

8 kwietnia 2013

Opracowanie cykliczne



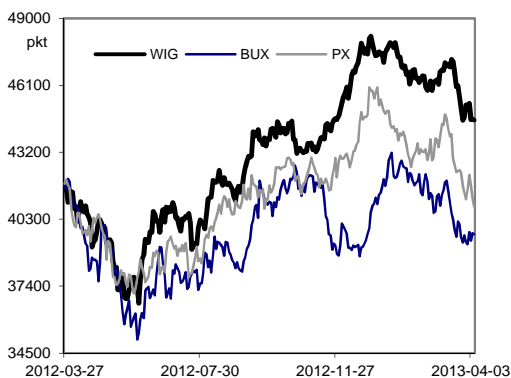
BRE DOM INWESTYCYJNY



Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	44 597
Średnie P/E 2013	12,3
Średnie P/E 2014	10,9
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	878 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zespół Analiz:

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

Iza Rokicka
(+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl

Kamil Kliszcz
(+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl

Jakub Szkopek
(48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl

Piotr Zybala
(48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl

Komentarz makroekonomiczny Makroekonomiści BRE Banku

Przegląd miesięczny

Kwiecień 2013

Rynek akcji

Oczekiwane umocnienie PLN, dywidendy, powrót kapitału na rynki wschodzące po kilkumiesięcznej korekcie, napływ funduszy do TFI powinny pomagać rynkowi akcji, pomimo słabszego niż oczekiwaliśmy tempa wychodzenia z recesji gospodarek w Strefie Euro i niepewności co do dalszych losów OFE.

Ze spółek

Finanse. Podtrzymujemy nasze lekkie pozytywne nastawienie do sektora finansowego, licząc na odbicie gospodarcze w drugiej połowie roku. Zalecamy selektywne akumulowanie akcji PKO BP, BZ WBK, ING BSK, PZU oraz Kruka.

Paliwa. Po ostatniej przecenie podnosimy rekomendację dla Orlenu do Kupuj z Akumuluj. Notowania koncernu powinny być wspierane przez wysokie marże zarówno w rafinerii, jak i petrochemii. W przypadku PGNiG mimo ostatnich spadków utrzymujemy zalecenie Redukuj.

Energetyka. W końcówce marca mimo dobrych wyników za 4Q akcje spółek z sektora zniwelowały wzrosty wypracowane na początku miesiąca. Nadal uważamy, że najbardziej atrakcyjne są walory Tauronu, który powinien zaskoczyć konsensus wynikami za 1Q.

Górnictwo i metale. Obecny poziom wyceny akcji KGHM jest naszym zdaniem atrakcyjny do zwiększania udziału. Wierzymy w pozytywne perspektywy dla rynku miedzi w średnim okresie oraz odbicie się cen złota i srebra. Akcje spółek węglowych, ze względu na trudną sytuację i rosnące zapasy węgla energetycznego, ale również spadające ceny stali i wyhamowanie wzrostu cen węgla koksowego, w najbliższych tygodniach mogą znajdować się pod presją.

Przemysł. W kwietniu preferowalibyśmy dobór mniejszych spółek przemysłowych, w tym szczególnie Bumech, Pozbud, PKM Duda i Selena. Unikalibyśmy producentów materiałów budowlanych, którzy tracą na niekorzystnych warunkach pogodowych (Grupa Kęty, Libet, Rovese).

Budownictwo. Katastrofalne wyniki finansowe spółek zaangażowanych w budownictwo energetyczne oraz rezygnacja PGE z inwestycji w Opolu źle wróżą dużym generalnym wykonawcom. Korzystniej prezentują się spółki działające w budownictwie kubaturowym (Unibep, Erbud), które mają szeroki backlog i przyzwoite marże.

Deweloperzy. Statystyki sprzedaży mieszkań w Q1 pokazały, że problemy finansowe dewelopera w końcu przekładają się na problemy operacyjne. Preferujemy deweloperów z rozsądnym poziomem długu, wypłacających wysoką dywidendę (Dom Development, Robygn). W segmencie komercyjnym również stawiamy na spółki o zdrowych fundamentach i regularnych zyskach (Echo Investment, P.A. Nova).

