

RAPORT MIESIĘCZNY

04.05.2017, 08:59 CEST Numer 5/2017

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 31.03.2017-02.05.2017:

Indeks BDM-A **+2,79%**

Indeks BDM-Z **+3,90%**

Indeks WIG **+7,18%**

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.

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się w opracowaniu, w szczególności w jego ostatniej części.

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)	4
AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-A.....	5
INDEKS BDM ZRÓWNOWAŻONY (BDM-Z).....	8
AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-Z	9
HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM	12
STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI	15
WYNIKI INDEKSÓW SEKTOROWYCH NA GPW	16

Aktualny skład BDM-Z

PKO BP
JSW
Grupa Azoty *(nowa)*
Orange
Kruk *(nowa)*
Enea
PKP Cargo
Bogdanka
GPW
Alumetal *(nowa)*

Aktualny skład BDM-A

Famur
Bogdanka *(nowa)*
Paged
Agora
ATM Grupa *(nowa)*
PA NOVA *(nowa)*
Voxel
Instal Kraków *(nowa)*
Pragma Inkaso *(nowa)*
Esotiq

PODSUMOWANIE

Warszawski parkiet zakończył kwiecień'17 kolejnym silnym wzrostem. Tym samym WIG należy do grupy indeksów światowych charakteryzujących się najwyższą stopą zwrotu w bieżącym roku (20% powyżej wartości notowanych na koniec 2016 roku; WIG na koniec 02.05.2017 roku był na poziomie 62 067 punktów). W kwietniu'17 na GPW najsilniejszym indeksem sektorowym okazał się ponownie WIG Paliwa (+9,8% !). Wysoką stopę zwrotu zanotował też WIG Banki (+ 6,6%), z kolei WIG Surowce wzrósł o prawie 6%. Tym samym dobra passa byków trwała w najlepsze.

Nasza strategia na kwiecień'17 zakładała schłodzenie koniunktury. Zatem dobrana ekspozycja zarówno BDM-A jak i BDM-Z wskazała na finalne słabsze odczyty względem wzrostu WIG. Indeks BDM-Z (grupujący kluczowe dla GPW płynne podmioty) w minionym miesiącu wzrósł z 151,7 do 157,6 punktów. Z kolei indeks BDM-A (składający się ze spółek z dużą potencjalną nieefektywnością wyceny rynkowej bez uwzględnienia kryterium płynności) na koniec 02.05.2017 wynosił 220,9 punktów.

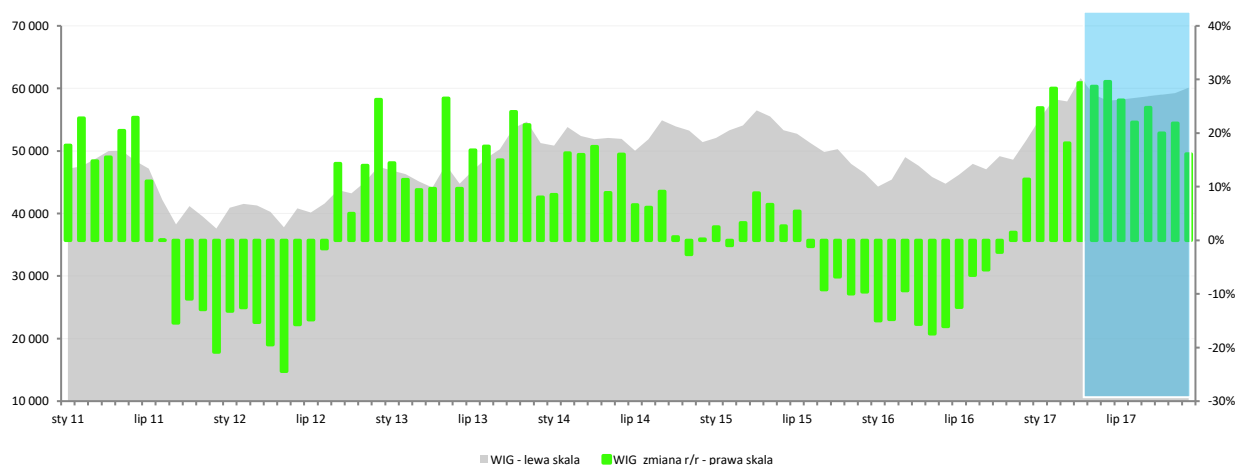
Zaczynamy maj'17 po bardzo mocnym zachowaniu krajowego parkietu w kwietniu'17. Skala wzrostów była dla nas zaskoczeniem i przygotowaliśmy się raczej na scenariusz kilku tygodni odczuwalnej korekty. Optymistyczne dane makro z Polski oraz dobre nastroje na rynkach zagranicznych miały jednak pierwszorzędne znaczenie dla obozu byków. Zwracamy też uwagę, że jesteśmy w trakcie sezonu publikacji wyników za 1Q'17, zatem inwestorzy w najbliższych tygodniach otrzymają sporą dawkę informacji i sugestii.

