



Rynek akcji

Polska

OFE

Michał Marczak  
(48 22) 697 47 38  
michal.marczak@dibre.com.pl

## Reforma systemu emerytalnego

26 czerwca Rząd opublikował raport „Przegląd funkcjonowania systemu emerytalnego”, w którym dokonuje własnej oceny efektywności systemu emerytalnego ze szczególnym uwzględnieniem filaru prywatnego, tj. OFE. Zgodnie z oczekiwaniami, raport jest krytyczny dla OFE zarówno na poziomie efektywności zarządzania, kosztów funkcjonowania systemu, jak również wpływu na parametry długu publicznego dziś i w przyszłości. Na tej podstawie Rząd ocenił, że konieczna jest gruntowna reforma systemu. W dokumencie przedstawia trzy potencjalne warianty reformy. Należy przy tym pamiętać, że ostateczne rozwiązania mogą różnić się od prezentowanych w dokumencie (m.in. efekt konsultacji społecznych). Na bazie pobieżnej wiedzy, jaką czerpiemy z dokumentu, w niniejszym opracowaniu próbujemy ocenić prawdopodobieństwo poszczególnych scenariuszy i ich wpływ na rynek akcji. Jeżeli Rząd chce szybko obniżyć wskaźniki długu publicznego (jeszcze w tym roku) powinien wybrać wariant obligacyjny. Jeżeli chce maksymalizować „wpływy” do ZUS – wariant dobrowolności plus. Scenariusz dobrowolności (trzecia opcja) wydaje się być trudny w implementacji (tak jak i druga opcja), a nie gwarantuje wpływów do ZUS na poziomie opcji pierwszej. Z perspektywy Rządu za wariantem dobrowolności przemawiają czynniki bardziej natury politycznej (o swoich oszczędnościach decydują przyszli wyborcy, nie jest to kontrowersyjna decyzja administracyjna), za wariantem obligacyjnym bardziej ekonomiczne (pewne ponad 140 mld PLN do ZUS, uniknięcie ryzyka „nacjonalizacji” przedsiębiorstw, bez negatywnego wpływu na rynek akcji). Naszym zdaniem scenariusz obligacyjny jest zdecydowanie pozytywny dla rynku akcji (Kupuj), dobrowolny plus negatywny (Sprzedaj). W przypadku wariantu dobrowolności przy niskich transferach aktywów do ZUS i podwyższonych limitach inwestycyjnych OFE w akcje oceniamy ten scenariusz jako neutralny. Wraz ze wzrostem transferów (powyżej 50-60%) scenariusz staje się negatywny.

### Aktywa OFE

Jak podaje PAP, na koniec maja aktywa OFE wyniosły 280 mld PLN, z czego 111 mld PLN ulokowane było w akcjach; 120 mld PLN w obligacjach SP; 17,6 mld PLN w środkach pieniężnych; pozostałe 32 mld PLN w obligacjach komercyjnych i innych instrumentach finansowych. Składka przekazywana do OFE to 2,8% wynagrodzenia, co odpowiada ok. 800 mln PLN miesięcznych napływów, przy śladowych wypłatach. W połowie 2014 roku stopniowo zacznie wzrastać skala odpływu środków z funduszy związana z rosnącymi wypłatami emerytur, ale w perspektywie najbliższych lat będzie nadal niewielka.

### Argumenty Rządu za reformą OFE

**System powoduje gwałtowny wzrost długu publicznego.** Bez OFE dług publiczny wyniósłby 38% PKB zamiast 56% PKB według metodologii Eurostatu oraz 35% PKB zamiast 53% PKB według metodologii krajowej (2012). Oznacza to niższy rating kraju i wyższe koszty finansowania.

**Wysokie koszty funkcjonowania systemu.** Od początku reformy instytucje zarządzające OFE otrzymały 17 mld PLN opłat – to dużo wyższe koszty niż w przypadku pasywnego zarządzania w FRD. Opłaty nie są uzależnione od wyników.

