnie mniejszym potencjałem wzrostów

Początek 2014 roku jest dość udany dla krajowego rynku akcji, w szczególności jeśli nałoży się na to zachowanie innych rynków zagranicznych. Od początku roku indeks WIG zyskał ok. 3.4%. Okres ten był jednocześnie dość wymagający dla inwestorów na zagranicznych rynkach akcji. Pierwsza negatywna reakcja rynków na działania Fedu dla amerykańskiego rynku akcji nie była jednak trwała. Po silnej korekcie indeksy wróciły w okolice niedawnych szczytów dając nadzieję na utrzymanie dobrej koniunktury. Większe perturbacje dotknęły rynki wschodzące, gdzie dodatkowo w poszczególnych przypadkach nałożyły się negatywne czynniki wewnętrzne. Tym samym podwyższona zmienność na wielu rynkach skutkuje ujemnymi stopami zwrotu (licząc od początku 2014 roku).

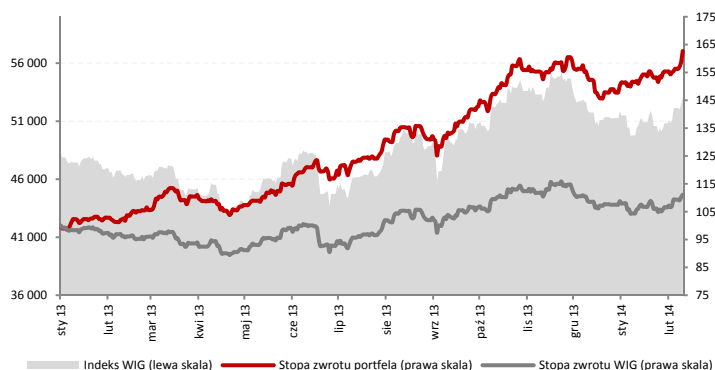
W obecnej edycji obawiamy się, że obserwowana fala wzrostów na GPW właśnie dobiega końca i spodziewamy się stabilizacji głównych indeksów na zdobytych właśnie pułapach cenowych. Uwzględniając nasze założenia dla prognoz wyników za 4Q'13 nie zakładamy jednocześnie gwałtownego pogorszenia nastrojów na GPW z przyczyn wewnętrznych. Naszym zdaniem największym ryzykiem dla GPW jest obecnie powrót spadków na giełdach zagranicznych. Bowiemy ciągle obawiamy się kontynuacji realizacji zysków, czemu sprzyja perspektywa działań Fed oraz niepokoje o stan chińskiej gospodarki.

Dostrzegamy dobre perspektywy dla wzrostu wyników wielu podmiotów

Uważamy, że bezpośrednim impulsem do inwestowania w akcje na GPW w 2014 roku powinna być nadal poprawa sytuacji makro w Polsce oraz w strefie euro. Aspekt ożywienia i podnoszenia prognoz dla spółek był już wyraźnie „grany” w 2H'13, niemniej liczymy że wiele podmiotów ma dalsze fundamentalne przesłanki do pozytywnego zaskakiwania inwestorów i tym samym będzie można w nadchodzących miesiącach dokonywać korekt prognoz in plus w modelach.

Ostatni odczyt PMI dla Polski przyniósł kolejne pozytywne zaskoczenie (wzrost z 53.2 do 55.4 pkt). Z danych GUS wynika, że w Polsce PKB wzrosło o ok. 1.6%. Raportowane przyspieszenie wzrostu z 2H'13 potwierdzają dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, a także wyhamowanie ujemnej dynamiki produkcji budowlano-montażowej. Liczymy też na powolną poprawę sytuacji na rynku pracy, co dalej powinno wspierać konsumpcję wewnętrzną. Dodatkowo wreszcie zapowiadane programy inwestycyjne w 2H'14 także powinny przyczynić się do przyspieszenia dynamiki wzrostu PKB. Zakładamy zgodnie z projekcjami NBP, że PKB Polski w 2014 i 2015 roku wzrośnie do odpowiednio 2.9% oraz 3.3%. Tym samym oczekujemy, że coraz lepsza kondycja wielu podmiotów handlowanych na GPW będzie sprzyjała inwestycjom w akcje.

Stopa zwrotu portfela od początku 2013 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Opracowanie jest przeznaczone wyłącznie dla klientów DM BDM, którzy otrzymali je bezpośrednio od DM BDM.

Portfel nie jest podstawą żadnej rekomendacji kupna bądź sprzedaży w rozumieniu obowiązującego prawa i nie powinien być tak interpretowany. DM BDM nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. Portfel ma charakter czysto informacyjny, a akcje i inne instrumenty dobrane są do niego na podstawie wiedzy i poglądów autorów. Publikowanie w prasie lub w Internecie w całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport. Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE.....	3
WYNIKI PORTFELA ZA OSTATNI OKRES	5
PROPOZYCJE DO PORTFELA	6
STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI	11
WYNIKI INDKESÓW SEKTOROWYCH NA GPW W 2013 ROKU	12
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI	13
PROGNOZY PKB DLA WYBRANYCH KRAJÓW	19
AKTYWA ZARZĄDZANE PRZEZ OFE	21

PODSUMOWANIE

Początek 2014 roku jest udany dla warszawskiego parkietu

Początek 2014 roku jest dość udany dla krajowego rynku akcji, w szczególności jeśli nałożyć się na to zachowanie innych rynków zagranicznych. Od początku roku indeks WIG zyskał ok. 3.4%. Okres ten był jednocześnie dość wymagający dla inwestorów na zagranicznych rynkach akcji. Pierwsza negatywna reakcja rynków na działania Fedu dla amerykańskiego rynku akcji nie była jednak trwała. Po silnej korekcie indeksy wróciły w okolice niedawnych szczytów, dając nadzieję na utrzymanie dobrej koniunktury. Większe perturbacje dotknęły rynki wschodzące, gdzie dodatkowo w poszczególnych przypadkach nałożyły się negatywne czynniki wewnętrzne. Tym samym podwyższona zmienność na wielu rynkach skutkuje ujemnymi stopami zwrotu (licząc od początku 2014 roku).

W obecnej edycji obawiamy się, że obserwowana fala wzrostów na GPW właśnie dobiega końca i spodziewamy się stabilizacji głównych indeksów na zdobytych właśnie pułapach cenowych. Uwzględniając nasze założenia dla prognoz wyników za 4Q'13 nie zakładamy jednocześnie gwałtownego pogorszenia nastrojów na GPW z przyczyn wewnętrznych. Naszym zdaniem największym ryzykiem dla GPW jest obecnie powrót spadków na giełdach zagranicznych. Bowiem ciągle obawiamy się kontynuacji realizacji zysków, czemu sprzyja perspektywa działań Fed i niepokoję o stan chińskiej gospodarki.

Rok 2014 powinien przynieść oczekiwaną poprawę rezultatów większości podmiotów i jednocześnie może być bardziej wymagający dla warszawskiego parkietu niż zakończony 2013

Podtrzymujemy tezę z poprzedniej edycji, że 2014 rok może być bardziej wymagający dla warszawskiego parkietu niż cały 2013 rok, mając jednocześnie nadzieję, że coraz lepsze wyniki (a nie tylko prognozy) spółek będą miały większe znaczenie niż szereg ryzyk ciążyących nad polskim rynkiem kapitałowym. Niemniej impuls do wzrostów jakim było podnoszenie prognoz dla wielu podmiotów będzie naszym zdaniem słabszy, a w obszarze ryzyk w miarę upływu czasu może materializować się m.in. podaż ze strony OFE.

Uważamy, że bezpośrednim impulsem do inwestowania w akcje na GPW w 2014 roku powinna być nadal poprawa sytuacji makro w Polsce oraz w strefie euro. Aspekt ożywienia i podnoszenia prognoz dla spółek był już wyraźnie „grany” w 2H'13, niemniej liczymy że wiele podmiotów ma dalsze fundamentalne przesłanki do pozytywnego zaskakiwania inwestorów i tym samym będzie można w nadchodzących miesiącach dokonywać korekt prognoz in plus w modelach.

Ostatni odczyt PMI dla Polski przyniósł kolejne pozytywne zaskoczenie (wzrost z 53.2 do 55.4 pkt). Z danych GUS wynika, że w Polsce PKB wzrosło o ok. 1.6%. Raportowane przyspieszenie wzrostu z 2H'13 potwierdzają dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, a także wyhamowanie ujemnej dynamiki produkcji budowlano-montażowej. Liczymy też na powolną poprawę sytuacji na rynku pracy, co dalej powinno wspierać konsumpcję wewnętrzną. Dodatkowo wreszcie zapowiadane programy inwestycyjne w 2H'14 także powinny przyczynić się do przyspieszenia dynamiki wzrostu PKB. Zakładamy zgodnie z projekcjami NBP, że PKB Polski w 2014 i 2015 roku wzrośnie do odpowiednio 2.9% oraz 3.3%. Tym samym oczekujemy, że coraz lepsza kondycja wielu podmiotów handlowanych na GPW będzie sprzyjała inwestycjom w akcje.

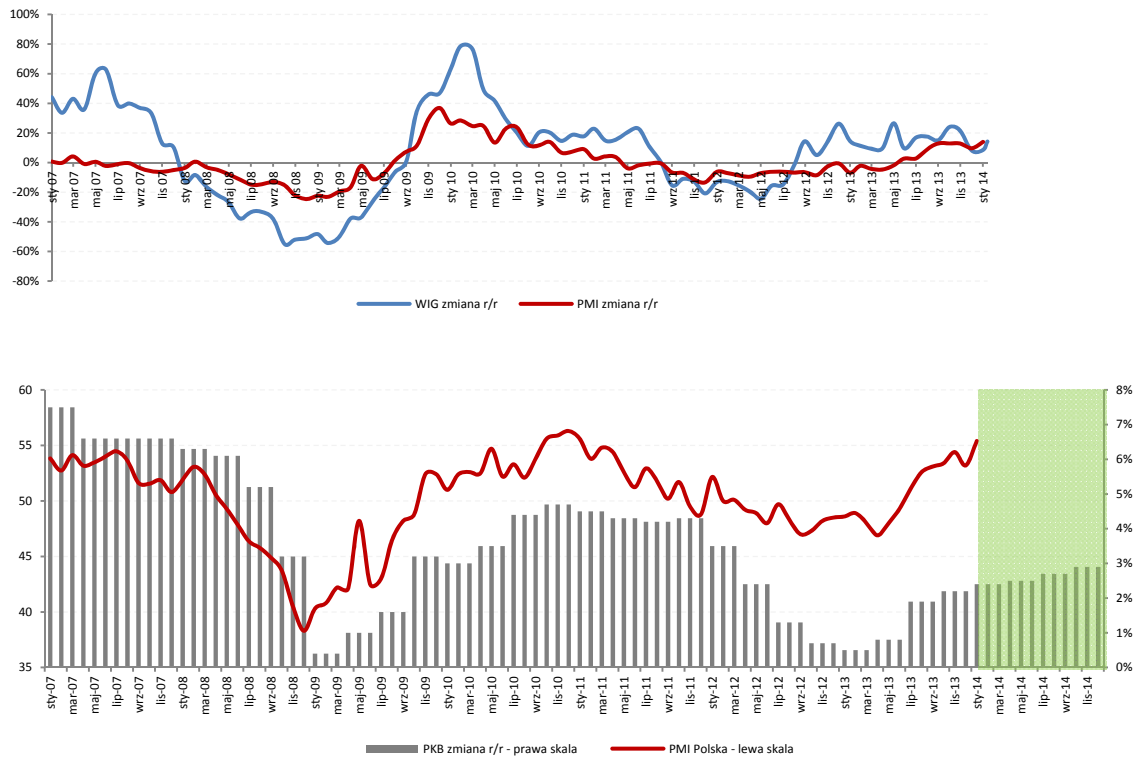
Kluczowe ryzyka mogą mieć bardziej „materialny” charakter

Podstawowym ryzykiem dla polskiego rynku kapitałowego w 2014 roku są zmiany w sposobie funkcjonowania OFE. Czy będzie to destrukcyjny wpływ przekonamy się w kolejnych kwartałach. Kluczowe znaczenie będzie miała liczba członków jaka pozostanie w systemie OFE. Długoterminowo wg nas należy liczyć się z większą zmiennością sytuacji na GPW oraz niższymi akceptowalnymi wycenami podmiotów w porównaniu do innych rynków. Będzie to bezpośrednim efektem stopniowego ograniczenia roli jednego z dotychczasowych głównych graczy na krajowym rynku jakim są ciągle OFE.