Wciąż czekamy na „zdrową” korektę silnego ruchu wzrostowego trwającego właściwie nieprzerwanie od 4Q'16. Bieżący sezon wyników powinien być udany dla szerokiego rynku. Niemniej oczekiwania inwestorów i wyceny są coraz bardziej wymagające. Dlatego w **majowej edycji pozostawiamy krótkoterminową NEGATYWNĄ ocenę perspektywy rynku akcji w Polsce**. Podtrzymujemy tezę, że ewentualne głębsze korekty będą dobrą okazją do zwiększenia zaangażowania. Naszym zdaniem czynniki wewnętrzne z krajowej gospodarki sprzyjają dalszej budowie wartości głównych indeksów. Zatem w horyzoncie drugiej połowy 2017 roku jesteśmy nastawieni optymistycznie do krajowego rynku akcji. **Na przełomie 2016/2017 roku pisaliśmy, że w br. oczekujemy wzrostu WIG w przedziale 15-20%, tym samym liczyliśmy, że indeks WIG przekroczy 60 000 punktów. Po zakończeniu sezonu wyników za 1Q'17 nie wykluczamy rewizji tegorocznej perspektywy dla WIG.**

Ocena krótkoterminowej perspektywy dla rynku akcji na GPW



Oczekiwana ścieżka zachowania indeksu WIG na 2016 rok



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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]
Wartość indeksu BDM-A	172,27	189,68	200,00	214,94	220,92
Wartość indeksu WIG	51 907,77	55 303,11	58 300,37	57 911,31	62 066,66

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-A w okresie 31.03.2017-02.05.2017

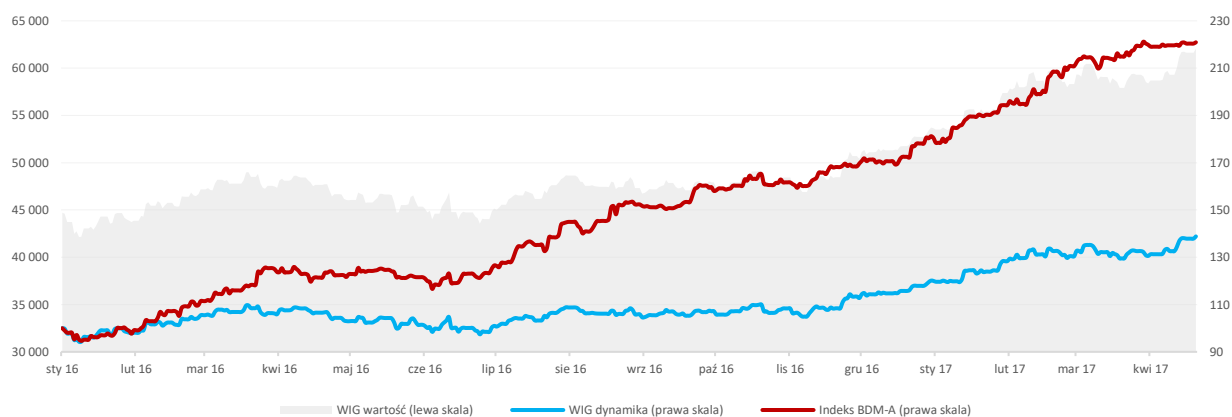
Lp	Spółka	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	Famur	10,0%	5,14	5,72	11,3%
2	Paged	10,0%	61,30	57,00	-7,0%
3	Emperia	10,0%	75,00	77,50	3,3%
4	PHN (nowa)	10,0%	15,90	17,39	9,4%
5	Agora	10,0%	14,66	16,20	10,5%
6	Voxel (nowa)	10,0%	17,95	17,89	-0,3%
7	Ropczyce (nowa)	10,0%	23,40	22,12	-1,2%*
8	Polwax (nowa)	10,0%	15,36	15,25	-0,7%
9	Lubawa	10,0%	1,34	1,40	4,5%
10	Esotiq	10,0%	10,16	9,87	-2,9%
	Gotówka	0,0%			
	Portfel akcji	100,0%			

**W okresie 31.03.2017-02.05.2017
indeks BDM-A wzrósł o 2,79%.**
Indeks WIG zyskał 7,18%.

* stopa zwrotu uwzględnia odciętą dywidendę (Ropczyce = 1 PLN/akcję)

