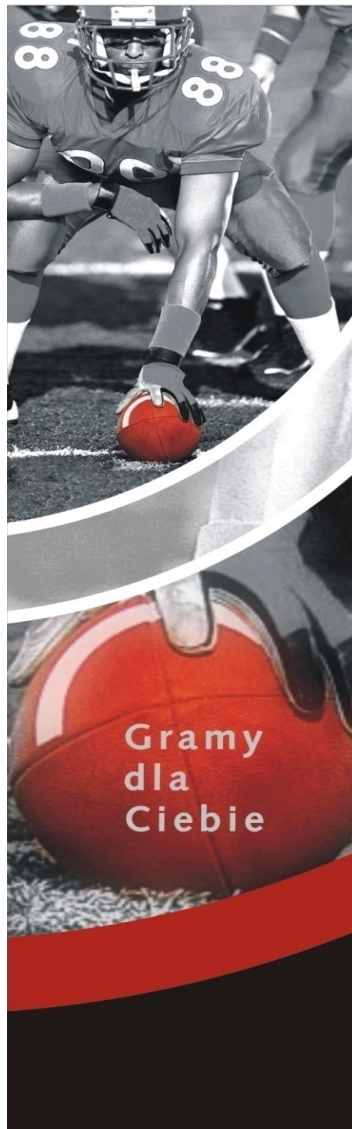


PORTFEL MIESIĘCZNY

17.03.2014 Numer 3/2014



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.

Przeciętne wyniki ostatniej edycji

Wyniki ostatniej edycji oceniamy przeciętnie. Portfel zanotował spadek jednak znacznie mniejszy niż erozja szerokiego rynku. Najlepszą propozycją pod względem stóp zwrotu okazał się Marvipol oraz UniCredit. Największe spadki zanotowały Elektobudowa, Arctic Paper, PA NOVA i Wasko. Ogółem w minionej edycji strata portfela wyniosła prawie 3.3%, w tym czasie WIG spadł o ok. 6.6%.

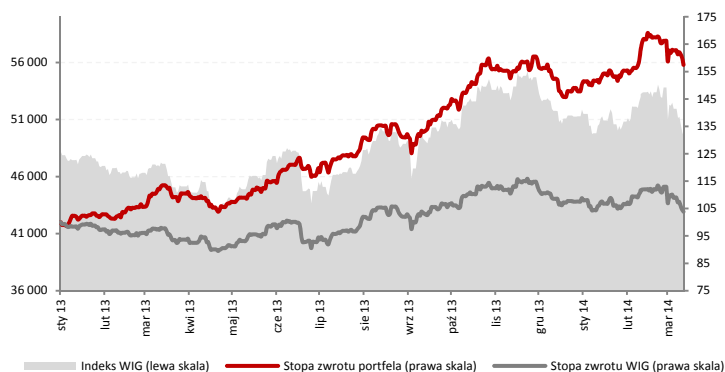
W krótkim terminie brakuje nam impulsów do poprawy koniunktury

W lutowej edycji zwracaliśmy uwagę, że fala wzrostów właśnie dobiega końca. Tak też się stało z tym, że liczyliśmy na walkę popytu o utrzymanie wcześniejszych zdobyczy. Zdarzenia międzynarodowe miały jednak istotnie negatywny wpływ na poziom cen i ostatnie dwa tygodnie były bardzo trudne dla inwestorów. W obecnej edycji jesteśmy nastawienie bardziej pesymistycznie co do perspektyw rynku w krótkim terminie. Uważamy, że sytuacja nie sprzyja inwestycjom w akcje. Z czynników wewnętrznych oceniamy, że dobiegający końca sezon publikacji wyników za 4Q'13 jest neutralny i nie dał zbyt wielu pozytywnych zaskoczeń mogących istotnie wpłynąć na poziomy indeksów. Wreszcie nie należy lekceważyć ryzyka pojawiania się dalszych perturbacji związanych z pogłębieniem obserwowanego napięcia geopolitycznego związanego z konfliktem Rosja-Ukraina. Niepokoi nas też o kolejne negatywne informacje napływające ze strony chińskich przedsiębiorstw sugerujących, że gospodarka tego kraju stoi w obliczu poważnych zagrożeń dla utrzymania „obiecanej” przez tamtejsze władze dynamiki wzrostu PKB.

Czy aby nie mijamy właśnie szczytu optymizmu związanego z przyspieszeniem dynamiki wzrostu PKB w Polsce?

W Polsce ostatnie odczyty sugerujące utrwalenie ożywienia wzrostu aktywności gospodarczej wpłynęły już na szereg korekt założeń in plus na lata 2014-2015. Obawiamy się, że znajdujemy się w momencie, kiedy wyraźnie wzrosło ryzyko, że w kolejnych miesiącach znacznie pojawiać się więcej głosów rozczarowania rozwojem sytuacji niż podstaw do dalszych korekt w górę. Po dobiegającym końcu sezonu publikacji wyników za 4Q'13 (który jest dla nas neutralny) dostrzegamy w wielu obszarach znacznie skromniejszy optymizm przedsiębiorców niż to było jeszcze w 2H'13. Ostatnia zaprezentowana w marcu'14 przez NBP ścieżka wzrostu krajowej gospodarki sugeruje, że w 2014 roku dynamika PKB wyniesie ok. 3.6% (w listopadzie'13 podawano ok. 2.9%), w 2015 roku będzie to ok. 3.7% (w listopadzie'13 była mowa o dynamice 3.3%), po czym w 2016 może nastąpić spadek dynamiki do 3.5% (m.in. efekt mniejszych inwestycji ze środków unijnych). Przedstawione przez NBP projekcje, jak podano, nie zawierają istotnych reperkusji dla polskiej gospodarki skutków konfliktu Rosja-Ukraina. Z obecnej perspektywy bardzo trudno zmaterializować pierwsze przyszłe negatywne następstwa, które poprzedzą ewentualne dalsze znaczące pozytywne aspekty odbudowy ukraińskiej gospodarki. W horyzoncie bieżącego 2014 roku spodziewamy się jednak ochłodzenia klimatu inwestycyjnego i boimy się, że najbliższe miesiące mogą być mniej optymistyczne niż budowane jeszcze na przełomie lutego i marca projekcje makro.

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	6
PROPOZYCJE DO PORTFELA	8
STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI	12
WYNIKI INDKESÓW SEKTOROWYCH NA GPW W 2014 ROKU	13
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI	14
PROGNOZY PKB DLA WYBRANYCH KRAJÓW	21
AKTYWA ZARZĄDZANE PRZEZ OFE	23

PODSUMOWANIE

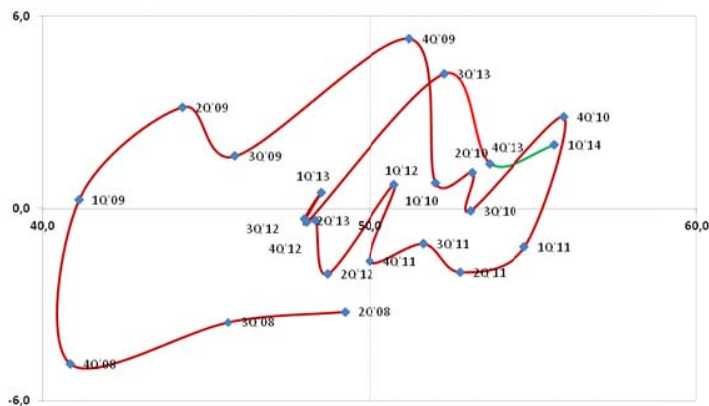
Początek 2014 roku jest zmienny i coraz bardziej wymagający dla warszawskiego parkietu

W lutowej edycji zwracaliśmy uwagę, że fala wzrostów właśnie dobiega końca. Tak też się stało z tym, że liczyliśmy na walkę popytu o utrzymanie wcześniejszych zdobyczy. Zdarzenia międzynarodowe miały jednak istotnie negatywny wpływ na poziom cen i ostatnie dwa tygodnie były bardzo trudne dla inwestorów. W obecnej edycji jesteśmy nastawieni bardziej pesymistycznie co do perspektyw rynku w krótkim terminie. Uważamy, że sytuacja nie sprzyja inwestycjom w akcje. Z czynników wewnętrznych oceniamy, że dobiegający końca sezon publikacji wyników za 4Q'13 jest neutralny i nie dał zbyt wielu pozytywnych zaskoczeń mogących istotnie wpłynąć na poziomy indeksów. Wreszcie nie należy lekceważyć ryzyka pojawiania się dalszych perturbacji związanych z pogłębieniem obserwowanego napięcia geopolitycznego związanego z konfliktem Rosja-Ukraina. Niepokoi nas też o kolejne negatywne informacje napływające ze strony chińskich przedsiębiorstw sugerujących, że gospodarka tego kraju stoi w obliczu poważnych zagrożeń dla utrzymania „obiecanej” przez tamtejsze władze dynamiki wzrostu PKB.

Czy aby nie mijamy właśnie szczytu optymizmu związanego z przyspieszeniem dynamiki wzrostu PKB w Polsce?

W Polsce ostatnie odczyty sugerujące utrwalenie ożywienia wzrostu aktywności gospodarczej wpłynęły już na szereg korekt założeń in plus na lata 2014-2015. Obawiamy się, że znajdujemy się w momencie, kiedy wyraźnie wzrosło ryzyko, że w kolejnych miesiącach zacznie pojawiać się więcej głosów rozczarowania rozwojem sytuacji niż podstaw do dalszych korekt w górę. Po dobiegającym końcu sezonu publikacji wyników za 4Q'13 (który jest dla nas neutralny) dostrzegamy w wielu obszarach znacznie skromniejszy optymizm przedsiębiorców niż to było jeszcze w 2H'13. Ostatnia zaprezentowana w marcu '14 przez NBP ścieżka wzrostu krajowej gospodarki sugeruje, że w 2014 roku dynamika PKB wyniesie ok. 3.6% (w listopadzie '13 podawano ok. 2.9%), w 2015 roku będzie to ok. 3.7% (w listopadzie '13 była mowa o dynamice 3.3%), po czym w 2016 może nastąpić spadek dynamiki do 3.5% (m.in. efekt mniejszych inwestycji ze środków unijnych). Przedstawione przez NBP projekcje, jak podano, nie zawierają istotnych reperkusji dla polskiej gospodarki skutków konfliktu Rosja-Ukraina. Z obecnej perspektywy bardzo trudno zmaterializować pierwsze przyszłe negatywne następstwa, które poprzedzą ewentualne dalsze znaczące pozytywne aspekty odbudowy ukraińskiej gospodarki. W horyzoncie bieżącego 2014 roku spodziewamy się jednak ochłodzenia klimatu inwestycyjnego i boimy się, że najbliższe miesiące mogą być mniej optymistyczne niż budowane jeszcze na przełomie lutego i marca projekcje makro.

