

RAPORT MIESIĘCZNY

01.09.2017, 08:45 CEST Numer 9/2017

ANALITYCY:

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

Marek Jurzec
marek.jurzec@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-32

Dom Maklerski BDM S.A.



Dom Maklerski BDM S.A.



W okresie 31.07.2017-31.08.2017:

Indeks BDM-A **+8,37%**

Indeks BDM-Z **+7,68%**

Indeks WIG **+3,80%**

Materiał „Raport miesięczny” jest dokumentem przedstawiającym sytuację rynków akcji z uwzględnieniem wybranych czynników makroekonomicznych charakteryzujących gospodarkę poszczególnych regionów, ze szczególnym uwzględnieniem Polski i Giełdy Papierów Wartościowych. Opracowanie zawiera szereg zestawień i statystyk, a także opinie analityków dotyczące przebiegu bieżących i przyszłych procesów makroekonomicznych mogących wpływać na gospodarkę a przez to również na koniunkturę na rynkach akcji.

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE.....	3
INDEKS BDM AGRESYWNY (BDM-A)	5
AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-A.....	6
INDEKS BDM ZRÓWNOWAŻONY (BDM-Z)	9
AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-Z	10
HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM	13
STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI	15
WYNIKI INDEKSÓW SEKTOROWYCH NA GPW	16
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI	17

Aktualny skład BDM-Z

PKO BP
 Cyfrowy Polsat *(nowa)*
 Lotos
 Orange
 Grupa Azoty
 Eurocash
 GTC *(nowa)*
 Stalprodukt
 PKP Cargo
 Bogdanka

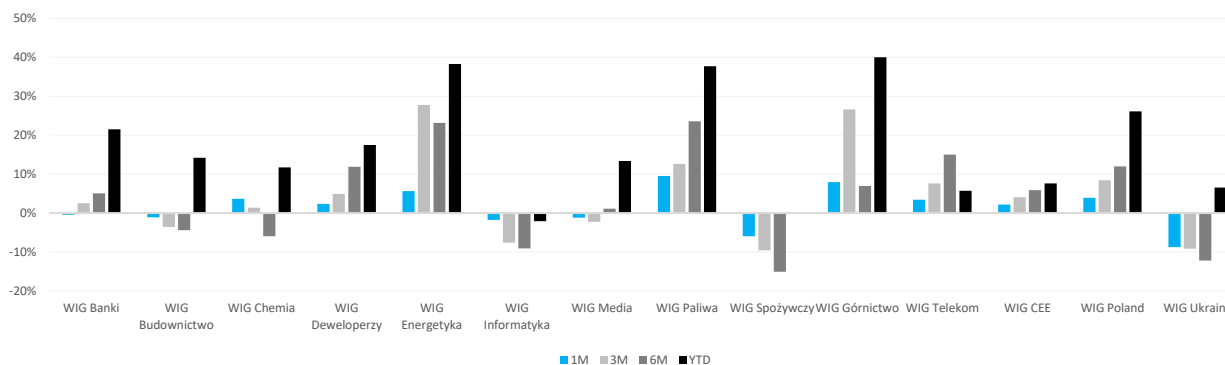
Aktualny skład BDM-A

Orange
 Stalprodukt
 Bogdanka
 Agora
 Arctic Paper *(nowa)*
 Wasko
 Instal Kraków
 Patentus
 Tesgas *(nowa)*
 Esotiq

PODSUMOWANIE

Za nami wakacyjny i mocny wzrostowy miesiąc dla warszawskiego parkietu. Dobra passa byków trwała w najlepsze, choć inwestorzy skoncentrowali swoją uwagę ponownie na większych podmiotach i dość wąskim gronie spółek o średniej kapitalizacji. W sierpniu'17 największe dynamiki ruchu w górę sektorowo miał WIG Paliwa (+9,5%) oraz WIG Górnictwo (+7,9%). Pokażne wzrosty odnotował też indeks WIG Energetyka czy WIG Telekom. Na koniec sesji 31.08.2017 r. indeks WIG wynosił 64 973,76 punktów, czyli ponad 25% względem pułapów z końca 2016 roku.

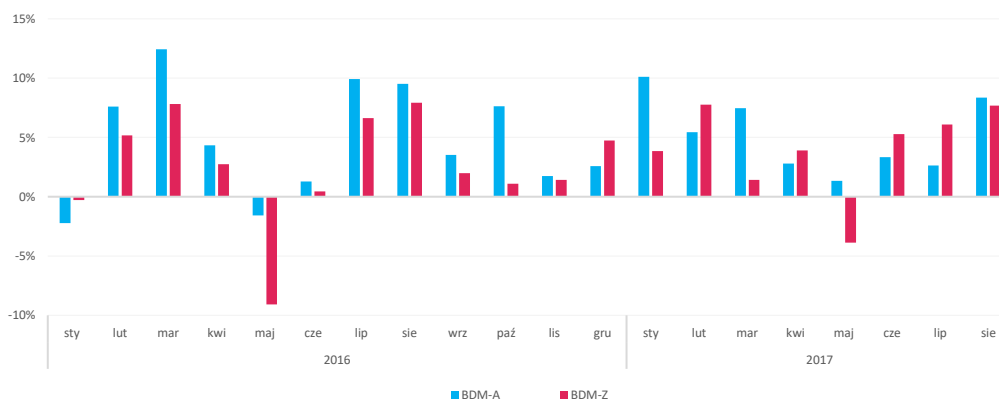
Zachowanie poszczególnych indeksów sektorowych na GPW



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GPW

Dobry kształt portfela BDM-Z jak i BDM-A pozwolił na znaczące umocnienie tych indeksów w skali miesiąca względem WIG. BDM-Z (grupujący kluczowe dla GPW płynne podmioty) na koniec sesji 31.08.2017 r. wskazywał wartość 182,25 pkt, co oznacza wzrost aż o 7,68% w trakcie miesiąca (WIG w tym czasie zyskał 3,8%). Z kolei indeks BDM-A (składający się ze spółek z dużą potencjalną nieefektywnością wyceny rynkowej bez uwzględnienia kryterium płynności) na koniec 31.08.2017 r. wynosił 257,31 punktów, czyli w sierpniu zyskał 8,37%.

Historyczne zachowanie indeksu BDM-A oraz BDM-Z (zgodnie z cyklem publikacji raportów miesięcznych)

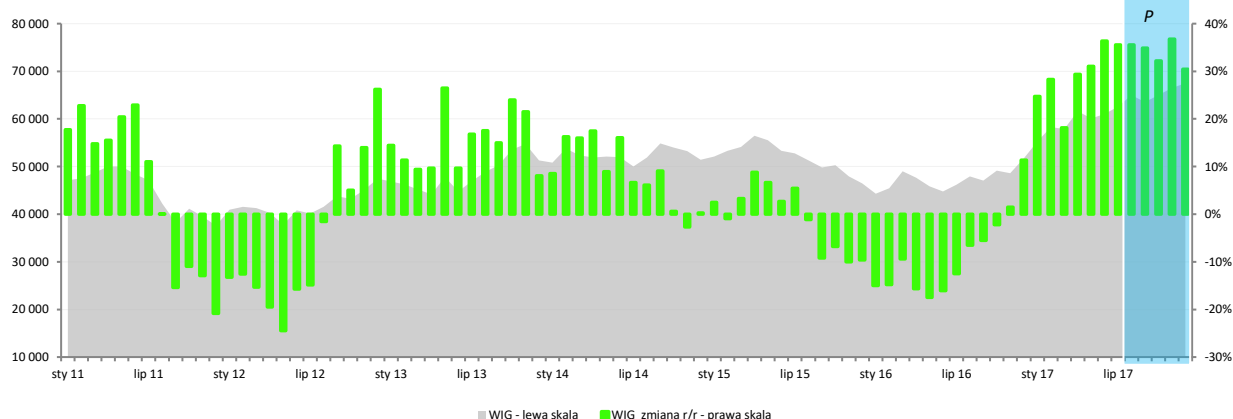


Na koniec
31.08.2017 roku:
BDM-A = 257,31 pkt
BDM-Z = 182,25 pkt
(na początku 2016
roku BDM-A oraz
BDM-Z wynosiły 100
pkt)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przypominamy, że w poprzedniej edycji raportu analitycznego podwyższyliśmy nasze cele dla WIG na bieżący rok do pułapu 67 500 punktów. Wyznaczając przyszły potencjał dla ruchu WIG w dalszej części 2017 roku zdecydowaliśmy się w większym stopniu skonsolidować nasze projekcje na 2018 rok. Dominującymi argumentami w obecnej sytuacji są dla nas ścieżka wzrostu PKB dla polskiej gospodarki, w tym perspektywa przyspieszenia inwestycji przy bardzo mocnej konsumpcji.

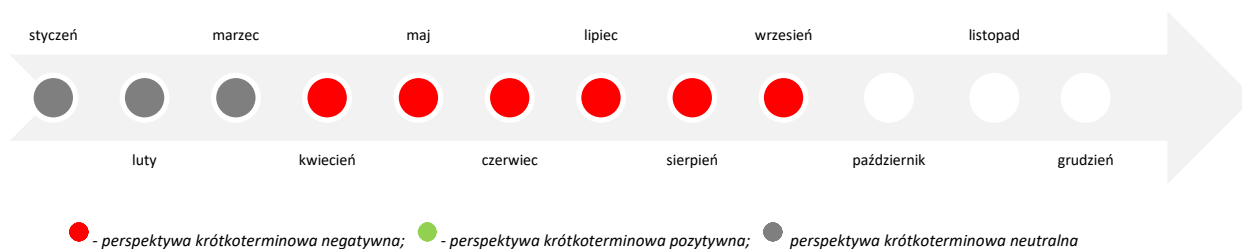
Oczekiwana ścieżka zachowania indeksu WIG na 2017 rok



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Jednak wciąż akcentujemy, że co się odwlecze, to nie uciecze.... Czyli w krótkim terminie cały czas jesteśmy zdania, że rynek jest rozgrzany i należy się odczuwalna korekta, po której wrócimy do nowej fali wzrostów. Częściowo takie ruchy korekcyjne widzimy już na całkiem sporej grupie podmiotów o średniej i mniejszej kapitalizacji (wymowna jest liczba punktowych negatywnych rozczarowań wynikowych). Zatem pozostajemy konsekwentnie z negatywną perspektywą w krótkim terminie dla WIG. Zakładane schłodzenie nastrojów może być okazją do doważenia preferowanego portfela akcji.

Ocena krótkoterminowej perspektywy dla rynku akcji na GPW



● - perspektywa krótkoterminowa negatywna; ● - perspektywa krótkoterminowa pozytywna; ● - perspektywa krótkoterminowa neutralna

Podstawowym ryzykiem dla szerokiego rynku jest rozczarowanie poziomem inwestycji w końcówce br. oraz zwłaszcza w 2018 roku. Dodatkowo, w naszej ocenie obserwowane szybkie zmiany na rynku pracy, w szczególności spadająca stopa bezrobocia (wręcz kłopoty w zapewnieniu pracowników) i rosnąca dynamika wzrostu płac (nie tylko płacy minimalnej) przy ograniczonej poprawie efektywności już obecnie w poszczególnych branżach zaburza rentowność i zjawisko to może być odczuwalne także w perspektywie kolejnych kwartałów.

INDEKS BDM AGRESYWNY (BDM-A)

Indeks BDM Agresywny (BDM-A) jest obliczany od stycznia 2016 roku. Pierwsza wartość indeksu wynosiła 100 pkt (na koniec sesji 13.01.2016). Publikacja indeksu odbywa się w każdej edycji opracowania „Raport miesięczny” poprzez podawanie do publicznej wiadomości wartości zamknięcia indeksu w poszczególnych okresach rozliczeniowych. Wartość zamknięcia indeksu obliczana jest na podstawie kursów zamknięcia akcji po zakończeniu sesji giełdowej na GPW. Zadaniem indeksu jest ocena zachowania kursów akcji spółek, ze szczególnym uwzględnieniem podmiotów o średniej i małej kapitalizacji rynkowej. W indeksie BDM-A obowiązuje zasada dywersyfikacji, mająca na celu ograniczenie udziału pojedynczej spółki i sektora giełdowego. BDM-A jest indeksem dochodowym i przy jego obliczaniu uwzględnia się zarówno ceny zawartych w nim akcji, jak i dochody z dywidend i praw poboru. Publikowane odczyty BDM-A mają charakter historyczny i nie stanowią żadnej gwarancji, że przyszłe wartości indeksu będą charakteryzowały się podobną tendencją. Odczyty indeksu BDM-A nie powinny być traktowane jako sugestie do podjęcia jakiegokolwiek konkretnej decyzji na rynku kapitałowym.

Szczegółowa lista raportów analitycznych publikowanych przez BDM przeznaczonych dla nieoznaczonego klienta i mających charakter rekomendacji typu kupuj/sprzedaj (z ceną docelową) dla poszczególnych spółek została umieszczona w osobnym rozdziale zatytułowanym „Historyczne zestawienie raportów analitycznych wydanych przez BDM”.