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 02.05.2017. Do portfela indeksu dodajemy LW Bogdanka, ATM Grupa, Instal Kraków, PA NOVA oraz Pragma Inkaso. Usuwamy walory Emperia, PHN, Lubawa, Polwax i Ropczyce.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-A (stan na koniec sesji 02.05.2017)

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	Famur	5,72	2 783	0,54	10,0%	12%	15%	33%	122%	35%	23,1x	15,4x	9,6x	7,1x
2	Bogdanka (nowa)	72,25	2 457	0,90	10,0%	-4%	7%	3%	54%	4%	11,6x	9,3x	4,0x	3,5x
3	Paged	57,00	884	0,21	10,0%	-7%	13%	16%	11%	3%	12,0x	10,9x	8,2x	7,2x
4	Agora	16,20	772	0,20	10,0%	10%	13%	51%	32%	29%	119,5x	52,4x	6,5x	6,0x
5	ATM Grupa (nowa)	4,70	396	0,05	10,0%	0%	8%	20%	21%	14%	14,7x	12,6x	8,9x	8,6x
6	PA NOVA (nowa)	24,90	249	0,03	10,0%	-2%	-5%	10%	23%	0%	6,8x	6,9x	10,0x	9,1x
7	Voxel	17,89	188	0,09	10,0%	1%	-5%	-9%	-8%	-5%	14,0x	12,0x	7,2x	6,6x
8	Instal Kraków (nowa)	14,25	104	0,02	10,0%	0%	6%	-2%	21%	2%	8,3x	8,2x	4,2x	3,3x
9	Pragma Inkaso* (nowa)	10,21	38	0,02	10,0%	6%	-1%	-11%	-19%	2%	9,4x	6,5x	9,9x	8,6x
10	Esotiq	9,87	22	0,03	10,0%	-5%	5%	-23%	-48%	2%	5,4x	3,8x	3,7x	2,9x
					Gotówka	0.0%								
					Portfel akcji	100.0%								

* zaznaczamy, że Dom Maklerski BDM S.A. (podmiot zależny DI Magnus) posiada 30,23% w kapitale Pragma Inkaso

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-A:

Famur

Spółka podała dobre wyniki za 2016 rok. Dodatkowo należy mieć na uwadze, że bieżący 2017 rok prawdopodobnie przyniesie finalną integrację Famuru z wybranymi składnikami grupy Kopex. Zatem konsolidacja nowych aktywów będzie miała istotny wpływ na kształt przyszłej ścieżki przychodów i EBITDA w następnych kilku kwartałach (jest też ryzyko, że nasze projekcje są zbyt optymistyczne i już konsumują efekty konsolidacji). Właśnie prawdopodobna przyszła konsolidacja spółki z częścią aktywów grupy Kopex będzie miała zasadniczy wpływ na oblicze Famuru w perspektywie najbliższych lat. Władze spółki podkreślają, że proces ten powinien w szczególności poprawić pozycję i szanse Famuru w koniecznej ekspansji zagranicznej (ponieważ rynek krajowy będzie stopniowo się kurczył wraz z wygaszaniem eksploatacji poszczególnych złóż węgla kamiennego).