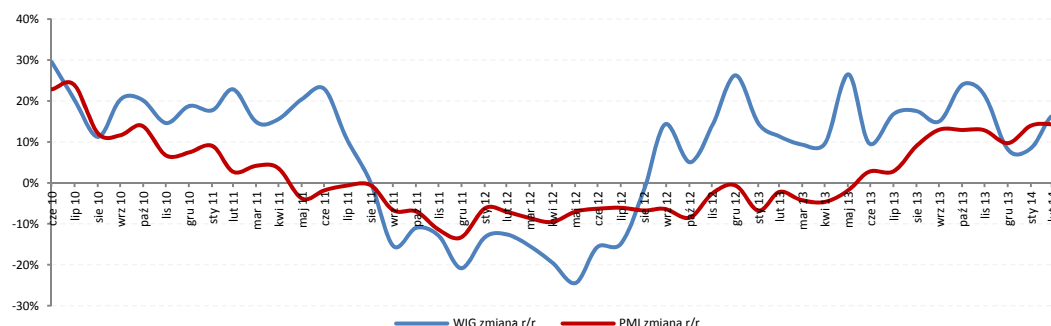
Zegar koniunktury w oparciu o odczyty PMI dla Polski



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wzrostowa ścieżka PMI wkroczyła w ostatnich miesiącach w zaawansowaną fazę cyklu koniunkturalnego (licząc od prawej dolnej ćwiartki: spowolnienie, recesja, ożywienie, boom). Ewentualny spadek PMI w ujęciu kwartalnym (obecne poziomy są bardzo bliskie szczytom z 4Q'10) wprowadzi w nas fazę spowolnienia dynamiki wzrostu (nawet w sytuacji, gdy sam indeks będzie utrzymywał się >50 pkt).

Indeks WIG na tle odczytów PMI



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Rok 2014 powinien przynieść oczekiwaną poprawę rezultatów wielu podmiotów i jednocześnie może być bardziej wymagający pod względem stóp zwrotu 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 pozytywne przełożenie na akceptowalne wyceny. Niemniej podkreślamy, że impuls do wzrostów jakim było podnoszenie prognoz dla wielu podmiotów będzie naszym zdaniem słabszy, a w obszarze obecnych ryzyk w miarę upływu czasu może materializować się dodatkowo 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 i w krótkim terminie ma teraz coraz mniejsze znaczenie.

Kluczowe ryzyka mogą mieć bardziej „materialny” charakter

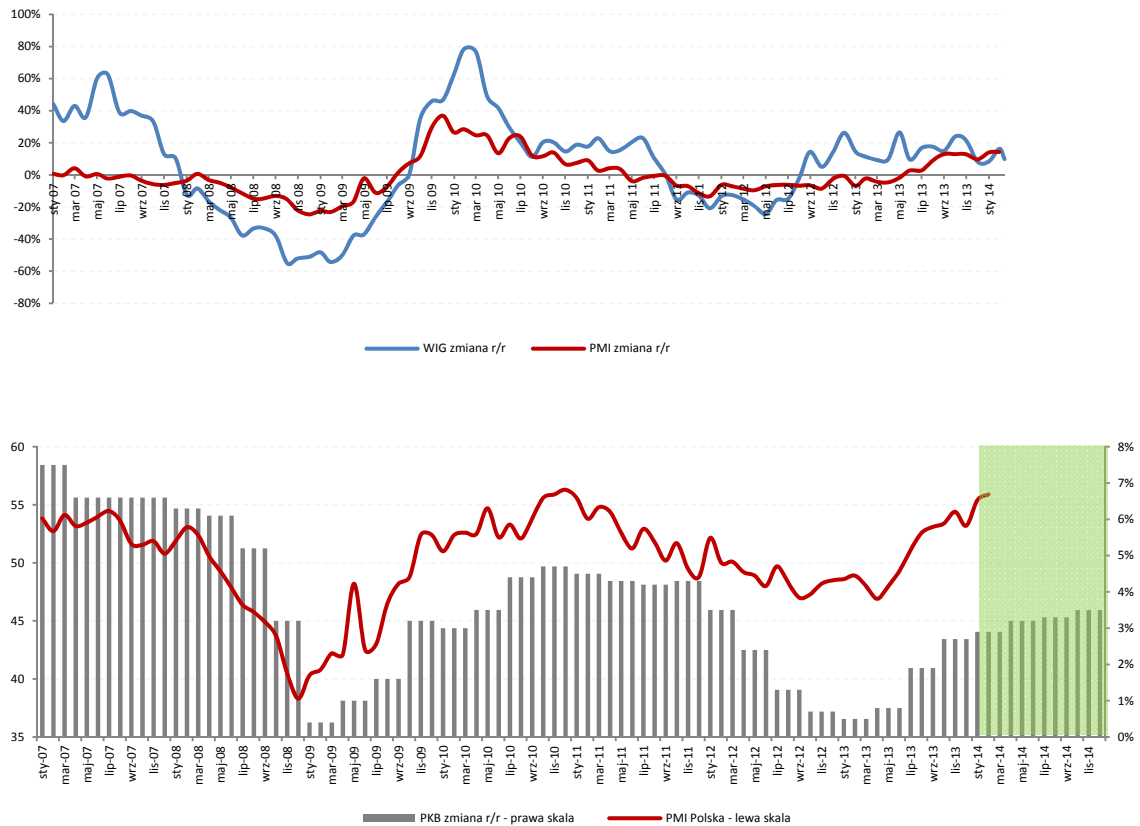
Podstawowym ryzykiem dla polskiego rynku kapitałowego w 2014 roku są wciąż zmiany w sposobie funkcjonowania OFE. Czy będzie to destrukcyjny wpływ przekonamy się w kolejnych kwartałach. Kluczowe znaczenie będzie miała liczba członków jaka pozostanie w systemie OFE. Długoterminowo wg nas należy liczyć 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 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). Ostatnie tygodnie pokazały też, że coraz bardziej nerwowo jest na rynku chińskim, gdzie pojawiają się coraz częstsze informacje o utracie płynności przez duże podmioty.

Do katalogu nowych zagrożeń należy dodać konflikt Rosja-Ukraina. Z obecnej perspektywy jednak bardzo trudno zmaterializować pierwsze przyszłe negatywne następstwa, które poprzedzą ewentualne dalsze znaczące pozytywne aspekty odbudowy ukraińskiej gospodarki.

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



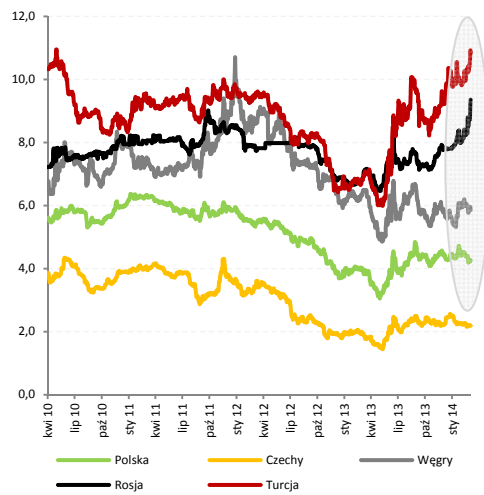
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

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

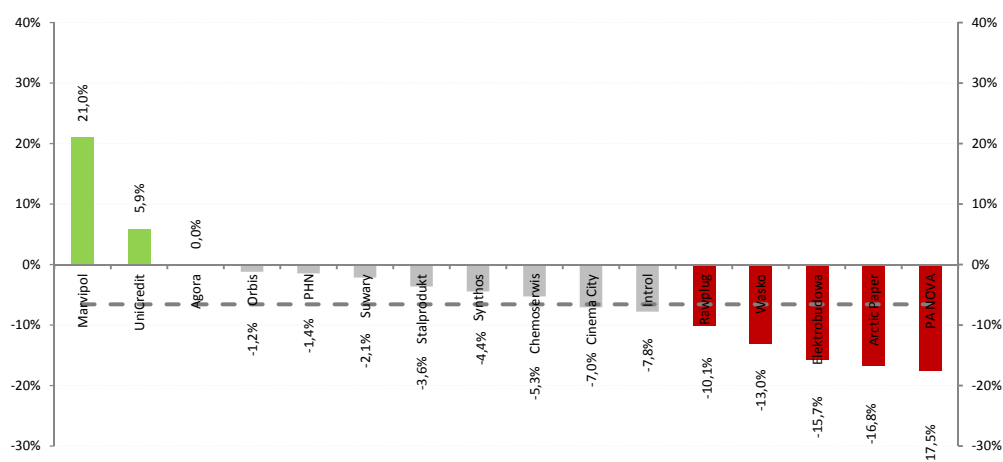
Wyniki ostatniej edycji oceniamy przeciętnie. Portfel zanotował spadek jednak znacznie mniejszy niż erozja szerokiego rynku. Najlepszą propozycją pod względem stóp zwrotu okazał się Marvipol oraz UniCredit. Największe spadki zanotowały Elektrobudowa, Arctic Paper, PA NOVA i Wasko. Ogółem w minionej edycji strata portfela wyniosła prawie 3.3%, w tym czasie WIG spadł o ok. 6.6%.

Wyniki portfela za ostatni okres

	Mkt Cap [mln PLN]	Zaangażowanie	Cena zakup 12.02.2014 [PLN/akcję]	Cena bieżąca 14.03.2014 [PLN/akcję]	Stopa zwrotu
UniCredit	141 046	10.0%	24.55	26.00	5.9%
Orbis	1 958	10.0%	42.50	42.00	-1.2%
Stalprodukt	1 319	10.0%	196.10	189.00	-3.6%
Agora	560	10.0%	11.00	11.00	0.0%
Synthos	6 868	7.5%	5.19	4.96	-4.4%
Cinema City	1 889	7.5%	36.90	34.30	-7.0%
Marvipol	219	7.5%	5.28	6.39	21.0%
PHN	1 272	5.0%	28.51	28.10	-1.4%
Elektrobudowa	598	5.0%	126.00	106.20	-15.7%
Rawplug	368	5.0%	11.29	10.15	-10.1%
Wasko	231	5.0%	2.53	2.20	-13.0%
PA NOVA	194	5.0%	19.40	16.00	-17.5%
Arctic Paper	173	5.0%	2.50	2.08	-16.8%
Introl	240	2.5%	9.00	8.30	-7.8%
Suway	67	2.5%	14.45	14.14	-2.1%
Chemoserwis	38	2.5%	0.19	0.18	-5.3%
Gotówka	---	0%	---	---	---
WIG	---	---	53 000	49 521	-6.56%
Stopa zwrotu portfela					-3.28%
Stopa zwrotu WIG					-6.56%