Lata 2014-2015 to wreszcie okres wyborczy w Polsce. Po tym jak niemal jednogłośnie scena polityczna zdecydowała się na destrukcję obecnego systemu funkcjonowania OFE (wg nas jednej z głównych i najbardziej udanych/prorozwojowych dla kraju reform po okresie transformacji) należy liczyć się z dalszymi postulatami obciążającymi działanie rynku kapitałowego w Polsce. Nadchodzące kampanie będą raczej nakreślały potrzebę zwiększenia roli socjalnej państwa i liderzy poszczególnych partii już zapowiedzieli dalszy proces „transferu środków akcyjnych do ZUSu” oraz wprowadzenie nowego podatku od transakcji giełdowych. Tym samym perspektywa zmian na scenie politycznej będzie kolejnym zwiększać ryzyko inwestycyjne.

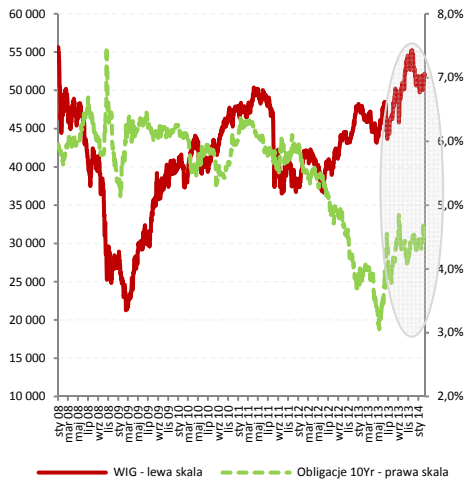
Wg nas nie należy oczekiwać, że 2014 rok będzie równie udany dla rynków akcji na głównych zagranicznych parkietach. Stopy zwrotu osiągnięte np. w USA czy Niemczech w 2013 roku są bardzo dobre. Istotny wpływ na obecne wyceny akcji (i nie tylko) miały decyzje banków centralnych o wprowadzeniu ultra akomodacyjnej polityki. W USA proces ten ulega już powolnemu odwróceniu i kolejne kwartały raczej będą prowadziły do zakończenia sztucznego stymulowania gospodarki. W przypadku EBC czy np. BoJ odchodzenie od obecnej akomodacyjnej polityki będzie opóźnione i wydłużone, co w pewnym zakresie powinno stabilizować rynki. Niemniej generalny proces już się rozpoczął i będzie miał trwałe odzwierciedlenie w cenach poszczególnych aktywów (akcji, surowców).

Indeks WIG na tle odczytów PMI oraz projekcja PKB na kolejne kwartały 2014 roku



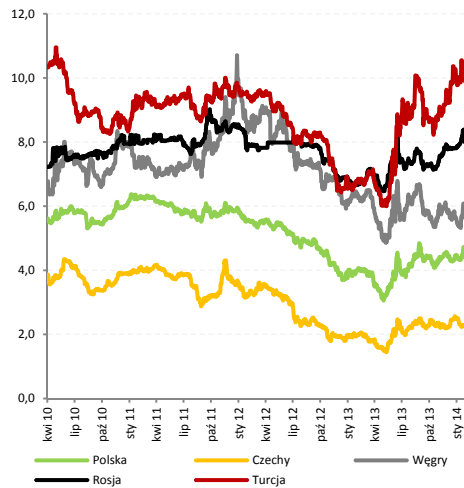
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Indeks WIG na tle zachowania rentowności obligacji (10Yr)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie rentowności obligacji w krajach regionu (10Yr)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI PORTFELA ZA OSTATNI OKRES

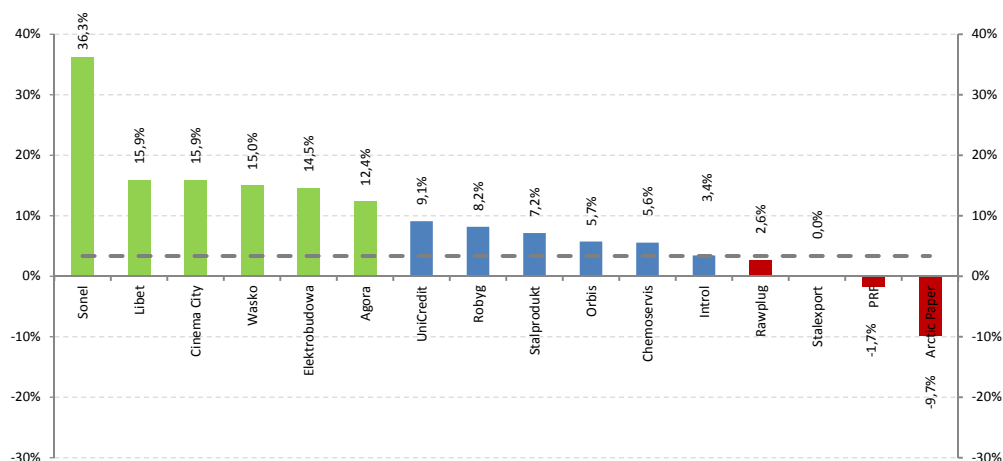
Wyniki ostatniej edycji oceniamy pozytywnie. Najlepszą propozycją pod względem stóp zwrotu okazał się Sonel. Dobre dwucyfrowe wyniki osiągnęliśmy również m.in. na Libet, Cinema City, Elektrobudowa, Wasko i Agora. Właściwie jedynym negatywnym zaskoczeniem było zachowanie Arctic Paper (słabsza niż oczekiwaliśmy wcześniej perspektywa wyników oraz niewykluczona emisja akcji w celu poprawy płynności). Ogółem w minionej edycji stopa zwrotu z portfela wyniosła ponad +9.4%, w tym czasie WIG wzrósł ok. 3.35%.

Wyniki portfela za ostatni okres

	Mkt Cap [mln PLN]	Zaangażowanie	Cena zakup 30.12.2013 [PLN/akcję]	Cena bieżąca 12.02.2014 [PLN/akcję]	Stopa zwrotu	zmiana %			
						1M	3M	6M	YTD
UniCredit	141 046	10.0%	22.50	24.55	9.1%	-0.6	6.6	25.9	9.1
Orbis	1 958	10.0%	40.19	42.50	5.7%	6.6	5.5	18.1	5.7
Cinema City	1 889	10.0%	31.84	36.90	15.9%	3.9	12.5	20.0	15.9
Agora	560	7.5%	9.79	11.00	12.4%	16.4	-3.4	30.0	12.4
Stalprodukt	1 319	7.5%	183.00	196.10	7.2%	3.2	-9.1	4.9	7.2
Stalexport	633	7.5%	2.56	2.56	0.0%	3.6	2.8	50.6	0.0
Robyg	624	7.5%	2.20	2.38	8.2%	3.0	-5.6	39.2	8.2
Elektrobudowa	598	7.5%	110.00	126.00	14.5%	9.6	-16.0	-10.1	14.5
Rawplug	368	5.0%	11.00	11.29	2.6%	13.8	8.3	10.1	2.6
Wasko	231	5.0%	2.20	2.53	15.0%	4.5	-2.7	4.5	15.0
Arctic Paper	173	5.0%	2.77	2.50	-9.7%	-1.6	1.6	-21.4	-9.7
Libet	175	5.0%	3.02	3.50	15.9%	21.5	0.0	40.6	15.9
Sonel	153	5.0%	8.00	10.90	36.3%	23.9	20.4	52.7	36.3
Introl	240	2.5%	8.70	9.00	3.4%	7.8	7.8	38.2	3.4
Pragma Faktoring	44	2.5%	17.29	17.00	-1.7%	-1.1	-4.5	-6.6	-1.7
Chemoservis	38	2.5%	0.18	0.19	5.6%	0.0	5.6	46.2	5.6
Gotówka	---	0%	---	---	---	---	---	---	---
WIG	---	---	51 284	53 000	3.35%	5.6	-1.4	7.0	2.5
Stopa zwrotu portfela +9.43%									
Stopa zwrotu WIG +3.35%									

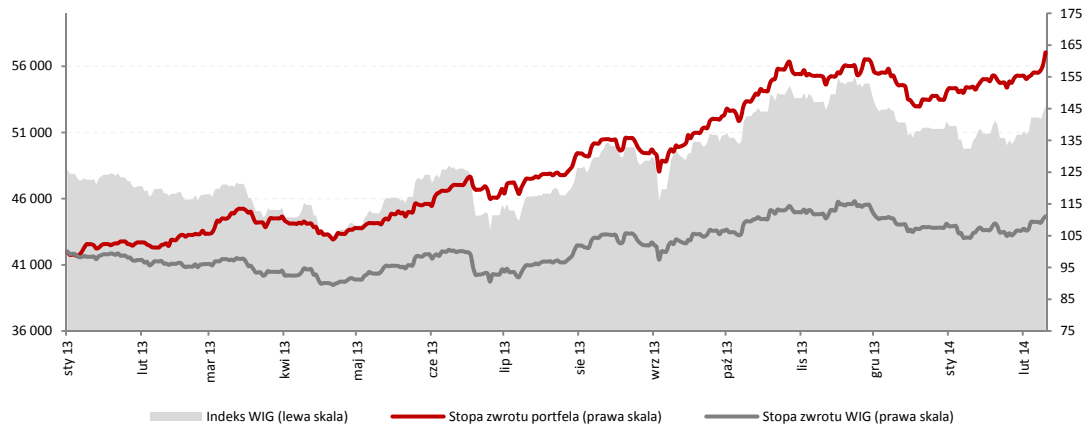
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Stopy zwrotu z poszczególnych aktywów na tle indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Stopa zwrotu portfela w 2013 roku na tle indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PROPOZYCJE DO PORTFELA

Początek 2014 roku jest dobry dla warszawskiego parkietu. Trzeba mieć również na uwadze siłę krajowych indeksów na tle innych rynków zagranicznych. W średnim terminie obawiamy się, że obecna fala wzrostów właśnie dobiega końca i spodziewamy się stabilizacji głównych indeksów na zdobytych właśnie pułapach cenowych. Uwzględniając nasze założenia dla prognoz wyników za 4Q'13 nie spodziewamy się gwałtownego pogorszenia nastrojów na GPW z przyczyn wewnętrznych. Naszym zdaniem największym ryzykiem dla naszego rynku jest obecnie powrót spadków na giełdach zagranicznych. Bowiem ciągle obawiamy się kontynuacji realizacji zysków, czemu sprzyja perspektywa działań Fed i niepokoję o stan chińskiej gospodarki.

W obecnej edycji ponownie szczególną uwagę zwracamy uwagę na spółki mediowe z ekspozycją na kina. Już w poprzedniej edycji zalecaliśmy Cinema City i Agorę i jesteśmy zadowoleni z osiągniętych stóp zwrotu na. W dalszym ciągu uważamy, że te podmioty będą zachowywały się lepiej niż rynek. Spółki, gdzie kluczową wagę mają wpływy reklamowe z tv wg nas już w dużym stopniu zdyskontowały poprzez wzrosty kursów obecną perspektywę ożywienia. W obecnej edycji jesteśmy też optymistycznie nastawieni do wybranych przedstawicieli branży budowlanej. Budowlanka kończy „przejęciowy” 2013 rok i należy dostrzegać perspektywę kontraktów z nowego budżetu unijnego. Ożywienie gospodarcze powinno także poprawić sytuację w inwestycjach przemysłowych. Liczymy się z tym, że jest nadal sporo znaków zapytania nad płynnością pojedynczych podmiotów, niemniej szersze doważenie segmentu jest naszym zdaniem właściwe. Podobają nam się również tematy z segmentu deweloperów. Zwracamy uwagę m.in. na PA NOVA, Marvipol czy PHN.