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

Bogdanka (nowa) Analityk: Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Wykorzystujemy ostatnią słabość kursu. Czujemy się bardzo komfortowo jeśli chodzi o założenia wynikowe zawarte w ostatnim raporcie analitycznym (Kupuj). Dodatkowo zwracamy uwagę, że spółka powinna korzystać na zachodzących zmianach rynkowych (na Ukrainie zawirowania z zakupem węgla z Rosji są korzystane dla Bogdanki; na rynku czeskim także dostrzegamy wzrost importu węgla w związku z zamykaniem tamtejszych kopalń). Podoba nam się słowo klucz dla przyszłości Bogdanki, czyli elastyczność. Z obecnej perspektywy inwestora mniejszościowego podstawowe znaczenie ma jednak umieszczenie w nowej strategii rozwoju szeregu inwestycji, które będą i mogą być realizowane przez spółkę w obszarze wydobywania. Nasze długoterminowe założenia dla rentowności profilu działalności LWB są ostrożniejsze niż sugerują główne wskaźniki zawarte w opublikowanej nowej strategii. W prezentacji spółki zawarta jest symulacja, że EBITDA w 2025 roku może wzrosnąć o 44% względem oczyszczonego odczytu z 2015 roku. W naszym modelu w 2025 roku EBITDA spółki nie przekracza 817 mln PLN.
Paged Analityk: Krystian Brymora tel. (032) 20-81-435 e-mail: brymora@bdm.pl	Rekordowe wyniki za 1Q'17 konkurenta UPM w segmencie sklejkę pozwalają z optymizmem wyczekiwać raportu grupy, który zostanie opublikowany 17 maja. Liczymy, że w 1Q'17 spółka powinna pozostać na ścieżce dwucyfrowego wzrostu porównywalnej EBITDA, szczególnie, że baza wynikowa jest dość niska, a sklepka mirror coraz wyraźniej dokłada do wyniku segmentu.
Agora Analityk: Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Doceniamy konsekwencję władz Agory w prowadzonej transformacji cyfrowej poszczególnych obszarów grupy. Wg nas miniony rok 2016 był już kulminacyjnym momentem erozji wyników w segmencie prasy. Zatem w odróżnieniu od minionych lat, przyszłe odczyty EBITDA grupy powinny odzwierciedlać wzrostową ścieżkę rezultatów w poszczególnych segmentach. Podoba nam się również rozwój organiczny nowych projektów w obszarze internet, co może mieć istotny wpływ na przyszłą budowę wartości spółki. Wyniki za 1Q'17 będą wspierane przez silny wynik segmentu kinowego. Obecnie dostrzegamy ożywienie na rynku reklamy, co powinno korzystnie wpływać na wyniki poszczególnych segmentów grupy już od 2Q'17. Zwracamy też uwagę, że w 2017 roku powoli kończy się horyzont obecnej strategii średnioterminowej. Liczymy, że władze Agory zaprezentują ambitne cele na kolejną perspektywę średnioterminową.
ATM Grupa (nowa) Analityk: Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-438 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Dodajemy walory spółki zwracając uwagę na trwający proces przygotowania Aidem Media do upublicznienia (spółka już komunikowała o tym fakcie w raporcie bieżącym). Jest to z naszej perspektywy kluczowe aktywo w ramach grupy, które potencjalnie może w istotny sposób wpłynąć na przyszłą akceptowalną wycenę ATM Grupa. Dodatkowo zwracamy uwagę, że w maju'17 przypada dzień dywidendy (zakładamy 0,22 PLN/akcję).
PA NOVA (nowa) Analityk: Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Walory spółki wydają nam się jednym z ciekawszych typów z obszaru budowlanego i deweloperskiego. Segment generalnego wykonawstwa powinien być motorem wzrostu wyników grupy w perspektywie kolejnych kwartałów. Tak jak wskazywaliśmy w naszej ostatniej rekomendacji PA Nova podpisała pierwszy duży kontrakt na rynku niemieckim (o wartości 9 mln EUR). Uważamy, że jeszcze w '17 istnieje szansa na pozyskanie kolejnych zamówień w Niemczech. Pojawienie się na nowym rynku geograficznym stanowi przełom w działalności i zapewne przyczyni się do wejścia w inną skalę wyników (zarówno w ujęciu przychodów, jak i realizowanych marż). Dodatkowo spółka poinformowała o dużych kontraktach dla Ikei, PKP oraz Kauflanda. Ponadto grupa poinformowała o możliwej inwestycji mieszkaniowej w Niemczech, która w naszej ocenie może okazać się wsparciem wyników w '18, co tym samym stwarza pole do podniesienia przez nas prognoz na przyszły rok. Nie wykluczamy również, że PA Nova sprzeda część posiadanych obiektów (jedną z galerii, parki handlowe lub pakiet obiektów przemysłowych), co stworzy pole do istotnego wzrostu dywidendy w kolejnych okresach.
Voxel Analityk: Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Spółka pokazała lepsze od naszych założeń wyniki za 4Q'16, spodziewamy się, że 1H'17 będzie także dobry na bazie zawartych już kontraktów. Wstępnie oczekujemy utrzymania zbliżonych wartości kontraktów w 2H'17. Zwracamy uwagę, że w maju powinien być rozstrzygnięty przetarg NFZ w Opolu na świadczenie usług przez PET przez 5 lat (Voxel ma jedyną placówkę regionie). W marcu rząd uchwalił ustawę dotyczącą tzw. sieci szpitali. Zgodnie z marcowymi wypowiedziami ministra zdrowia diagnostyka obrazowa rozliczana ma być odrębnie i na dotychczasowych zasadach.
Instal Kraków (nowa) Analityk: Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Zwracamy uwagę na rekordową liczbę mieszkań w ofercie spółki i bardzo dobrą sprzedaż w ostatnich miesiącach (wg naszych szacunków w 1Q'17 spółka sprzedała ok. 150 mieszkań). Wartość netto gotowych i znajdujących się w budowie mieszkań (a nie przedsprzedanych) stanowi istotną część kapitalizacji rynkowej spółki. Dodając do tego wartość posiadanych gruntów, spółkę zależną Frapol czy działalność na rynku niemieckim (zakładamy, że spadek rentowności w 3/4Q'16 roku jest przejściowy) nie widzimy uzasadnienia dla niskiej wyceny giełdowej Instalu Kraków. Kolejnym impulsem dla poprawy atrakcyjności inwestycyjnej spółki jest widoczna w 3/4Q'16 stopniowa poprawa wyników w segmencie budowlanym, który wyraźnie obciążał rezultaty we wcześniejszych kwartałach.