**Słabe wyniki zarządzania.** W latach 1999-2012 średnioroczna stopa zwrotu OFE wyniosła 6,6%, przy 6,8% waloryzacji w ZUS (8,5% subkonta w ZUS), 7,2% w FRD, 7,7% WIG.

**Wysoka zmienność wyników.** Ponad 9% różnica w wahaniach stóp zwrotu OFE, przy 4% w ZUS i 5% w FRD.

### Główne cele reformy stawiane przez Rząd

- Obniżenie wskaźników zadłużenia w relacji do PKB oraz tempa przyrostu długu publicznego. Pozwoli to na obniżenie kosztów finansowania deficytu (wyższy rating inwestycyjny kraju), jak również zmniejszenie premii płaconej do kredytów detalicznych/korporacyjnych (przyspieszenie wzrostu gospodarczego). W dokumencie znalazł się ważny zapis o tym, że progi ostrożnościowe długu publicznego z ustawy o finansach publicznych powinny zostać obniżone o taki procent PKB, jaki w relacji do PKB stanowi wartość przeniesionych i umorzonych obligacji.
- Zmiana modelu zarządzania w OFE z opartego na wewnętrznym benchmarku na zbliżony do modelu TFI. Stopa zwrotu nie niższa niż dotychczasowa, obniżenie zmienności wysokości emerytur. Ograniczenie negatywnego wpływu na rynki kapitałowe.
- „Suwak bezpieczeństwa”. Wypłaty emerytur powinny być realizowane przez ZUS, co oznacza, że zgromadzone oszczędności w ostatnich 10 latach przed wejściem ubezpieczonego w okres emerytalny powinny być stopniowo (10% każdego roku) transferowane do ZUS. Jeżeli dziś osoba ma 7 lat do emerytury, przesunięcie dotyczy 14,3% aktywów rocznie (itd.). Pozwoli to na uniknięcie „ryzyka złej daty”. Przyjęcie tej zasady oznacza, że niezależnie od ostatecznej wersji reformy z OFE automatycznie zniknie na rzecz ZUS część aktywów (wcześniej szacowano, że będzie to kwota ok. 20 mld PLN).
- Utrzymanie gwarancji minimalnej emerytury.

### Trzy scenariusze rozważane przez Rząd

**Likwidacja nieaktywnej części OFE (scenariusz obligacyjny).** Przeniesienie aktywów, których na dzień dzisiejszy fundusze emerytalne nie mogą inwestować w akcje (obecnie do 47,5% aktywów) z OFE do ZUS na subkonta ubezpieczonych i waloryzowanie co roku na dotychczasowych zasadach (średni nominalny wzrost gospodarczy za ostatnie 5 lat). Obligacje Skarbowe na subkontach zostają umorzone. W OFE zniesiony zostaje limit inwestycji w akcje z obecnych 47,5% w 2013. Zakaz kupna obligacji skarbowych w tym również obligacji finansujących budowę infrastruktury przez Państwo. OFE mogą inwestować w większość komercyjnych instrumentów finansowych. Wzrost limitu inwestycji w akcje na rynkach zagranicznych z 5% do 30%. Zniesiony mechanizm minimalnej stopy zwrotu i uzupełniania niedoboru. Aktywa osób wchodzących w okres 10 lat przed emeryturą będą stopniowo przekazywane do ZUS (10% rocznie). Wysokość składki: 2,92%. Obniżenie długu publicznego o ok. 11% PKB.