Negatywnie oceniamy obszar krajowych banków, które naszym zdaniem są drogie. Nadal ostrożnie radzimy podchodzić do obszaru chemii

Zamykamy pozycje na:

- Stalexport – realizacja zysków po wielu edycjach
- Robyg – zamieniamy na innych deweloperów
- Libet - realizacja zysków
- Sonel – realizacja zysków
- Pragma Faktoring – słaby moment wynikowy za 4Q'13



Nowe spółki w portfelu:

- Synthos – dobre wyniki; podobnie jak w minionym roku liczymy na wysoką dywidendę
- Marvipol – ciekawy agresywny typ
- PHN – liczymy na dobrą cenę sprzedaży pakietu przez SP
- PA NOVA – zakładamy, że spółka wraz z 2014 rokiem wejdzie na ścieżkę odbudowy wyników
- Suwary – ciekawy niszowy typ; długofalowo po uwzględnieniu zwiększenia mocy niskie wskaźniki



Propozycje do portfela

	Mkt Cap [mln]	Waga	Cena zakupu [PLN/akcję]*	zmiana kursu %			
				1M	3M	6M	YTD
UniCredit	141 046	10.0%	24.55	-0.6	6.6	25.9	9.1
Orbis	1 958	10.0%	42.50	6.6	5.5	18.1	5.7
Stalprodukt	1 319	10.0%	196.10	3.2	-9.1	4.9	7.2
Agora	560	10.0%	11.00	16.4	-3.4	30.0	12.4
Synthos (nowa)	6 868	7.5%	5.19	-0.2	-1.1	20.4	-5.1
Cinema City	1 889	7.5%	36.90	3.9	12.5	20.0	15.9
Marvipol (nowa)	219	7.5%	5.28	0.8	-13.7	8.9	0.4
PHN (nowa)	1 272	5.0%	28.51	8.1	5.6	8.0	6.3
Elektrobudowa	598	5.0%	126.00	9.6	-16.0	-10.1	14.5
Rawplug	368	5.0%	11.29	13.8	8.3	10.1	2.6
Wasko	231	5.0%	2.53	4.5	-2.7	4.5	15.0
PA NOVA (nowa)	194	5.0%	19.40	9.0	-3.1	8.6	7.9
Arctic Paper	173	5.0%	2.50	-1.6	1.6	-21.4	-9.7
Introl	240	2.5%	9.00	7.8	7.8	38.2	3.4
Suwały (nowa)	67	2.5%	14.45	2.5	9.5	20.5	-8.5
Chemoserwis	38	2.5%	0.19	0.0	5.6	46.2	5.6
Gotówka	---	0.0%	---	---	---	---	---
WIG			53 000	6.5	-0.6	7.0	3.4

* ceny z dnia 12.02.2014 r. z godz. 1200

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek:

UniCredit

Analityk:
Maciek Bobrowski
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

Utrzymujemy Orbis w portfelu. Jest to nadal nasza jedyna ekspozycja na sektor banków z podmiotów handlowanych na GPW. Uważamy, że UniCredit jest ciekawą propozycją i dobrą ekspozycją na poprawę sytuacji w obszarze strefy euro. Szacujemy, że P/E na lata 2014-2015 wynosi odpowiednio 26.5x i 12.5x. Liczymy, że kolejne kwartały będą wykazywały silną ścieżkę poprawy wyników r/r.

Orbis

Analityk:
Maciek Bobrowski
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

Utrzymujemy Orbis w portfelu. Spółka jest wg nas ciekawym nieagresywną propozycją z bezpieczną pozycją bilansową. Rok 2014 będzie okresem bez istotnych wydarzeń jednorazowych wpływających na frekwencję. Oczekujemy jednak, że wraz z poprawą koniunktury w krajowej gospodarce branża hotelarska będzie odczuwała wyższy popyt na swoje usługi. Zatem liczymy, że frekwencja w hotelach Orbisu wyniesie ok. 59.7%. Bardziej sprzyjająca sytuacja w branży powinna dodatkowo pozwolić na efektywny wyższy poziom średniej ceny za pokój. Spodziewamy się, że średnioroczny ARR w 2014 roku wzrośnie do ok. 215.4 PLN (+2.6% r/r). Tym samym oczekujemy, że w 2014 roku przychody spółki wzrosną o ok. 43 mln PLN do poziomu 725.6 mln PLN. Na poziomie kosztów operacyjnych nie oczekujemy istotnych zmian względem 2013 roku dla obecnej struktury bazy hoteli. Dlatego prognozujemy, że wynik EBITDA za 2014 rok powinien osiągnąć poziom ok. 209.7 mln PLN. Przy naszych prognozach Orbis jest handlowanych przy wskaźniku EV/EBITDA na lata 2014-2015 na poziomie odpowiednio 7.9x i 7.1x.

Zwracamy też uwagę na zaprezentowaną odmienioną strategię Accor. Spodziewamy się, że w 2014 roku w kolejnych okresach Accor będzie raportował wg nowej koncepcji i spodziewamy się, że aktywa trwałe będą bardziej szczegółowo prezentowane inwestorom (żeby przekonać ich o słuszności nowej koncepcji). Tym samym w przyszłości nie wykluczamy, że również aktywa trwałe Orbisu mogą zostać prezentowane w nowej formule.

Stalprodukt Analityk: Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Utrzymujemy spółkę w portfelu. Stalprodukt jest handlowanych przy wskaźniku EV/EBITDA na lata 2013-2014 na poziomie odpowiednio 7.7x i 6.8x. Jak już wspominaliśmy w poprzednich raportach w obecnych trudnych warunkach dla segmentu blach, kluczowym obszarem dla nas są rezultaty segmentu cynku. Oceniamy pozytywnie wejście w ten obszar biznesowy. Uważamy, że nawet uwzględniając szereg czynników ryzyka związanych z docelowym poziomem produkcji górniczej oraz warunkami pozyskania wsadu z zewnątrz segment ten będzie pozytywnie przekładał się na budowę wartości. Liczymy, że wynik segmentu za 2013 rok przekroczy 80 mln PLN. Na 2014 rok przy ostrożnym podejściu do cen surowca liczymy na płaski wynik r/r (pomagać powinien efekt niższych kosztów energii i jeśli ścieżka cenowa dla cynku będzie pozytywna to będziemy mogli podnieść nasze założenia). Wyniki segmentu blach transformatorowych za 4Q'13 mogą wykazać stratę. Nie oczekujemy też przełomu w 1H'14 aż do momentu kiedy ma się materializować prowadzona inwestycja w HiB (oczekujemy poprawy marż segmentu w 2H'14). Wynik blach segmentu blach za 2013 rok szacujemy na ok. 18 mln PLN. W 2014 roku zakładamy, że segment wykaże wynik w wysokości ok. 16 mln PLN. W segmencie profili sytuacja rynkowa jest wg nas umiarkowanie lepsza. W 4Q'13 liczymy w końcu tak jak to było już w 3Q'13 na odczuwalną poprawę w pozostałej działalności, gdzie powinny być widoczne efekty przeprowadzonej restrukturyzacji i pozyskania nowych kontraktów.
Agora Analityk: Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Agora jest naszym faworytem w obszarze media/rozrywka na GPW na bieżący 2014 rok. Naszym zdaniem przyszła struktura wyników grupy Agora oraz głęboka transformacja obszaru prasy codziennej w kierunku cyfrowym wpłynie w przyszłości na istotnie wyższe akceptowalne mnożniki rynkowe przez inwestorów. Przy obecnych założeniach spółka jest handlowana przy wskaźniku EV/EBITDA na 2015 rok poniżej 5.0x.
Synthos (nowa spółka w portfelu) Analityk: Krzysztof Brymora tel. (032) 20-81-412 e-mail: brymora@bdm.pl	Spółka zaprezentowała szacunek wyników za 2013 rok. O ile same wyniki były zgodne z naszymi oczekiwaniami i konsensusiem rynkowym, o tyle pozytywnie zaskoczył poziom długu netto (557 mln PLN, czyli 0,9x EBITDA) świadczący o bardzo wysokim cash flow w końcówce roku. W rezultacie, spółka jest w stanie pozytywnie zaskoczyć wysokością dywidendy, tak jak to zrobiła rok temu. Szacując wypłatę całego zysku netto (polityka dywidendy zakłada wypłatę nawet z kapitału zapasowego gdy DN/EBITDA <1x) DY kształtuje się na atrakcyjnym poziomie 6% (DPS 0,3 PLN).
Cinema City Analityk: Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	W modelu oczekujemy, że spółka wraz z 4Q'13 zapoczątkowała serię kilku mocnych wyników kwartałów. W szczególności przy założeniu odbudowy rynku polskiego (w 2014 roku uwzględniamy wzrost sprzedanych biletów w Polsce do 13.6 mln szt.) zakładamy, że kolejne kwartały 2014 roku powinny być udane dla segmentu kinowego. Założyliśmy, że EBITDA segmentu wzrośnie z 57.2 mln EUR w 2013 roku do ponad 63.6 mln EUR w 2014 roku. Planowane połączenie z Cineworld będzie miało wg nas korzystny wpływ na wycenę Cinema City. W wyniku realizacji transakcji Cinema City stanie się właścicielem 24.9% kapitału Cineworld (stając się największym akcjonariuszem tego podmiotu) oraz dostanie środki pieniężne (272mln GBP +14.48 mln GBP). Docelowo Cinema City zostanie holdingiem budującym wartość dla akcjonariuszy poprzez pakiet 24.9% akcji w Cineworld (druga sieć kin w Europie) oraz inwestując w projekty deweloperskie (planowana realizacja parku rozrywki, pakiet akcji w Ronsonie, galeria handlowa Mall of Rousse, oraz własne obiekty gdzie działają kina i inne mniej znaczące dla wartości nieruchomości). W średnim terminie (poza procesem łączenia z Cineworld) będziemy czekali na szczegóły dotyczące budowy parku rozrywki. Cinema City zdobędzie gotówkę od Cineworld i zapewne będzie chciała istotnie partycypować w tym projekcie. Zatem w perspektywie kilku najbliższych lat może okazać się, że poza posiadanym pakietem akcji w Cineworld, park rozrywki będzie głównym aktywem decydującym o wartości spółki.
Marvipol (nowa spółka w portfelu) Analityk: Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	W naszej opinii warszawski deweloper ma przed sobą dwa bardzo udane lata. Oczekujemy, że po sprzedaży 634 lokali w 2013r., liczba kontraktacji będzie zbliżona, co przełoży się na stopień przekazania lokali (a tym samym na utrzymanie ok. 6%-ego udziału w warszawskim rynku mieszkaniowym). Kontrakcja powinna zostać wzmocniona programem MdM, do którego kwalifikuje się część lokali z projektu Central Park. Dodatkowo spółka rozpoczyna realizację największej dotychczasowej inwestycji (Central Park Kłobucka). Szacujemy, że w '14 Marvipolowi uda się przekazać ok. 411 lokali, natomiast w '15 już 623. Na tak dobre wyniki złożą się rozpoczęcie przekazania z inwestycji Zielona Italia, Hill Park, Art. Eco oraz kontynuacja przekazania z inwestycji Apartamenty Mokotów Park czy też Bielany Residence. Dodatkowo, na spółkę pozytywnie powinien wpływać stabilny segment automotive (sprzedaż i dystrybucja samochodów marek Jaguar i Land Rover). Także tutaj upatrujemy szans na wzrost poziomu przychodów, dzięki czemu łączne przychody spółki w '14 powinny być bliskie 444,7 mln PLN (+23,5% r/r).