Pragma Inkaso
(nowa)

Analitik:
Maciek Bobrowski
tel. (032) 20-81-438
e-mail: bobrowski@bdm.pl

Dostrzegamy jakościowe zmiany w sposobie działania grupy. Zakładamy, że spółka zakończyła proces restrukturyzacji nierentownych działalności i w kolejnych okresach będzie już skupiać się na odbudowie wyników. Dodatkowo zwracamy uwagę na podmiot zależny, czyli Pragma Faktoring, gdzie widać szybki wzrost wartości portfela pracującego. Akcentujemy też dokonaną w 2016 roku inwestycję w fintechowy podmiot Leaselink, co otwiera dla grupy zupełnie nowe perspektywy działania.

Esotiq

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

Wyniki spółki w 4Q'16 okazały się zdecydowanie powyżej naszych oczekiwań. Po kilku kwartałach perturbacji i strat, spółka znacząco poprawiła rentowność w końcówce ubiegłego roku. Jesteśmy optymistycznie nastawieni do spółki na 2017 rok, ponieważ spodziewamy się znaczącego wzrostu rezultatów jednostkowych i skonsolidowanych (efekt podjętych w 2016 roku prac naprawczych oraz wpływ FX; planowana rozbudowa sieci), a dodatkowo podoba nam się podział Esotiq na dwa podmioty (trwa proces; możliwe, że zostanie zakończony jeszcze w 2Q'17), co powinno poprawić przejrzystość poszczególnych dywizji biznesowych. Z obecnej perspektywy Esotiq jest podmiotem z najniższymi mnożnikami P/E'17 i EV/EBITDA'17 z branży handel detaliczny jakie 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]
Wartość indeksu BDM-Z	133,67	138,80	149,58	151,70	157,62
Wartość indeksu WIG	51 907,77	55 303,11	58 300,37	57 911,31	62 066,66

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-Z w okresie 31.03.2017-02.05.2017

Lp	Spółka	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	PKO BP	10,0%	32,06	35,56	10,9%
2	LPP	10,0%	6 794,85	6 575,3	-3,2%
3	JSW	10,0%	62,80	79,00	25,8%
4	Orange	10,0%	4,63	4,58	-1,1%
5	Asseco Poland	10,0%	54,30	56,03	3,2%
6	Enea	10,0%	11,31	11,65	3,0%
7	Boryszew (nowa)	10,0%	11,19	11,50	2,8%
8	PKP Cargo	10,0%	65,00	65,90	1,4%
9	Bogdanka	10,0%	76,12	72,25	-5,1%
10	GPW	10,0%	44,39	45,11	1,6%
	Gotówka	0,0%			
	Portfel akcji	100,0%			

**W okresie 31.03.2017-02.05.2017
indeks BDM-Z wzrósł o 3,90%.**
Indeks WIG zyskał 7,18%.

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 02.05.2017 zmieniamy skład indeksu BDM-Z. Do portfela indeksu dodajemy walory Grupa Azoty, Kruk i Alumetal. Jednocześnie usuwamy walory Asseco Poland, LPP i Borysew.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-Z (stan na koniec sesji 02.05.2017)

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	35,56	44 450	69,79	10,0%	8%	14%	34%	46%	26%	14,8x	13,3x	---	---
2	JSW	79,0	9 276	48,44	10,0%	15%	14%	12%	282%	18%	3,2x	4,5x	1,6x	1,5x
3	Grupa Azoty (nowa)	68,71	6 816	3,58	10,0%	-1%	-3%	19%	-22%	10%	12,5x	14,0x	5,7x	5,6x
4	Orange	4,58	6 011	12,92	10,0%	-1%	-12%	-15%	-26%	-17%	---	---	4,6x	4,4x
5	Kruk (nowa)	293,30	5 498	15,20	10,0%	22%	25%	46%	56%	24%	18,3x	15,2x	16,3x	15,0x
6	Enea	11,65	5 143	7,93	10,0%	2%	11%	14%	-2%	23%	6,8x	5,7x	4,4x	4,0x
7	PKP Cargo	65,90	2 951	2,64	10,0%	2%	28%	59%	61%	40%	54,3x	13,7x	5,4x	4,1x
8	Bogdanka	72,25	2 457	0,90	10,0%	-4%	7%	3%	54%	4%	11,6x	9,3x	4,0x	3,5x
9	GPW	45,11	1 893	4,18	10,0%	4%	0%	18%	18%	13%	13,2x	12,9x	8,3x	7,9x
10	Alumetal (nowa)	65,50	1 007	0,69	10,0%	9%	0%	6%	28%	7%	10,5x	10,1x	8,4x	7,9x
					Gotówka	0.0%								
					Portfel akcji	100.0%								