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: Alchemia (Trzymaj), BZ WBK (Kupuj), Elektrobudowa (Trzymaj), PKN Orlen (Kupuj), obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółki Police (Sprzedaj) oraz zawieszamy rekomendację dla spółek: Mostostal Warszawa i Rafako.

Rynek akcji

Pozytywne momentum makro w gospodarce amerykańskiej utrzymuje się; indeks S&P500 wydaje się być odporny na jakiekolwiek złe informacje płynące z otoczenia; FED podtrzymuje, że rozważy zmniejszenie zakresu skupu aktywów dopiero gdy bezrobocie w dłuższym okresie spadnie poniżej 6,5%; rozpoczyna się sezon raportowania wyników za 1Q – oczekiwania zakładają blisko 2% spadek zysków (najniżej od 2009 roku). Bank of Japan ogłosił skup aktywów, którego skala jest kilkakrotnie większa w relacji do wielkości gospodarki niż w przypadku USA. Oczekuje się, że uruchomi to realokację części japońskich oszczędności, na czym powinna skorzystać m.in. Europa, w tym również kraje CEE. Nieco słabszy niż oczekiwano wzrost w Azji, problemy Cypru i nadal nierozwiązane problemy strukturalne Strefy nie pozwalają gospodarce europejskiej wyjść z recesji. Rozczarowujące odczyty wskaźników wyprzedzających za marzec stawiają pod znakiem zapytania prognozy dotyczące tempa ożywienia w drugim półroczu, dotyczy to również Polski. Dodatkowo, skokowe osłabienie jena w stosunku do Euro, będzie osłabiało pozycję konkurencyjną europejskiego eksportu na rynkach azjatyckich, co dotyczy szczególnie Niemiec, ale również Włoch. W związku z tym można spodziewać się, że w kolejnych tygodniach będą rosły oczekiwania rynków na zmianę polityki ECB (kolejna faza luzowania) – to dałoby pozytywny impuls rynkom akcji w Europie. Spadek stóp procentowych do 3,25% będzie powodował dalszy spadek oprocentowania depozytów bankowych (oprocentowanie nowych depozytów to średnio 3,6%, zaś średnie oprocentowanie depozytów w grudniu 2012 wynosiło 4,9%), co naszym zdaniem w coraz większym stopniu będzie przekładało się na napływ nowego kapitału do funduszy akcyjnych TFI. Partycypując w ofertach PKO, Pekao i BZWBK OFE istotnie zwiększyły (pomimo spadku WIG) udział akcji w portfelach (38%). W maju/czerwcu prawdopodobnie rozstrzygnie się, czy i jakie zmiany zostaną wprowadzone w systemie emerytalnym. Do tego czasu obawy z tym związane i niepewność pozostają jednym z głównych „hamulcowych” wzrostu cen akcji. WIG nie jest jednak odosobniony w słabym zachowaniu (relatywnie do S&P500 czy DAX), dotyczy to również innych indeksów w regionie (również innych EM), czemu zwykle towarzyszyło osłabienie lokalnych walut. Od początku roku WIG20 denominowany w USD stracił 12%. Nie widzimy większego potencjału do dalszej deprecjacji PLN, a nasi makroekonomiści zakładają w dalszej części roku powrót do trendu aprecjacyjnego (co zwykle było istotnym czynnikiem dla kapitału zagranicznego). Wiele dużych i płynnych spółek wypłaci dywidendy dające, jak na realia europejskie, wysokie DY. Naszym zdaniem, po słabym początku roku i wyraźnej przecenie indeksów na rynkach wschodzących kapitał zacznie na nie powracać – szczególnie w kontekście decyzji BoJ. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku akcji i zalecamy ich akumulowanie.