PHN (nowa spółka w portfelu) <i>Analityk:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Liczymy na finalizację sprzedaży pakietu przez Skarb Państwa. Oczekujemy, że zmiana właściciela (MSP ma ok. 73% udziałów) pozytywnie wpłynie na ocenę podmiotu przez rynek. Wynikowo PHN poprawił rezultaty w 3Q'14 w segmencie deweloperskim o 1,5 mln PLN, a także ograniczył koszty sprzedaży i zarządu o 0,9 mln PLN, co przełożyło się na wzrost wyniku netto ze sprzedaży o 1,4 mln PLN r/r. W naszej opinii 4Q'13 powinien być zbliżony do 3Q'13, dzięki czemu spółka zakończy '13 zyskiem netto bliskim 80 mln PLN (na poziomie skonsolidowanym).
Elektrobudowa <i>Analityk:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Rok 2013 był naszym zdaniem kulminacyjnym momentem pogarszania się wyników spółki, który obserwowany jest od 2008 roku (spadek EBITDA z 79,1 mln PLN w 2008 do 36,9 mln PLN w 2013 roku według naszej prognozy). W 2013 roku spółka zdobyła nowe kontrakty, które wg nas pozwolą na powrót do wzrostowej ścieżki. Uważamy, że duży bieżący portfel zleceń, pozwala spółce na ostrożne ofertowanie w kolejnych przetargach. Według naszych prognoz Elektrobudowa handlowana jest na poziomie P/E'14<19x (nieco zrewidowaliśmy nasze oczekiwania na 2014 względem ostatniego portfela miesięcznego, aktualne prognozy przedstawione są w rekomendacji z 16.01.14) oraz P/E'15<13x, będąc jednocześnie na początku cyklu odbudowy wyników. Spodziewamy się, że z czasem spółka powróci do wypłaty atrakcyjnych dywidend. Z czynników ryzyka zwracamy uwagę na relatywnie niską płynność obrotu, mimo dużej kapitalizacji (druga pozycja w WIG Budownictwo). Większość akcji znajduje się w rękach OFE.
Rawplug <i>Analityk:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Liczymy na wyraźną poprawę wyników, biorąc pod uwagę nowe zdolności produkcyjne spółki (modernizacja fabryki w Łańcutcie - 2 nowe hartownie, z czego jedna została uruchomiona w 4Q'13) oraz stopniową odbudowę koniunktury w budownictwie. Zakładamy poprawę marży brutto ze sprzedaży docelowo do poziomu >34%. Zwracamy także uwagę na uchwalony skup akcji, który powinien być dodatkowym stabilizatorem kursu. Według naszych prognoz spółka handlowana jest na poziomie EV/EBITDA'14 i '15 = 8x i 7x.
Wasko <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Utrzymujemy Wasko w portfelu. Obecne pułapy cenowe są wg nas wciąż atrakcyjne. Liczymy, że przychodowo segment COIGu będzie nadal utrzymywał obecne wartości i dostrzegamy możliwość poprawy rentowności jako efektu optymalizacji kosztowej. Liczymy też na lepsze wyniki pozostałych obszarów grupy. W 1H'14 wpływ na wyniki będzie miał m.in. projekt we Wrocławiu (liczymy, że spółka zaksięguje pozytywny wynik w 2Q'14; trzeba mieć jednak na uwadze że gotówkowo projekt zostanie zamknięty w 2015 roku). Na 2013 rok spodziewamy się wyniku netto na poziomie niespełna 17 mln PLN, w 2014 roku oczekujemy poprawy wyniku netto do ok 19 mln PLN.
PA NOVA (nowa spółka w portfelu) <i>Analityk:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Wg nas gliwicki deweloper zamknie rok 2013 z zyskiem netto w okolicach 15,5 mln PLN. Oczekujemy jednak, że w 2014 roku będzie zauważalna poprawa wyników spółki. Uważamy, że poprawie powinna ulec sytuacja w segmencie najmu. W najbliższych latach możemy mieć do czynienia z niewielkimi wzrostami stawek czynszów w galeriach handlowych, a mając w planach budowę galerii Galena w Jaworznie, wpływy z tego segmentu powinny znacznie wzrosnąć w przeciągu kilku najbliższych lat (po '13 przychody w segmencie były bliskie 41,5 mln PLN). W obszarze budowy marketów dla odbiorców zewnętrznych, naszym zdaniem, stabilna baza klientów, takich jak Kaufland oraz Tesco, pozwala umiarkowanie pozytywnie patrzeć na najbliższe lata (liczymy na ok. 5 realizacji rocznie w latach 2014-2016).
Arctic Paper <i>Analityk:</i> Krystian Brymora tel. (032) 20-81-435 e-mail: brymora@bdm.pl	Po głębokich spadkach decydujemy się utrzymać spółkę w portfelu. Obecnie kluczowym ryzykiem inwestycyjnym jest potencjalna emisja akcji (rozwodnienie ok. 1/3). Na ten moment dodatkowo Rottneros wydaje się być największym problemem dla Arctic Paper. Oczekujemy jednak, że w podstawowym biznesie spółki dojdzie do stopniowej poprawy, na co wpływ będą mieć m.in. niższe ceny celulozy BHKP i działania restrukturyzacyjne. Oczekujemy, że sama działalność papiernicza powinna przynieść spółce w 4Q'13 ok. 28,3 mln PLN EBITDA (24,9 mln PLN w 4Q'12) przy 610 mln PLN sprzedaży (porównywalnie r/r). Skonsolidowane wyniki obciążą Rottneros (ok. 12,3 mln PLN straty EBITDA wobec 5,4 mln PLN zysku w 3Q'13). NIE zakładamy żadnych odpisów.
Introl <i>Analityk:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Oczekujemy, że wyniki za 2013 nie odchyłają się w znaczny sposób od oficjalnych prognoz zarządu. Liczymy też na poprawę rezultatów w 2014 roku. Spodziewamy się, że okres 2014-15 powinien przynieść dobre dynamiki wyników na bazie już podpisanych umów (EC Rzeszów, zakłady unieszkodliwiania odpadów w Koninie i Kielcach). Jednocześnie kurs mogłyby wspierać kolejne pozyskane przez spółkę duże zlecenia (zarząd Introlu deklaruje aktywność w tym zakresie na bazie zbudowanych w ostatnich kwartałach kompetencji). Duży portfel zleceń na 2014 rok, pozwala spółce na ostrożne ofertowanie plus zwracamy uwagę na segment produkcyjno-handlowy, który powinien zyskać na ożywieniu w gospodarstwie.

Suwały**(nowa spółka
w portfelu)**

*Analityk:
Krzysztof Pado
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl*

Niszowa spółka (MC=68 mln PLN, przy kursie 14,8 PLN), działająca w branży opakowań na bazie HDPE. Ponad połowa produkcji to głównie ekspozycja na karnistry, pojemniki na oleje itp. (główni klienci to koncerny paliwowe). Drugą nogę biznesu stanowi produkcja kartuszy dla branży materiałów budowlanych (opakowania do silikonów czy mas szpachlowych). Spółka handlowa na bieżącym wskaźniku EV/EBITDA=7x, obecnie jest w trakcie finalizacji budowy nowego zakładu (start produkcji na przełomie 1/2Q'14), który zwiększy zdolności produkcyjno-magazynowe. Obecny dług netto to 17,1 mln PLN, przy czym w ostatnich prawie 3 latach spółka przeznaczyła na CAPEX 26,8 mln PLN (głównie z związany z budową nowego zakładu). EBITDA za rok obrotowy 2012/13 to 11,8 mln PLN, przy pomocy m.in. nowego zakładu strategia spółki zakłada jej podwojenie do 2016 roku.

Chemoservis

*Analityk:
Krzysztof Pado
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl*

Spółka działa w dość ciekawej niszy na rynku – usługi utrzymaniowe oraz budowlano-montażowe dla Synthos oraz innych podmiotów z branży chemicznej, energetycznej czy hutniczej. Obecna kapitalizacja spółki to 38 mln PLN przy 0,19 PLN). Spodziewamy się 3-4 mln PLN zysku netto w 2014 roku (m.in. jako efekt poprawy wyników w spółkach zależnych oraz pozyskania nowych kontraktów). Jako czynnik ryzyka postrzegamy strukturę akcjonariatu – znajdują się w niej podmioty o profilu zbliżonym do Chemoservisu, od których odkupywał on w ostatnich latach spółki zależne. Z drugiej strony obecność spółki na GPW mogłaby naszym zdaniem stanowić bazę do zbudowania większej grupy.

STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI

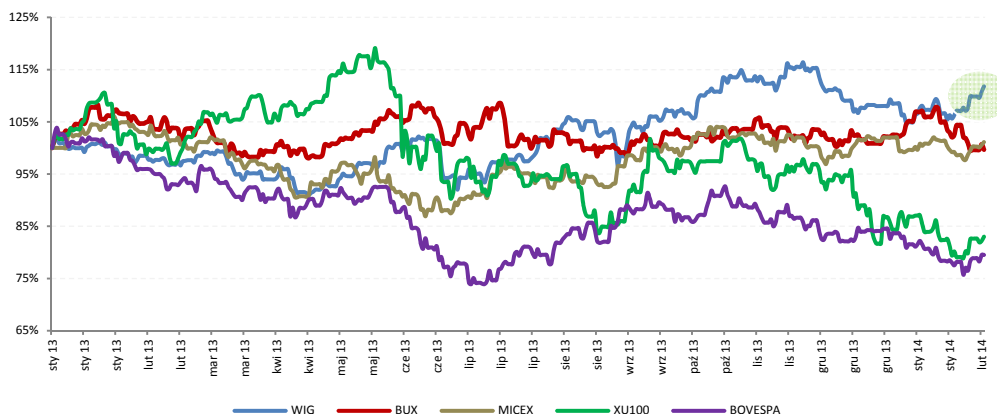
Początek 2014 roku był dość wymagający dla inwestorów na rynkach akcji. Niemniej jednocześnie należy podkreślić, że pierwsza negatywna reakcja rynków na działania Fedu dla amerykańskiego rynku akcji nie była trwała. Po silnej korekcie indeksy wróciły w okolice niedawnych szczytów, dając nadzieję na utrzymanie dobrej koniunktury. Większe perturbacje dotknęły rynki wschodzące, gdzie dodatkowo w poszczególnych przypadkach nałożyły się negatywne czynniki wewnętrzne. Tym samym podwyższona zmienność na wielu rynkach emerging markets skutkowałą ujemnymi stopami zwrotu na początku 2014 roku. Indeksy na GPW zachowywały się względnie silnie, co było także pochodną słabości warszawskiego parkietu z grudnia '13.

Zmiany wybranych indeksów akcyjnych

	1M	3M	6M	1Yr	YTDr
WIG	6.5%	-0.6%	7.0%	14.3%	3.4%
BUX	-5.1%	-3.2%	-3.1%	-5.1%	-2.3%
Micex	1.4%	-0.7%	7.3%	-1.5%	-0.9%
Istanbul Turkish100	-4.4%	-9.7%	-13.9%	-16.9%	-4.3%
DAX	0.9%	5.3%	14.3%	24.7%	0.0%
FTSE100	-0.8%	-0.6%	1.7%	5.5%	-0.9%
CAC40	1.3%	1.0%	5.8%	16.8%	0.2%
Ibex	-1.9%	4.0%	15.8%	22.6%	1.8%
Mediolan	2.1%	5.1%	15.7%	20.0%	5.3%
SP&500	-1.2%	2.9%	7.7%	19.8%	-1.5%
Bovespa	-2.5%	-6.5%	-3.7%	-17.2%	-5.9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

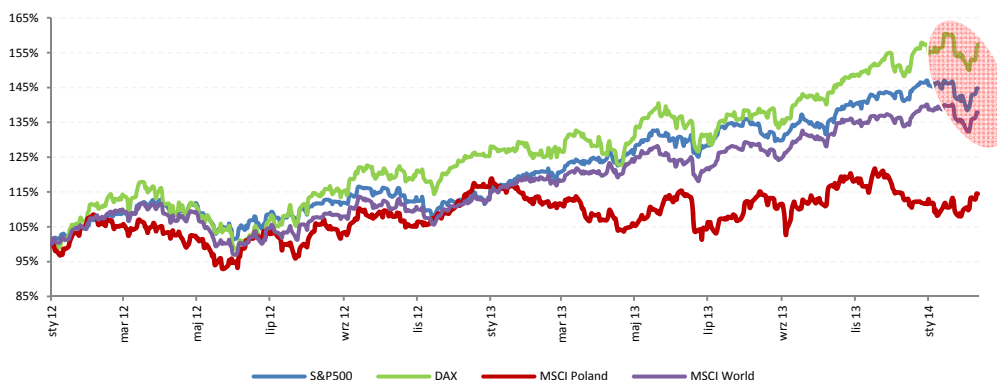
Indeks WIG na tle wybranych indeksów emerging markets od 2013 roku



Indeks WIG na tle innych giełd z emerging markets wykazuje względną siłę. Silnej korekcie poddała się m.in. Turcja czy Brazylia.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

MSCI Poland na tle innych indeksów w okresie od 2012 roku



Jednocześnie krajowy rynek akcji jest wyraźnie słabszy od takich rynków jak USA czy Niemcy.