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-Z:

PKO BP <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Liczymy, że w kolejnych dwóch kwartałach stopniowo powinno być widać większy optymizm dotyczący sektora bankowego. Jak już wcześniej zwracaliśmy uwagę, PKO BP jest handlowany przy atrakcyjnych mnożnikach i daje dobrą ekspozycję na spodziewane w drugim półroczu 2017 roku ożywienie w inwestycjach w krajowej gospodarce.
JSW <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	W 1Q'17 liczymy na mocny odczyt wynikowy, choć zgodnie z tym, co sugerowali przedstawiciele spółki podczas konferencji za 4Q'16, nadal może występować duża rozbieżność pomiędzy uzyskiwanymi cenami przez JSW a benchmarkiem dla węgla koksowego. Z obecnej perspektywy również 2Q'17 może okazać się wyjątkowo dobry. W 2H'17 przyjmujemy stopniową erozję cen węgla koksowego i na końcu 2017 roku przyjmujemy poziom ok 135-140 USD/t. Podstawowym ryzykiem inwestycyjnym jest rozluźnienie restrykcyjnej polityki kosztowej oraz ewentualny proces konsolidacji całego śląskiego górnictwa w jednym podmiocie (ale to raczej nie jest kwestia krótkoterminowa).
Grupa Azoty (nowa) <i>Analitik:</i> Krystian Brymora tel. (032) 20-81-435 e-mail: brymora@bdm.pl	Mimo ponad 40% r/r wzrostu cen gazu w 1Q'17 i wysokiej bazy w segmencie nawozowym EBITDA grupy nie powinna spaść mocniej niż 20% r/r w kwartale, co jest wynikiem lepszym niż pierwotnie oczekiwaliśmy. Ubytek marży w nawozach powinien zostać zneutralizowany bardzo mocnym wynikiem w tworzywach, które od prawie 5 lat generowały negatywną EBITDA. W kolejnych kwartałach przy spadkowej presji na cenach gazu i utrzymaniu dodatniej EBITDA w tworzywach spółka jest w stanie odrobić wynik utracony w 1Q'17 (baza na 2H'17 jest bardzo niska). W rezultacie wycena grupy kształtuje się wyraźnie poniżej 6,0x EBITDA, czyli z blisko 20% dyskontem do Yara.
Orange <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Obecne historycznie niskie pułapy cenowe traktujemy w średnim i długim terminie jako wyjątkową okazję inwestycyjną uwzględniając m.in. wartość posiadanych udziałów rynkowych (wycena spółki przez przyzmat prostego modelu dywidendowego może wg nas sugerować duże ryzyko błędu). Z bieżącej perspektywy wszystkie negatywne ryzyka są już zakomunikowane (brak dywidendy możliwy także w przyszłym roku, wpływ w br. gotówki na karę w procesie z UE, oraz bardzo napięte przepływy pieniężne w związku z przyspieszeniem inwestycji w światłowód). Opublikowane wyniki za 1Q'17 oceniamy umiarkowanie pozytywnie. Czekamy na publikację kolejnego raportu kwartalnego i wtedy wg zapowiedzi władz spółki ma nastąpić aktualizacja założeń średniookresowych (liczymy, że wpłynie to korzystnie na klimat inwestycyjny wokół spółki).
Kruk (nowa) <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Dodajemy walory spółki. Wyniki za 1Q'17 oceniamy pozytywnie. Wysokie wpłaty od osób zadłużonych dobrze rokują na kolejne okresy. Wpływ rynku włoskiego na wyniki bez efektu FX byłby już dodatni w 1Q'17 (co odczytujemy jako bycze przesłanie dla inwestorów).
Enea <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Utrzymujemy reprezentanta z sektora energetyki. Doceniamy wcześniejsze przejęcie pakietu kontrolnego LW Bogdanka (najlepiej zarządzaną dużą kopalnią węgla energetycznego w Polsce). Dlatego oceniamy, że spółka ma według nas dobrą pozycję do odbudowy wartości dla akcjonariuszy na tle innych reprezentantów sektora obecnych na GPW.
PKP Cargo <i>Analitik:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Działalność spółki charakteryzuje się wysoką dźwignią operacyjną, co przy odbudowie wolumenów (pozytywne dynamiki w każdym miesiącu 1Q'17 po długiej przerwie) oraz utrzymywaniu w ryzach strony kosztowej, powinno przekładać się na kontynuację odbudowy wyników w najbliższych okresach. W 2Q'17 i 4Q'17 spółka ma niską bazę m.in. w przewozach metali/rud, w kolejnych kwartałach spodziewamy się odbudowy na rynku budowlanym. 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.