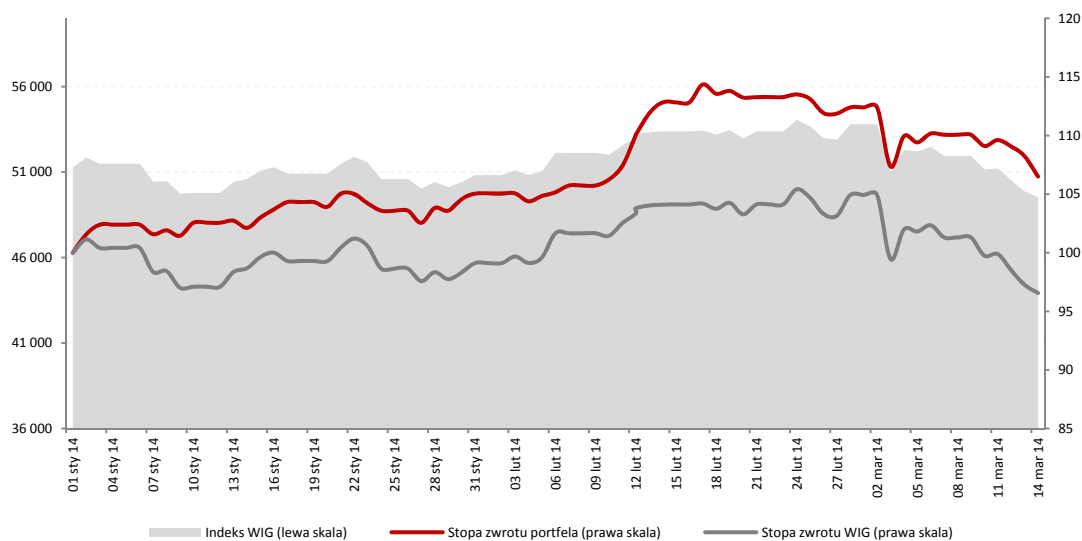
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Stopy zwrotu z poszczególnych aktywów na tle indeksu WIG



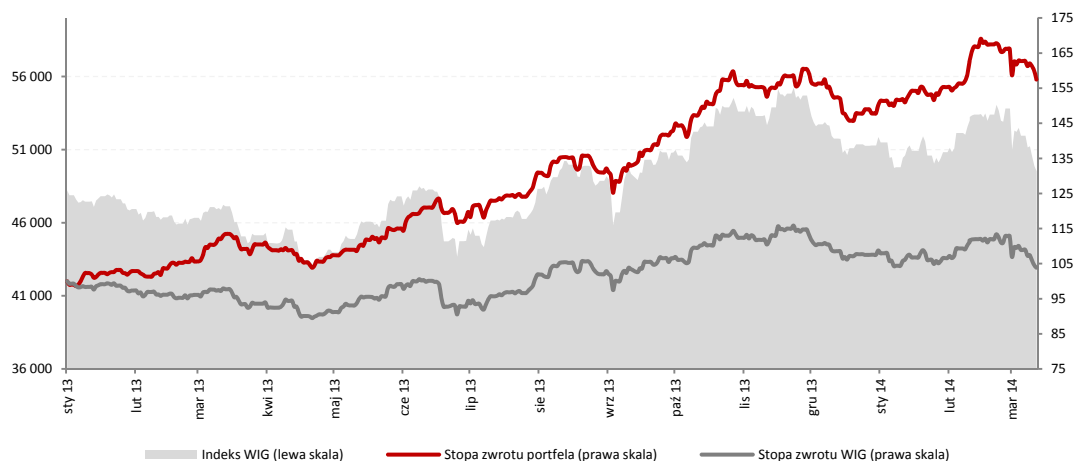
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Stopa zwrotu portfela w 2014 roku 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

W lutowej edycji zwracaliśmy uwagę, że fala wzrostów właśnie dobiega końca. Tak też się stało i liczyliśmy na walkę popytu o utrzymanie wcześniejszych zdobyczy. Zdarzenia międzynarodowe miały jednak istotnie negatywny wpływ na poziom cen i ostatnie dwa tygodnie były bardzo trudne dla inwestorów. W obecnej edycji jesteśmy nastawienie bardziej pesymistycznie co do perspektyw rynku w krótkim terminie. Uważamy, że obecna sytuacja nie sprzyja inwestycjom w akcje. Z czynników wewnętrznych oceniamy, że dobiegający końca sezon publikacji wyników za 4Q'13 jest neutralny i nie dał zbyt wielu pozytywnych zaskoczeń mogących istotnie wpłynąć na poziomy indeksów. Wreszcie nie należy lekceważyć ryzyka pojawiania się dalszych perturbacji związanych z pogłębieniem obserwowanego napięcia geopolitycznego związanego z konfliktem Rosja-Ukraina. Niepokoiimy się też o kolejne negatywne informacje napływające ze strony chińskich przedsiębiorstw sugerujących, że gospodarka tego kraju stoi w obliczu poważnych zagrożeń dla utrzymania „obiecanej” przez tamtejsze władze dynamiki wzrostu PKB.

Zamykamy pozycje na:

- Synthos – obawa o korektę in minus założeń na kolejne okresy
- Elektrobudowa - brak silnych pozytywnych impulsów w krótkim terminie
- Rawplug - brak silnych pozytywnych impulsów w krótkim terminie
- Wasko – zlekceważyliśmy skalę odpisów jaka została ujęta w 4Q'13, korekta in minus założeń dla spółki na 1H'14, nadal liczymy na ok. 18- 19 mln PLN zysku netto za 2014 rok
- Arctic paper – duże ryzyko związane z publikacją wyników finansowych
- Introl – brak silnych pozytywnych impulsów w krótkim terminie



Nowe spółki w portfelu:

- ATM Grupa – dobra ścieżka poprawy wyników
- Elektrotim – niskie wskaźniki, komfortowa sytuacja płynnościowa



Propozycje do portfela

	Mkt Cap [mln]	Waga	Cena zakupu [PLN/akcję]*	zmiana kursu %			
				1M	3M	6M	YTD
UniCredit	151 171	15.0%	26.00	4.0	23.7	30.9	15.6
Orbis	1 935	10.0%	42.00	-4.5	10.5	23.6	4.5
Global City	1 756	10.0%	34.30	-2.6	7.2	12.0	7.7
PHN	1 287	10.0%	28.10	-4.1	15.2	-2.4	4.7
Stalprodukt	1 271	10.0%	189.00	-7.6	-5.3	1.1	3.3
Agora	560	10.0%	11.00	-2.0	5.0	19.6	12.4
Marvipol	266	10.0%	6.39	1.1	8.5	22.2	21.5
ATM Grupa (nowa)	255	10.0%	3.02	-5.6	-2.3	28.5	0.7
PA NOVA	160	5.0%	16.00	-17.7	-9.9	-19.6	-11.0
Elektrotim (nowa)	108	5.0%	10.80	8.0	22.7	25.4	20.0
Suway	65	2.5%	14.14	-4.8	-11.5	13.6	-10.5
Chemoserwis	36	2.5%	0.18	-21.7	12.5	38.5	0.0
Gotówka	---	0.0%	---	---	---	---	---
WIG			49 521	-7.3	-2.5	0.2	-3.4

* ceny z zamknięcia z dnia 13.03.2014 r.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek:

UniCredit

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

Utrzymujemy UCG w portfelu. Uważamy, że UniCredit jest coraz ciekawszą propozycją i stanowi dobrą ekspozycję na poprawę sytuacji w obszarze strefy euro (szczególnie po dokonanych gruntownym wyczyszczeniu bilansu). Jesteśmy pozytywnie zbudowani przesłaniem ostatniej konferencji wynikowej za 4Q'13. Przedstawione przez władze spółki cele biznesowe do 2018 roku wskazują na bardzo silną ścieżkę wzrostu wyników. Liczymy, że w 2014 roku wynik netto wyniesie niespełna 1.9 mld EUR ($P/E'14=18.9x$). Zgodnie z przedstawionymi symulacjami, bank do 2016 roku ma poprawić wynik netto do niespełna 5 mld EUR ($P/E'16=7.4x$), a w 2018 roku ma to być ok. 7.5 mld EUR ($P/E'18=4.8x$). Tym samym mnożniki rynkowe UCG (nawet w sytuacji częściowego niespełnienia celów biznesowych) są wg nas dużo ciekawsze niż dla sektora bankowego w Polsce. Zwracamy też uwagę, że przedstawiciele banku raczej wykluczili scenariusz rozwodnienia kapitału. 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

Analitik:
Maciek Bobrowski
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdom.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 7.0x.

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 trwale będą bardziej szczegółowo prezentowane inwestorom (żeby przekonać ich o słuszności nowej koncepcji). Tym samym w przyszłości nie wykluczamy, że również aktywa trwale Orbisu mogą zostać prezentowane w nowej formule.

Global City Holding (Cinema City)

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

Połączenie z Cineworld będzie miało wg nas korzystny wpływ na wycenę GCH. W wyniku realizacji transakcji Global City jest 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 Rouse, 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.

Zwracamy też uwagę, że zaproponowane wezwanie na akcje Global City pozwala części akcjonariuszom nie akceptującym nowego modelu biznesowego do ograniczenia swej ekspozycji.

PHN

Analitik:
Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: gorniak@bdom.pl

Ekspozycję na PHN traktujemy defensywnie. W średnim terminie liczymy na finalizację sprzedaży pakietu przez Skarb Państwa. Oczekujemy, że zmiana właściciela (MSP ma ok. 73% udziałów) pozytywnie wpłynie na ocenę podmiotu przez rynek.

Doceniamy poprawę wyników w '13 r/r. Przede wszystkim wzrósł wynik brutto w segmencie najmu (do 72,1 mln PLN) oraz w segmencie deweloperskim (+10,4 mln PLN r/r). Grupie udało się także podtrzymać po raz kolejny spadkową tendencję kosztów sprzedaży i zarządu (poprawa w '13 o 8,8 mln PLN r/r). Holding nieruchomościowy wypracował w '13 zysk netto na poziomie 107,0 mln PLN (w ujęciu jednostkowym 97,0 mln PLN). Mając na względzie realizowane projekty przez dewelopera, tj. Foksal, SEGRO Industrial Park, Rakowiecka 19 (obiekt dostał już pozwolenie na użytkowanie), należy spodziewać się poprawy wyników w segmencie najmu w kolejnych latach. Oczekujemy, że P/BV'14 będzie bliskie 0,6x.