Wartość indeksu BDM Agresywny (BDM-A)

	13.01.2016 [na koniec sesji]	01.02.2016 [na koniec sesji]	02.03.2016 [na koniec sesji]	01.04.2016 [na koniec sesji]	02.05.2016 [na koniec sesji]	01.06.2016 [na koniec sesji]	01.07.2016 [na koniec sesji]	01.08.2016 [na koniec sesji]	01.09.2016 [na koniec sesji]	30.09.2016 [na koniec sesji]	31.10.2016 [na koniec sesji]	01.12.2016 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-A	100,00	97,78	105,22	118,31	123,45	121,51	123,08	135,30	148,16	153,37	165,08	167,95
Wartość indeksu WIG	44 708,04	44 294,89	45 371,99	48 506,46	47 720,21	44 700,67	44 754,05	46 221,38	47 221,32	47 084,94	49 158,80	48 402,26

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

	02.01.2017 [na koniec sesji]	02.02.2017 [na koniec sesji]	28.02.2017 [na koniec sesji]	31.03.2017 [na koniec sesji]	02.05.2017 [na koniec sesji]	31.05.2017 [na koniec sesji]	03.07.2017 [na koniec sesji]	31.07.2017 [na koniec sesji]	31.08.2017 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-A	172,27	189,68	200,00	214,94	220,92	223,88	231,35	237,44	257,31
Wartość indeksu WIG	51 907,77	55 303,11	58 300,37	57 911,31	62 066,66	60 092,1	61 392,77	62 595,76	64 973,76

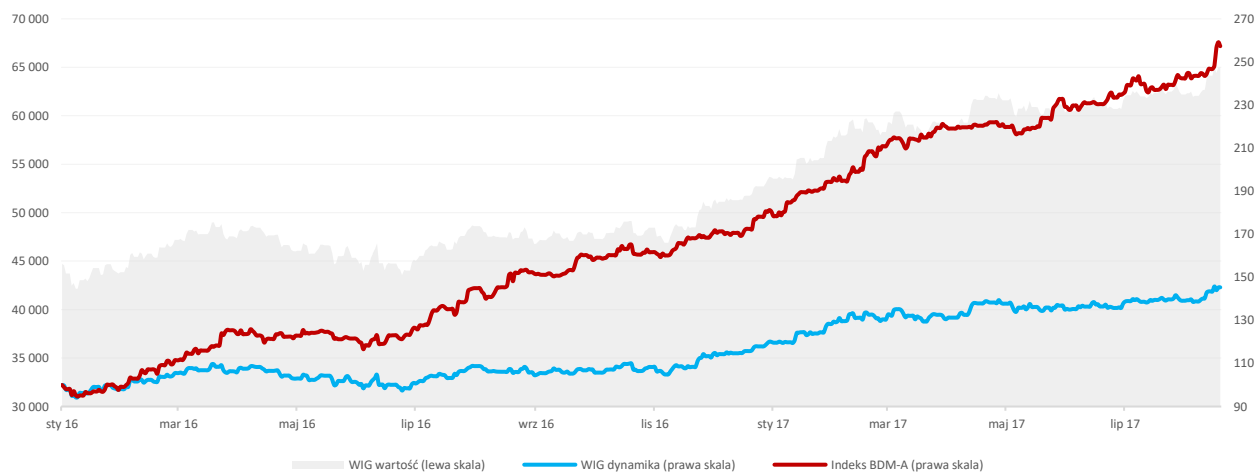
Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-A w okresie 31.07.2017-31.08.2017

Lp	Spółka	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	Orange	10,0%	5,45	5,99	9,9%
2	Stalprodukt (nowa)	10,0%	500,00	519,95	4,0%
3	Bogdanka	10,0%	71,79	76,00	5,9%
4	Agora	10,0%	15,90	17,80	11,9%
5	Vistula (nowa)	10,0%	3,36	3,62	7,7%
6	Bytom (nowa)	10,0%	2,48	2,70	8,9%
7	Wasko	10,0%	1,76	1,89	7,4%
8	Instal Kraków	10,0%	15,17	15,00	-1,1%
9	Patentus	10,0%	1,11	1,23	10,8%
10	Esotiq	10,0%	11,65	12,86	10,4%
	Gotówka	0,0%			
	Portfel akcji	100,0%			

**W okresie 31.07.2017-31.08.2017
indeks BDM-A wzrósł o 8,37%.
Indeks WIG zyskał 3,80%.**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wartość indeksu BDM-A na tle indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-A

Zmieniamy skład indeksu BDM-A na koniec sesji 31.08.2017. Do portfela indeksu dodajemy walory Tesgas oraz Arctic Paper. Usuwamy akcje Vistula i Bytom.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-A (stan na koniec sesji 31.08.2017)

Lp	Spółka	Cena [PLN]	Kapitalizacja [mln PLN]	Średni obrót za 30 dni [mln PLN]	Udział w indeksie	Zmiana kursu					P/E		EV/EBITDA	
						1M	3M	6M	1Yr	YTD	2017P	2018P	2017P	2018P
1	Orange	5,99	7 861	16,12	10,0%	7%	26%	27%	13%	9%	307,3x	72,6x	5,1x	4,8x
2	Stalprodukt	519,95	2 901	1,58	10,0%	4%	0%	-18%	27%	-1%	8,6x	7,8x	4,5x	3,8x
3	Bogdanka	76,00	2 585	1,78	10,0%	5%	17%	-6%	38%	9%	10,6x	9,3x	3,8x	3,5x
4	Agora	17,80	848	0,29	10,0%	14%	15%	13%	59%	42%	51,4x	38,1x	6,1x	5,8x
5	Arctic Paper <i>(nowa)</i>	4,70	326	0,22	10,0%	9%	4%	-14%	-7%	-15%	12,6x	8,3x	3,0x	2,8x
6	Wasko	1,89	172	0,03	10,0%	7%	15%	15%	36%	73%	13,6x	10,2x	4,6x	4,4x
7	Instal Kraków	15,00	109	0,03	10,0%	-2%	-8%	13%	16%	7%	9,1x	7,8x	5,4x	3,9x
8	Patentus	1,23	36	0,02	10,0%	7%	71%	52%	84%	58%	9,4x	6,5x	5,0x	3,9x
9	Tesgas <i>(nowa)</i>	2,61	30	0,01	10,0%	-3%	-12%	-16%	-14%	-15%	---	18,8x	---	3,7x
10	Esotiq	12,86	29	0,08	10,0%	17%	26%	19%	80%	35%	10,1x	3,9x	4,5x	2,5x
	Gotówka				0,0%									
	Portfel akcji				100,0%									

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-A:

Orange <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Spółka była i jest jedną z naszych głównych lokomotyw w obozie byków na 2H'17. Przedstawione wyniki za 2Q'17 okazały się lepsze niż nasze wcześniejsze oczekiwania. Należy zwrócić uwagę na niższe koszty sprzedaży (wyraźnie ograniczone zostały subsydia do telefonów) oraz dość dobry odczyt przychodowy. Wskazywaliśmy już wcześniej, że komunikaty płynące ze spółki na konferencji za 1Q'17 wskazywały na dużą ostrożność w posługiwaniu się sformułowaniami mogącymi wzbudzić jakikolwiek optymizm inwestorów. Finalny odczyt jaki spółka pokazała za 2Q'17 jest zatem przynajmniej lekkim pozytywnym zaskoczeniem. Dodatkowo tuż po publikacji danych za 2Q'17 Orange poinformował o współpracy z Play. W ramach umowy spółka zagwarantowała sobie minimalny poziom przychodów w kwocie 321 mln PLN przez okres 4 lat. Podsumowując, widzimy kilka zasadniczych zmian zachodzących w otoczeniu spółki. Wymieniamy w szczególności: i) koncentrację na ofercie pakietowej LOVE, ii) odchodzenie od subsydiowania telefonów komórkowych, iii) rozstrzygnięcia przetargów na poszczególne części programów operacyjnych (i wycofanie się Netii), iv) debiut giełdowy operatora Play. Wymienione aspekty budują dobrą atmosferę wokół Orange. Z bieżącej perspektywy zagrożeniem dla naszych projekcji jest wpływ zmian w roamingu. Finalnie po wynikach za 2Q'17 zdecydowaliśmy się podnieść nasz całoroczny cel dla EBITDA'17 do 2,911 mld PLN. Przypominamy, że w poniedziałek 04.09.2017 r. Orange przedstawi zaktualizowane plany średniokresowe (pierwotnie miało się to odbyć dziś po publikacji wyników za 2Q'17).
Stalprodukt <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Skonsolidowane dane za 2Q'17 okazały się przeciętne i słabsze niż się spodziewaliśmy (w ostatnim raporcie analitycznym Kupuj z 08.08.2017 r. sugerowaliśmy, że 2Q'17 będzie gorszy zarówno w ujęciu r/r jak i q/q). Ostatecznie raportowana EBITDA była o 25 mln PLN poniżej naszych wcześniejszych prognoz. Główny błąd założeń miał miejsce w segmencie cynku. Wykazany wynik tej dywizji biznesowej był mniejszy niż nasze przewidywania o 17 mln PLN (zwracamy uwagę na efekt prowadzonej polityki zabezpieczeń). Oceniamy, że miniony 2Q'17 nie jest właściwym punktem odniesienia dla oceny perspektyw EBITDA na 3Q'17 i 4Q'17 (zatem ewentualne osłabienie kursu należy wykorzystać). Wzmacniamy bowiem nasz optymizm na 2H'17. Widzimy odczuwalną poprawę cenników na blachach transformatorowych oraz przede wszystkim obecne ceny cynku są znacząco powyżej tego, co przyjmowaliśmy do modelu jako scenariusz bazowy na początku sierpnia'17. Dlatego pomimo ubytku wyniku za 2Q'17 decydujemy się na podniesienie naszych oczekiwań wynikowych na cały bieżący 2017 rok i zwiększyliśmy prognozę EBITDA do 588 mln PLN z wcześniejszego pułapu 585,9 mln PLN.
Bogdanka <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Zakładamy, że okres 2Q'17 był słabszy pod względem produkcji jak i sprzedaży względem 1Q'17. Jednocześnie w ujęciu r/r zakładamy wzrost sprzedaży o ok 20 tys. ton (łącznie w całym półroczu uwzględniamy sprzedaż na poziomie trochę ponad 4,6 mln ton). Cenniki sprzedaży w modelu przyjmujemy płaskie względem 1Q'17. Tym samym w 2Q'17 spodziewamy się przychodów na poziomie 437,3 mln PLN (+2% r/r). Zakładamy, że w pomawianym okresie wciąż będzie widać restrykcyjną politykę kosztową. Zatem EBITDA wg nas powinna wynieść 142,1 mln PLN. Narastająco w pierwszym półroczu br. EBITDA może być równa niemal 322 mln PLN. Z bieżącej perspektywy liczymy, że 2H'17 będzie lepsze aniżeli 1H'17. Dlatego zdecydowaliśmy się na podniesienie naszych oczekiwań na cały 2017 rok względem projekcji przedstawionych z raportu analitycznym z lutego'17. Obecnie prognozujemy, że EBITDA w 2017 roku przekroczy pułap 661 mln PLN. Wynik netto zgodnie z naszymi założeniami powinien być równy 245 mln PLN. Kluczowe znaczenie dla wyników roku 2018 będą miały cenniki sprzedaży. Obecnie obserwujemy, że PSCMI1 jest na ścieżce wzrostu, która powinna trwać do końca bieżącego roku.
Agora <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Opublikowane dane za 2Q'17 okazały się lepsze niż oczekiwaliśmy na poziomie EBITDA (finalny rezultat był równy 31,5 mln PLN, podczas gdy my szacowaliśmy 28,9 mln PLN). Przypominamy, że w 1Q'17 EBITDA wyniosła 28,9 mln PLN, zatem narastająco w 1H'17 EBITDA przekroczyła 60 mln PLN. Z obecnej perspektywy jesteśmy optymistyczne nastawieni do rezultatów w 2H'17. Z coraz większym optymizmem patrzymy na wyniki w segmencie prasa i naszym zdaniem dane za 2Q'17 pokazały, że w tym obszarze spółka ma ambicję nie tylko do zatrzymania erozji EBITDA. W dywizji film i książka cały czas obserwujemy mocne dane frekwencyjne, co wg nas świadczy o trwałej zmianie zachowania konsumentów (potwierdza to też rozkład tytułów, które budują listę najpopularniejszych pozycji w box office). Dodatkowo przypominamy, że spółka ma przed sobą do rozliczenia dwa zdarzenia jednorazowe, czyli sprzedaż nieruchomości oraz rozliczenie wykonania opcji w Green Content. W skali 2017 roku liczymy, że EBITDA Agory wzrośnie do ponad 130 mln PLN (łącznie z wpływem sprzedaży nieruchomości). Z bieżącej perspektywy oceniamy, że w 2018 roku EBITDA bez zdarzeń jednorazowych powinna przekroczyć 130 mln PLN (jest to dla nas projekcja konserwatywna). Przypominamy też, że przyszły rok będzie momentem, kiedy prawdopodobnie poznamy założenia dla nowej perspektywy średnioterminowej. Obserwując zmiany jakie zachodzą w grupie na wielu płaszczyznach coraz bardziej jesteśmy przekonani, że cele dla przyszłej ścieżki EBITDA na kolejne lata będą ambitne.