**Dobrowolny udział w OFE (dobrowolność).** Każdy członek OFE sam decyduje, czy chce pozostać w OFE. Jeżeli tak, musi zawiadomić o tym ZUS (potem w każdej chwili może zrezygnować z OFE na rzecz ZUS, ale w drugą stronę transfer jest już niemożliwy), w przeciwnym razie jego składki i aktywa automatycznie zostaną przeniesione do ZUS na indywidualne subkonto klienta (3 miesiące na decyzję, waloryzacja na dotychczasowych zasadach). Dotyczy to proporcjonalnie wszystkich aktywów zgromadzonych przez klienta (akcje, obligacje, gotówka, inne aktywa). Zniesiony zostaje mechanizm niedoboru dla OFE i benchmarku. Aktywa osób wchodzących w okres 10 lat przed emeryturą będą stopniowo przekazywane do ZUS (10% rocznie). Wysokość składki: wzrost do 3,5% z obecnych 2,8%.

Największy problem w scenariuszach dobrowolności stanowi część akcyjna portfela – ryzyko „nacionalizacji” przedsiębiorstw. „Przeгляд” opisuje tu możliwe rozwiązania. Jeżeli większość osób zostaje w OFE możliwe jest przeniesienie akcji z powrotem do OFE w zamian za przejęcie przez ZUS obligacji/gotówki/depozytów stanowiących równowartość części akcyjnej. Problemem przy takiej zamianie są limity inwestycyjne OFE w akcje. Żeby duża część akcji mogła zostać zamieniona na obligacje w ramach wymiany, niezbędne jest istotne zwiększenie tych limitów z obecnych 47,5%. Tymczasem zarówno dokument, jak i wicepremier Rostowski, mówią raczej o „stopniowych zmianach” i „nieco wyższym limicie” (szerzej w dalszej części opracowania). W przypadku większych odejść z OFE, akcje trafiają do FRD (Funduszu Rezerwy Demograficznej) lub ZUS, a następnie są systematycznie sprzedawane (np. po cenie nie niższej niż z dnia przeniesienia). Aby uniknąć efektu „nacionalizacji” firm (istotny udział w kapitale) instytucje sektora publicznego nie mogą zarządzać pakietami większymi niż 5-10% akcji danej firmy. W odniesieniu do spółek, w przypadku których próg ten jest przekroczony akcje mogą zostać powierzone w zarządzanie firmom zewnętrznym (również z przekazaniem prawa głosu z tych akcji, np. PTE czy TFI, pasywne zarządzanie i stopniowe upłynianie walorów). Do takich działań formalnie przygotowany jest już FRD.

Ubezpieczony ponosi pełne ryzyko swoich decyzji, co do alokacji oszczędności i ryzyka z tym związanego. W okresach bessy (spadek wartości jednostki) liczba członków funduszu może się nieodwracalnie kurczyć (mogą przechodzić do ZUS), ale bez możliwości powrotu do systemu.

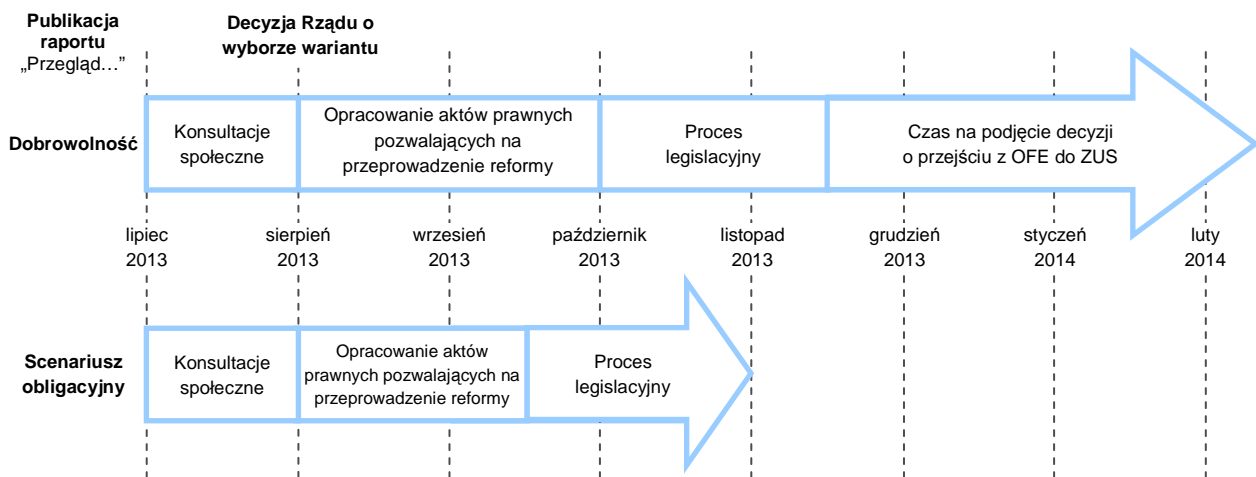
**Dobrowolny udział w OFE „plus” (dobrowolność plus).** Osoba wybiera pomiędzy OFE a ZUS, przy czym przekazuje do swojego funduszu dodatkową składkę w wysokości 2% wynagrodzenia (tym różni się od poprzedniego wariantu). Składka może być dzielona na różne OFE. Dodatkowo, na konto w OFE wpływa 2% składki z ZUS (łącznie konto zasilane jest w 4%). Łączne obciążenie wynagrodzenia wzrasta z 19,52% do 21,52%. Klient ma możliwość wyboru sposobu wypłaty emerytury: jednorazowo lub wykup programowej/dożywotniej emerytury (brak przekazania środków do ZUS na 10 lat przed okresem emerytalnym).