Stalprodukt <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Utrzymujemy spółkę w portfolio. Stalprodukt jest handlowany przy wskaźniku EV/EBITDA'14 na poziomie ok 6.6x. 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. 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). Zwracamy też uwagę na pozytywny efekt sprzedaży aktywów segmentu cynku na Bałkanach.
Agora <i>Analityk:</i> 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. Pozytywnie oceniamy zaprezentowane cele biznesowe na najbliższe lata. Uważamy, że przyszła struktura wyników grupy Agora oraz głęboka transformacja obszaru prasy codziennej w kierunku cyfrowym wpłynie na istotnie wyższe akceptowalne mnożniki rynkowe przez inwestorów. Przy obecnych założeniach spółka jest handlowana przy wskaźniku EV/EBITDA na 2015 rok poniżej 5.0x. Z perspektywy krótkoterminowej i plus na klimat inwestycyjny powinny wpływać dobre dane o wzroście frekwencji w kinach za 1Q'14, co powinno neutralizować słabe dane z obszaru prasy.
Marvipol <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-438 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Zachowujemy spółkę w portfolio. Naszym zdaniem warszawski deweloper kierowany przez prezesa Książka wypracował w '13 zysk netto na poziomie 20,4 mln PLN (w '14 powinno być już 39,7 mln PLN). Zatem tak jak pisaliśmy już wcześniej spodziewamy się, że najbliższe 2-3 lata będą dla Marvipolu bardzo dobre. Do oferty trafiają lokale z inwestycji Central Park, której łączny PUM wynosi 135,5 tys. m². Od początku roku deweloperowi udało się sprzedać 203 mieszkania (wg prognoz spółki miało być 600 w '14), z czego aż 130 jest zlokalizowane w Central Parku. Wraz ze wzrostem sprzedaży oczekujemy zwiększenia liczby przekazania. W '14 sprzedaż notarialna obejmuje 5 projektów, co spowoduje przekazanie 411 mieszkań w '14 oraz 623 lokali w '15. Powinno to wygenerować odpowiednio 171,4 mln PLN oraz 265,5 mln PLN przychodów w segmencie deweloperskim. Bardzo pozytywnie na ocenę spółki powinny także wpłynąć informacje o zakupie gruntów pod kolejne inwestycje o pow. 60 tys. m², co pozwoli na zwiększenie oferty w kolejnych latach. Szans na zrównoważony rozwój upatrujemy także w segmencie automotive (przychody w '14 powinny być bliskie 272,4 mln PLN, a w '15 286,1 mln PLN).
ATM Grupa (nowa spółka w portfolio) <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Spółka stanowi dobrą ekspozycję na poprawę sytuacji na rynku reklamy tv i zwiększenie budżetów produkcyjnych stacji telewizyjnych (szczególnie przez główną antenę Polsatu i docelowo przez TVP). Dlatego uwzględniając korzystne dla spółki otoczenie oraz w szczególności dobre obciążenie segmentu produkcji tv zdecydowaliśmy się na ponowne dodanie ATM Grupa do preferowanych podmiotów. Na poziomie skonsolidowanym w 2014 roku zakładamy wzrost wyniku EBITDA do 33.5 mln PLN z dalszą perspektywą poprawy rezultatów w 2015 roku. Tym samym przy cenie 3.03 PLN/akcję spółka jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na latach 2014-2015 wynoszącym odpowiednio 7.1x i 6.4x. Podkreślamy też komfortową sytuację płynnościową ATM Grupa, co pozwala oczekiwać satysfakcjonującego poziomu dywidendy w 2014 roku.
PA NOVA <i>Analityk:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Uważamy, że gliwicki deweloper komercyjny wkracza na ścieżkę odbudowy wyników w kolejnych latach. W ujęciu skonsolidowanym mieliśmy do czynienia z utrzymaniem poziomu przychodów w '13 (zmiana o 0,1%), jednak na poziomie zysku netto spółka zanotowała spadek o 12,2%. Wskazujemy na fakt, że na wyniku odcisnął się wzrost poziomu kosztów finansowych. Mając na względzie utrzymanie poziomu marż z działalności budowlanej w okolicach 10% oraz budowę największej galerii w historii spółki (Galena w Jaworznie), przyjmujemy, że w nadchodzących latach PA NOVA będzie stabilnie zwiększać swoje przychody. Podsumowując, z naszych prognoz w ujęciu skonsolidowanym wynika, że '14 powinien stanowić poprawę zarówno przychodów (do 178,8 mln PLN), jak i zysku operacyjnego do poziomu 32,6 mln PLN. Polepszenia spodziewamy się też na poziomie wyniku netto, który wzrośnie do 18,7 mln PLN (+20,7% r/r). W przypadku realizacji takiego scenariusza P/E'14 =9,1x, a P/BV = 0,6x.
Elektroim (nowa spółka w portfolio) <i>Analityk:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Ciekawa i relatywnie bezpieczna ekspozycja na sektor budowlany. Spółka prowadzi zdwywersyfikowaną działalność, generuje powtarzalne wyniki (relatywnie dobry 4Q'13, który nie był obciążony przez pozostałe koszty operacyjne jak rok wcześniej, EPS'13=0,81), nie jest zadłużona (24,1 mln PLN gotówki netto) i regularnie płaci dywidendę (DPS'14=0,60 PLN). Wskazujemy przy tym na relatywnie atrakcyjną wycenę rynkową podmiotu na tle branży budowlanej i ośrodków budowlanej. Według naszych prognoz spółka handlowana jest na poziomie EV/EBITDA'14=5,3x

Suwany

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

Utrzymujemy Suwany w portfolio. Jest to niszowa spółka 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 obecnie jest w trakcie finalizacji budowy nowego zakładu (start produkcji na przełomie 1/2Q'14), który zwiększy zdolności produkcyjno-magazynowe. 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. Według naszych prognoz na rok obrotowy 2013/14 spółka handlowana jest na poziomie $EV/EBITDA=6,7x$

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. 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. Według naszych prognoz spółka handlowana jest na poziomie $P/E'14=10x$

STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI

Początek 2014 roku jest dość wymagający dla inwestorów na rynkach akcji. Wzrost ryzyk związany jest z trzema głównymi obszarami: i) zapoczątkowany przez Fed proces ograniczania luzowania w USA, ii) obawy o sytuację płynnościową poszczególnych firm w Chinach i spadek dynamiki wzrostu PKB tego kraju, iii) kryzys geopolityczny wywołany konfliktem Rosja-Ukraina.

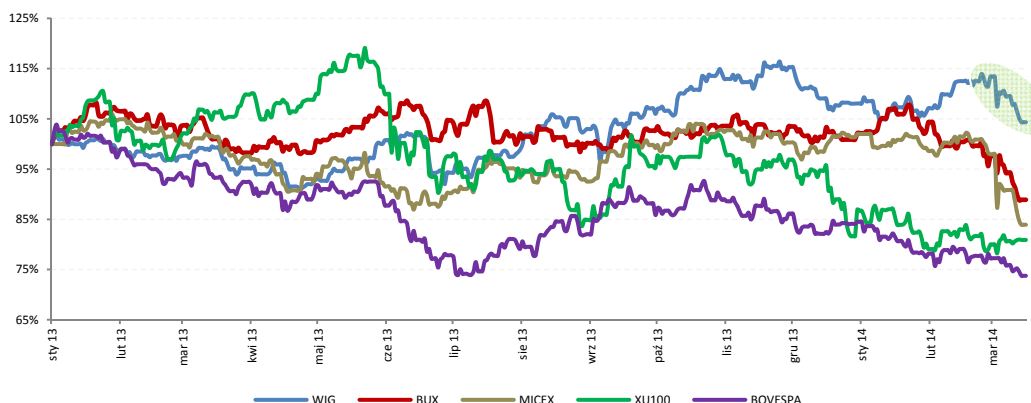
W trakcie ostatniej edycji traciło wiele światowych giełd. Bardzo silna przecena dotknęła indeksy w Rosji, silne spadki wystąpiły także na innych rynkach europejskich (DAX, WIG).

Zmiany wybranych indeksów akcyjnych

	1M	3M	6M	1Yr	YTDr
WIG	-7.3%	-2.5%	0.2%	5.1%	-3.4%
BUX	-11.7%	-13.2%	-13.3%	-12.0%	-13.0%
Micex	-17.9%	-16.4%	-16.0%	-17.2%	-17.7%
Istanbul Turkish100	-3.5%	-10.8%	-15.4%	-23.9%	-6.7%
DAX	-6.2%	-0.3%	5.3%	12.6%	-5.2%
FTSE100	-3.1%	0.6%	-0.6%	0.6%	-3.3%
CAC40	-2.7%	3.6%	1.7%	9.7%	-1.9%
Ibex	-3.0%	5.0%	9.1%	13.8%	-1.1%
Mediolan	-0.6%	13.5%	14.6%	26.7%	7.3%
SP&500	0.1%	3.4%	8.0%	18.0%	-0.4%
Bovespa	-5.5%	-10.2%	-17.1%	-20.9%	-12.7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

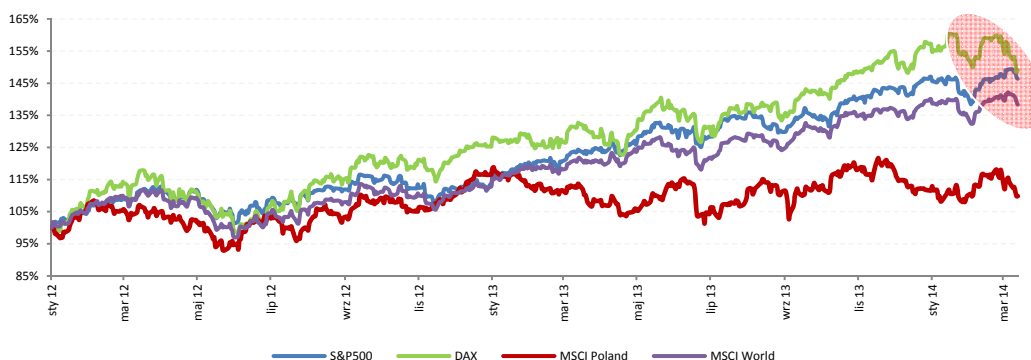
Indeks WIG na tle wybranych indeksów emerging markets od 2013 roku



Indeks WIG na tle innych giełd z emerging markets nadal wykazuje względną siłę. Poważnej erozji poddały się m.in. Rosja, Węgry, Turcja czy Brazylia.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

MSCI Poland na tle innych indeksów w okresie od 2012 roku



Na głównych rynkach światowych widać coraz większą nerwowość.

Obawiamy się, że rozpoczęta korekta będzie wpływała na poziomy indeksów przynajmniej w kolejnych tygodniach.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI INDKESÓW SEKTOROWYCH NA GPW W 2014 ROKU

Po dobrym styczniu, luty przyniósł już wyraźne ochłodzenie nastrojów na krajowym rynku akcji. Od początku roku indeks WIG stracił ok. 2.5%, zmiana miesięczna wynosi -6.1%. W podziale na sektory licząc od początku 2014 roku pozytywnie wyróżniają się energetyka, banki, media i telco. Na przeciwnym biegunie są indeksy: WIG Spożywczy, Surowce i Ukraina. W trakcie trwania ostatniej edycji najsilniej zachowywały się indeksy WIG telekom i energetyka. Po wcześniejszych silnych spadkach stabilnie zachowywał się WIG Chemia. Symboliczny wzrost odnotował też WIG Telekom.