Na giełdach tych jednak w styczniu '14 rozpoczęła się korekta i obawiamy się jej kontynuacji.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI INDEKSÓW SEKTOROWYCH NA GPW W 2013 ROKU

Początek 2014 roku jest dość udany dla krajowego rynku akcji, w szczególności jeśli nałożyć się na to zachowanie innych rynków zagranicznych. Od początku roku indeks WIG zyskał ok. 3.4%, zmiana miesięczna wynosi +6.5%. W podziale na sektory nadal pozytywnie wyróżniają się banki, lepsze stopy zwrotu wykazał również WIG Energetyka oraz WIG Telekom, w szczególności dzięki odbudowie kursu Orange. Zwracamy uwagę na dobre zachowanie przedstawicieli z indeksu WIG Budownictwo. Z kolei negatywne stopy zwrotu osiągnęły WIG Chemia (gwałtowna przecena podmiotów z Grupy Azoty), słabo zachowywały się również spółki ukraińskie oraz WIG Spożywczy.

Zmiany wybranych indeksów krajowego rynku akcji

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG30	6.2%	-1.6%	1.5%	4.9%	3.0%
WIG20	6.1%	-1.3%	1.3%	0.0%	2.9%
mWIG40	9.1%	2.4%	11.7%	37.7%	6.3%
sWIG80	6.4%	-1.4%	15.7%	32.9%	1.8%
WIG Plus	8.0%	1.4%	21.5%	36.7%	6.9%
WIGdiv	5.0%	-2.2%	7.5%	10.3%	1.3%
WIG	6.5%	-0.6%	7.0%	14.3%	3.4%
Respect	6.9%	-3.2%	3.5%	6.5%	3.2%

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG Banki	11.9%	6.6%	15.6%	35.3%	9.3%
WIG Budownictwo	5.4%	-4.0%	22.6%	31.9%	4.3%
WIG Chemia	-6.5%	-17.9%	-7.1%	8.9%	-9.2%
WIG Deweloperzy	1.2%	-5.2%	-2.4%	6.6%	-0.8%
WIG Energetyka	10.9%	-2.6%	13.6%	5.7%	8.0%
WIG Informatyka	3.9%	-4.8%	9.7%	20.5%	0.5%
WIG Media	8.1%	-1.9%	11.9%	43.4%	8.1%
WIG Paliwa	2.0%	-6.1%	-11.0%	-10.5%	1.1%
WIG Spożywczy	-5.3%	-9.2%	-11.4%	-15.8%	-4.1%
WIG Surowce	-3.7%	-12.6%	-14.8%	-37.4%	-8.5%
WIG Telekom	7.6%	4.1%	32.2%	33.4%	6.9%
WIG CEE	-3.2%	-9.2%	-10.4%	-17.0%	-2.8%
WIG Poland	6.9%	-0.4%	7.4%	16.4%	3.5%
WIG Ukraina	-14.6%	-18.7%	-26.1%	-37.7%	-12.2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana WIG20 i WIG40 od 2011 roku

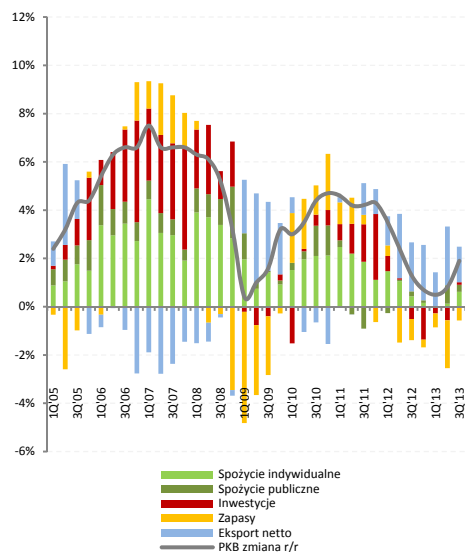


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI

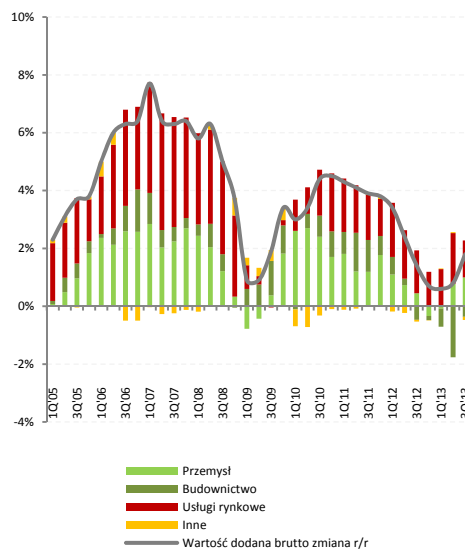
W Polsce ostatnie odczyty sugerują utrwalenie ożywienia wzrostu aktywności gospodarczej. Z danych GUS wynika, że w Polsce PKB wzrosło o ok. 1.6%. Raportowane przyspieszenie wzrostu z 2H'13 potwierdzają dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, a także wyhamowanie ujemnej dynamiki produkcji budowlano-montażowej. W najbliższych kwartałach oczekujemy kontynuacji poprawy koniunktury, choć z mniejszą dynamiką niż to miało miejsce w 2H'13.

Dekompozycja PKB



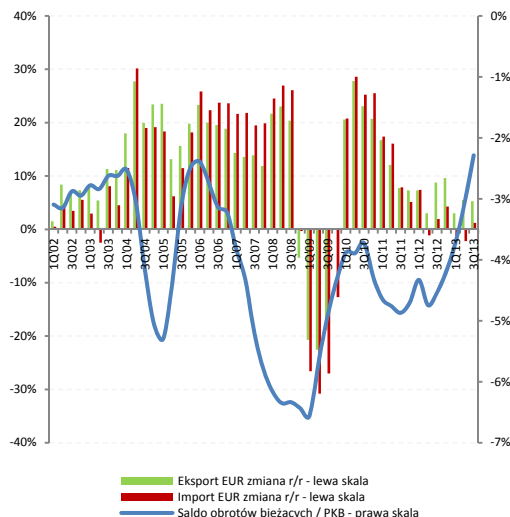
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dekompozycja wartości dodanej brutto



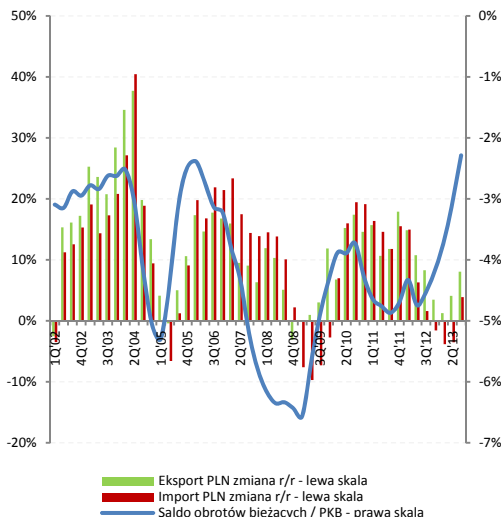
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika eksportu i importu w EUR oraz saldo obrotów bieżących



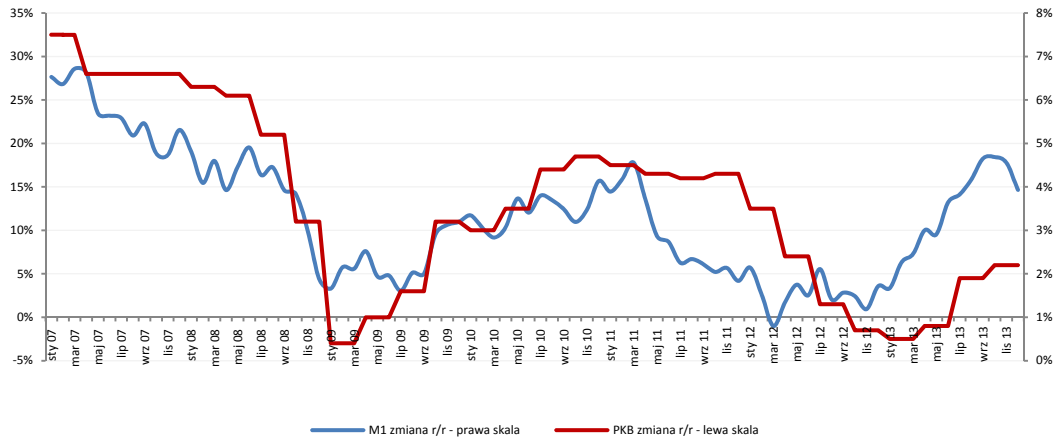
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika eksportu i importu w PLN oraz saldo obrotów bieżących



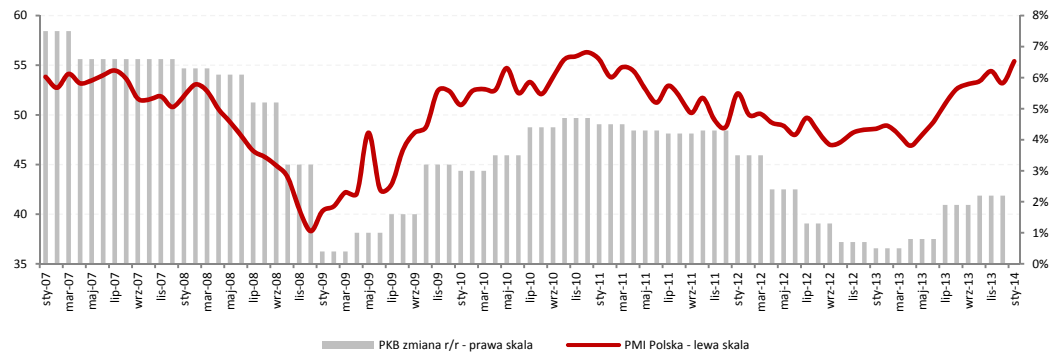
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika PKB oraz M1 w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Dynamika PKB oraz odczyty PMI dla Polski



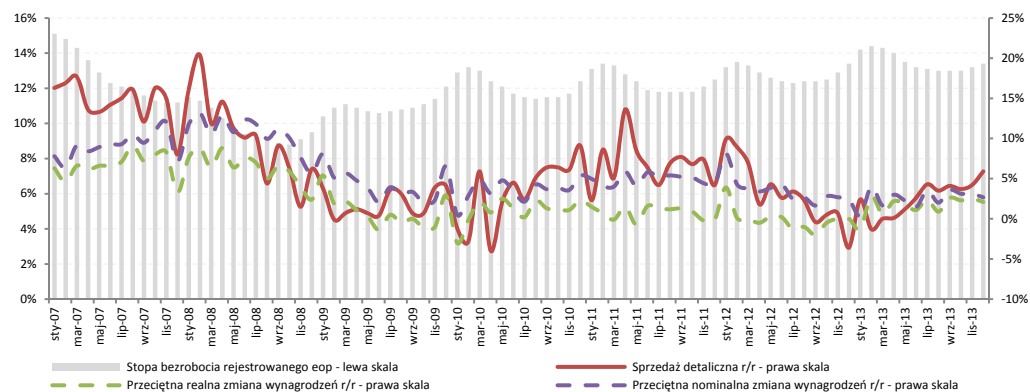
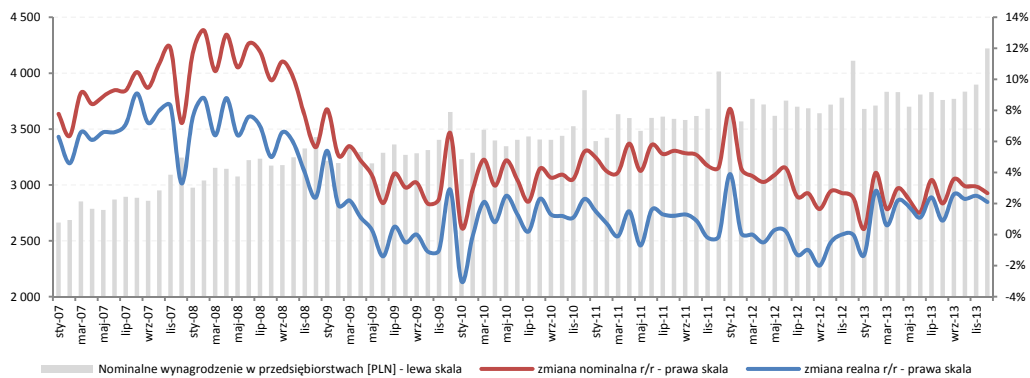
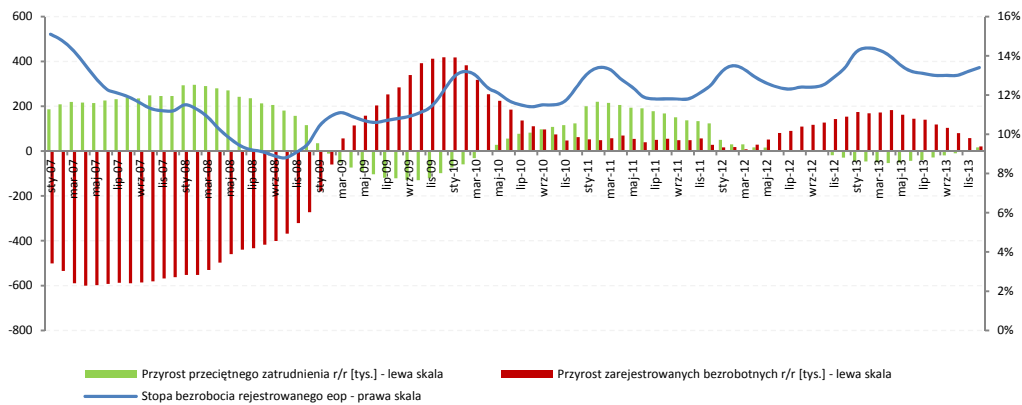
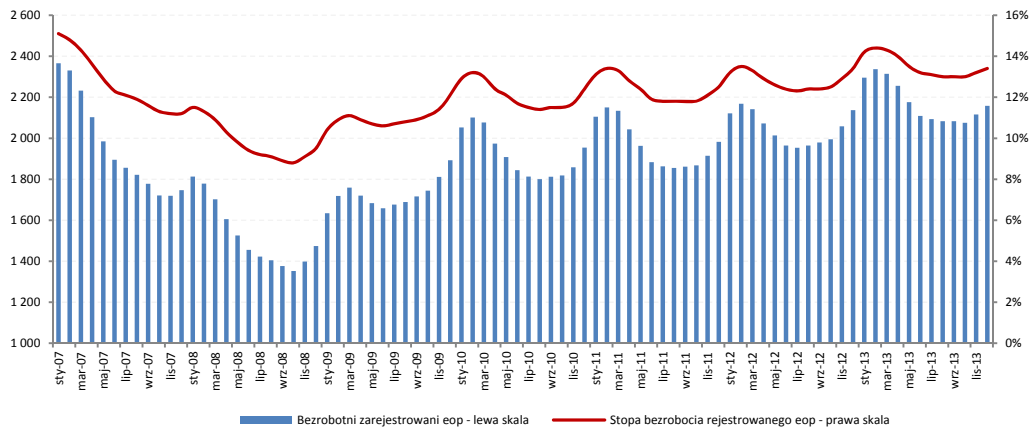
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