LW Bogdanka

Czuujemy się bardzo komfortowo jeśli chodzi o założenia wynikowe zawarte w ostatnim raporcie analitycznym (Kupuj). Dodatkowo zwracamy uwagę, że spółka powinna korzystać na zachodzących zmianach rynkowych (na Ukrainie zawirowania z zakupem węgla z Rosji są korzystane dla Bogdanki; na rynku czeskim także dostrzegamy wzrost importu węgla w związku z zamykaniem tamtejszych kopalń).

Podoba nam się słowo klucz dla przyszłości Bogdanki, czyli elastyczność. Z obecnej perspektywy inwestora mniejszościowego podstawowe znaczenie ma jednak umieszczenie w nowej strategii rozwoju szeregu inwestycji, które będą i mogą być realizowane przez spółkę w obszarze wydobywa. Nasze długoterminowe założenia dla rentowności profilu działalności LWB są ostrożniejsze niż sugerują główne wskaźniki zawarte w opublikowanej nowej strategii. W prezentacji spółki zawarta jest symulacja, że EBITDA w 2025 roku może wzrosnąć o 44% względem oczyszczonego odczytu z 2015 roku. W naszym modelu w 2025 roku EBITDA spółki nie przekracza 817 mln PLN.

GPW

Spółka podała już wyniki za 1Q'17 (efekt zdarzeń jednorazowych negatywnie wpłynął na odczyt). Liczymy, że w kolejnych kwartałach utrzymane zostaną pozytywne trendy dla segmentu rynek finansowy. Dlatego jesteśmy optymistycznie nastawieni do wyników za kolejne okresy.

Jednocześnie dostrzegamy też liczne głosy środowiska branży maklerskiej sugerujące, że błędem było upublicznienie GPW ponieważ spółka powinna skoncentrować się na infrastrukturze rynku a nie na maksymalizacji własnych wyników (w rozumieniu kosztem biur maklerskich).

Alumetal
(nowa)

Po kilku słabszych kwartałach (także w 1Q'17 zakładamy, że może być ciężko poprawić EBITDA r/r) oczekujemy, że od 2Q'17 spółka wejdzie na wzrostową ścieżkę wyników. Zwracamy uwagę na wyraźną poprawę marży modelowej od marca, co zacznie procentować w wynikach spółki w kolejnych miesiącach, przy zwiększania wolumenów z nowego zakładu na Węgrzech. Akcentujemy także, że inwestycja na Węgrzech (której wartość jest większa niż dług netto spółki) zaczyna dopiero kontrybuować do wyników. Wreszcie mamy na uwadze, że spółka wypłaca atrakcyjne dywidendy.

HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.1 [stan na koniec sesji 02.05.2017]

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
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			88	62 067	5,8%	2,5%	3,4%	bobrowski
Forte	kupuj	100	redukuj	67,8	21.04.2017	10:52 CEST	81,8	59 917			81,77	62 067	0,0%	3,6%	-3,6%	brymora
MS Zabrze	redukuj	1,00	kupuj	1,40	21.04.2017	08:37 CEST	1,18	59 700			1,06	62 067	-10,2%	4,0%	14,1%	pado
PKP Cargo	kupuj	75	akumuluj	63,2	20.03.2017	09:05	62,7	60441			65,9	62 067	5,1%	2,7%	2,4%	pado
Agora	kupuj	19,42	trzymaj	11,77	13.03.2017	10:07	15	58820			16,2	62 067	8,0%	5,5%	2,5%	bobrowski
MS Plock	kupuj	20	---	---	08.03.2017	11:45	13,1	58615			14,24	62 067	8,7%	5,9%	2,8%	pado
Qumak	kupuj	7,74	redukuj	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	wznowienie	5	03.03.2017	14:07	5,25	59481			5,72	62 067	9,0%	4,3%	4,6%	bobrowski
Erbud	akumuluj	35	akumuluj	32,3	03.03.2017	13:59	30,9	59304			33,5	62 067	8,4%	4,7%	3,8%	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
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			227,5	62067	4,4%	4,2%	-0,2%	górnjak
Ciech	akumuluj	82,4	akumuluj	73,5	22.02.2017	11:59	74	59496			79,67	62067	7,7%	4,3%	3,3%	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			72,25	62067	-3,0%	7,4%	-10,4%	bobrowski
GPW	kupuj	57,35	kupuj	44,2	07.02.2017	13:52	44,5	55612			45,11	62067	1,4%	11,6%	-10,2%	bobrowski
Asseco Poland	akumuluj	63	---	---	24.01.2017	11:43	55,5	53633			56,03	62067	1,0%	15,7%	-14,8%	jurzec
Wasko	kupuj	2,05	akumuluj	2,51	20.01.2017	09:39	1,27	53655			1,66	62067	30,7%	15,7%	15,0%	jurzec
Emperia	kupuj	82	---	---	03.01.2017	13:33	65	52250			77,5	62067	19,2%	18,8%	0,4%	górnjak
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			4,58	62067	-13,6%	20,9%	-34,5%	bobrowski
Robyg	redukuj	2,71	akumuluj	3,55	28.12.2016	11:19	3,04	51435			3,38	62067	11,2%	20,7%	9,5%	górnjak
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	09:11 CEST	5789	51 358	nie; update	03.02.2017	5888,5	59 646	1,7%	16,1%	-14,4%	górnjak
ATM Grupa	kupuj	4,75	trzymaj	3,62	01.12.2016	09:17 CEST	3,93	48 619			4,7	62 067	19,6%	27,7%	-8,1%	bobrowski
PA NOVA	kupuj	34,6	kupuj	31,8	25.11.2016	12:50 CEST	21,8	48 489			24,90	62 067	14,2%	28,0%	-13,8%	górnjak
Polwax	kupuj	21,6	---	---	23.11.2016	08:56 CEST	16,5	48 030			15,25	62 067	-7,6%	29,2%	-36,8%	brymora
Groclin	kupuj	17,6	---	---	22.11.2016	15:07 CEST	14,6	47 915			11,48	62 067	-21,4%	29,5%	-50,9%	jurzec
Vistula	kupuj	3,87	---	---	21.11.2016	14:11 CEST	3,24	47 288			3,19	62 067	-1,5%	31,3%	-32,8%	górnjak
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