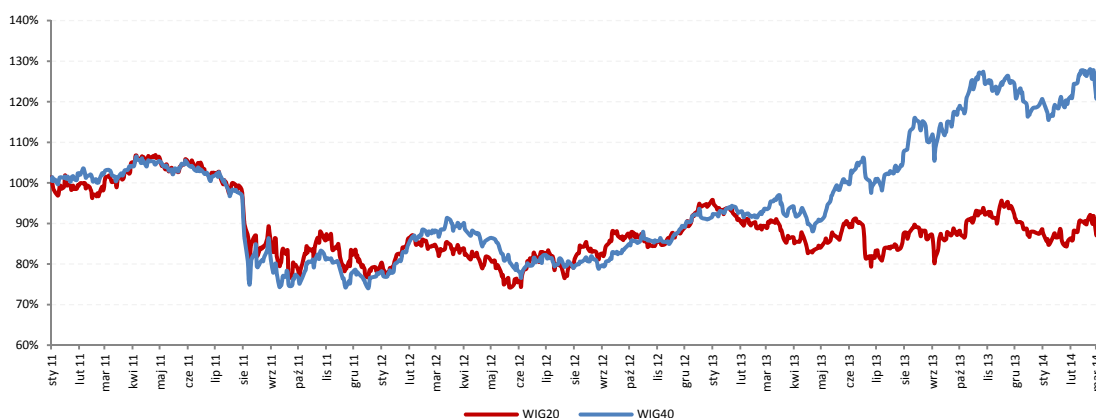
Zmiany wybranych indeksów krajowego rynku akcji

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG30	-6.1%	-1.9%	-1.2%	-2.8%	-2.5%
WIG20	-5.6%	-2.1%	-1.0%	-5.8%	-2.5%
mWIG40	-9.6%	-0.8%	2.6%	19.6%	-3.2%
sWIG80	-12.8%	-8.0%	-1.5%	14.7%	-10.1%
WIG Plus	-11.6%	-2.3%	4.4%	14.9%	-4.0%
WIGdiv	-5.5%	-2.6%	0.8%	5.9%	-3.5%
WIG	-7.3%	-2.5%	0.2%	5.1%	-3.4%
Respect	-5.4%	-2.3%	-1.8%	0.0%	-1.8%

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG Banki	-5.9%	3.9%	10.5%	25.4%	2.6%
WIG Budownictwo	-10.0%	-2.4%	7.0%	15.4%	-5.4%
WIG Chemia	-1.1%	-10.2%	-11.4%	-4.6%	-10.6%
WIG Deweloperzy	-9.1%	-4.8%	-4.3%	-5.1%	-8.6%
WIG Energetyka	-0.9%	8.3%	4.7%	5.3%	10.3%
WIG Informatyka	-6.4%	-7.3%	-2.8%	7.2%	-7.5%
WIG Media	-5.6%	3.9%	3.9%	28.1%	1.7%
WIG Paliwa	-6.8%	-8.4%	-15.1%	-24.1%	-6.7%
WIG Spożywczy	-22.3%	-20.0%	-29.6%	-29.5%	-22.4%
WIG Surowce	-12.5%	-13.6%	-19.5%	-36.3%	-14.4%
WIG Telekom	2.8%	6.0%	24.2%	47.7%	4.3%
WIG CEE	-8.6%	-9.9%	-20.5%	-19.3%	-9.6%
WIG Poland	-7.1%	-2.2%	1.0%	6.8%	-3.1%
WIG Ukraina	-34.0%	-35.5%	-48.3%	-54.1%	-39.5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana WIG20 i WIG40 od 2011 roku



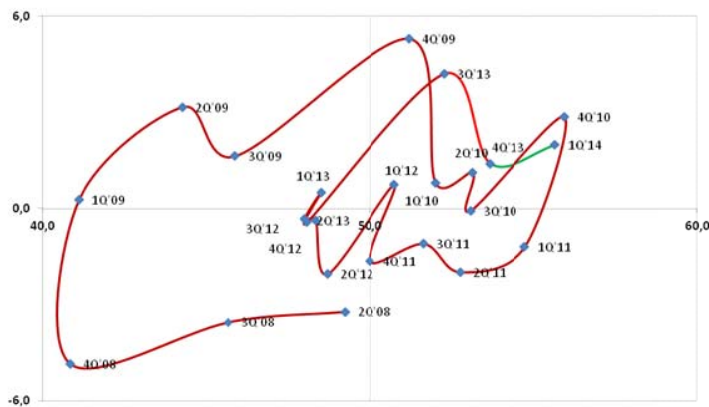
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI

Z danych GUS wynika, że w 4Q'13 PKB wzrosło o ok. 2.7%. Raportowane przyspieszenie wzrostu z 2H'13 potwierdzały wcześniej dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, a także wyhamowanie ujemnej dynamiki produkcji budowlano-montażowej. W najbliższych kwartałach oczekujemy kontynuacji poprawy koniunktury, choć z zdecydowanie mniejszą dynamiką niż to miało miejsce w 2H'13.

W Polsce ostatnie odczyty sugerujące utrwalenie ożywienia wzrostu aktywności gospodarczej wpłynęły już na szereg korekt założeń in plus na lata 2014-2015. Obawiamy się, że znajdujemy się w momencie, kiedy wyraźnie wzrosło ryzyko, że w kolejnych miesiącach zacznie pojawiać się więcej głosów rozczarowania rozwojem sytuacji niż podstaw do dalszych korekt w górę. Po dobiegającym końcu sezonu publikacji wyników za 4Q'13 (który jest dla nas neutralny) dostrzegamy w wielu obszarach znacznie skromniejszy optymizm przedsiębiorców niż to było jeszcze w 2H'13. Ostatnia zaprezentowana w marcu'14 przez NBP ścieżka wzrostu krajowej gospodarki sugeruje, że w 2014 roku dynamika PKB wyniesie ok. 3.6% (w listopadzie'13 podawano ok. 2.9%), w 2015 roku będzie to ok. 3.7% (w listopadzie'13 była mowa o dynamice 3.3%), po czym w 2016 może nastąpić spadek dynamiki do 3.5% (m.in. efekt mniejszych inwestycji ze środków unijnych). Przedstawione przez NBP projekcje, jak podano, nie zawierają istotnych reperkusji dla polskiej gospodarki skutków konfliktu Rosja-Ukraina. Z obecnej perspektywy bardzo trudno zmateriałizować pierwsze przyszłe negatywne następstwa, które poprzedzą ewentualne dalsze znaczące pozytywne aspekty odbudowy ukraińskiej gospodarki. W horyzoncie bieżącego 2014 roku spodziewamy się jednak ochłodzenia klimatu inwestycyjnego i boimy się, że najbliższe miesiące mogą być mniej optymistyczne niż budowane jeszcze na przełomie lutego i marca projekcje makro.

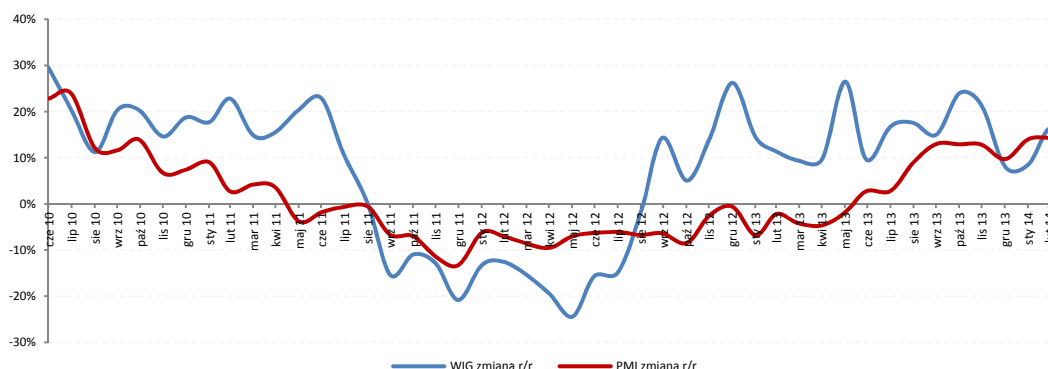
Zegar koniunktury w oparciu o odczyty PMI dla Polski



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

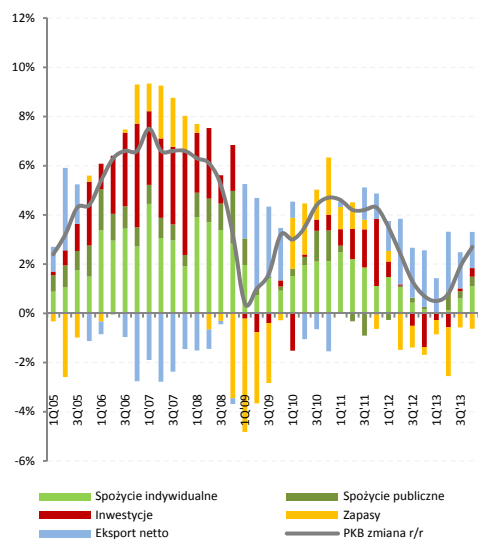
Wzrostowa ścieżka PMI wkroczyła w ostatnich miesiącach w zaawansowaną fazę cyklu koniunkturalnego (licząc od prawej dolnej ćwiartki: spowolnienie, recesja, ożywienie, boom). Ewentualny spadek PMI w ujęciu kwartalnym (obecne poziomy są bardzo bliskie szczytom z 4Q'10) wprowadzi w nas fazę spowolnienia dynamiki wzrostu (nawet w sytuacji, gdy sam indeks będzie utrzymywał się >50 pkt).

Indeks WIG na tle odczytów PMI



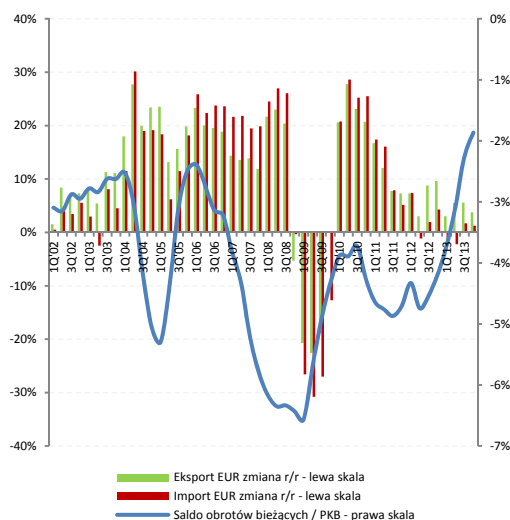
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dekompozycja PKB



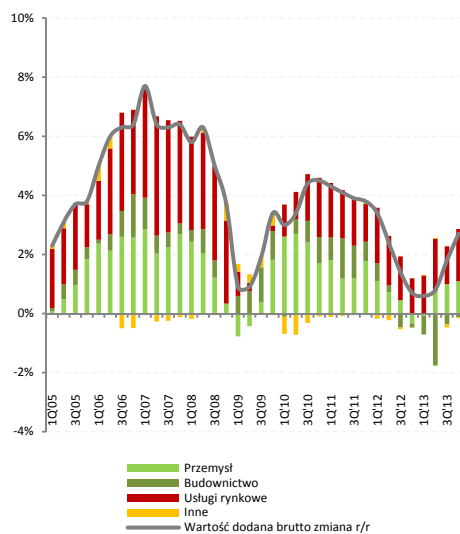
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika eksportu i importu w EUR oraz saldo obrotów bieżących



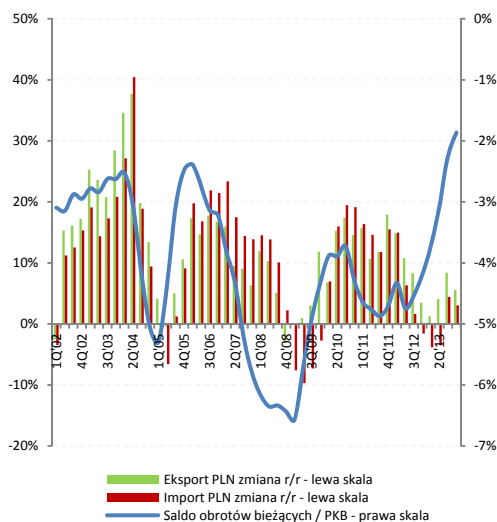
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dekompozycja wartości dodanej brutto