FED bez zmian

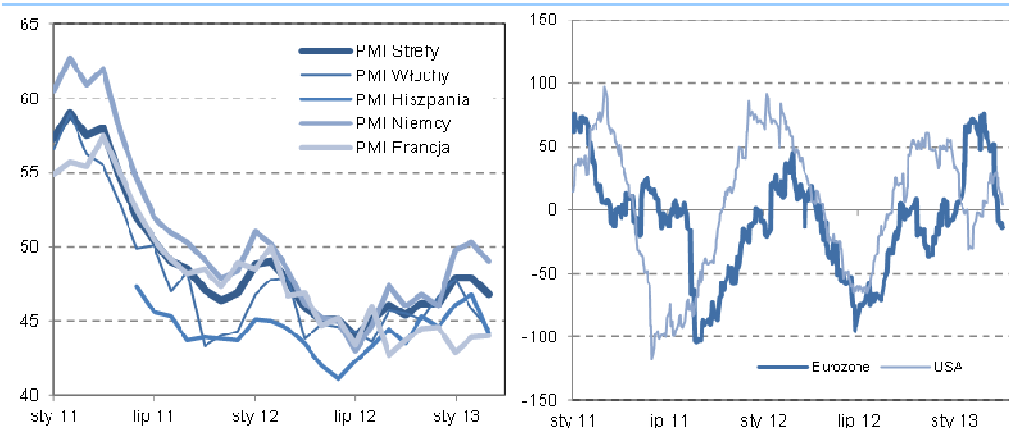
Dane z rynku pracy oraz nieruchomości potwierdzają, że gospodarka amerykańska nadal znajduje się w fazie ożywienia. Czynnikiem, który wspiera wyceny akcji spółek amerykańskich jest konsekwentna postawa FED, który po raz kolejny zapewnił o kontynuowaniu programu skupu aktywów (85 mld USD miesięcznie) aż do momentu wyraźnej poprawy w gospodarce, a w szczególności na rynku pracy. Zmiana polityki na bardziej restrykcyjną może nastąpić dopiero gdy w dłuższym okresie (więcej niż kilka miesięcy): 1) bezrobocie spadnie poniżej 6,5%, 2) inflacja nie wzrośnie powyżej 2%, 3) pozostałe wskaźniki nie potwierdzą, że gospodarka znajduje się w fazie stabilnego wzrostu. To bardzo pozytywny sygnał dla rynku akcji.

Słabsze odczyty wskaźników wyprzedzających w Europie – czy zapowiadają duże rozczarowanie w 2H?

To jeden z głównych czynników ryzyka pozytywnego scenariusza dla akcji na 2013 i jedno z największych negatywnych zaskoczeń w stosunku do naszych oczekiwań z początku grudnia. Okres grudzień-luty przyniósł powolne (poniżej oczekiwań, ale jednak wzrost) odbudowywanie się PMI dla Strefy, wyraźne ożywienie w Niemczech, duże rozczarowanie we Francji. „Zimnym prysznicem” okazały się odczyty marcowe (publikowane na początku kwietnia), które wskazują, że szybkie wyjście z recesji zakładane w 2H, może okazać się dużym rozczarowaniem. Indeksy dla przemysłu i usług dla całej Strefy obniżyły się o 1,3-1,4 pkt. do 46,5-46,6 pkt. Po pozytywnym zaskoczeniu w lutym, PMI dla niemieckiego przemysłu ponownie spadł poniżej 50 pkt. (potwierdzają to również wskaźniki IFO i ZEW). W przypadku Francji indeks dla przemysłu utrzymuje się na poziomie zaledwie 44 pkt (bez zmian M/M), a dla usług obniżył się do 41,3 pkt. (-2,4 M/M). Dotychczas publikowane dane wskazują na recesję dla Strefy w 1Q na poziomie -0,3% oraz stagnację w Niemczech (zamiast oczekiwanego lekkiego wzrostu). Bardziej szczegółowe informacje płynące z PMI wskazują na kontrakcję w nowych zamówieniach (przede wszystkim w Europie Południowej), co można interpretować szczególnie negatywnie w kontekście najbliższych tygodni. Na badanie