### Co dalej? (timing procesu)

2 lipca Rząd ma formalnie przyjąć „Przeгляд”. W kolejnym kroku projekty zostaną skierowane do konsultacji społecznych (najprawdopodobniej 30 dni). Po tym czasie Rząd powinien podjąć ostateczną decyzję o wyborze konkretnego wariantu. Rozpocznie się proces opracowywania aktów prawnych umożliwiających przeprowadzenie reformy (trudno określić jego długość m.in. ze względu na to, na jakim etapie przygotowań jest już dziś Rząd, ale raczej nie krócej niż 2 miesiące). Następnie konieczne jest przeprowadzenie procesu legislacyjnego (tu doświadczenia są skrajnie różne: od 2-3 dni w przypadku ustaw o zakazie stosowania „dopalaczy” do długich miesięcy; przyjmujemy okres 2 miesiące). Ostatnią fazą, ale tylko w przypadku scenariuszy dobrowolności jest okres, w którym klienci OFE mają określić, czy chcą pozostać w prywatnym systemie, czy przejść do ZUS (3 miesiące).

Jednym z ważniejszych problemów wydaje się to, co Rząd zrobiłby z akcjami transferowanymi do ZUS w ramach scenariuszy dobrowolności. Tu infrastruktura jest gotowa. Fundusz Rezerwy Demograficznej lokuje środki w obligacje, papiery dłużne Skarbu Państwa, jak również akcje spółek (12% aktywów na koniec 2011 roku). Zapisy regulujące działalność FRD pozwalają na zarządzanie również komponentem akcyjnym, w tym również istnieją zapisy regulujące warunki, na jakich FRD może przekazać zarządzanie częścią aktywów do funduszy zewnętrznych. Wybór zarządzającego środkami FRD odbywa się w trybie negocjacji, z zastosowaniem przepisów o zamówieniach publicznych. Jeżeli wartość tych środków przekracza 2 mld PLN FRD może lokować do 15% tych środków w jednym funduszu zarządzającym. Ponadto tryb zmian jest dosyć szybki: „minister właściwy do spraw zabezpieczenia społecznego, w porozumieniu z ministrem właściwym do spraw finansów publicznych, może określić, w drodze rozporządzenia, inne formy lokowania środków FRD, z uwzględnieniem bezpieczeństwa i rentowności lokat”.

## Potencjalny harmonogram reformy



Źródło: DI BRE Banku S.A.

### Argumenty za obligacjami (perspektywa Rządu)

Rząd zabiera do ZUS 147 mld PLN, co odpowiada 52,5% aktywów OFE na koniec maja br. – pod kątem „wpływów” do ZUS Rząd nie ryzykuje, że mniej niż wspomniany odsetek dotychczasowych uczestników OFE (liczone wielkością aktywów) opowie się za przejściem do I filara.