W dalszym ciągu niepokoić może trudna sytuacja na rynku pracy. Stopa bezrobocia kształtuje się ciągle na podwyższonym poziomie. Stopa bezrobocia w grudniu'14 wyniosła do 13.4%, czyli była taka jak w grudniu 2012 roku. Ogółem zarejestrowana liczba bezrobotnych wzrosła r/r o ok. 21 tys. osób, co oznacza wzrost o ok. 1% r/r. W grudniu'14 dostrzegamy drugi miesiąc z rzędu bardzo umiarkowany wzrost przeciętnego zatrudnienia (+17 tys r/r).

Przy wysokim poziomie bezrobocia oraz bardzo kruchym przyroście liczby miejsc pracy w gospodarce (dane za listopad-grudzień) dynamika wynagrodzeń jest bardzo płaska. Wg danych GUS w grudniu nominalne i realne wynagrodzenia wzrosły odpowiednio o 2.7% i 2.1% r/r. W 2014 roku, wg nas, trzeba liczyć się z rozluźnieniem dyscypliny płac (m.in. efekt nadchodzących wyborów).

W 2H'13 odnotowano ożywienie w sprzedaży detalicznej pomimo trudnej sytuacji na rynku pracy. Pozytywny wpływ na sprzedaż detaliczną mogło mieć m.in. złagodzenie polityki kredytowej banków, co wspiera poziom wydatków konsumentów. W grudniu sprzedaż detaliczna wg GUS wzrosła aż o 5.9% r/r.

Sytuacja na rynku pracy oraz sprzedaż detaliczna w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

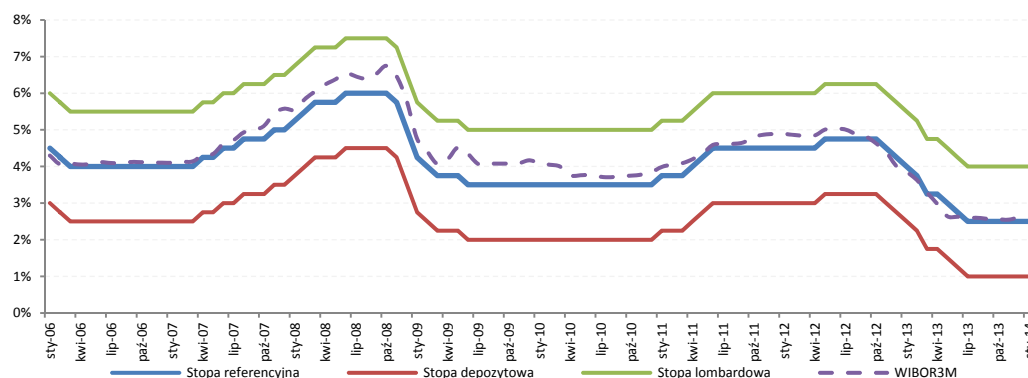
Po ostatnim posiedzeniu RPP nie doszło do zmian kosztu pieniądza w Polsce. Rada podtrzymała ocenę, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione co najmniej do końca 1H'14. Zatem stopa referencyjna dalej wynosi 2.5%, depozytowa 1.0%, lombardowa 4.0%, z kolei stopa redyskonta weksli 2.75%. Ze strony RPP nie oczekujemy zaskoczeń w perspektywie 1H'14. Stopy procentowe nie powinny być wyższe niż obecnie (EBC też powinien utrzymywać obecną łagodną politykę) i pierwszych podwyżek spodziewamy się dopiero w 2H'14.

Koszt pieniądza w Polsce w latach 2010-2013

	1Q'10	2Q'10	3Q'10	4Q'10	1Q'11	2Q'11	3Q'11	4Q'11	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13
Stopa referencyjna	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.8%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.8%	4.8%	4.3%	3.3%	2.8%	2.5%	2.5%
Stopa depozytowa	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.3%	3.3%	2.8%	1.8%	1.3%	1.0%	1.0%
Stopa lombardowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.3%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.3%	6.3%	5.8%	4.8%	4.3%	4.0%	4.0%
WIBOR3M	4.0%	3.8%	3.7%	3.9%	4.1%	4.6%	4.7%	4.9%	4.8%	5.0%	4.8%	4.0%	3.3%	2.6%	2.6%	2.6%
WIBOR6M	4.1%	3.9%	4.0%	4.1%	4.3%	4.7%	4.8%	4.9%	4.9%	5.0%	4.8%	4.0%	3.3%	2.6%	2.6%	2.6%
10 letnie obligacje	5.5%	5.9%	5.5%	6.1%	6.3%	5.8%	5.9%	5.9%	5.5%	5.1%	4.7%	3.7%	3.9%	4.3%	4.5%	4.3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., NBP, Bloomberg

Podstawowe stopy określające koszt pieniądza w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., NBP, Bloomberg

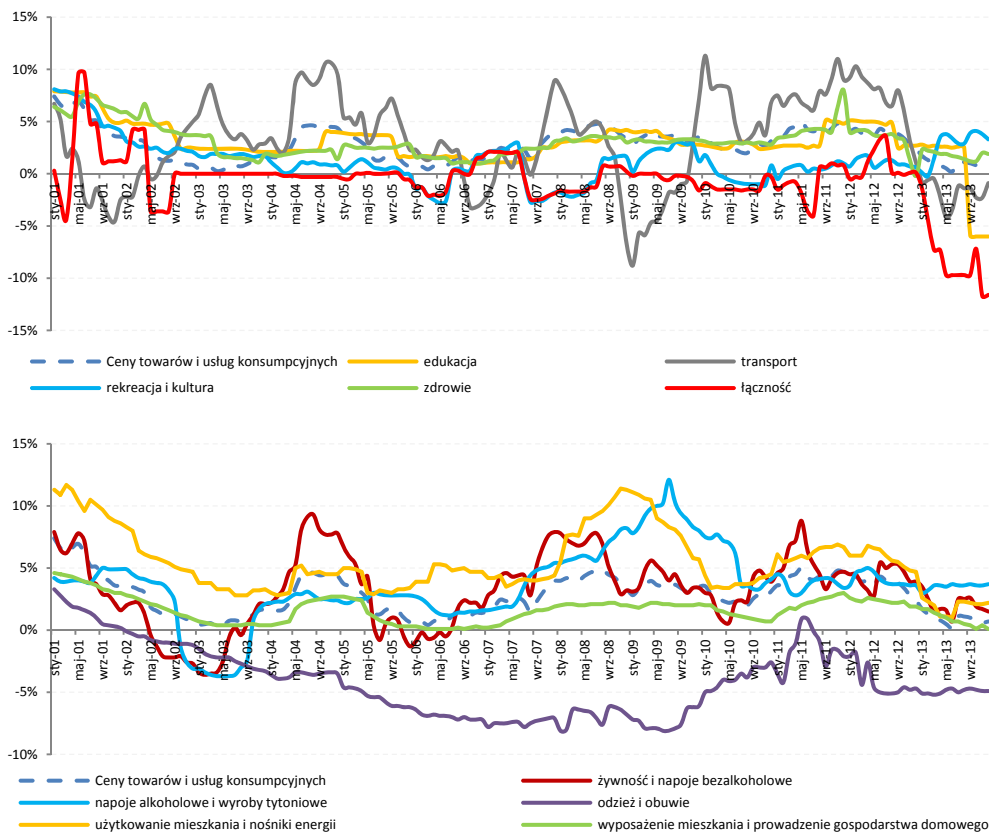
Inflacja CPI w grudniu 2013 roku wyniosła 0,7%, pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego RPP. W średnim terminie nie spodziewamy się presji inflacyjnej z zewnątrz (m.in. niska inflacja w UE, presja na spadki cen surowców). Niską presję kosztową w gospodarce sygnalizuje też utrzymanie spadku cen produkcji sprzedanej przemysłu. Uważamy, że z dzisiejszej perspektywy czynniki ryzyka dla inflacji równoważą się i jest szansa na utrzymanie inflacji na obecnych niskich pułapach.

Zachowanie CPI oraz PPI w Polsce w 2013 roku

	sty-13	lut-13	mar-13	kwi-13	maj-13	cze-13	lip-13	sie-13	wrz-13	paź-13	lis-13	gru-13
Ceny towarów i usług kons.	1.7%	1.3%	1.0%	0.8%	0.5%	0.2%	1.1%	1.1%	1.0%	0.8%	0.6%	0.7%
żywność i napoje bezalkoholowe	3.5%	2.5%	1.5%	1.7%	1.6%	0.7%	2.5%	2.5%	2.6%	1.9%	1.7%	1.5%
napoje alkoholowe i tytoń	3.0%	3.2%	3.6%	3.6%	3.5%	3.7%	3.6%	3.6%	3.7%	3.6%	3.6%	3.7%
odzież i obuwie	-5.1%	-5.1%	-5.2%	-5.1%	-4.8%	-4.7%	-5.0%	-4.8%	-4.7%	-4.8%	-4.9%	-4.9%
użytkowanie mieszkania i energia	2.6%	2.3%	2.0%	1.1%	1.1%	1.0%	2.3%	2.3%	2.2%	2.1%	2.1%	2.2%
wyposażenie mieszkania	1.7%	1.7%	1.4%	1.2%	1.0%	0.7%	0.7%	0.5%	0.4%	0.1%	0.4%	0.1%
zdrowie	2.3%	2.2%	2.1%	1.9%	1.9%	1.7%	1.6%	1.4%	1.2%	1.2%	2.0%	1.9%
transport	-0.8%	-0.6%	-0.5%	-2.2%	-4.2%	-3.5%	-1.2%	-1.4%	-1.4%	-2.3%	-2.3%	-0.9%
łączność	-1.4%	-4.5%	-7.3%	-7.3%	-9.7%	-9.7%	-9.7%	-9.7%	-9.7%	-7.2%	-11.7%	-11.6%
rekreacja i kultura	0.1%	-0.2%	1.5%	3.5%	3.8%	3.4%	2.9%	2.9%	3.9%	4.1%	3.8%	3.3%
edukacja	2.8%	2.6%	2.7%	2.6%	2.6%	2.5%	2.6%	2.5%	-5.9%	-6.0%	-6.0%	-6.0%
Ceny produkcji w przemyśle	-1.2%	-0.3%	-0.7%	-2.1%	-2.5%	-1.3%	-0.8%	-1.1%	-1.4%	-1.4%	-1.5%	-0.9%
górnictwo i wydobywanie	-8.8%	-7.8%	-8.8%	-11.0%	-11.3%	-11.0%	-12.0%	-10.7%	-12.3%	-10.6%	-10.0%	-9.7%
przetwórstwo przemysłowe	-1.2%	-0.1%	-0.5%	-1.7%	-2.1%	-0.7%	0.0%	-0.5%	-0.8%	-0.8%	-1.0%	-0.2%
wytwarzanie energii, gazu	2.5%	2.2%	2.1%	-1.4%	-1.4%	-1.3%	-1.5%	-1.5%	-1.6%	-1.6%	-1.6%	-1.6%
dostawa wody; odpady	2.1%	1.6%	1.3%	1.1%	1.5%	1.9%	1.9%	1.4%	1.7%	1.6%	1.7%	1.5%