ankietowe negatywny wpływ mogła mieć sytuacja na Cyprze, a w krajach Europy Północnej silne i długotrwałe opady śniegu (budownictwo, branże okołobudowlane). Biorąc pod uwagę, słabe wskazania indeksów oraz zdecydowane działania Banku Japonii (osłabiające jena), wydaje się, że w kolejnych tygodniach będą rosły oczekiwania obserwatorów rynku na rozszerzenie stymulacji ze strony ECB (na razie wypowiedzi Draghiego wskazują na dużą determinację banku do utrzymania obecnej polityki).

PMI Manufacturing dla wybranych krajów (L) i indeks zaskoczeń Citibanku (P)



Źródło: Bloomberg

W przypadku polskiej gospodarki bieżące dane makro nie odbiegają istotnie od szacunków naszych makroekonomistów formułowanych na początku grudnia. Podobnie jak w przypadku całej UE, negatywne zaskoczenie pojawia się w przypadku wskaźników wyprzedzających, które oczekiwane przez rynek ożywienie w drugim półroczu br. stawiają pod znakiem zapytania lub osłabiają wiarę w jego dynamikę.

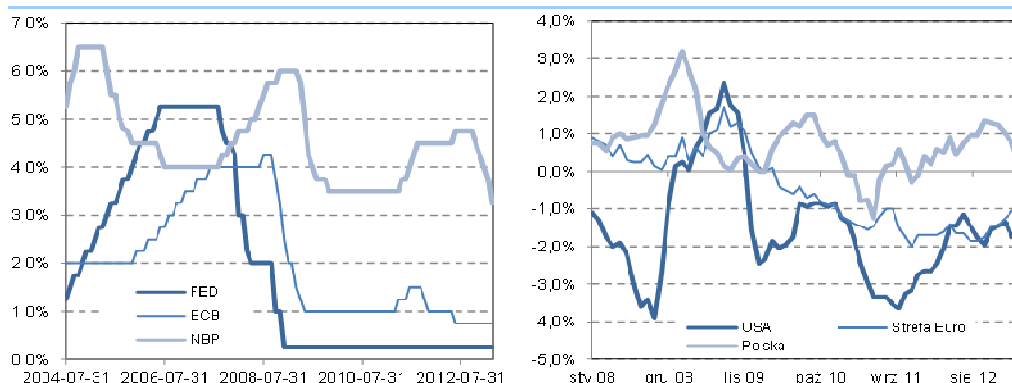
Nowa strategia BoJ i jej konsekwencje

Bank Japonii (BoJ) zapowiedział kolejną fazę luzowania polityki monetarnej, której skala nie ma sobie równych w najnowszej historii. BoJ będzie skupował aktywa o wartości około 75 mld USD miesięcznie, w ciągu dwóch lat powiększając swój bilans dwukrotnie. Dla porównania, FED przeznacza na skup aktywów 85 mld USD, a podwojenie bilansu zajęło mu pięć lat. Gdyby FED miał dorównać tempu ekspansji BoJ musiałby skupować aktywa o wartości około 200 mld USD miesięcznie. Jakie konsekwencje dla nas może mieć działanie BoJ? Po pierwsze oczekuje się, że część japońskiego kapitału będzie poszukiwała wyższej stopy zwrotu z aktywów, które obecnie stanowią przede wszystkim niskorentowne, japońskie papiery skarbowe (w 95% skupione przez Japończyków). Powinny skorzystać na tym m.in. rządy krajów europejskich, szczególnie peryferiów UE (Włochy, Hiszpania, możliwe że również kraje Europy Środkowowschodniej). Drugą istotną konsekwencją, jest silna aprecjacja euro w stosunku do jena. Dla niemieckich eksporterów, dla których na rynku azjatyckim Japonia i Korea Płd to główni konkurenci, to poważny problem (widać to po spadku cen akcji spółek niemieckich, ale również indeksu Kospi w Korei – na co dodatkowo wpływ ma zaostrzenie się konfliktu z Koreą Północną). Czy będzie przekładało się to również na sytuację polskich poddostawców niemieckich koncernów (negatywny wpływ na wyniki spółek i sentyment inwestorów zagranicznych)? Czy wywoła to reakcję ze strony ECB, który w porównaniu z FED, BoE czy BoJ wydaje się być bardzo konserwatywny (pozytywny wpływ na sentyment do rynku akcji)?