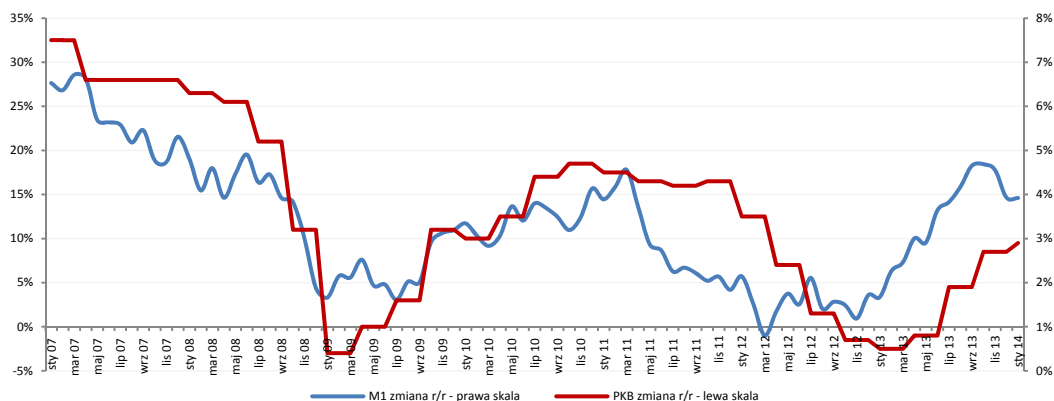
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika eksportu i importu w PLN oraz saldo obrotów bieżących



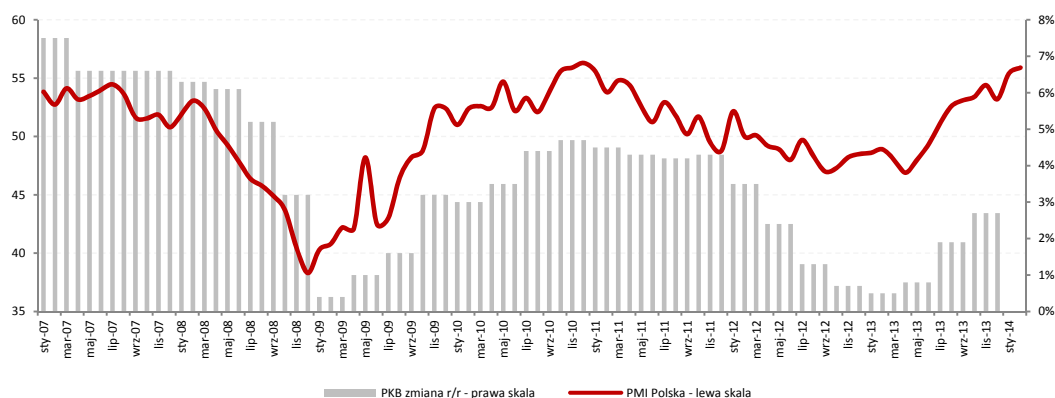
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika PKB oraz M1 w Polsce



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

Dynamika PKB oraz odczyty PMI dla Polski



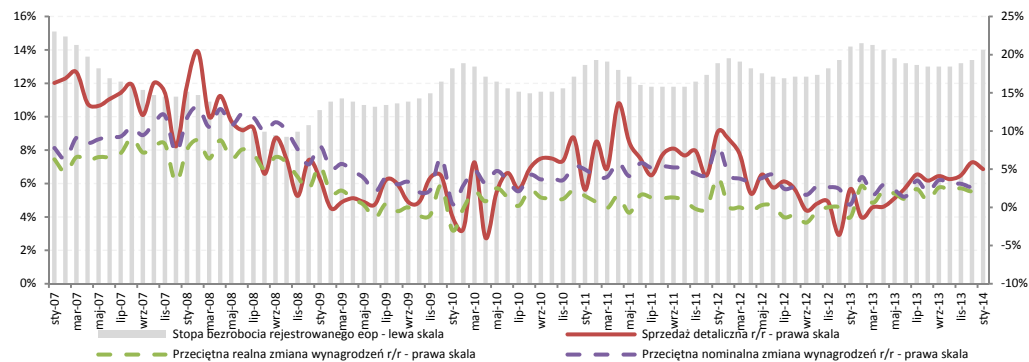
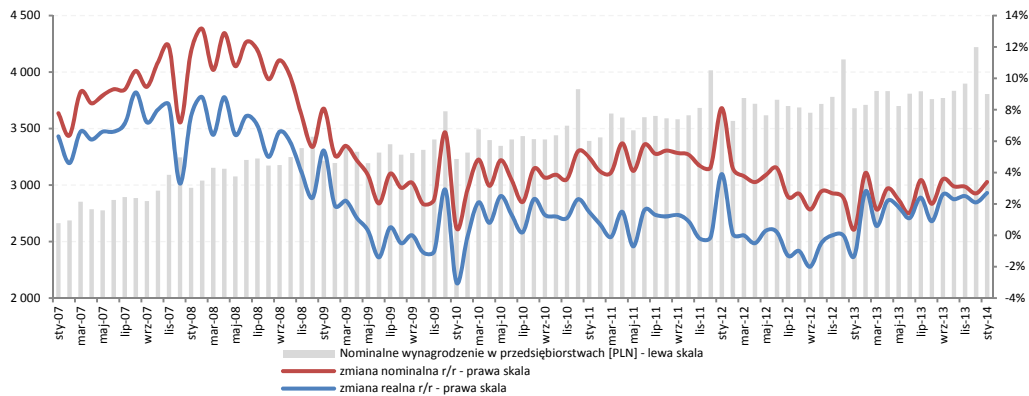
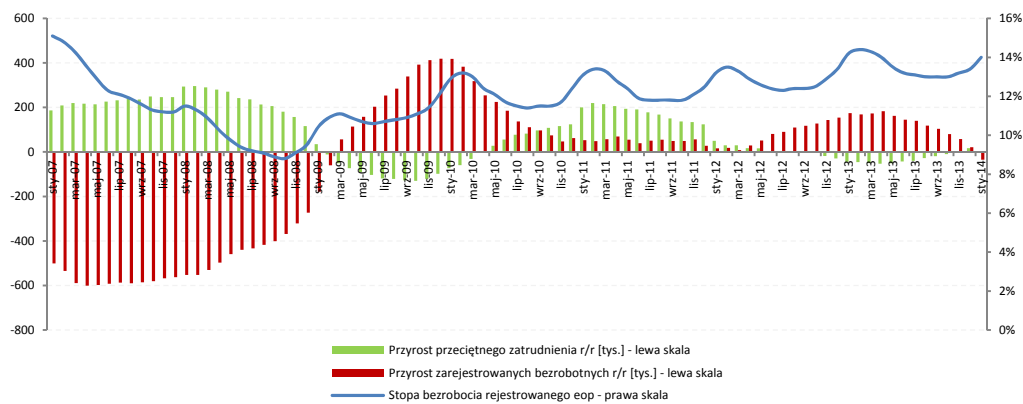
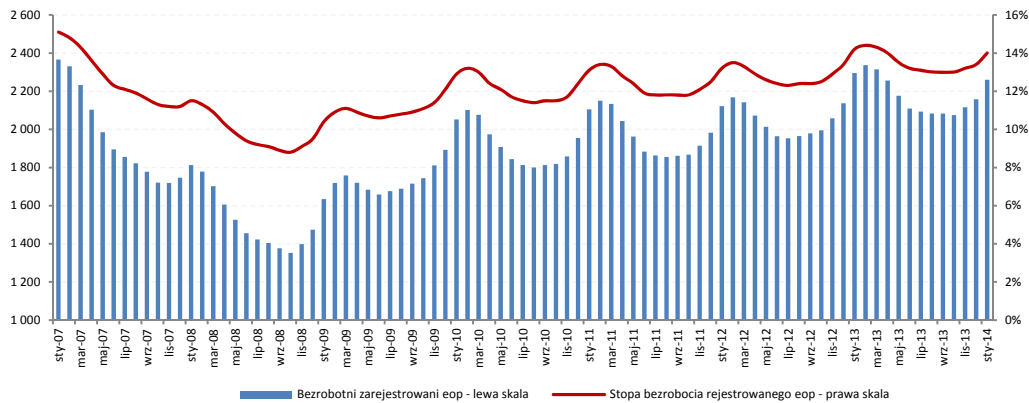
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa bezrobocia kształtuje się ciągle na podwyższonym poziomie. Stopa bezrobocia w styczniu'14 wyniosła 14% i spadła o 0.2% w ujęciu r/r. Ogółem zarejestrowana liczba bezrobotnych spadła r/r o ok. 35 tys. osób. W styczniu'14 po dwóch miesiącach wzrostu przeciętnego zatrudnienia doszło ponownie do spadku tego miernika o ok. 1 tys. osób

Przy wysokim poziomie bezrobocia oraz bardzo kruchym przyroście liczby miejsc pracy w gospodarce (dane za listopad-grudzień) dynamika wynagrodzeń lekko przyspiesza. Wg danych GUS w styczniu'14 nominalne i realne wynagrodzenia wzrosły odpowiednio o 3.4% i 2.7% 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 styczniu'14 sprzedaż detaliczna wg GUS wzrosła o 5.0% r/r.

Sytuacja na rynku pracy oraz sprzedaż detaliczna w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

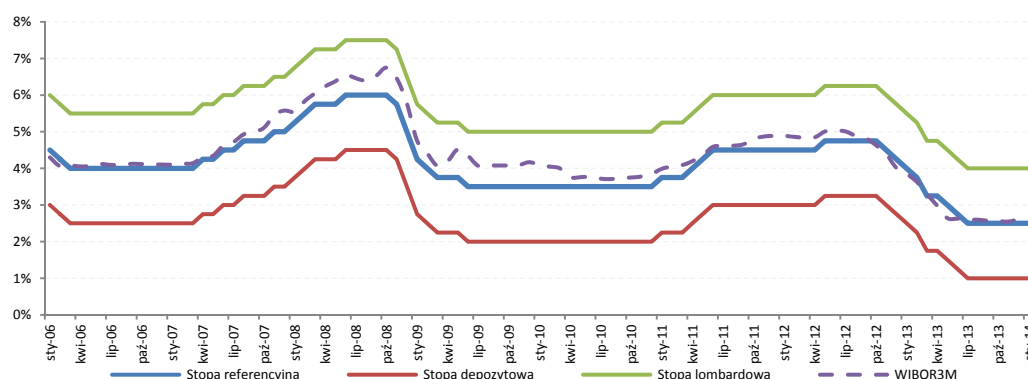
Na marcowym posiedzeniu RPP oceniła, że stopy procentowe powinny pozostać niezmiennione w dłuższym niż wcześniej sugerowano okresie, czyli co najmniej do przełomu 3/4Q'14 (poprzednio była mowa o przełomie 1/2H'14). Dodatkowo prezes NBP zakomunikował, że cykl podwyżek raczej nie rozpocznie się szybko po wskazanym zadeklarowanym okresie braku podwyżek do końca 3Q'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