Arctic Paper <i>(nowa)</i> Analitik: Krystian Brymora tel. (032) 20-81-435 e-mail: brymora@bdm.pl	Wyniki za 2Q'17 były wyższe od naszych oczekiwań w obydwu segmentach, szczególnie w papierze (EBITDA 2x wyższa od oczekiwań). Po półroczu grupa ma 140 mln PLN EBITDA w tym 66 mln PLN w segmencie papieru. Tym samym czujemy się bezpiecznie z naszymi prognozami na cały rok (>210 mln PLN EBITDA grupy w tym 100-110 mln PLN w papierze). W 2Q'17 spółce udało się kolejny raz obniżyć zadłużenie (do 220 mln PLN w samym Arctic Paper- najniżej od 2009 roku), a guidance CAPEX został ścięty o łącznie 40 mln PLN (w tym 10 mln PLN mniej w papierze).
Wasko Analitik: Marek Jurzec tel. (032) 20-81-435 e-mail: marek.jurzec@bdm.pl	Wyniki Wasko w 2Q'17 są dla nas budujące (spółka ma za sobą już dwa udane kwartały w br.). Oceniamy, że Wasko już korzysta na problemach niektórych konkurentów przejmując stopniowo rynek, co znajduje swoje odzwierciedlenie w wynikach. Patrzymy z optymizmem także na kolejne okresy. W ostatnich miesiącach spółka informowała o podpisaniu kolejnych kontraktów, które powinny mieć wpływ na rezultaty 2H'17 i 2018 roku. Spodziewane ożywienie w inwestycjach może także istotnie wpłynąć na wzrost skali biznesu w kolejnych latach.
Instal Kraków Analitik: Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Instal na początku sierpnia informował, że odnotuje stratę w spółce zależnej Frapol, dlatego wyniki 2Q'17 były poniżej naszych pierwotnych założeń. Bez straty Frapolu EBIT wyniósłby 5,2 mln PLN, a więc wyraźnie lepiej r/r. Jednocześnie zwracamy uwagę na odzyskanie rentowności w Niemczech i kolejny dobry wynik deweloperki. Dobrze oceniamy CF operacyjny, spółka znów ma gotówkę netto (+6 mln PLN). Podkreślamy mocną ekspozycję spółki na krakowski rynek nieruchomości mieszkaniowych. Spółka ma bardzo dobrą sprzedaż mieszkań w ostatnich miesiącach, co jest efektem rozbudowania oferty pod koniec 2016 roku. W ostatnich miesiącach Instal informował o podpisaniu umowy na budowę kolejnego etapu inwestycji przy ul. Przewóz w Krakowie. Biorąc pod uwagę posiadane aktywa netto w obszarze deweloperskim, a także, mimo odnotowanej straty, wartość spółki zależnej Frapol oraz nasze konserwatywne podejście do wyceny działalności budowlanej, nadal widzimy uzasadnienie dla wzrostu wyceny giełdowej Instal Kraków.
Patentus Analitik: Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Pozycjonujemy spółkę obecnie głównie przez pryzmat dostaw przenośników zgrzeblowych dla śląskich kopalń. Zakładamy, że po trudnym minionym roku Patentus w najbliższych dwóch latach będzie mógł istotnie poprawić swoją sytuację finansową. Dostrzegamy bowiem znaczącą zmianę sytuacji rynkowej dla podmiotów z ekspozycją na górnictwo w Polsce. Po kilku latach oszczędności w śląskich zakładach górniczych proces inwestycji ulega przyspieszeniu. Zakładamy, że mocny odczyt wynikowy Patentusa za 1Q'17 może być dobrym prognostykiem dla wyników całego roku. Dane za 2Q'17 oceniamy neutralnie. Po 1H'17 EBITDA wynosi 7,4 mln PLN. W naszej symulacji zakładamy, że przychody spółki w 2017 roku mogą osiągnąć pułap 68,5 mln PLN. Prognozujemy, że EBITDA w 2017 roku wyniesie 14,5 mln PLN (bez zdarzeń jednorazowych). Tym samym spółka wg naszych symulacji na już zgromadzonym backlogu jest handlowa przy bardzo ciekawych mnożnikach EV/EBITDA i P/E (a okres ożywienia inwestycyjnego ze strony PGG potrwa przynajmniej kolejne 2-3 lata). Zwracamy też uwagę, że 7 września br. ma nastąpić otwarcie i rozpoznanie ofert na wystawioną przez syndyka nieruchomości Patentus Strefa o wartości ok 6,3 mln PLN (podmiot, który został spisany w toku restrukturyzacji grupy kapitałowej w 2016 roku).
Tesgas <i>(nowa)</i> Analitik: Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Po dwóch latach posuchy na rynku przetargów (2015-2016), od 3Q'17 można zaobserwować ożywienie w budowaniu portfela zleceń przez Tesgas. Z jednej strony na rynku gazowym pojawiło się więcej kontraktów, z drugiej bardzo trudny okres doprowadził do wykruszenia się części, małych konkurencyjnych firm. Obecnie (1H'17 i prawdopodobnie jeszcze częściowo w 3Q'17) w wynikach spółki znajdują odzwierciedlenie kontrakty pozyskane na trudnym rynku w 2016 roku. Kontrakty pozyskane w 3Q'17 zaczęły przeważać w wynikach spółki na przełomie 3/4Q'17. Powinny one pozwolić na uzyskiwanie zdecydowanie lepszych marż już w końcu 2017 roku. W 2018 roku należy liczyć na wygenerowanie dodatniego wyniku w podstawowym biznesie budowlanym (w 2017 roku zakładamy w nim -4-5 mln PLN straty EBIT). Obecna kapitalizacja spółki to ok. 30 mln PLN, gotówka netto po 2Q'17: 9 mln PLN. Zwracamy uwagę, że spółka ma obecnie ok. 3,5 mln PLN rocznej amortyzacji. Przy obecnym EV'17 dźwignia na wskaźniku EV/EBITDA jest znacząca nawet przy niewielkich zmianach nominalnych dodatniego EBIT (w 2015 roku spółka była jeszcze w stanie wygenerować blisko 4 mln PLN EBIT).
Esotiq Analitik: Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Zwracamy uwagę, że sesja w dniu 02.08.2017 r. była ostatnim dniem, kiedy można było nabyć akcje Esotiq z uprawnieniem do otrzymania walorów wydzielonego EMG (obecnie EMG czeka na dopuszczenie do obrotu na New Connect). Patrząc na rezultaty dwóch ostatnich kwartałów (silna odbudowa rentowności w 4Q'16; wzrost wyników) oraz ostatnie ruchy na USDPLN, jesteśmy optymistycznie nastawieni do spółki w perspektywie kolejnych okresów. Dostrzegamy, że podjęte w ubiegłym roku działania przynoszą wymierne efekty, zwłaszcza na poziomie realizowanej sprzedaży (mocne zwwyżki odczytów Ifl) i liczymy, że te trendy zostaną podtrzymane. Z bieżącej perspektywy Esotiq jest podmiotem z najniższymi wskaźnikami EV/EBITDA '17-'18 z branży handel detaliczny, które pokrywamy.

INDEKS BDM ZRÓWNOWAŻONY (BDM-Z)

Indeks BDM Zrównoważony (BDM-Z) jest obliczany od stycznia 2016 roku. Pierwsza wartość indeksu wynosiła 100 pkt (na koniec sesji 13.01.2016). Publikacja indeksu odbywa się w każdej edycji opracowania „Raport miesięczny” poprzez podawanie do publicznej wiadomości wartości zamknięcia indeksu w poszczególnych okresach rozliczeniowych. Wartość zamknięcia indeksu obliczana jest na podstawie kursów zamknięcia akcji po zakończeniu sesji giełdowej na GPW.

Zadaniem indeksu jest ocena zachowania kursów akcji spółek, które charakteryzują się wysoką płynnością obrotu. Warunkiem udziału w indeksie jest spełnienie przynajmniej jednego z poniższych dwóch kryteriów.

Według pierwszego kryterium do indeksu kwalifikują się podmioty, które spełniają łącznie następujące warunki:

- rentowność najbliższej wypłacanej dywidendy przewyższa o przynajmniej 1 pkt % rentowność polskich obligacji 10Y,
- średnia wartość obrotów za ostatnie 30 sesji przekracza 0,5 mln PLN.

Według drugiego kryterium do indeksu mogą wejść podmioty, które spełniają co najmniej jeden z następujących warunków:

- wchodzą w skład indeksu WIG30,
- średnia wartość obrotów za ostatnie 30 sesji przekracza 2 mln PLN.

W indeksie BDM-Z obowiązuje zasada dywersyfikacji, mająca na celu ograniczenie udziału pojedynczej spółki i sektora giełdowego. BDM-Z jest indeksem dochodowym i przy jego obliczaniu uwzględnia się zarówno ceny zawartych w nim akcji, jak i dochody z dywidend i praw poboru. Publikowane odczyty indeksu BDM-Z mają charakter historyczny i nie stanowią żadnej gwarancji, że przyszłe wartości indeksu będą charakteryzowały się podobną tendencją. Odczyty indeksu BDM-Z nie powinny być traktowane jako sugestie do podjęcia jakiegokolwiek konkretnej decyzji na rynku kapitałowym.

Szczegółowa lista raportów analitycznych przeznaczonych dla nieoznaczonego klienta i mających charakter rekomendacji typu kupuj/sprzedaj (z ceną docelową) dla poszczególnych spółek została umieszczona w osobnym rozdziale zatytułowanym „Historyczne zestawienie raportów analitycznych wydanych przez BDM”.

Wartość indeksu BDM Zrównoważony (BDM-Z)

	13.01.2016 [na koniec sesji]	01.02.2016 [na koniec sesji]	02.03.2016 [na koniec sesji]	01.04.2016 [na koniec sesji]	02.05.2016 [na koniec sesji]	01.06.2016 [na koniec sesji]	01.07.2016 [na koniec sesji]	01.08.2016 [na koniec sesji]	01.09.2016 [na koniec sesji]	30.09.2016 [na koniec sesji]	31.10.2016 [na koniec sesji]	01.12.2016 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-Z	100,00	99,71	104,87	113,06	116,15	105,59	106,05	113,09	122,06	124,48	125,85	127,62
Wartość indeksu WIG	44 708,04	44 294,89	45 371,99	48 506,46	47 720,21	44 700,67	44 754,05	46 221,38	47 221,32	47 084,94	49 158,80	48 402,26

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wartość indeksu BDM Zrównoważony (BDM-Z)

	02.01.2017 [na koniec sesji]	02.02.2017 [na koniec sesji]	28.02.2017 [na koniec sesji]	31.03.2017 [na koniec sesji]	02.05.2017 [na koniec sesji]	31.05.2017 [na koniec sesji]	03.07.2017 [na koniec sesji]	31.07.2017 [na koniec sesji]	31.08.2017 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-Z	133,67	138,80	149,58	151,70	157,62	151,53	159,52	169,25	182,25
Wartość indeksu WIG	51 907,77	55 303,11	58 300,37	57 911,31	62 066,66	60 092,1	61 392,77	62 595,76	64 973,76

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-Z w okresie 31.07.2017-31.08.2017

Lp	Spółka	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	PKO BP	10,0%	36,83	36,68	-0,4%
2	LPP (nowa)	10,0%	7 000,0	8 732,4	24,7%
3	Lotos (nowa)	10,0%	48,52	58,86	21,3%
4	Orange	10,0%	5,45	5,99	9,9%
5	Grupa Azoty	10,0%	70,40	68,90	-2,1%
6	Kruk	10,0%	344,00	340,95	-0,9%
7	Eurocash	10,0%	35,53	39,14	10,2%
8	Stalprodukt (nowa)	10,0%	500,00	519,95	4,0%
9	PKP Cargo	10,0%	62,00	63,83	3,0%
10	Bogdanka	10,0%	71,79	76,00	5,9%
	Gotówka	0,0%			
	Portfel akcji	100,0%			

**W okresie 31.07.2017-31.08.2017
indeks BDM-Z wzrósł o 7,68%.
Indeks WIG zyskał 3,80%.**

* stopa zwrotu uwzględnia odjętą dywidendę (Grupa Azoty = 0,79 PLN/akcję)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wartość indeksu BDM-Z na tle indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-Z

Na koniec sesji 31.08.2017 zmieniamy skład indeksu BDM-Z. Do portfela indeksu dodajemy walory GTC oraz Cyfrowy Polsat, jednocześnie usuwamy LPP oraz Kruk.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-Z (stan na koniec sesji 31.08.2017)