Obniżki stóp procentowych a depozyty i napływ do TFI

Pomimo słabnącego otoczenia gospodarczego sporym zaskoczeniem dla rynku była marcowa decyzja RPP o obniżce stóp procentowych aż o 50 bp. Tym samym, zrealizował się cel wyznaczony przez naszych makroekonomistów spadku stopy repo do 3,25%. Biorąc pod uwagę istotnie szybciej obniżającą się inflację w Polsce (1,3% w lutym) niż oczekiwali makroekonomiści, realne stop procentowe w Polsce pozostają nadal na relatywnie wysokim poziomie, co stwarza przestrzeń do dalszych ruchów ze strony Rady. Na najbliższych posiedzeniach (kwiecień-maj) Rada zapewne będzie czekała z oceną kondycji gospodarki i nie podejmie dalszych cięć. Decyzje Rady mają istotne przełożenie na spadek oprocentowania depozytów w bankach (spadek z 4,9% w grudniu do 4,4% obecnie, przy czym oprocentowanie nowych depozytów spadło do 3,6%, a klienci poszukują produktów dających wyższą stopę zwrotu) oraz politykę sprzedażową banków, które przy spadających przychodach odsetkowych szukają wpływów prowizyjnych (jednostki uczestnictwa TFI).

Stopy referencyjne FED, ECB i NBP (L) a realne stopy procentowe (P)



Źródło: Bloomberg

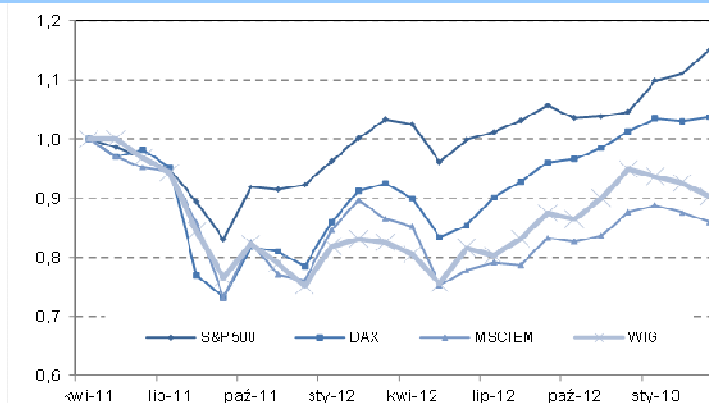
Co Rząd zrobi z OFE? Ciąg dalszy...

W minionych trzech miesiącach OFE partycypowały w kilku dużych transakcjach sprzedaży akcji realizowanych przez strategicznych akcjonariuszy (PKO BP, BZ WBK, Pekao – łącznie akcje sprzedawane za 13,4 mld PLN), co pozwoliło im na koniec marca zwiększyć alokację w akcje do 38% z 35% na koniec grudnia 2012 (pomimo spadku WIG). Jest to poziom nadal odbiegający od ustawowo dopuszczalnego limitu na poziomie 47,5%, ale pozostawiający coraz mniej miejsca na zakupy. Dodatkowo dochodzi czynnik niepewności związany z dalszym kształtem systemu emerytalnego w Polsce (pisaliśmy o tym w poprzednim raporcie). Premier Tusk zapowiedział, że decyzje związane z dalszym losem OFE będą zapadały najprawdopodobniej w maju/czerwcu br. Na obecną chwilę wydaje się, że najbardziej prawdopodobny jest scenariusz przeniesienia z OFE do ZUS aktywów zgromadzonych przez osoby mające 10 lat do emerytury. Szczegóły (czy zostanie rozłożone to na dłuższy okres, czy nastąpi jednorazowo, czy będzie dotyczyło tylko części obligacyjnej, etc...) nie są obecnie znane, jednak sama świadomość, że OFE (mające dotychczas tylko napływy kapitału) mogą już nie być stroną „zawsze kupującą” skutecznie odstrasza od dalszych zakupów (spadek premii wyceny polskich spółek w stosunku do spółek w regionie).