Wariant technicznie łatwiejszy i najszybszy w implementacji. Nie wymaga opracowania tak dużej liczby aktów wykonawczych jak scenariusz dobrowolności. Nie występuje dodatkowy okres 3 miesięcy, jaki klienci OFE mieliby na podjęcie decyzji.

Rząd unika ryzyka „efektu nacjonalizacji” przedsiębiorstw notowanych na giełdzie, który pojawia się w scenariuszu dobrowolności przy wysokim odsetku osób zamieniających OFE na ZUS.

Brak negatywnego wpływu na rynek akcji. OFE pozostają ważnym elementem w budowaniu rynku kapitałowego i wzrostu gospodarczego (finansowanie firm poprzez IPO/SPO).

### Argumenty za dobrowolnością (perspektywa Rządu)

25 czerwca br. Premier na konferencji zadeklarował, że Polacy powinni mieć możliwość wyboru pomiędzy OFE a ZUS.

Wariant obligacyjny jest bezpośrednią ingerencją Rządu w system emerytalny (narzuca rozwiązania, z którymi część elektoratu wyborczego nie będzie się zgadzała). Wariant dobrowolny oznacza, że o przyszłości oszczędności zdecydują sami obywatele – istotne w kontekście wyborów parlamentarnych w 2015 (również do Parlamentu Europejskiego w 2014; fatalne sondaże PO).

Potencjalnie aktywa ZUS mogą zostać zasilone większą kwotą niż w przypadku wariantu obligacyjnego. Jeżeli ponad 53% osób (% aktywów netto) zdecyduje się na zmianę OFE na ZUS, Rząd będzie tego beneficjentem. Zmniejsza się również wtedy łączna składka przesyłana z ZUS do OFE w kolejnych okresach.

Do sprzedania pozostało niewiele państwowych spółek. Plan Rządu na lata 2013-2016 zakłada 16 mld PLN wpływów ze sprzedaży udziałów w państwowych firmach. Silny komponent wewnętrznego popytu na akcje nie jest już tak istotny jak w poprzednich latach.

Ponieważ obowiązuje dobrowolność, wraz z kolejnymi bessami (niską stopą zwrotu czy spadkiem wartości jednostek) liczba osób w OFE będzie się kurczyła na rzecz ZUS.

Raport udowadnia, że przy dużym udziale OFE w kapitalizacji GPW (18% na koniec 2012) i niekorzystnych trendach demograficznych (starzejące się społeczeństwo), tj. większych odpływach z funduszy niż napływach, OFE będą netto sprzedawały akcje zmniejszając swoje stopy zwrotu, a więc również stopy zwrotu dla całego systemu. W tym zakresie duży komponent akcyjny przyszłych emerytur stoi w sprzeczności z celami stawianymi przez Rząd, tj. zmniejszenia zmienności aktywów i co najmniej utrzymaniem stopy zwrotu.

### Argumenty za dobrowolnością plus (perspektywa Rządu)

Naszym zdaniem skłonność obywateli do dodatkowego obciążenia wynagrodzenia „przymusową” formą oszczędzania będzie bardzo niska, dlatego Rząd ma zagwarantowany przepływ zasadniczej części aktywów (powyżej 90%) do ZUS. Przyszłe transfery z ZUS do OFE – jeżeli w ogóle OFE jeszcze istnieją – są bardzo niskie.