Lp	Spółka	Cena [PLN]	Kapitalizacja [mln PLN]	Średni obrót za 30 dni [mln PLN]	Udział w indeksie	Zmiana kursu					P/E		EV/EBITDA	
						1M	3M	6M	1Yr	YTD	2017P	2018P	2017P	2018P
1	PKO BP	36,68	45 850	61,87	10,0%	-2%	4%	4%	39%	30%	15,2x	15,1x	---	---
2	Cyfrowy Polsat <i>(nowa)</i>	26,8	17 140	8,74	10,0%	3%	-1%	14%	8%	9%	15,7x	13,3x	7,4x	6,9x
3	Lotos	58,86	10 882	19,38	10,0%	17%	9%	16%	108%	54%	9,5x	8,8x	5,5x	4,6x
4	Orange	5,99	7 861	16,12	10,0%	7%	26%	27%	13%	9%	307,3x	72,6x	5,1x	4,8x
5	Grupa Azoty	68,90	6 835	5,64	10,0%	-4%	9%	-2%	8%	10%	12,6x	11,5x	5,8x	5,1x
6	Eurocash	39,14	5 447	18,21	10,0%	11%	28%	18%	-7%	-1%	66,0x	20,8x	16,7x	10,5x
7	GTC <i>(nowa)</i>	9,90	4 656	0,99	10,0%	3%	6%	20%	41%	21%	28,4x	20,6x	24,1x	21,3x
8	Stalprodukt	519,95	2 901	1,58	10,0%	4%	0%	-18%	27%	-1%	8,6x	7,8x	4,5x	3,8x
9	PKP Cargo	63,83	2 859	0,77	10,0%	3%	6%	11%	51%	36%	32,1x	13,2x	5,0x	3,9x
10	Bogdanka	76,00	2 585	1,78	10,0%	5%	17%	-6%	38%	9%	10,6x	9,3x	3,8x	3,5x
	Gotówka				0,0%									
	Portfel akcji				100,0%									

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-Z:

PKO BP <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Bank podał mocne wyniki za 2Q'17. Widzimy budujące trendy w strukturze rezultatów zatem jesteśmy optymistycznie nastawieni do perspektyw na kolejne okresy. W bieżącym roku (bez efektu zmian wynikających z ustawy CHF) spodziewamy się, że zysk netto przekroczy 3 mld PLN. Podtrzymujemy tezę, że PKO daje dobrą ekspozycję na spodziewane w ożywienie w inwestycjach w krajowej gospodarce. Zatem pomimo przyszłych zmian w kredytach CHF (z efektem na 2018 rok) podtrzymujemy bank w zestawieniu.
CPS <i>(nowa)</i> <i>Analityk:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Zwieszamy ekspozycję portfela na obszar telco (dotychczas był tylko Orange). Oceniamy pozytywnie opublikowane dane za 2Q'17. Jesteśmy umiarkowanie optymistycznie nastawieni do perspektywy na 2H'17. Po pierwszym półroczu raportowana EBITDA wynosi 1,893 mld PLN, czyli jest wyższa niż w 1H'16 o 111 mln PLN. Mamy na uwadze, że okres 3Q'17 może przynieść odczuwalną erozję EBITDA w związku z m.in. efektem wprowadzenia zmian w roamingu oraz bazą z Euro2016. Niemniej w skali 2017 roku podtrzymujemy nasze wcześniejsze założenie, że EBITDA może być na poziomie ok 3,65 mld PLN. Na lata 2018-2019 prognozujemy dalszą budowę EBITDA wg ścieżki 3,69 mld PLN i 3,79 mld PLN.
Lotos <i>Analityk:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Po kilkumiesięcznej przerwie, sierpień przyniósł odbudowę kursu Lotosu. Mimo ostatniego odbicia pozostawiamy spółkę w portfelu. Spodziewamy się bardzo dobrego odczytu wynikowego za 3Q'17 (w okolicach 0,8 mld PLN EBITDA LIFO). Będzie to pierwszy w tym roku kwartał, w którym wyniki nie będą obciążone przez przestój, jednocześnie nadal będzie widoczny efekt bazy na eliminacji szarej strefy a dodatkowo dość nieoczekiwane marże w rafinerii mogą być wsparte przez huragan w USA i ostatnią dynamiczną odbudowę dyferencjału Ural/Brent. Zwracamy uwagę, że w przeciwieństwie do Orlenu, wycena Lotosu w części jest zahedgowana na zmianę kursu USD/PLN ze względu na posiadanie większości zadłużenia w USD oraz istniejące pole do kontynuacji trendu poprawy oczyszczonej EBITDA LIFO w 2018 roku (co może być wymagającym celem dla płockiej spółki). W perspektywie końca roku dostrzegamy także pole do podniesienia naszych konserwatywnych założeń na 4Q'17 (w naszej ostatniej rekomendacji zakładaliśmy m.in. spadek marż rafineryjnej po bardzo dobrym 3Q'17), co implikowałoby wzrost prognozy rocznej, która i tak jest powyżej konsensusu.
Orange <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Spółka była i jest jedną z naszych głównych lokomotyw w obozie byków na 2H'17. Przedstawione wyniki za 2Q'17 okazały się lepsze niż nasze wcześniejsze oczekiwania. Należy zwrócić uwagę na niższe koszty sprzedaży (wyraźnie ograniczone zostały subsydia do telefonów) oraz dość dobry odczyt przychodowy. Wskazywaliśmy już wcześniej, że komunikaty płynące ze spółki na konferencji za 1Q'17 wskazywały na dużą ostrożność w posługiwaniu się sformułowaniami mogącymi wzbudzić jakikolwiek optymizm inwestorów. Finałny odczyt jaki spółka pokazała za 2Q'17 jest zatem przynajmniej lekkim pozytywnym zaskoczeniem. Dodatkowo tuż po publikacji danych za 2Q'17 Orange poinformował o współpracy z Play. W ramach umowy spółka zagwarantowała sobie minimalny poziom przychodów w kwocie 321 mln PLN przez okres 4 lat. Podsumowując, widzimy kilka zasadniczych zmian zachodzących w otoczeniu spółki. Wymieniamy w szczególności: i) koncentrację na ofercie pakietowej LOVE, ii) odchodzenie od subsydiowania telefonów komórkowych, iii) rozstrzygnięcia przetargów na poszczególne części programów operacyjnych (i wycofanie się Netii), iv) debiut giełdowy operatora Play. Wymienione aspekty budują dobrą atmosferę wokół Orange. Z bieżącej perspektywy zagrożeniem dla naszych projekcji jest wpływ atmós w roamingu. Finalnie po wynikach za 2Q'17 zdecydowaliśmy się podnieść nasz całoroczny cel dla EBITDA'17 do 2,911 mld PLN. Przypominamy, że w poniedziałek 04.09.2017 r. Orange przedstawi zaktualizowane plany średniokresowe (pierwotnie miało się to odbyć dziś po publikacji wyników za 2Q'17).
Grupa Azoty <i>Analityk:</i> Krystian Brymora tel. (032) 20-81-435 e-mail: brymora@bdm.pl	Wyniki 2Q'17 okazały się niższe od naszych oczekiwań i konsensusu. Spółka doświadczyła wielu zdarzeń jednorazowych, które w prezentowanej EBITDA skoryg. przez spółkę zostały sprowadzone tylko do odpisu w ZA Chorzów (Puławy) w kwocie 14,7 mln PLN. Niemniej zdarzeń o charakterze jednorazowym było więcej. Wskazujemy na postój remontowy w Puławach na instalacji melaminy i kaprolaktamu/siarczanu amonu, skutkującym obniżeniem produkcji o odpowiednio 22% i 35% r/r (kapro+siarczan amonu). W 2016 roku postój ten miał miejsce w 3Q'16. Dane wolumenowe przesłane przez spółkę sugerują spadek sprzedaży o 10% r/r dla melaminy i aż o 47% r/r na kaprolaktamie, gdzie koniunktura biznesowa była wyśmienita. W przypadku Kędzierzyna (20 mln PLN EBITDA vs 50 mln PLN przed rokiem) zarząd wskazuje na czynniki jednorazowe takie jak awaria instalacji OXO i przesunięty (wymuszony) postój remontowy tej instalacji. Odbył się on w 2Q'17 (rok temu w 3Q'16). Mając na względzie przesunięte postoje remontowe i wciąż dobrą koniunkturę w chemii i w tworzywach liczymy na silniejszy 3Q'17. Tym samym podtrzymujemy nasze założenie, iż grupa w 2017 roku może zbliżyć się do wyniku 1,3 mld PLN EBITDA (724 mln PLN po 1H'17).

Eurocash <i>Analitik:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Po kilku kwartałach spadku EBITDA okres 2Q'17 przyniósł przełamanie negatywnych tendencji. Oczyszczona EBITDA zwiększyła się do 120,3 mln PLN, co oznacza wzrost o 9% r/r. Erozja została zatrzymana w formacie cash & carry, z kolei pozytywnie kontrybuowały Delikatesy Centrum (wysokie Ifl). W perspektywie kolejnych okresów podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do rezultatów spółki. Oczekujemy, że utrzymane zostaną dodatnie odczyty sprzedażowe w formacie Delikatesów Centrum. Zakładamy również, że prowadzone działania restrukturyzacyjne w formacie cash & carry będą przynosiły pierwsze widoczne efekty (zamknięcie kilku hurtowni powinno ograniczać powoli kanibalizację sprzedaży oraz zmniejszyć część kosztów stałych). W ujęciu sprzedażowym wsparciem będzie też konsolidowany od początku '17 Eko Holding. Z większym optymizmem podchodzimy do perspektywy 2018 roku. Mocniej widoczne powinny być m.in. prowadzone działania restrukturyzacyjnego w formacie cash & carry oraz optymalizacja sieci Eko Holding. Tym samym szacujemy, że spółka osiągnie w latach 2017-18 odpowiednio 23,0-24,8 mld PLN przychodów i 461-528 mln PLN oczyszczonej EBITDA.
GTC <i>(nowa)</i> <i>Analitik:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	W okresie 2017-18 grupa zamierza dostarczyć jeszcze ok. 129 tys. mkw. nowej powierzchni, w tym m.in. Galerię Północną (pow. użytkowa 65 tys. mkw., otwarcie we wrześniu) oraz centrum handlowe Ada Mall w Serbii (ponad 34 tys. mkw.). W fazie wczesnego planowania są projekty o łącznej powierzchni kolejnych 224 tys. mkw. (inwestycje te mają być realizowane w latach 2018-20). Tym samym łącznie GTC w perspektywie 3 lat zamierza oddać do użytku ok. 350 tys. mkw., przy obecnie posiadanych ok. 600 tys. mkw. Sytuacja na rynkach działalności spółki jest stabilna i oczekujemy raczej lekkiej kompresji stóp kapitalizacji oraz wzrostu obłożenia (szczególnie w regionie Europy Środkowo-Południowej). Nie jest wykluczone, że spółka będzie kontynuowała procesy akwizycyjne obiektów, które obecnie posiadają niższe parametry efektywności (zakładamy, że dotyczyłoby to głównie miast regionalnych w Polsce lub Zagrzebia). Zwracamy także uwagę na ogłoszoną politykę dywidendową – po raz pierwszy w historii GTC zdecydowało się na podzielenie się zyskiem z akcjonariuszami (div yield ok. 3%) i w kolejnych latach-zgodnie z wypowiedzią prezesa-DPS powinien rosnąć dwucyfrowo.
Stalprodukt <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-432 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Rokonsolidowane dane za 2Q'17 okazały się przeciętne i słabsze niż się spodziewaliśmy (w ostatnim raporcie analitycznym Kupuj z 08.08.2017 r. sugerowaliśmy, że 2Q'17 będzie gorszy zarówno w ujęciu r/r jak i q/q). Ostatecznie raportowana EBITDA była o 25 mln PLN poniżej naszych wcześniejszych prognoz. Główny błąd założeń miał miejsce w segmencie cynku. Wykazany wynik tej dywizji biznesowej był mniejszy niż nasze przewidywania o 17 mln PLN (zwracamy uwagę na efekt prowadzonej polityki zabezpieczeń). Oceniamy, że miniony 2Q'17 nie jest właściwym punktem odniesienia dla oceny perspektyw EBITDA na 3Q'17 i 4Q'17 (zatem ewentualne osłabienie kursu należy wykorzystać). Wzmacniamy bowiem nasz optymizm na 2H'17. Widzimy odczuwalną poprawę cenników na blachach transformatorowych oraz przede wszystkim obecne ceny cynku są znacząco powyżej tego, co przyjmowaliśmy do modelu jako scenariusz bazowy na początku sierpnia'17. Dlatego pomimo ubytku wyniku za 2Q'17 decydujemy się na podniesienie naszych oczekiwań wynikowych na cały bieżący 2017 rok i zwiększyliśmy prognozę EBITDA do 588 mln PLN z wcześniejszego pułapu 585,9 mln PLN.
PKP Cargo <i>Analitik:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Wyniki 2Q'17 były zgodne z naszymi oczekiwaniami, po oczyszczeniu EBITDA o zmianę rezerw na świadczenia pracownicze, nawet o >10% lepsze. Działalność spółki charakteryzuje się wysoka dźwignią operacyjną, co przy dalszej spodziewanej odbudowie wolumenów (lipiec kolejnym dobrym miesiącem), powinno przekładać się na kontynuację odbudowy wyników (nawet biorąc pod uwagę zaplanowaną podwyżkę wynagrodzeń). W 2018 i 2019 rok zakładamy dynamiczną kontynuację odbicia w przewozach kruszyw, do odzyskania są także kontrakty na transport węgla, które spółka utraciła w 2015 roku. Główne ryzyka dla naszych założeń stanowią koszty pracy (zwracamy przy tym uwagę na nadal duży potencjał do poprawy efektywności) oraz ewentualne szybkie wprowadzenie w UE tzw. dyrektywy hałasowej.
Bogdanka <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Zakładamy, że okres 2Q'17 był słabszy pod względem produkcji jak i sprzedaży względem 1Q'17. Jednocześnie w ujęciu r/r zakładamy wzrost sprzedaży o ok 20 tys. ton (łącznie w całym półroczu uwzględniamy sprzedaż na poziomie trochę ponad 4,6 mln ton). Cenniki sprzedaży w modelu przyjmujemy płaskie względem 1Q'17. Tym samym w 2Q'17 spodziewamy się przychodów na poziomie 437,3 mln PLN (+2% r/r). Zakładamy, że w pomawianym okresie wciąż będzie widać restrykcyjną politykę kosztową. Zatem EBITDA wg nas powinna wynieść 142,1 mln PLN. Narastająco w pierwszym półroczu br. EBITDA może być równa niemal 322 mln PLN. Z bieżącej perspektywy liczymy, że 2H'17 będzie lepsze aniżeli 1H'17. Dlatego zdecydowaliśmy się na podniesienie naszych oczekiwań na cały 2017 rok względem projekcji przedstawionych z raportu analitycznym z lutego'17. Obecnie prognozujemy, że EBITDA w 2017 roku przekroczy pułap 661 mln PLN. Wynik netto zgodnie z naszymi założeniami powinien być równy 245 mln PLN. Kluczowe znaczenie dla wyników roku 2018 będą miały cenniki sprzedaży. Obecnie obserwujemy, że PSCMI1 jest na ścieżce wzrostu, która powinna trwać do końca bieżącego roku.

HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.1 [stan na koniec sesji 31.08.2017]

Spółka	rekomendacja	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina	kurs	WIG	realizacja	data realizacji	kurs realizacji / kurs bieżący	WIG przy realizacji / WIG aktualnie	stopa zwrotu spółki	stopa zwrotu WIG	względna stopa zwrotu	analityk
Lotos	akumuluj	60	akumuluj	33,2	24.08.2017	09:09 CEST	54,4	62 700			58,86	64 974	8,2%	3,6%	4,6%	pado
GTC	akumuluj	10,73	akumuluj	10	23.08.2017	15:10 CEST	9,37	62 613			9,90	64 974	5,7%	3,8%	1,9%	górnjak
Stalprofil	akumuluj	16,51	kupuj	14,6	21.08.2017	10:36 CEST	15	62 175			15,29	64 974	1,9%	4,5%	-2,6%	bobrowski
Eurocash	akumuluj	38,2	redukuje	38	16.08.2017	10:37 CEST	34,6	62 313			39,14	64 974	13,1%	4,3%	8,9%	górnjak
Stalprodukt	kupuj	651	kupuj	349,2	08.08.2017	15:03 CEST	500	62 948			519,95	64 974	4,0%	3,2%	0,8%	bobrowski
LPP	akumuluj	7817,1	akumuluj	6678,6	01.08.2017	14:40 CEST	6980	62 596	tak	29.08.2017	8 249,55	64 921	18,2%	3,7%	14,5%	górnjak
Grupa Azoty	akumuluj	80,4	redukuje	65,8	28.07.2017	08:35 CEST	69	62 333			68,90	64 974	-0,1%	4,2%	-4,4%	brymora
ZA Puławy	kupuj	226	akumuluj	230	28.07.2017	08:35 CEST	185	62 333			186,00	64 974	0,5%	4,2%	-3,7%	brymora
Police	trzymaj	22,4	trzymaj	21,3	28.07.2017	08:35 CEST	21	62 333			21,59	64 974	2,8%	4,2%	1,4%	brymora
Śnieżka	redukuje	62	akumuluj	56,4	19.07.2017	13:59 CEST	68,8	62 400			69,40	64 974	0,9%	4,1%	3,3%	pado
Dom Development	akumuluj	86,2	trzymaj	58,3	04.07.2017	15:00 CEST	76,1	61 393			82,25	64 974	8,1%	5,8%	2,2%	górnjak
Kęty	trzymaj	438,9	akumuluj	344,6	19.06.2017	11:46 CEST	437,7	61 060			402,10	64 974	-8,1%	6,4%	14,5%	pado
Emperia	akumuluj	95,4	kupuj	82	19.06.2017	11:26 CEST	85	60 905			92,75	64 974	9,1%	6,7%	2,4%	górnjak
PKN Orlen	redukuje	103,00	akumuluj	78	19.06.2017	10:43 CEST	115	60 968			120,90	64 974	5,1%	6,6%	1,4%	pado
Wasko	kupuj	2,22	kupuj	2,05	08.06.2017	09:10 CEST	1,67	60 752			1,89	64 974	13,2%	6,9%	6,2%	jurzec
Asseco BS	akumuluj	33,1	akumuluj	24,6	07.06.2017	09:30 CEST	27,8	60 700			27,00	64 974	-2,9%	7,0%	-9,9%	jurzec
Arctic Paper	kupuj	6	kupuj	6,1	07.06.2017	09:08 CEST	4,5	60 724			4,70	64 974	4,4%	7,0%	-2,6%	brymora
Orange	kupuj	6,14	kupuj	6,54	02.06.2017	09:58 CEST	4,73	60 629			5,99	64 974	26,6%	7,2%	19,5%	bobrowski
Agora	kupuj	20,27	kupuj	19,42	26.05.2017	10:53 CEST	14,75	61 266			17,80	64 974	20,7%	6,1%	14,6%	bobrowski
Trakcja	akumuluj	16,7	akumuluj	12,5	19.05.2017	14:16 CEST	15	60 145			12,70	64 974	-15,3%	8,0%	-23,4%	pado
Comarch	redukuje	200,7	akumuluj	187,1	19.05.2017	10:01 CEST	223,5	59 948	tak	11.08.2017	198,80	62 199	-11,1%	3,8%	14,8%	jurzec
PA NOVA	kupuj	37,5	kupuj	34,6	18.05.2017	13:28 CEST	25	59 689			21,94	64 974	-12,2%	8,9%	-21,1%	górnjak
MFO	sprzedaż	32,6	akumuluj	23,76	18.05.2017	08:43 CEST	42,73	60 133			35,98	64 974	-15,8%	8,1%	23,8%	bobrowski
Instal Kraków	kupuj	20	kupuj	19,9	16.05.2017	09:12 CEST	14,6	61 795			15,25	64 974	4,5%	5,1%	-0,7%	pado
Cyfrowy Polsat	akumuluj	28,49	akumuluj	26,36	15.05.2017	13:12 CEST	26	61 607			26,80	64 974	3,1%	5,5%	-2,4%	bobrowski
MS Zabrze	redukuje	0,88	redukuje	1	15.05.2017	08:40 CEST	0,99	61 596	tak	24.05.2017	0,87	60 477	-12,1%	-1,8%	10,3%	pado
GTC	akumuluj	10	akumuluj	7,33	11.05.2017	12:17 CEST	9,09	62 290			9,90	64 974	8,9%	4,3%	4,6%	górnjak
Synthos	redukuje	5,00	trzymaj	3,47	11.05.2017	10:52 CEST	5,50	62 304	tak	19.06.2017	4,91	61 040	-10,7%	-2,0%	8,7%	brymora
Kruk	akumuluj	320,1	akumuluj	215,4	08.05.2017	15:35 CEST	290	61 514	tak	25.07.2017	339,8	62 268	17,2%	1,2%	15,9%	bobrowski
Qumak	zawieszona	---	kupuj	7,74	25.04.2017	15:20 CEST	3,90	60 605	---	---	---	---	---	---	---	jurzec
Orbis	akumuluj	90,65	akumuluj	71,7	25.04.2017	11:39 CEST	83,15	60 574			83,91	64 974	0,9%	7,3%	-6,3%	bobrowski
Forte	kupuj	100	redukuje	67,8	21.04.2017	10:52 CEST	81,8	59 917			76,00	64 974	-7,1%	8,4%	-15,5%	brymora
MS Zabrze	redukuje	1,00	kupuj	1,40	21.04.2017	08:37 CEST	1,18	59 700	tak	10052 017	0,96	61 840	-18,6%	3,6%	22,2%	pado
PKP Cargo	kupuj	75	akumuluj	63,2	20.03.2017	09:05	62,7	60441			63,83	64 974	1,8%	7,5%	-5,7%	pado
Agora	kupuj	19,42	trzymaj	11,77	13.03.2017	10:07	15	58820	nie; update	26.05.2017	14,75	61 266	-1,7%	4,2%	-5,8%	bobrowski
MS Płock	kupuj	20	---	---	08.03.2017	11:45	13,1	58615			12,16	64 974	-7,2%	10,8%	-18,0%	pado
Qumak	kupuj	7,74	redukuje	7,82	07.03.2017	14:55	6,4	58614	nie; update	25.04.2017	3,9	60 605	-39,1%	3,4%	-42,5%	jurzec
Famur	akumuluj	5,8	wzniesienie	5	03.03.2017	14:07	5,25	59481	tak	11.05.2017	5,85	62 100	11,4%	4,4%	7,0%	bobrowski
Erbud	akumuluj	35	akumuluj	32,3	03.03.2017	13:59	30,9	59304			26,00	64 974	-15,9%	9,6%	-25,4%	pado
LPP	akumuluj	6678,6	akumuluj	6381,5	02.03.2017	10:03	5888,5	59646	tak	29.03.2017	6714	59209	14,00 %	-0,70%	14,80%	górnjak

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.2 [stan na koniec sesji 31.08.2017]