Słabość nie dotyczy tylko rynku polskiego

W minionych kwartałach rynki akcji na świecie były ze sobą silnie skorelowane, zaś ostatnie trzy miesiące, przynajmniej w przypadku WIG, przyniosły wyraźną zmianę tej tendencji. Może to tłumaczyć silniejsze niż oczekiwano spowolnienie gospodarki, w tym przede wszystkim dotychczas odpornego na sytuację zewnętrzną popytu wewnętrznego (bardziej szczegółowo pisaliśmy o tym zagadnieniu w poprzednich raportach). Do tego dochodzi jeszcze obawa o przyszłość OFE. Polski rynek nie jest jednak odosobniony w silnym „underperformance” w porównaniu z S&P500 czy DAX. Podobne zachowanie co WIG dotyczy również giełdy w Moskwie, Budapeszcie czy Pradze – spadkom cen akcji towarzyszyło osłabianie się lokalnych walut.

WIG na tle innych indeksów



Źródło: Bloomberg

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



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

Departament Analiz:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
Wicedyrektor
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

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

Maklerzy:

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

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

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

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
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 księgowa

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 księgowa) - 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 stanowił 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, Macrolog, 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, Macrolog, 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, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Ergoaparatura, 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, Prokom Software, PZU, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Techmex, Unibep.

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

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.

Niniejszy Przeгляд Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez DI BRE Banku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeглядzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 9 Przeглядu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeглядzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 10 niniejszego opracowania.

W związku z powyższym - w ocenie DI BRE Banku S.A. - Przeгляд Miesięczny nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Przeglądzie Miesięcznym:

Alchemia

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2012-07-26	2012-11-16	2012-12-10	2013-02-27	2013-04-08
kurs z dnia rekomendacji	5,13	4,73	4,95	4,78	3,84
WIG w dniu rekomendacji	39245,74	43845,94	45538,45	45868,35	44597,66

BZ WBK

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2012-09-13	2012-12-10	2013-02-19	2013-04-08
kurs z dnia rekomendacji	235,00	239,00	274,90	269,00
WIG w dniu rekomendacji	42982,12	45538,45	46508,27	44597,66

Elektrobudowa

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj
data wydania	2012-08-06	2012-11-21	2012-12-10	2013-02-06	2013-04-08
kurs z dnia rekomendacji	91,40	113,50	111,20	142,00	117,00
WIG w dniu rekomendacji	40594,36	44438,93	44438,93	46674,78	44597,66

Mostostal Warszawa

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Zawieszona
data wydania	2012-08-06	2012-12-10	2013-04-08
kurs z dnia rekomendacji	13,80	12,00	7,43
WIG w dniu rekomendacji	40594,36	40594,36	44597,66

PKN Orlen

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2012-09-13	2013-01-07	2013-02-22	2013-04-08
kurs z dnia rekomendacji	42,80	51,30	53,15	50,00
WIG w dniu rekomendacji	42982,12	47888,16	45879,90	44597,66

Police

rekomendacja	Redukuj	Sprzedaj
data wydania	2012-12-10	2013-04-08
kurs z dnia rekomendacji	12,05	16,20
WIG w dniu rekomendacji	45538,45	44597,66

Rafako

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Zawieszona
data wydania	2012-08-06	2012-09-04	2012-12-10	2013-04-08
kurs z dnia rekomendacji	8,10	8,70	8,83	4,70
WIG w dniu rekomendacji	40594,36	41731,43	41731,43	44597,66