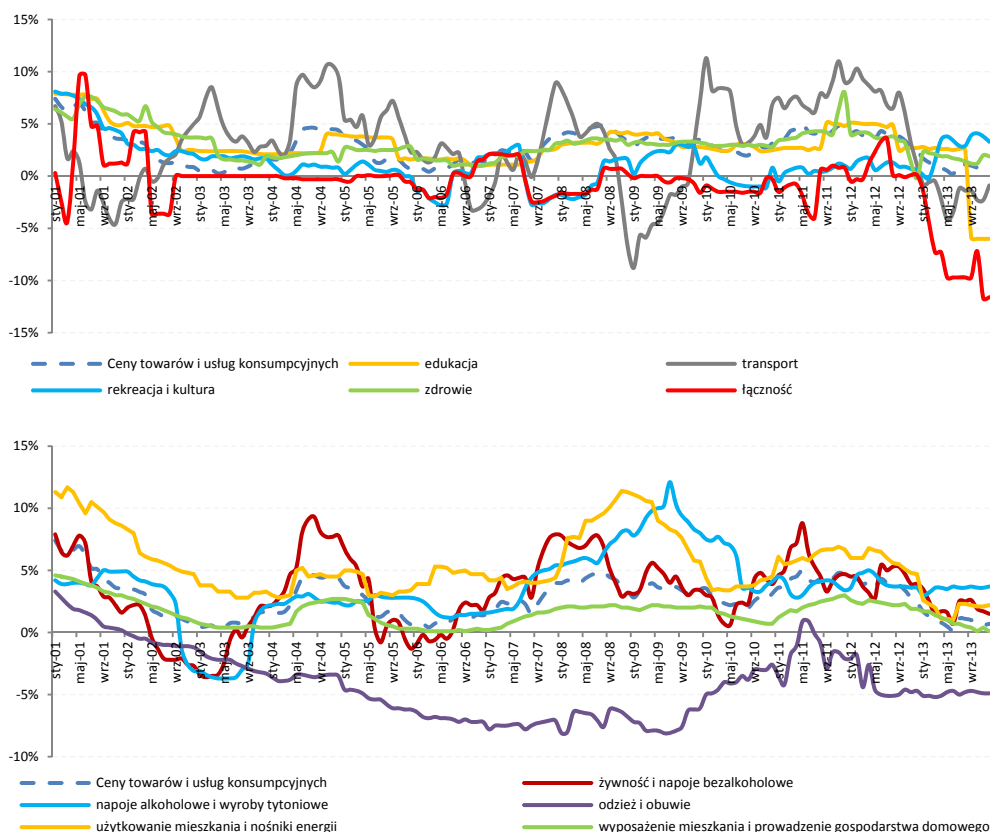
Inflacja pozostaje wyraźnie poniżej celu inflacyjnego RPP. W średnim terminie nie spodziewamy się presji inflacyjnej z zewnątrz (m.in. poziom inflacji w UE, spadki cen surowców). Niską presję kosztową w gospodarce sygnalizuje też utrzymanie spadku cen produkcji sprzedanej przemysłu. Uważamy, że z dzisiejszej 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%

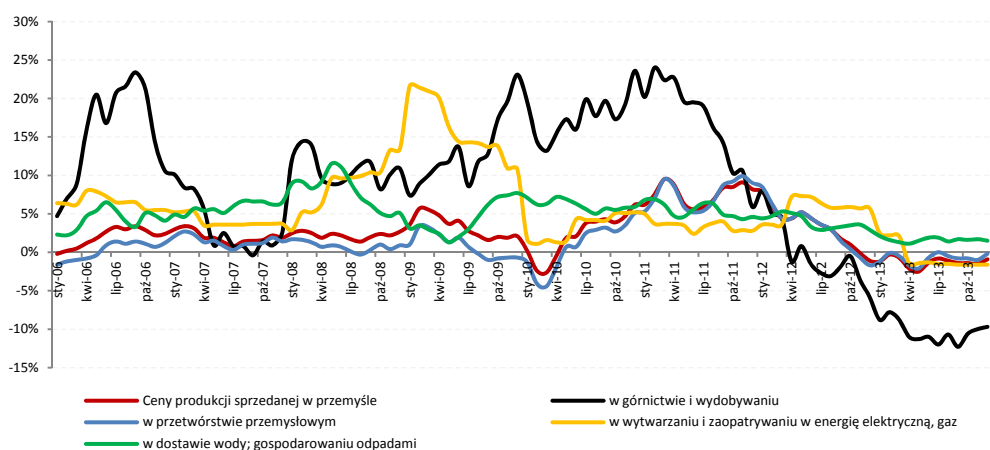
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Zachowanie cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce



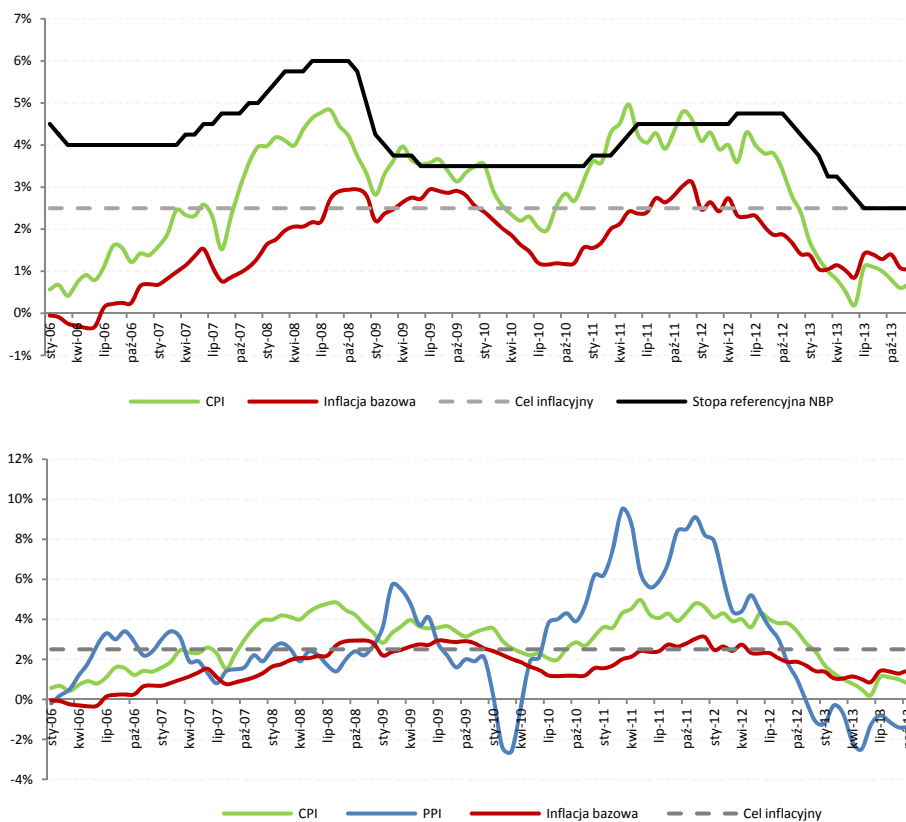
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

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

PROGNOZY PKB DLA WYBRANYCH KRAJÓW

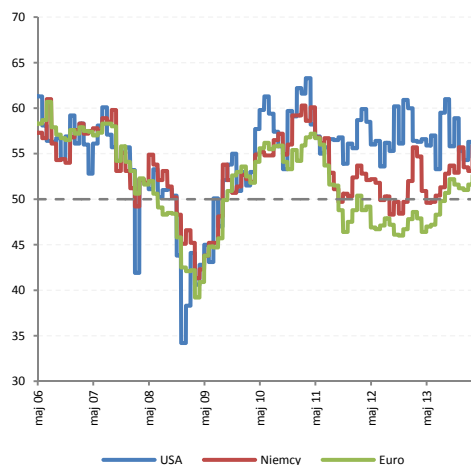
Ostatnie odczyty makro dla krajów strefy euro wskazują na przyspieszenie pozytywnych tendencji ożywienia gospodarki, niemniej jest to jednak ciągle skala niewystarczająca. W marcu'14 rada prezesów EBC wyraziła kolejny raz przekonanie, że stopy procentowe w strefie euro powinny być na obecnym lub niższym poziomie przez wydłużony okres. Podczas marcowej konferencji EBC prezes Draghi potwierdził, że EBC jest i będzie gotowy do użycia nowych instrumentów w sytuacji niestabilności rynków. Podkreślił też, że mogą zostać podjęte kolejne działania, w sytuacji kiedy projekcja inflacji w strefie euro będzie niepokojąco niska dla pobudzenia aktywności gospodarczej. Kluczowa dla utrwalenia pozytywnych impulsów dla ożywienia makro w strefie euro będzie poprawa jakościowa w zakresie stabilizacji europejskiego systemu finansowego (EBC podkreśla potrzebę zwiększonego zainteresowania inwestycji w sektor bankowy przez sektor prywatny). Aktualnie przedstawione przez EBC projekcje sugerują, że PKB w strefie euro w 2014 wzrośnie o ok. 1.2 % (wcześniej zakładano 1.1%), z kolei w latach 2015-2016 dynamika PKB powinna przyspieszyć do odpowiednio 1.3% i 1.5%.

W USA ostatnie tygodnie przynoszą niejednoznaczne odczyty makro (trzeba jednak mieć na względzie wyjątkowo ostrą zimę). Oceniamy jednak, że dokonywane bardzo powolne zacieśnienie polityki fiskalnej na razie nie wpływa negatywnie na ożywienie makro w USA. Szeftowa Fed zakomunikowała, że należy utrzymać obecną politykę banku centralnego do czasu przywrócenia „pełnego” zatrudnienia w gospodarce USA przy utrzymaniu stabilności cen. Spodziewamy się, że Fed będzie kontynuował ograniczanie programu luzowania. Niemniej tempo odchodzenia od skupu aktywów może nie być stałe i nie wykluczamy pojawiania się okresów bez dokonywania korekt (w zależności od bieżącej sytuacji makro oraz napięć na rynkach światowych).

Sytuacja na rynkach wschodzących jest napięta. Tak jak pisaliśmy w ostatnim raporcie, ozy inwestorów znowu skierowane są na Chiny. Już styczeń przyniósł kolejną falę wątpliwości o możliwości utrzymania wysokiej dynamiki PKB. Z kolei ostatnie dni w Chinach przyniosły niepokojące informacje o kłopotach płynnościowych poszczególnych podmiotów i przełożyło się to błyskawicznie na silne spadki m.in. surowców (m.in. spadki miedzi, presja na taniejące komponenty do wyrobu stali). Dalsze sygnały o spadku dynamiki PKB mogą być nerwowo przyjmowane szczególnie na rynkach surowców, gdzie ceny w większości, w naszej opinii, są wysokie.

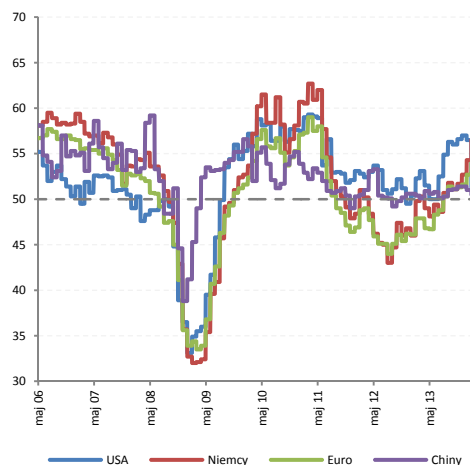
Uważamy, że nie należy lekceważyć także konsekwencji kryzysu ukraińskiego. Obawiamy się, że negatywne skutki jakie wywołają obserwowane działania Rosji wobec Ukrainy będą boleśnie odczuwalne przynajmniej w średnim terminie. Tym samym należy się liczyć ze znaczącymi korektami in minus, co do prognoz makro dla tego kraju oraz mniejszymi w swej skali korektami in minus dla regionu CEE na lata 2014-2016.