### Wpływ poszczególnych scenariuszy na GPW

#### Scenariusz obligacyjny – scenariusz bardzo pozytywny dla akcji (Kupuj)

Obecnie składka do OFE to 2,8% wynagrodzenia, alokowana w różne klasy aktywów (łącznie ok. 800 mln PLN miesięcznie, z czego proporcjonalnie do aktywów w akcje ok. 320 mln PLN). Wzrost składki do 2,92% alokowanych w akcje i obligacje korporacyjne oznacza wzrost miesięcznych napływów do ok. 830 mld PLN (dla komponentu akcyjnego ponad x2 dotychczasowy poziom). Praktycznie brak nawisu podaźowego akcji w przyszłości. Jest to bardzo pozytywny scenariusz dla akcji, nawet jeśli weźmiemy pod uwagę wzrost limitu alokacji w akcje zagraniczne do 30%. W scenariuszu tym nie zgadzamy się natomiast z powszechnym argumentem, że „fundusze wiedząc, że ZUS zabierze obligacje skarbowe powinny jak najszybciej kupić akcje”. Dokument wyraźnie mówi, że do ZUS trafiają wszystkie aktywa powyżej progu 47,5% (do tego poziomu jakiegokolwiek aktywa są „bezpieczne”). Pozytywny efekt jest częściowo niwelowany efektem wprowadzenia „suwaka bezpieczeństwa”, który automatycznie spowoduje przepływ części aktywów do ZUS.

**Scenariusz dobrowolności (?)**

Ocena wpływu tego scenariusza zależy od tego, jaka część przyszłych emerytów zdecyduje się na przejście do ZUS. Odpowiedź w tym scenariuszu nie jest jednoznaczna i wymaga przyjęcia szeregu założeń.

Pierwszym założeniem jest skala transferu aktywów do ZUS, w zależności od decyzji klientów OFE wyrażona jako % aktywów netto. Zgodnie z propozycjami zawartymi w „Przeglądzie” do ZUS trafiają proporcjonalnie wszystkie rodzaje aktywów wraz z przejściem klienta do ZUS, co implikuje wartości jak w pierwszej części tabeli.

W drugim etapie analizy zakładamy, że dla ZUS akcje są „niewygodnym” aktywem (efekt „nacionalizacji”) dlatego dopóki jest to możliwe (przejęte aktywa netto < obligacje skarbowe i środki pieniężne w portfelach OFE) przejęte od OFE akcje zamienia się na obligacje/inne aktywa (oddaje akcje do OFE). Tu wyróżniamy dwa scenariusze. W pierwszym obowiązuje limit inwestycji w akcje na poziomie 47,5%, co oznacza, że zamiana może odbywać się tylko do poziomu osiągnięcia tego progu, a niezamieniona część akcji pozostaje w ZUS. Przy takim założeniu, nawet gdy jedynie 30% aktywów OFE transferowanych jest do ZUS, ten nie jest w stanie wymienić wszystkich posiadanych akcji na inne bardziej płynne aktywa. ZUS/FRD same zarządzają portfelem lub przekazują akcje w zarządzanie do instytucji finansowych (przy czym dokument wyraźnie mówi o ich upłynnieniu – nawis podaży). W drugim scenariuszu zakładamy, że nie ma limitu ograniczającego inwestycje OFE w akcje (wariant maks.), a ZUS dokonuje maksymalnej zamiany akcji na inne aktywa. Przy takim założeniu, do 60% aktywów transferowanych do ZUS oznacza, że w I filarze nie ma problemu portfela akcyjnego. De facto scenariusz ten nie różni się od wariantu obligacyjnego. Pokazujemy go jednak, żeby nakreślić warunki brzegowe, jakie limity inwestycyjne są niezbędne, żeby zakumulować wszystkie akcje od ZUS przy transferze aktywów poniżej 60%. Należy pamiętać, że jest to szacunek uproszczony.