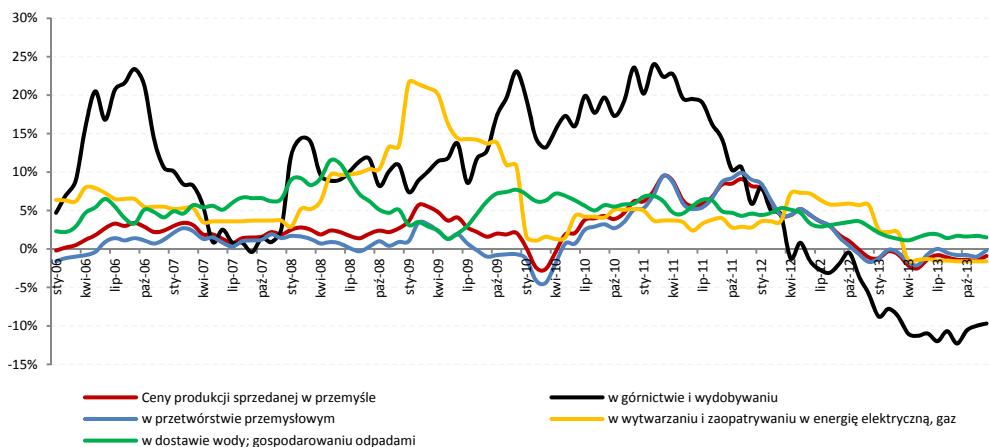
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Zachowanie cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce



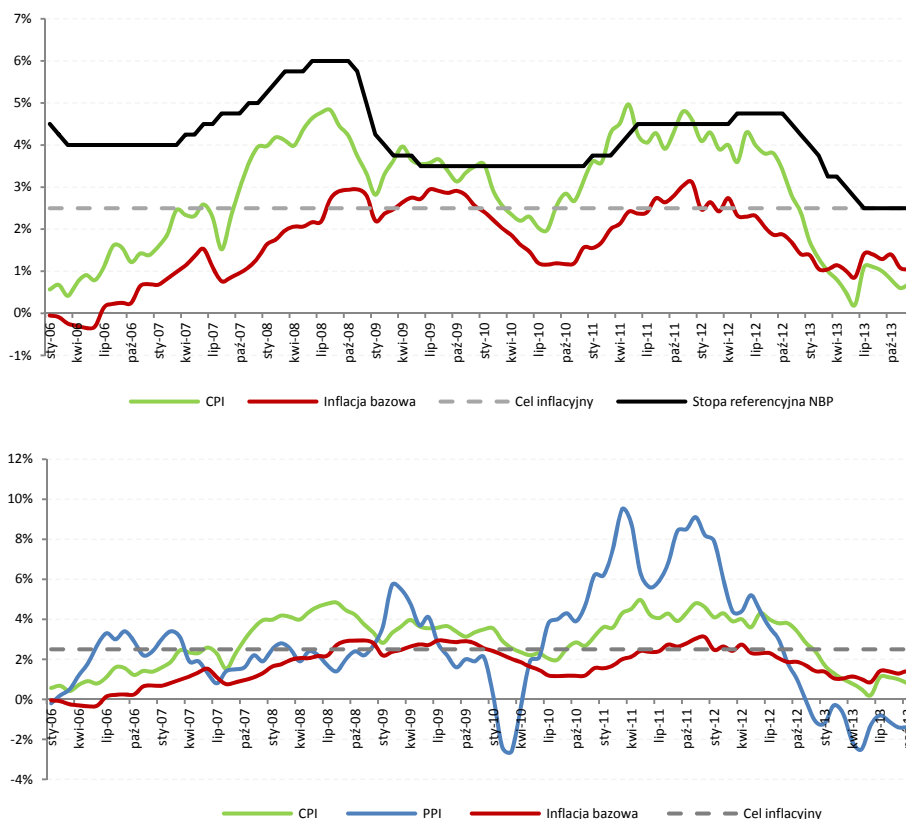
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Zachowanie cen produkcji sprzedanej w przemyśle w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Zachowanie cen oraz koszty pieniądza w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Wybrane założenia NBP dla projekcji inflacji i PKB (opracowanie z listopada 2013 roku)

		2011	2012	2013P	2014P	2015P
CPI	[% , r/r]	4.3	3.7	1	1.7	1.9
Ceny żywności	[% , r/r]	5.4	4.3	2.1	2	2
Ceny energii	[% , r/r]	9.1	7.9	-1.3	1.8	3
Wskaźnik inflacji po wyłączeniu żywności i energii	[% , r/r]	2.4	2.2	1.2	1.4	1.5
PKB	[% , r/r]	4.5	1.9	1.3	2.9	3.3
Popyt krajowy	[% , r/r]	3.6	-0.2	-0.5	3	3.9
Spożycie indywidualne	[% , r/r]	2.6	0.8	0.7	2.3	2.9
Spożycie zbiorowe	[% , r/r]	-1.5	0.1	1.5	1.7	2.5
Nakłady inwestycyjne	[% , r/r]	8.5	-0.8	-1.9	3.1	7.6
Wkład eksportu netto	[% , r/r]	0.9	2.1	1.8	0	-0.5
Eksport	[% , r/r]	7.7	2.8	3.1	5.2	6.2
Import	[% , r/r]	5.5	-1.8	-0.8	5.5	7.7
Płace brutto	[% , r/r]	5.2	3.7	3.2	3.9	4.6
Liczba pracujących	[% , r/r]	1	0.2	-0.6	-0.4	0.3
Wydajność pracy	[% , r/r]	3.5	1.8	1.9	3.4	3
Jednostkowy koszt pracy	[% , r/r]	1.6	2.8	1.9	0.6	1.5

Źródło: NBP

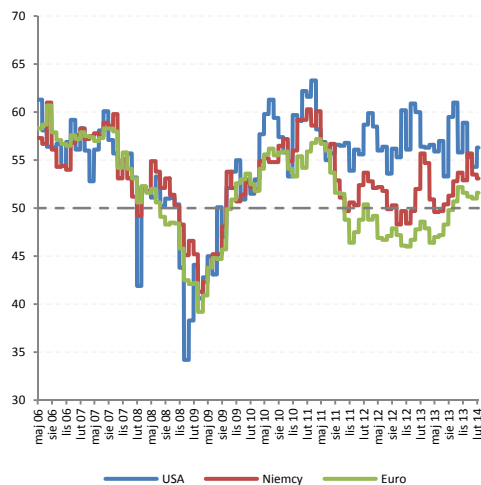
PROGNOZY PKB DLA WYBRANYCH KRAJÓW

Rok 2013 pokazał, że sukcesem okazały się podjęte działania zmierzające do redukcji „nadmiernej” premii za ryzyko obligacji krajów UE. Z drugiej strony, tak jak się obawialiśmy, pożądany przez EBC mechanizm transmisyjny w kierunku zwiększenia aktywności w realnej gospodarce jest mocno ograniczony. Ostatnie odczyty makro dla krajów strefy euro wskazywać mogą na przyspieszenie pozytywnych tendencji ożywienia gospodarki, niemniej jest to jednak ciągle skala niewystarczająca. Na ostatniej konferencji, prezes Draghi potwierdził, że EBC jest i będzie gotowy do użycia nowych instrumentów w sytuacji niestabilności rynków. Prezes EBC podtrzymał opinię o konieczności utrzymania obecnej akomodacyjnej polityki. Podkreślił też, że mogą zostać podjęte kolejne działania, w sytuacji kiedy projekcja inflacji w strefie euro będzie niepokojąco niska dla pobudzenia aktywności gospodarczej (możliwe decyzje już w marcu'14). Dlatego w średnim terminie uważamy, że nadal należy oczekiwać pozostawienia przez EBC stóp procentowych na obecnym pułapie lub niższym. Warto mieć też na uwadze poprawę jakościową w zakresie stabilizacji europejskiego systemu finansowego (EBC obecnie podkreśla potrzebę zwiększonego zainteresowanie inwestycji przez sektor prywatny w sektor bankowy).

W USA ostatni miesiąc przyniósł niejednoznaczne odczyty makro. Niemniej uważamy, że gospodarka USA trwale powróciła na ścieżkę poprawy koniunktury. Konsekwencją tego jest zapoczątkowany przez Fed w grudniu'13 proces odchodzenia od wcześniejszego programu luzowania (ostatnio drugi raz z rzędu ograniczono skalę skupu aktywów z rynku). Podczas swojego wystąpienia przed Kongresem szefowa Fed zakomunikowała, że należy utrzymać obecną politykę banku centralnego do czasu przywrócenia „pełnego” zatrudnienia w gospodarce USA przy utrzymaniu stabilności cen. Zatem przyszła ścieżka wygaszania programu luzowania może mieć różny kształt w zależności od odczytów makro.

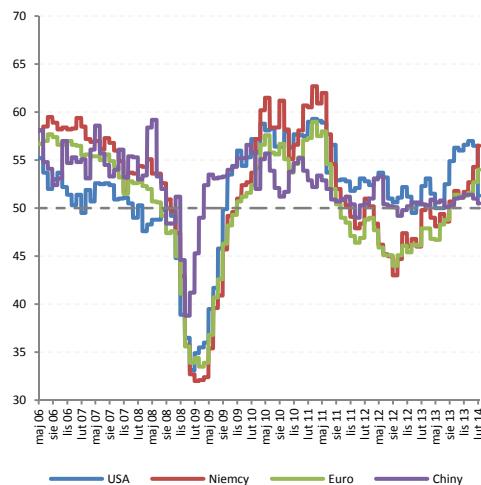
Oczy inwestorów w kolejnych kwartałach będą zwrócone wreszcie na kondycję chińskiej gospodarki. Styczeń bowiem przyniósł kolejną falę wątpliwości o możliwości utrzymania wysokiej dynamiki PKB. Dalsze sygnały o spadku dynamiki PKB mogą być nerwowo przyjmowane szczególnie na rynkach surowców, gdzie ceny w większości, w naszej opinii, są wysokie.