PMI/ISM Przemysłu dla wybranych krajów



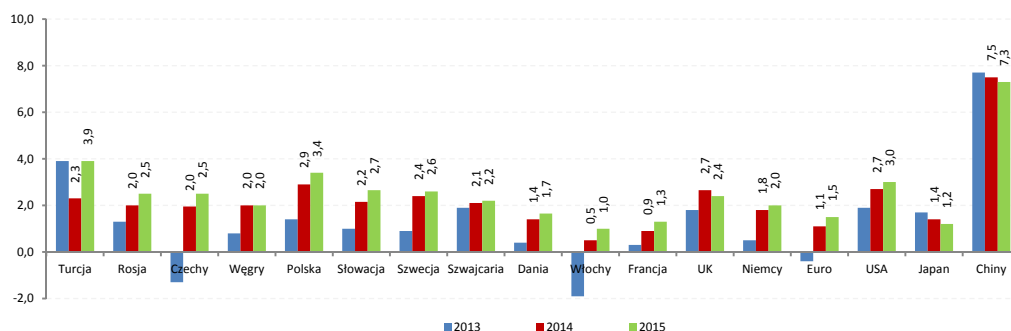
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

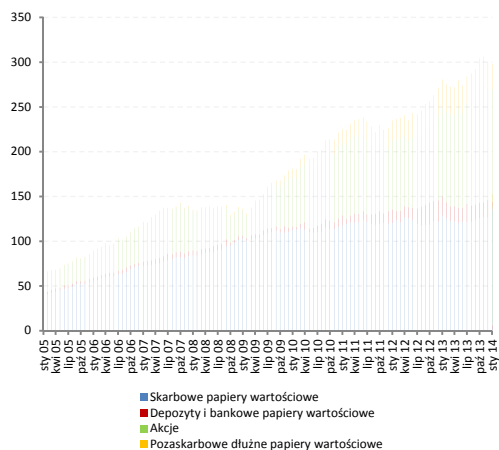
	PKB zmiana r/r [%]			CPI zmiana r/r [%]			Stopa bezrobocia [%]			Deficyt budżetowy [% PKB]	
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014
Ameryka Płd.	3.0	3.1	3.6	9.7	12.1	10.8	6.8	6.8	6.9	-2.3	-3.0
Argentyna	3.2	2.3	2.4	10.6	12.7	14.9	7.5	7.9	8.1	-2.6	-3.0
Brazylia	2.2	1.9	2.5	6.2	5.9	5.7	5.5	5.7	6.0	-3.3	-3.6
Chile	4.1	4.0	4.4	1.8	3.0	3.0	6.0	6.3	6.6	-0.9	-0.7
Kolumbia	4.0	4.5	4.6	2.1	2.8	3.0	9.7	9.4	9.3	-2.2	-2.2
Meksyk	1.2	3.3	3.8	3.8	4.1	3.6	5.0	4.8	4.6	-2.4	-3.5
Peru	5.0	5.4	5.6	2.8	2.7	2.5	6.1	6.1	6.3	0.5	0.0
Wenezuela	1.4	0.5	1.9	40.6	53.6	42.6	7.9	7.6	7.6	-5.5	-8.2
CEE	1.3	2.3	2.8	3.4	3.2	3.6	9.4	9.1	8.7	-2.5	-2.6
Czechy	-1.3	2.0	2.5	1.4	1.3	2.1	7.7	7.6	7.3	-2.9	-2.9
Węgry	0.8	2.0	2.0	1.8	1.3	3.0	10.5	9.7	9.2	-2.9	-3.0
Polska	1.4	2.9	3.4	0.9	1.6	2.5	13.5	13.1	12.7	-4.5	-3.9
Słowacja	1.0	2.2	2.7	1.6	1.2	2.1	14.3	13.7	13.1	-3.0	-2.9
Rosja	1.3	2.0	2.5	6.8	5.6	5.0	5.5	5.7	5.6	-0.5	-0.7
Turcja	3.9	2.3	3.9	7.5	7.7	6.6	9.5	9.8	9.5	-1.2	-2.5
Iceland	1.8	2.8	2.7	3.5	3.5	3.8	4.6	4.2	3.7		
MEA	3.7	3.8	3.9	3.6	4.0	4.0	13.7	13.6	12.7	3.3	1.8
Izrael	3.5	3.4	3.5	1.6	1.8	2.2	6.5	6.5	6.3	-3.7	-3.0
Ameryka Płd	1.9	2.7	3.2	5.8	5.9	5.6	25.0	25.0	24.6	-4.3	-4.1
Bahrain	4.1	3.7	3.6	3.0	2.7	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	4.6	4.3	1.4	2.8	3.0				4.5	2.0
Katar	5.6	5.5	5.8	3.2	3.8	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	4.0	3.7	1.3	2.5	2.7				7.5	5.4
Azja	4.5	4.8	5.0	3.5	4.2	4.1	3.9	3.7	3.7	-2.0	-1.9
Chiny	7.7	7.5	7.3	2.6	3.0	3.2	4.1	4.1	4.1	-2.0	-2.0
Hong Kong	3.0	3.7	3.6	4.3	3.8	3.7	3.3	3.3	3.1	2.0	1.4
Indie	5.0	4.8	5.3	6.1	9.6	8.2				-5.2	-4.8
Indonezja	5.7	5.3	5.9	7.0	6.5	5.6	6.4	6.1	6.0	-2.2	-2.2
Korea Płd	2.8	3.6	3.7	1.2	2.2	2.8	3.2	3.0	3.0	0.9	1.0
Malezja	4.6	5.0	5.0	2.1	3.2	3.4	3.2	3.1	3.1	-4.2	-3.8
Filipiny	7.1	6.5	6.5	2.9	4.2	4.0	7.0	7.0	7.2	-2.1	-2.1
Singapur	3.7	3.7	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	0.8	1.5	1.7	4.2	4.1	4.0	-1.6	-1.4
Tajlandia	2.9	3.2	4.5	2.2	2.4	2.7	0.8	0.7	0.9	-2.5	-2.2
Wietnam	5.4	5.6	5.9	6.6	7.3	7.5	4.6			-5.4	-5.0
G-10	1.1	1.9	2.1	1.2	1.6	1.8	7.2	7.0	6.8	-1.8	-1.5
USA	1.9	2.7	3.0	1.5	1.7	2.0	7.4	6.4	6.0	-4.1	-3.3
Japonia	1.7	1.4	1.2	0.4	2.5	1.7	4.0	3.8	3.7	-9.5	-8.0
Euro	-0.4	1.1	1.5	1.4	1.0	1.4	12.1	12.0	11.8	-3.1	-2.6
UK	1.8	2.7	2.4	2.6	2.1	2.0	7.6	6.9	6.5	-6.1	-5.3
Kanada	1.8	2.3	2.5	0.9	1.5	1.9	7.1	6.9	6.6	-1.4	-0.9
Australia	2.4	2.8	2.9	2.4	2.8	2.5	5.7	6.0	5.8	-1.6	-2.1
Szwecja	0.9	2.4	2.6	0.0	0.9	1.9	8.1	7.8	7.5	-1.4	-1.5
Nowa Zelandia	2.7	3.0	2.8	1.1	2.0	2.3	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	1.4	1.7	0.7	1.4	1.7	6.0	5.7	5.5	-1.4	-1.6
Norwegia	1.4	2.2	2.4	2.2	2.0	2.1	3.5	3.7	3.9	12.4	12.2
Niemcy	0.5	1.8	2.0	1.6	1.5	1.9	6.9	6.7	6.5	0.0	0.0
Francja	0.3	0.9	1.3	1.0	1.3	1.4	10.9	10.9	10.8	-4.1	-3.8
Włochy	-1.9	0.5	1.0	1.3	0.9	1.3	12.2	12.7	12.3	-3.1	-2.8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

AKTYWA ZARZĄDZANE PRZEZ OFE

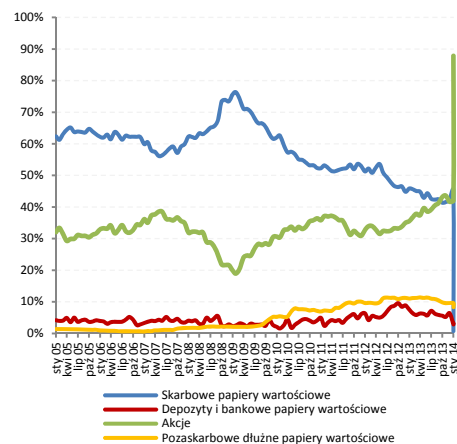
W styczniu 2014 roku ZUS przekazał do OFE ok. 1.07 mld PLN. Na koniec stycznia 2014 roku aktywa zarządzane przez OFE wynosiły prawie 298.15 mld PLN, z czego ok 125.7 mld PLN przypadało na akcje. W lutym wraz z wejściem w życie przepisów o zmianach w sposobie funkcjonowania systemu emerytalnego doszło do przekazania skarbowych papierów wartościowych. Tym samym struktura portfela zarządzanego przez fundusze jest już istotnie inna. Z danych na koniec lutego wynika, że wartość portfela zarządzanego przez OFE wyniosła 152.6 mld PLN. Wg szacunków prawie 88% wartości aktywów stanowiły akcje w krajowych i zagranicznych spółkach (od kilku odczytów widać wyraźny wzrost zaangażowania w akcje zagranicznych podmiotów).

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



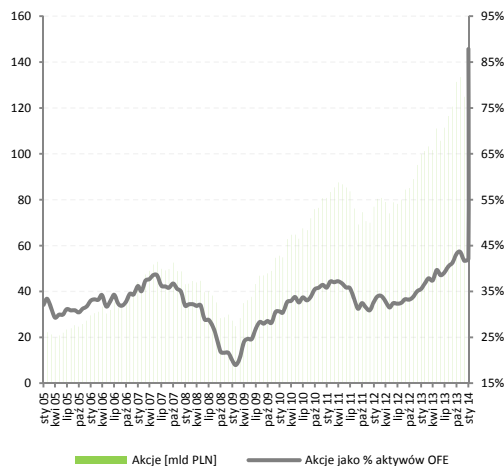
Źródło: KNF, Dom Maklerski BDM S.A.

Struktura aktywów OFE [mld PLN]



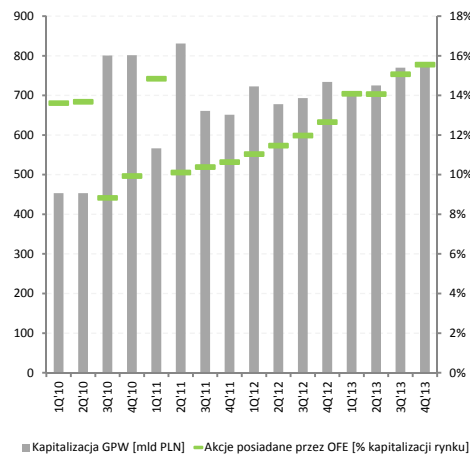
Źródło: KNF, Dom Maklerski BDM S.A.

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,
handel stałą

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
deweloperzy

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 17.03.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 18.03.2014 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.