**Rozwinięcie wariantu dobrowolnego w zależności od scenariuszy**

(mln PLN)	% aktywów transferowanych do ZUS w scenariuszu dobrowolności						
	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
Aktywa netto przeniesione do ZUS	84 175	112 234	140 292	168 351	196 409	224 467	252 526
w tym proporcjonalnie akcje	32 913	43 883	54 854	65 825	76 796	87 767	98 738
Aktywa pozostałe w OFE	196 409	168 351	140 292	112 234	84 175	56 117	28 058
w tym akcje	77 109	66 138	55 168	44 197	33 226	22 255	11 284
udział akcji w portfelach OFE	39,3%	39,3%	39,3%	39,4%	39,5%	39,7%	40,2%

**ZUS oddaje do OFE akcje w zamian za inne aktywa**

Wariant zamiany do obecnego limitu inw. OFE (47,5%)

akcje nadal w posiadaniu ZUS	16 728	30 055	43 383	56 711	70 039	83 366	96 694
------------------------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

Wariant maks. zamiany, zmiana limitu inw. OFE

udział akcji w portfelach OFE	56%	65%	78%	98%	100%	100%	100%
akcje nadal w posiadaniu ZUS	0	0	0	0	25 847	53 905	81 963

Miesięczna składka do OFE	700	600	500	400	300	200	100
---------------------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Źródło: szacunki DI BRE Banku S.A.

Przy założeniu, że ponad ok. 70% osób decyduje się na ZUS, „reforma” przypomina scenariusz węgierski z dużym nawisem podaży dla rynku akcji.

Pomimo zwiększenia poziomu składki do 3,5% wielkość miesięcznego transferu z ZUS do OFE zmniejsza się wraz z malejącą liczbą klientów OFE (korzystne dla poziomu deficytu), co nie ma miejsca w scenariuszu obligacyjnym. W zależności od ostatecznie przyjętych limitów inwestycyjnych i skali transferu aktywów do ZUS efekt dla rynku akcji poprzez skalę napływu nowego kapitału jest pozytywny (niskie transfery, wysoki limit) lub negatywny (wysokie transfery, niski limit).

**Scenariusz dobrowolności plus (Sprzedaż)**

Wydaje się, że skłonność Polaków do zwiększenia obciążeń swoich wynagrodzeń będzie bardzo niska, dlatego zdecydowana większość wybierze ZUS. Wpływ wariantu na rynek akcji jak w scenariuszu dobrowolności w opcji 70%+ transferu aktywów do ZUS.



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

**Departament Analiz:**

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
Wicedyrektor  
[kamil.kliszczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszczyk@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37  
[iza.rokicka@dibre.com.pl](mailto:iza.rokicka@dibre.com.pl)  
Banki

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40  
[jakub.szkopek@dibre.com.pl](mailto:jakub.szkopek@dibre.com.pl)  
Przemysł

Paweł Szpigiel tel. (+48 22) 697 49 64  
[pawel.szpigiel@dibre.com.pl](mailto:pawel.szpigiel@dibre.com.pl)  
Media, IT

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01  
[piotr.zybala@dibre.com.pl](mailto:piotr.zybala@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

**Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:**

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47  
[matthias.falkiewicz@dibre.com.pl](mailto:matthias.falkiewicz@dibre.com.pl)

**Maklerzy:**

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@dibre.com.pl](mailto:tomasz.jakubiec@dibre.com.pl)

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16  
[szymon.kubka@dibre.com.pl](mailto:szymon.kubka@dibre.com.pl)

Anna Łągowska tel. (+48 22) 697 48 25  
[anna.lagowska@dibre.com.pl](mailto:anna.lagowska@dibre.com.pl)

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68  
[pawel.majewski@dibre.com.pl](mailto:pawel.majewski@dibre.com.pl)

Adam Mizera tel. (+48 22) 697 48 76  
[adam.mizera@dibre.com.pl](mailto:adam.mizera@dibre.com.pl)

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90  
[adam.prokop@dibre.com.pl](mailto:adam.prokop@dibre.com.pl)

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85  
[michal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:michal.rozmiej@dibre.com.pl)

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30  
[jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl](mailto:jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl)

**„Prywatny Makler”**

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
[jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Certyfikaty SRNFIZ, Erbud, Es-System, Kruk, Macrologic, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, Prokom Software, PZU, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Tarczyński, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Grupa o2.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonamentową z TP S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.