Spółka	rekomendacja	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina	kurs	WIG	realizacja	data realizacji	kurs realizacji / kurs bieżący	WIG przy realizacji / WIG aktualnie	stopa zwrotu spółki	stopa zwrotu WIG	względna stopa zwrotu	analitik
PCC Rokita	kupuj	78	trzymaj	65	01.03.2017	09:35	65	58300	tak	14.03.2017	79	59209	21,50 %	1,60%	20,00%	brymora
PKP Cargo	akumuluj	63,2	kupuj	42,6	28.02.2017	11:44	57,27	58300	nie; update	20.03.2017	62,7	60441	9,50%	3,70%	5,80%	pado
CCC	redukuj	181,1	redukuj	165,4	24.02.2017	11:01	218	59584			262,20	64974	20,3%	9,0%	-11,2%	górniki
Ciech	akumuluj	82,4	akumuluj	73,5	22.02.2017	11:59	74	59496			62,73	64974	-15,2%	9,2%	-24,4%	brymora
ZUE	kupuj	11,8	---	---	17.02.2017	14:39	9,94	58348	tak	24.03.2017	12,24	59150	23,10 %	1,40%	21,80%	pado
Bogdanka	kupuj	89,49	kupuj	39,8	15.02.2017	10:48	74,5	57800			77,00	64974	3,4%	12,4%	-9,1%	bobrowski
GPW	kupuj	57,35	kupuj	44,2	07.02.2017	13:52	44,5	55612			49,27	64974	10,7%	16,8%	-6,1%	bobrowski
Asseco Poland	akumuluj	63	---	---	24.01.2017	11:43	55,5	53633	nie	28.07.2017	47,86	62171	-13,8%	15,9%	-29,7%	jurzec
Wasko	kupuj	2,05	akumuluj	2,51	20.01.2017	09:39	1,27	53655	nie; update	08.06.2017	1,67	60752	31,5%	13,2%	18,3%	jurzec
Emperia	kupuj	82	---	---	03.01.2017	13:33	65	52250	tak	29.05.2017	88	60933	35,4%	16,6%	18,8%	górniki
Erbud	akumuluj	32,3	akumuluj	37,7	03.01.2017	11:09	29	52313	tak	23.02.2017	33,21	59429	14,50 %	13,60 %	0,90%	pado
Orange	kupuj	6,54	---	---	29.12.2016	10:49	5,3	51330	nie; update	02.06.2017	4,73	60629	-10,8%	18,1%	-28,9%	bobrowski
Robyg	redukuj	2,71	akumuluj	3,55	28.12.2016	11:19	3,04	51435	nie	28.07.2017	3,54	62171	16,4%	20,9%	4,4%	górniki
Comarch	akumuluj	187,1	akumuluj	156,2	21.12.2016	14:29	169,1	51577	tak	15.02.2017	207	57669	22,40 %	11,80 %	10,60%	jurzec
Asseco BS	akumuluj	24,6	---	---	20.12.2016	12:06	21,8	51410	tak	23.02.2017	24,69	59603	13,30 %	15,90 %	-2,70%	jurzec
Paged	akumuluj	60,1	kupuj	62,9	19.12.2016	15:04	53	51019	tak	21.03.2017	61,8	60275	16,60 %	18,10 %	-1,50%	brymora
LPP	akumuluj	6381,5	akumuluj	6412,7	15.12.2016	0:11 CEST	5789	51 358	nie; update	03.02.2017	5888,5	59 646	1,7%	16,1%	-14,4%	górniki
ATM Grupa	kupuj	4,75	trzymaj	3,62	01.12.2016	09:17 CEST	3,93	48 619	tak	31.05.2017	4,82	60 092	22,6%	23,6%	-1,0%	bobrowski
PA NOVA	kupuj	34,6	kupuj	31,8	25.11.2016	12:50 CEST	21,8	48 489	nie; update	18.05.2017	25,00	59 689	14,7%	23,1%	-8,4%	górniki
Polwax	kupuj	21,6	---	---	23.11.2016	08:56 CEST	16,5	48 030	nie	28.07.2017	13,85	62 171	-16,1%	29,4%	-45,5%	brymora
Groclin	kupuj	17,6	---	---	22.11.2016	15:07 CEST	14,6	47 915	nie	28.07.2017	10,45	62 171	-28,4%	29,8%	-58,2%	jurzec
Vistula	kupuj	3,87	---	---	21.11.2016	14:11 CEST	3,24	47 288	nie	28.07.2017	3,37	62 171	4,0%	31,5%	-27,5%	górniki
Orbis	akumuluj	71,7	trzymaj	60	21.11.2016	12:53 CEST	64	47 278	tak	03.01.2017	74,0	52 135	15,6%	10,3%	5,4%	bobrowski
PGNIG	trzymaj	4,66	redukuj	4,52	17.11.2016	08:55 CEST	4,8	47 635	nie	02.05.2017	6,56	62 067	36,7%	30,3%	-6,4%	pado
PKN Orlen	akumuluj	78	akumuluj	72,3	24.10.2016	16:00 CEST	70,5	48 473	tak	06.06.2016	81,00	49 850	14,9%	2,8%	12,1%	pado
PCC Rokita	trzymaj	65	akumuluj	49,9	24.10.2016	12:15 CEST	69	48 280	nie; update	01.03.2017	65,00	58 300	-5,8%	20,8%	26,6%	brymora
MFO	akumuluj	23,76	kupuj	20,63	24.10.2016	08:29 CEST	21,69	47 931	tak	19.12.2016	23,92	50 759	10,3%	5,9%	4,4%	bobrowski
Lotos	akumuluj	33,2	akumuluj	27,1	20.10.2016	09:58 CEST	30,1	47 876	tak	07.11.2016	34,20	48 200	13,6%	0,7%	12,9%	pado
Śnieżka	akumuluj	56,4	redukuj	56,4	19.10.2016	09:10 CEST	50,6	47 437	tak	13.12.2016	56,99	50 804	12,6%	7,1%	5,5%	pado
MS Zabrze	kupuj	1,40	trzymaj	2,32	05.10.2016	09:10 CEST	1,17	47 901	tak	22.02.2017	1,40	59 375	19,7%	24,0%	-4,3%	pado
Instal Kraków	kupuj	19,9	kupuj	19,1	29.09.2016	09:35 CEST	12,6	47 644	nie	02.05.2017	14,25	62 067	13,1%	30,3%	-17,2%	pado
Cognor	kupuj	1,76	kupuj	1,73	26.09.2016	09:08 CEST	1,17	47 866	tak	13.01.2017	1,81	53 705	54,7%	12,2%	42,5%	bobrowski
Cyfrowy Polsat	akumuluj	26,36	akumuluj	24,65	15.09.2016	09:08 CEST	23,9	46 989	nie	02.05.2017	24,81	62 067	3,8%	32,1%	-28,3%	bobrowski
Forte	redukuj	67,8	akumuluj	59,2	14.09.2016	09:29 CEST	76	46 876	nie; update	21.04.2017	76,50	59 917	0,7%	27,8%	27,2%	brymora
GPW	kupuj	44,2	akumuluj	41	07.09.2016	08:40 CEST	35,5	48 081	tak	26.01.2017	47,00	55 697	32,4%	15,8%	16,6%	bobrowski
PA NOVA	kupuj	31,84	kupuj	25,82	02.09.2016	13:39 CEST	26,5	47 278	nie; update	25.11.2016	22,55	48 489	-14,9%	2,6%	-17,5%	górniki
Bytom	akumuluj	3,23	redukuj	2,98	01.08.2016	11:59 CEST	2,83	46 323	nie	02.05.2017	2,68	62 067	-5,3%	34,0%	-39,3%	górniki
Trakcja	akumuluj	12,5	wzniesienie	---	01.08.2016	10:59 CEST	11,2	46 233	tak	04.10.2016	12,75	47 570	13,8%	2,9%	10,9%	pado

STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI

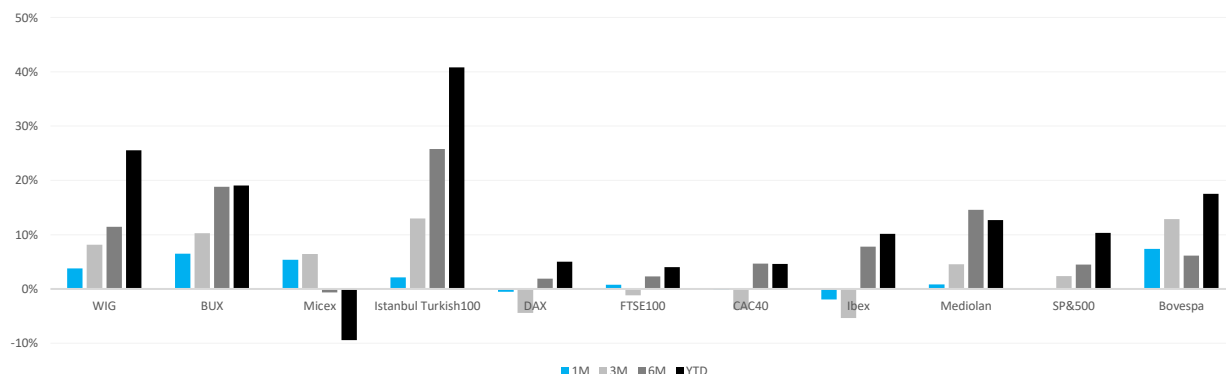
Rok 2016 był kolejnym udanym okresem dla światowych rynków akcji. Inwestorzy wykorzystali przecenę z początku 2016 roku oraz pomniejsze krótkotrwałe turbulencje związane z ogłoszeniem wyników referendum w sprawie Brexit. Końcówka minionego roku upływała w optymistycznych nastrojach związanych z oczekiwanymi projektami inwestycyjnymi nowej administracji USA oraz dość dobrymi odczytami makro z głównych stref gospodarczych (perspektywa podwyżek stóp procentowych w USA nie spowodowała odwrótu od akcji). Okres styczeń-kwiecień'17 były wciąż optymistyczny dla rynków akcji na głównych parkietach. Zauważamy wciąż dobre odczyty z poszczególnych giełd europejskich i dobry sentyment inwestorów. Niemniej ostatnie dwa/trzy miesiące przyniosły spadki lub płaskie odczyty dla wielu rynków akcji.

Zmiany wybranych indeksów akcyjnych (zmiany w walutach lokalnych)

	1M	3M	6M	1Yr	YTDr
WIG	3,8%	8,1%	11,4%	35,5%	25,5%
BUX	6,5%	10,2%	18,8%	36,2%	19,0%
Micex	5,3%	6,4%	-0,7%	2,6%	-9,4%
Istanbul Turkish100	2,1%	13,0%	25,8%	44,5%	40,8%
DAX	-0,5%	-4,4%	1,9%	13,8%	5,0%
FTSE100	0,8%	-1,2%	2,3%	9,6%	4,0%
CAC40	-0,2%	-3,7%	4,7%	14,6%	4,6%
Ibex	-1,9%	-5,3%	7,8%	18,2%	10,1%
Mediolan	0,9%	4,5%	14,6%	27,9%	12,7%
SP&500	0,0%	2,4%	4,5%	13,7%	10,3%
Bovespa	7,4%	12,8%	6,2%	22,2%	17,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Indeks WIG na tle wybranych indeksów zagranicznych (zmiany w walutach lokalnych)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

MSCI Poland na tle innych indeksów w okresie od 2013 roku



Na głównych rynkach akcji wciąż widać nowe lokalne maksima lub odczyty blisko tegorocznych szczytów.

Dostrzegamy wyczerpanie negatywnych tendencji w strukturze indeksu MSCI Poland.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI INDEKSÓW SEKTOROWYCH NA GPW

Rok 2016 pomimo dość trudnego początku, okazał się udany dla warszawskiego parkietu. Końcówka roku była bardzo udana i dzięki temu WIG w skali roku zyskał ponad 11%. Liderem zwyżek był indeks WIG-Surowce, który w 2016 roku wzrósł o niemal 78%. Miniony rok to również udany czas dla indeksów WIG Deweloperzy, WIG Ukraina czy WIG Paliwa. Na drugim biegunie były WIG Chemia, WIG Telekom czy wreszcie WIG Energetyka. W ostatnim kwartale 2016 roku było też widać pewne wyhamowanie dynamiki wzrostu WIG40.

Pierwsze miesiące 2017 roku to kontynuacja silnych wzrostów na szerokim rynku akcji w Warszawie. Po kwietniowym wzroście, indeks WIG chwilami był już o ponad 20% powyżej wartości notowanych na koniec 2016 roku. Majowa korekta na szerokim rynku przyniosła niewielkie ochłodzenie nastrojów i realizacja zysków była odczuwalna szczególnie w WIG Surowce (strata 14% w ciągu miesiąca). Za nami już również wakacyjne i mocne miesiące dla warszawskiego parkietu. Dobra passa byków trwała w najlepsze, choć inwestorzy skoncentrowali swoją uwagę ponownie na większych podmiotach i dość wąskim gronie spółek o średniej i kapitalizacji. W samym sierpniu '17 największe dynamiki ruchu w górę sektorowo miał WIG paliwa (+9,5%) oraz WIG Górnictwo (+7,9%). Pokażne wzrosty odnotował też indeks WIG Energetyka czy WIG Telekom. Na koniec sesji 31.08.2017 r. indeks WIG wynosił 64 973,76 punktów, co oznacza wzrost o 25,5% względem końca 2016 roku.

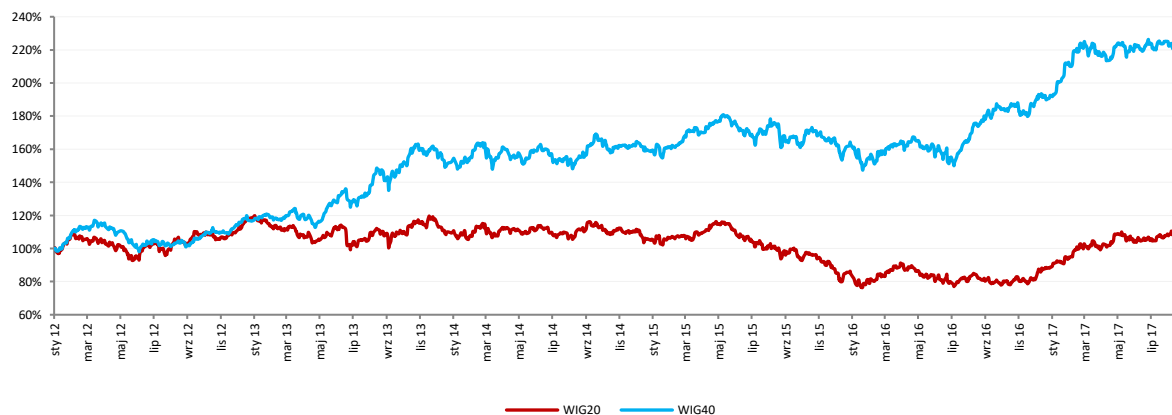
Zmiany wybranych indeksów krajowego rynku akcji

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG30	4,9%	10,5%	14,0%	40,9%	29,2%
WIG20	6,0%	10,3%	14,8%	40,3%	29,2%
mWIG40	-0,5%	2,3%	1,4%	24,5%	16,4%
sWIG80	-0,3%	-4,0%	-1,9%	9,5%	9,2%
WIGdiv	5,8%	11,5%	10,9%	29,5%	21,8%
WIG	3,8%	8,1%	11,4%	35,5%	25,5%
Respect	4,4%	12,7%	13,1%	42,4%	29,3%

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG Banki	-0,5%	2,5%	5,1%	21,3%	21,5%
WIG Budownictwo	-1,1%	-3,5%	-4,4%	13,6%	14,2%
WIG Chemia	3,7%	1,4%	-6,0%	17,4%	11,7%
WIG Deweloperzy	2,4%	4,9%	11,9%	28,3%	17,5%
WIG Energetyka	5,6%	27,7%	23,1%	34,1%	38,3%
WIG Informatyka	-1,8%	-7,6%	-9,1%	2,4%	-2,1%
WIG Media	-1,2%	-2,3%	1,1%	14,1%	13,4%
WIG Paliwa	9,5%	12,6%	23,6%	70,5%	37,7%
WIG Spożywczy	-6,0%	-9,6%	-15,1%	8,2%	0,0%
WIG Górnictwo	7,9%	26,6%	6,9%	87,5%	40,0%
WIG Telekom	3,4%	7,7%	15,0%	6,7%	5,7%
WIG CEE	2,2%	4,1%	5,9%	13,4%	7,6%
WIG Poland	3,9%	8,4%	11,9%	36,2%	26,2%
WIG Ukraina	-8,7%	-9,2%	-12,2%	12,3%	6,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana WIG20 i WIG40 od 2012 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI

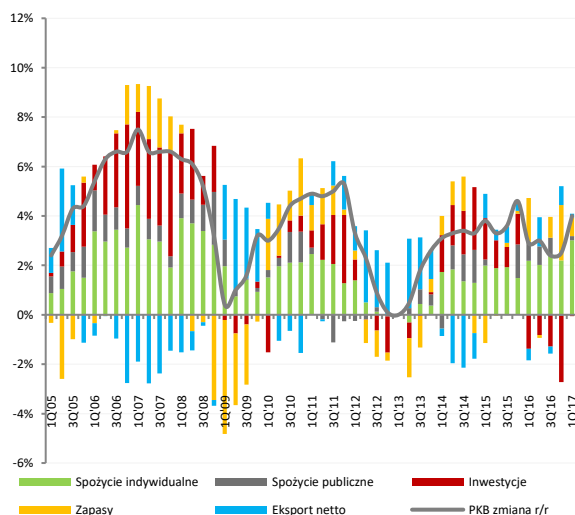
W lipcowej projekcji NBP podwyższył oczekiwania dotyczące dynamiki PKB w Polsce do 4,05% w 2017 roku (w porównaniu z projekcją z marca'17 oznacza to wzrost o 0,35 pkt %). Również na dwa kolejne lata model NBP zakłada wyższą dynamikę wzrostu PKB w kraju. Oceniamy, że przyśpieszenie inwestycji w 2018 i 2019 roku może wpłynąć na przyszłe korekty w górę obecnej symulacji NECMOD przewidującej wzrost PKB odpowiednio 3,53% i 3,31%.