PMI/ISM Przemysłu dla wybranych krajów



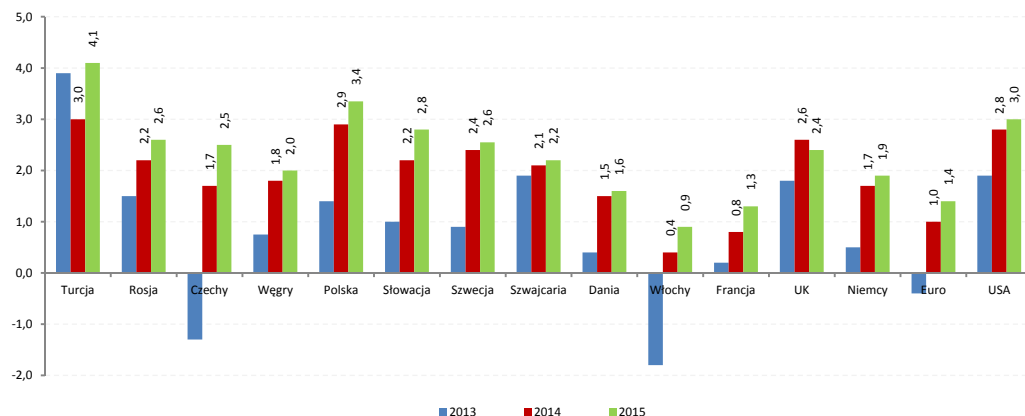
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PMI/ISM Usług dla wybranych krajów



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Prognozy zmiany PKB r/r w wybranych krajach (konsensus)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Prognozy makro dla wybranych państw (konsensus) na lata 2013-2015

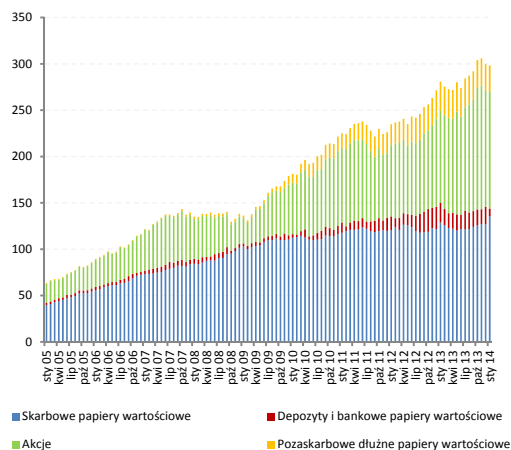
	PKB zmiana r/r [%]			CPI zmiana r/r [%]			Stopa bezrobocia [%]			Deficyt budżetowy [% PKB]	
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014
Ameryka Płd.	3.0	3.2	3.6	9.6	11.8	11.1	6.8	7.0	7.0	-2.3	-2.8
Argentyna	3.2	2.3	2.4	10.6	12.7	14.9	7.5	7.9	8.1	-2.6	-3.0
Brazylia	2.3	2.1	2.6	6.2	6.0	5.6	5.5	5.8	6.0	-3.3	-3.9
Chile	4.2	4.2	4.5	1.8	3.0	3.0	6.0	6.5	7.3	-0.9	-0.8
Kolumbia	4.0	4.5	4.6	2.1	2.9	3.1	9.7	9.4	9.1	-2.2	-2.1
Meksyk	1.3	3.4	3.8	3.8	3.8	3.6	5.0	4.8	4.6	-2.4	-3.5
Peru	5.1	5.5	5.7	2.9	2.7	2.5	6.1	6.6	6.2	0.5	0.0
Wenezuela	1.2	0.8	1.5	39.7	51.8	45.1	7.9	8.2	7.9	-5.5	-6.0
CEE	1.3	2.4	2.9	3.4	3.3	3.6	9.4	9.2	8.9	-2.5	-2.6
Czechy	-1.3	1.7	2.5	1.4	1.3	2.1	7.7	7.4	7.2	-2.9	-2.9
Węgry	0.8	1.8	2.0	1.8	2.2	3.0	10.5	10.3	10.1	-2.9	-3.0
Polska	1.4	2.9	3.4	0.9	1.8	2.5	13.5	13.2	12.7	-4.5	-3.7
Słowacja	1.0	2.2	2.8	1.6	1.7	2.3	14.3	13.9	13.5	-3.0	-2.9
Rosja	1.5	2.2	2.6	6.8	5.5	5.0	5.5	5.7	5.6	-0.5	-0.7
Turcja	3.9	3.0	4.1	7.5	7.3	6.5	9.5	9.5	9.3	-1.3	-2.2
Iceland	1.8	2.8	2.7	3.5	3.5	3.8	4.6	4.2	3.7		
MEA	3.7	3.7	3.9	3.6	4.0	4.0	13.7	13.6	12.8	3.3	1.8
Izrael	3.5	3.4	3.5	1.6	1.9	2.2	6.5	6.8	6.8	-3.7	-3.0
Ameryka Płd	1.9	2.8	3.3	5.8	5.7	5.5	24.9	24.9	24.6	-4.4	-4.2
Bahrain	4.1	3.6	3.6	3.0	2.6	2.5				-3.0	-4.2
Egipt	2.1	2.8	3.8	9.4	9.9	9.0	13.5	13.3	13.0	-13.2	-12.0
Kuwejt	3.0	3.1	3.4	3.0	3.5	3.6				26.0	21.4
Oman	4.7	4.5	4.3	1.4	2.9	3.0				4.5	2.0
Katar	5.6	5.4	5.8	3.2	3.7	4.0				8.0	5.4
Arabia Saudyjska	4.0	4.4	4.0	3.7	3.5	3.8	10.0	9.5	7.0	8.0	5.2
Zjed. Emiraty	4.1	3.8	3.7	1.3	2.5	2.7				7.5	5.4
Azja	4.5	4.8	5.0	3.5	4.2	4.2	3.9	3.8	3.7	-2.0	-1.9
Chiny	7.7	7.4	7.2	2.6	3.1	3.4	4.1	4.1	4.1	-2.0	-2.0
Hong Kong	3.0	3.6	3.7	4.3	3.8	3.9	3.3	3.3	3.1	2.0	1.4
Indie	5.0	4.7	5.4	6.1	9.6	8.4				-5.2	-5.0
Indonezja	5.7	5.4	6.0	7.0	6.5	5.5	6.4	5.9	5.8	-2.2	-1.9
Korea Płd	2.7	3.5	3.6	1.2	2.3	2.8	3.2	3.1	3.0	0.8	1.0
Malezja	4.5	5.0	5.0	2.1	2.9	3.4	3.2	3.1		-4.2	-3.7
Filipiny	7.0	6.4	6.3	2.9	3.9	4.0	7.0	7.0	7.2	-2.1	-2.1
Singapur	3.6	3.6	3.9	2.4	3.0	2.6	1.9	1.8	1.8	0.7	0.5
Tajwan	2.1	3.5	3.8	0.9	1.5	1.6	4.2	4.1	4.0	-1.6	-1.4
Tajlandia	3.1	4.0	4.6	2.2	2.6	2.8	0.8	0.8	0.9	-2.5	-2.5
Wietnam	5.4	5.6	5.9	6.6	7.3	7.5	4.6	4.5		-5.4	-5.0
G-10	1.1	1.9	2.1	1.2	1.6	1.8	7.2	7.1	6.8	-1.8	-1.4
USA	1.9	2.8	3.0	1.5	1.6	2.0	7.4	6.6	6.0	-4.1	-3.5
Japonia	1.7	1.6	1.2	0.3	2.4	1.7	4.0	3.9	3.8	-9.5	-8.0
Euro	-0.4	1.0	1.4	1.4	1.1	1.5	12.1	12.1	11.9	-3.1	-2.6
UK	1.8	2.6	2.4	2.6	2.1	2.1	7.6	7.1	6.8	-6.1	-5.0
Kanada	1.7	2.3	2.5	1.0	1.5	1.9	7.1	6.9	6.6	-1.4	-0.9
Australia	2.4	2.8	2.9	2.4	2.6	2.5	5.7	6.0	5.8	-1.8	-2.0
Szwecja	0.9	2.4	2.6	0.1	1.2	2.0	8.1	7.9	7.6	-1.2	-1.1
Nowa Zelandia	2.7	3.0	2.8	1.1	2.0	2.4	6.2	5.7	5.4	-2.2	-1.2
Szwajcaria	1.9	2.1	2.2	-0.2	0.4	0.9	3.2	3.1	3.0	0.2	0.4
Dania	0.4	1.5	1.6	0.8	1.5	1.7	6.0	6.0	5.8	-1.7	-1.7
Norwegia	1.9	2.3	2.4	2.1	2.0	2.1	3.5	3.6	3.9	12.4	12.1
Niemcy	0.5	1.7	1.9	1.6	1.5	1.9	6.9	6.8	6.5	0.0	0.0
Francja	0.2	0.8	1.3	1.0	1.3	1.4	10.9	10.9	10.8	-4.1	-3.7
Włochy	-1.8	0.4	0.9	1.3	1.0	1.3	12.2	12.4	12.1	-3.1	-2.8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

AKTYWA ZARZĄDZANE PRZEZ OFE

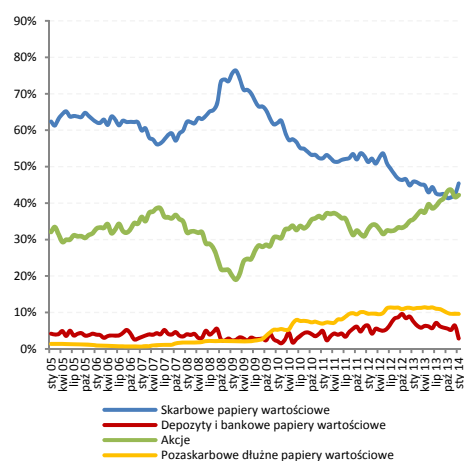
W styczniu 2014 roku ZUS przekazał do OFE ok. 1.07 mld PLN. Na koniec stycznia 2014 roku aktywa zarządzane przez OFE wynosiły prawie 298.15 mld PLN, z czego ok 125.7 mld PLN przypadało na akcje. W lutym wraz z wejściem w życie przepisów o zmianach w sposobie funkcjonowania systemu emerytalnego doszło do przekazania skarbowych papierów wartościowych. Tym samym struktura portfela zarządzanego przez fundusze będzie już istotnie inna.

Wartość aktywów OFE w podziale na gł. kategorie [mld PLN]



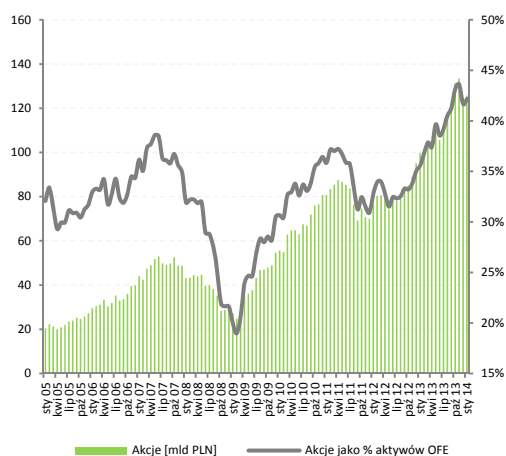
Źródło: KNF, Dom Maklerski BDM S.A.

Struktura aktywów OFE [mld PLN]



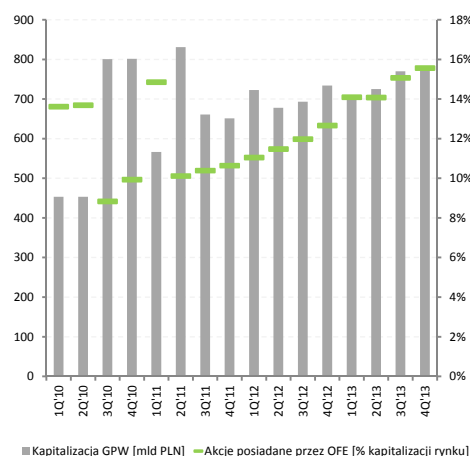
Źródło: KNF, Dom Maklerski BDM S.A.

Wartość portfela akcji posiadanego przez OFE [mld PLN]



Źródło: KNF, Dom Maklerski BDM S.A.

Akcje posiadane przez OFE jako % kapitalizacji GPW



Źródło: GPW, KNF, Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciek Bobrowski**

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

strategia, media/rozrywka, banki,
spółki stalowe

Krzysztof Pado

Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak

tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Dariusz Wareluk**

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz

tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT – wynik na działalności operacyjnej
EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
WACC – średni ważony koszt kapitału
CAGR – średnioroczny wzrost
EPS – zysk netto na 1 akcję
DPS – dywidenda na 1 akcję
CEPS – suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
ROA – stosunek zysku netto do aktywów
marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
Cena docelowa – teoretyczna cena, jaką według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Klauzule:

Opracowanie jest przeznaczone wyłącznie dla klientów DM BDM, którzy otrzymali je bezpośrednio od DM BDM.

Portfel nie jest podstawą żadnej rekomendacji kupna bądź sprzedaży w rozumieniu obowiązującego prawa i nie powinien być tak interpretowany. DM BDM nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. Portfel ma charakter czysto informacyjny, a akcje i inne instrumenty dobrane są do niego na podstawie wiedzy i poglądów autorów.

Niniejszy raport jest skierowany do inwestorów obsługiwanych przez BDM. Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz i Informacji. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 12.02.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 13.02.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.

Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM, jego pracownicy lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Pomiędzy BDM a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.