Projekcja inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce opracowana przez NBP na podstawie modelu NECMOD (lipiec 2017)

	2016	2017P	2018P	2019P	zmiana względem marca'17		
					2017P	2018P	2019P
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	-0,59	1,94	2,00	2,46	-0,06	0,00	0,16
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu żywności i energii (% r/r)	-0,23	0,94	1,96	2,50	0,04	0,46	0,40
Ceny żywności (% r/r)	0,85	3,80	2,48	2,45	0,90	0,68	-0,05
Ceny energii (% r/r)	-3,83	2,81	1,40	2,33	-1,99	-2,40	-0,37
PKB (% r/r)	2,67	4,05	3,53	3,31	0,35	0,23	0,11
Popyt krajowy (% r/r)	2,42	4,69	4,02	3,40	0,39	0,42	0,20
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,84	4,36	3,63	3,41	0,46	0,23	0,21
Spożycie publiczne (% r/r)	2,79	2,82	3,53	3,33	-0,18	0,13	-0,07
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	-7,95	5,71	6,60	4,25	-0,29	1,20	0,35
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	0,32	-0,58	-0,45	-0,07	-0,08	-0,25	-0,17
Eksport (% r/r)	9,03	7,50	6,78	6,54	1,50	0,98	0,64
Import (% r/r)	8,90	8,86	7,74	6,71	1,66	1,34	0,81
Wynagrodzenia (% r/r)	3,80	4,65	6,03	6,22	0,05	0,23	0,22
Pracujący (% r/r)	0,71	1,18	0,28	0,18	0,78	0,18	0,08
Bezrobocie (%)	6,17	4,93	4,29	4,12	-0,37	-0,61	-0,48
Wydajność pracy (% r/r)	1,96	2,84	3,24	3,13	-0,46	0,04	0,03

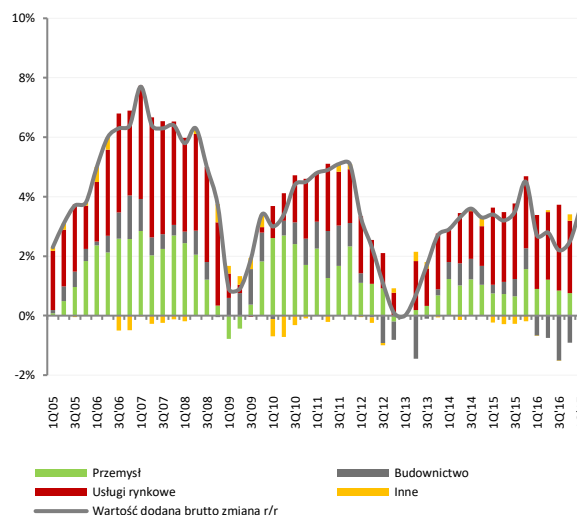
Źródło: NBP

Dekompozycja PKB



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

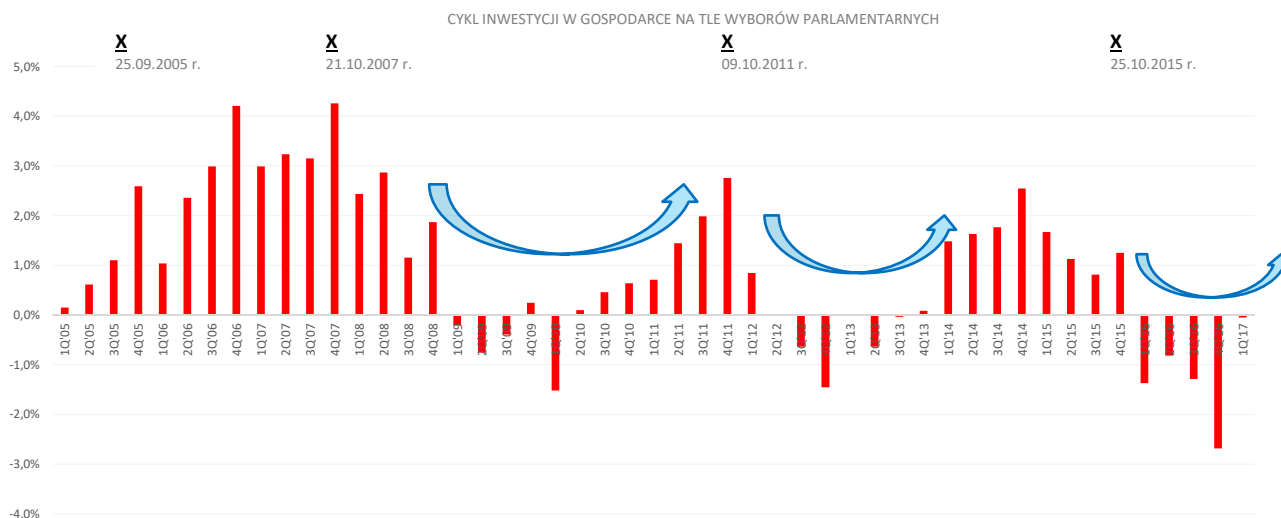
Dekompozycja wartości dodanej brutto



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

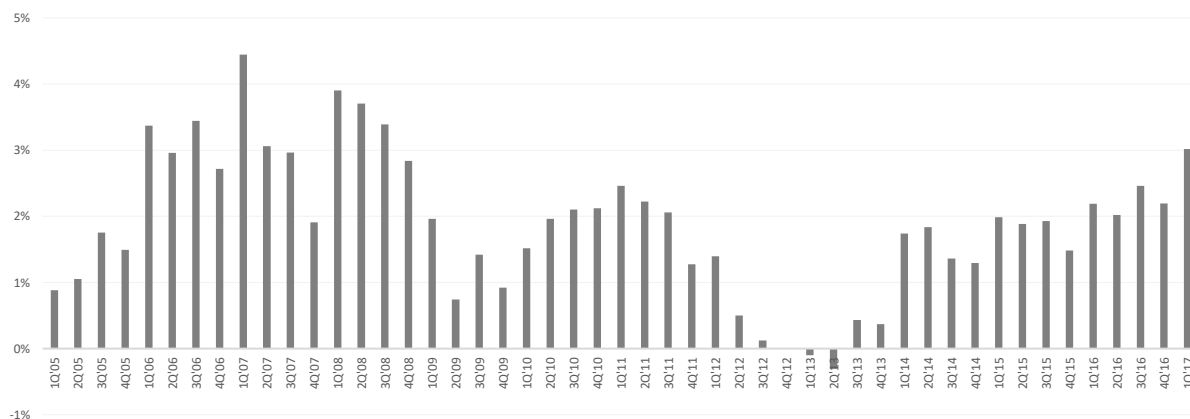
Inwestycje w 1Q'17 to efekt -0,0% (w 4Q'16 wpływ na PKB to aż -2,7%). Rok 2016 był zatem jeden z gorszych okresów w ostatnich latach, co związane było także z nową perspektywą inwestycji unijnych oraz zmianami w kluczowych przedsiębiorstwach z udziałem SP (gdzie dokonywane były przeglądy i aktualizacje dla przyszłych strategicznych decyzji). Poprzedni historycznie trudny moment inwestycyjny to przełom 2012/2013 roku. Na kolejnym wykresie pokazujemy prawidłowość historyczną jaką ma miejsce od kilku lat czyli cykl inwestycyjny na tle wyborów parlamentarnych. Trzy ostatnie wybory wyznaczyły szczyt inwestycji i w kolejnych kwartałach następował ich szybki i odczuwalny spadek, po czym pozytywna kontrybucja inwestycji do PKB osiągała swój kolejny lokalny szczyt właśnie w momencie kolejnych wyborów.

Kontrybucja inwestycji do PKB w Polsce



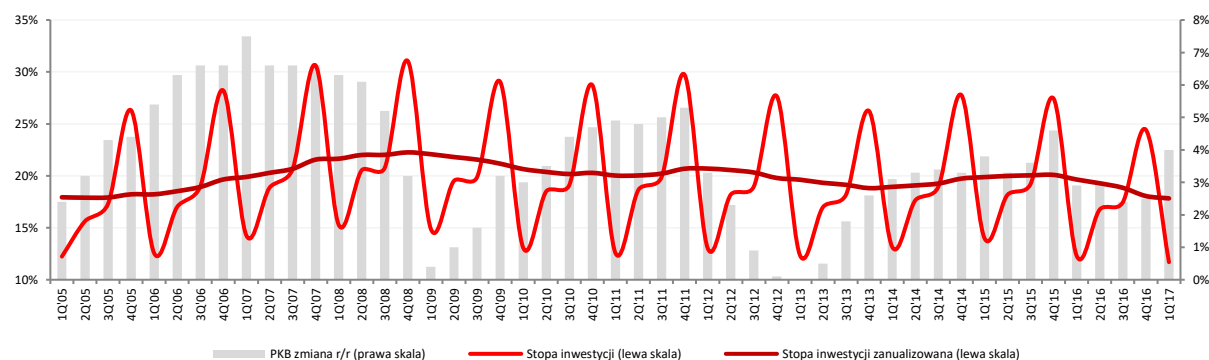
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Kontrybucja spożycia indywidualnego do PKB w Polsce



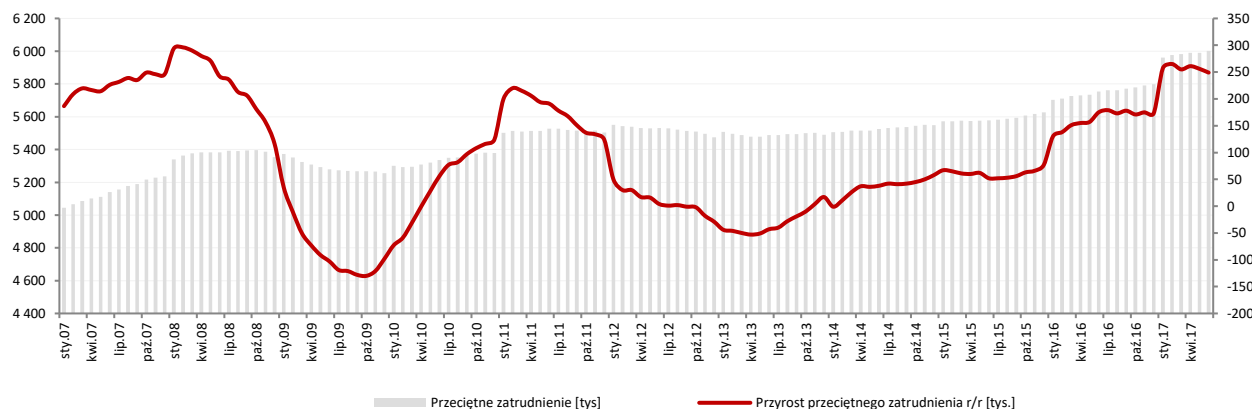
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa inwestycji w Polsce oraz dynamika PKB



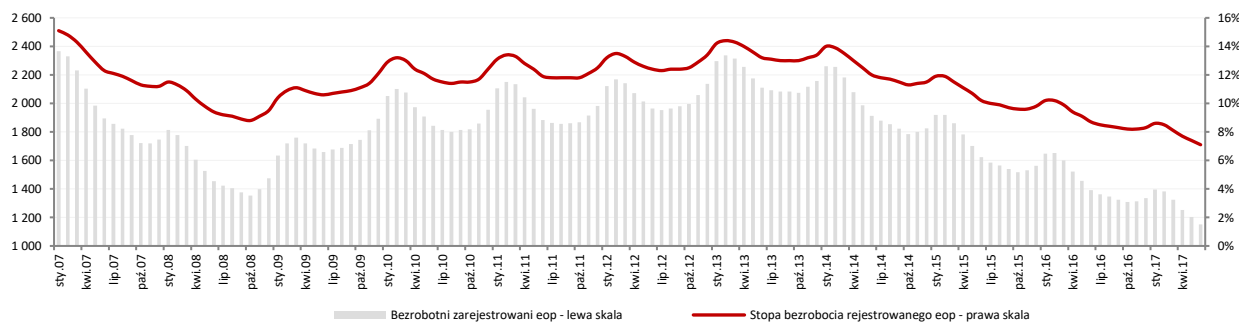
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Przeciętne zatrudnienie w Polsce



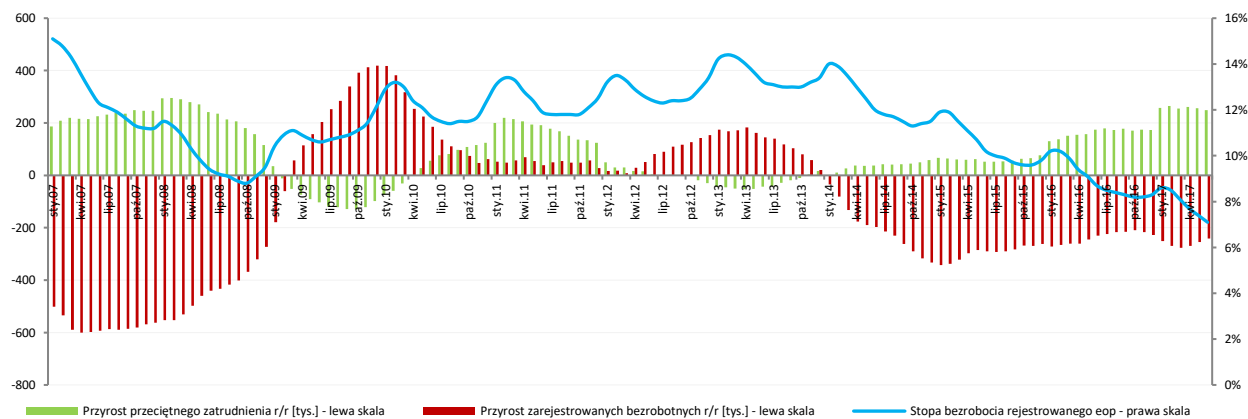
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Bezrobotni zarejestrowani w Polsce



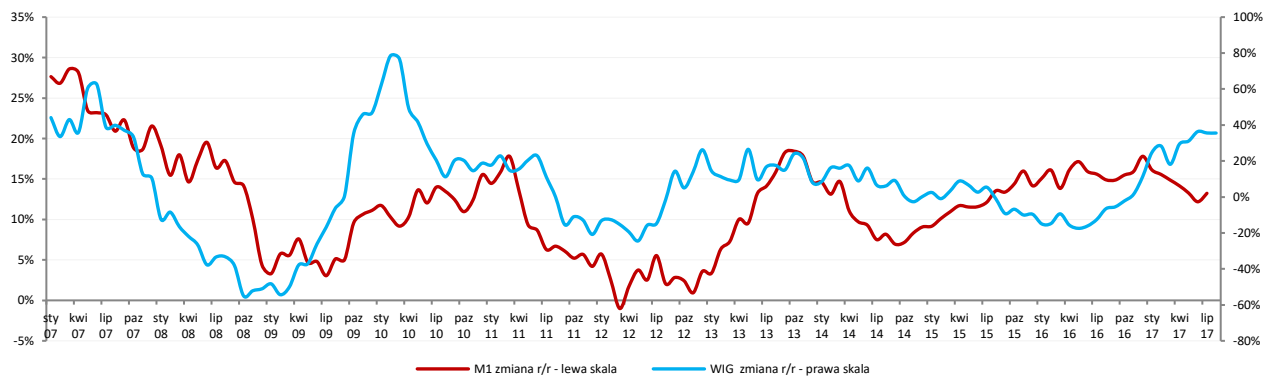
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa bezrobocia na tle przyrostu zatrudnienia oraz zmiany zarejestrowanych bezrobotnych



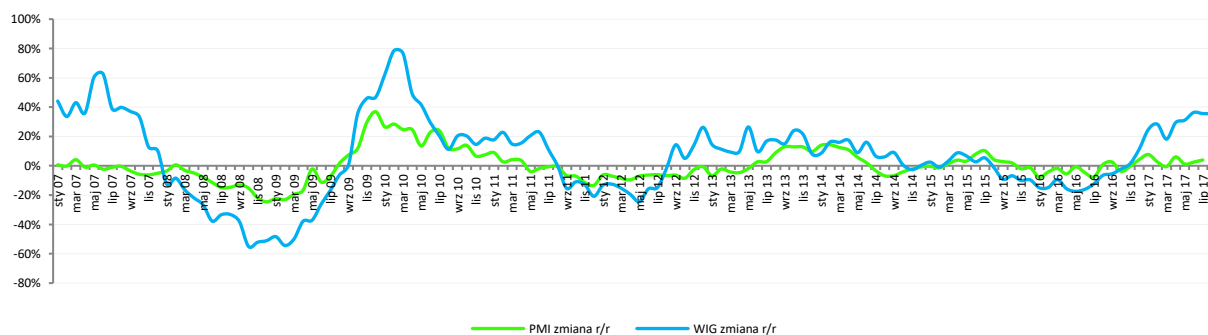
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Dynamika zmian indeksu WIG oraz M1 w Polsce



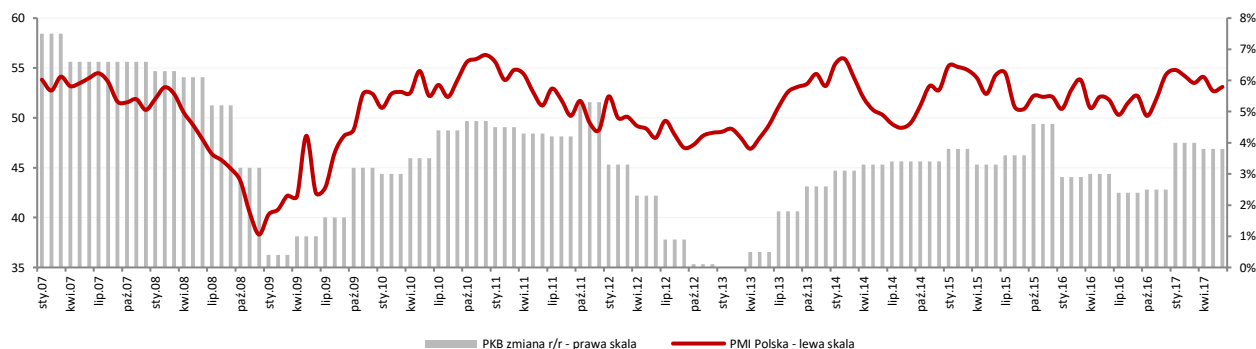
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Dynamika zmian indeksu WIG oraz PMI dla Polski



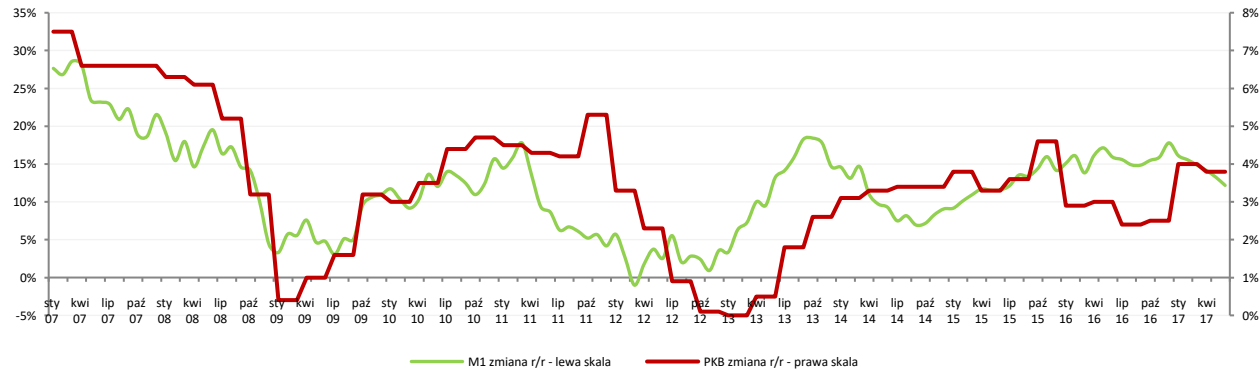
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, Merkit

Dynamika PKB oraz odczyty PMI dla Polski



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

Dynamika PKB oraz M1 dla Polski



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

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciek Bobrowski**

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media/rozrywka, węgiel/stal

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora Wydziału
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, handel

Marek Jurzec

Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

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

Słownik wybranych pojęć:

Indeks giełdowy – miernik zmian cen papierów wartościowych obejmujący papiery wartościowe danego typu lub ich wybraną grupę.

Analiza techniczna – symulacje dotyczące przyszłych zmian kursów instrumentów finansowych (lub poziomu indeksów) na podstawie informacji o kursach i obrotach zaobserwowanych w przeszłości.

Analiza fundamentalna – badanie i ocena kondycji przedsiębiorstwa oraz perspektyw jego rozwoju na podstawie informacji o wynikach działalności, szczególnie sprawozdania finansowego i danych z jej otoczenia gospodarczego.

Analiza portfelowa – analiza oparta na modelach matematyczno-statystycznych, określająca sposób doboru instrumentów finansowych do portfela inwestycyjnego, w celu analizowania zależności między oczekiwanymi stopami zwrotu z inwestycji i związanymi z nimi ryzykami.

Ryzyko – możliwość osiągnięcia stopy zwrotu z inwestycji w innej wysokości niż oczekiwana. Ryzyko jest nierozdzielnie związane z instrumentami finansowymi.

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

NAWRU – stopa bezrobocia równowagi (Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment)

luka popytowa – jest zdefiniowana jako względna różnica pomiędzy rzeczywistym PKB

a PKB potencjalnym: $GAP_t = \frac{GDP_t}{GDP_{POT_t}} - 1$

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 jaka 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 wycen:

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).

Wyceny mnożnikowe (porównawcze) – bazują 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).

Materiał „Raport miesięczny” jest dokumentem przedstawiającym sytuację rynków akcji z uwzględnieniem wybranych czynników makroekonomicznych charakteryzujących gospodarki poszczególnych regionów, ze szczególnym uwzględnieniem Polski i Giełdy Papierów Wartościowych. Opracowanie zawiera szereg zestawień i statystyk, a także opinie analityków dotyczące przebiegu bieżących i przyszłych procesów makroekonomicznych mogących wpływać na gospodarkę a przez to również na koniunkturę na rynkach akcji. Periodezyzacja materiału „Raport miesięczny” jest ustalona w odstępach miesięcznych. W opracowaniu zawieramy też odczyty indeksu BDM-A oraz BDM-Z, które odzwierciedlają koniunkturę na GPW. Składają się one z podmiotów notowanych na GPW, wchodzących w skład indeksu WIG. Odczyty wartości indeksów mają taką samą częstotliwość jak publikacje opracowania „Raport miesięczny”. W każdej edycji podajemy szczegółowy skład indeksów, obliczenia wpływające na zmianę wartości oraz ewentualne zmiany składowych wpływających na indeksy w kolejnym okresie. Publikowane odczyty mają charakter historyczny i nie stanowią żadnej gwarancji, że przyszłe wartości indeksu będą charakteryzowały się podobną tendencją.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

BDM nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 01.09.2017 roku, 08:45 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 01.10.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia raportu informacje w nim zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w raporcie to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów 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 rekomendacje 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 się sprawdzą.

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 nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. 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 i rzetelności.

Materiał analityczny nie został przekazany do emitenta/ów przed jego publikacją.

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 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 ewentualną wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM 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 dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 01.09.2017 roku:

Portfel indeksu BDM-A	ORANGE	STALPRODUKT	BOGDANKA	AGORA	ARCTIC PAPER	TESGAS	WASKO	INSTAL KRAKÓW	PATENTUS	ESOTIQ
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	TAK	TAK	TAK
BDM i podmioty z nim powiązane posiadają akcje emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Emitent instrumentów finansowych posiada udziały stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Osoba przygotowująca rekomendację jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM i podmioty z nim powiązane pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM wykonuje i wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM i podmioty z nim powiązane pełnią funkcję animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE
W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE
Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE

Portfel indeksu BDM-Z	PKO BP	CYFROWY POLSAT	LOTOS	ORANGE	GRUPA AZOTY	GTC	EUROCASCH	STALPRODUKT	PKP CARGO	BOGDANKA
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	TAK	TAK	TAK	NIE
BDM i podmioty z nim powiązane posiadają akcje emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Emitent instrumentów finansowych posiada udziały stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Osoba przygotowująca rekomendację jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM i podmioty z nim powiązane pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM wykonuje i wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM i podmioty z nim powiązane pełnią funkcję animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog potencjalnego ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.