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.2 [stan na koniec sesji 02.05.2017]

Spółka	rekomendacja	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzin a	kurs	WIG	realizacja	data realizacji	kurs realizacji / kurs bieżący	WIG przy realizacji / WIG aktualnie	stopa zwrotu spółki	stopa zwrotu WIG	względna stopa zwrotu	analityk
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%	górnjak
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%	górnjak
Trakcja	akumuluj	12,5	wznowienie	---	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
Grupa Azoty	redukuj	65,8	sprzedaj	60,2	28.07.2016	14:41 CEST	75	46 854	tak	31.08.2016	63,52	47 930	-15,3%	2,3%	17,6%	brymora
Police	trzymaj	21,3	trzymaj	23	28.07.2016	14:41 CEST	21,5	46 854	nie	30.01.2017	23,00	55 450	7,0%	18,3%	11,4%	brymora
ZA Puławy	akumuluj	239	trzymaj	165	28.07.2016	14:41 CEST	206	46 854	nie	30.01.2017	198,00	55 450	-3,9%	18,3%	-22,2%	brymora
Cognor	kupuj	1,73	kupuj	1,66	21.07.2016	11:05	1,18	46 480	nie; update	26.09.2016	1,17	47 866	-0,8%	3,0%	-3,8%	bobrowski
Śnieżka	redukuj	56,4	trzymaj	56,4	18.07.2016	08:59	61,2	45 541	tak	02.09.2016	51,60	47 134	-15,7%	3,5%	19,2%	pado
Selena FM	kupuj	21,3	kupuj	18,8	15.07.2016	08:49	17,05	45 246	nie	30.01.2017	20,3	55 450	19,1%	22,6%	-3,5%	pado
Comp	kupuj	69,5	kupuj	69,5	06.07.2016	10:19	52,26	43 959	nie	30.01.2017	57	55 450	9,1%	26,1%	-17,1%	jurzec
Comarch	akumuluj	158,9	kupuj	139	06.07.2016	09:59	143,5	44 143	tak	16.08.2016	168,05	48 560	17,1%	10,0%	7,1%	jurzec
MFO	kupuj	20,63	---	---	27.06.2016	11:40	13,66	44 229	tak	06.09.2016	20,89	47 780	52,9%	8,0%	44,9%	bobrowski
PKP Cargo	kupuj	42,6	---	---	17.06.2016		32,51	44 008	tak	31.08.2016	42,67	47 953	31,3%	9,0%	22,3%	jurzec
Arctic Paper	kupuj	6,10	kupuj	5,6	13.06.2016		5,00	45 022	nie	30.01.2017	5,35	55 450	7,0%	23,2%	-16,2%	brymora
Kruk	akumuluj	215,4	trzymaj	182,4	10.06.2016		192	45 475	tak	10.08.2016	227,0	48 156	18,2%	5,9%	12,3%	bobrowski
Ciech	akumuluj	73,5	redukuj	43,2	08.06.2016		62	46 277	nie	05.01.2017	60	52 722	-3,2%	13,9%	-17,2%	brymora
GTC	akumuluj	7,33	akumuluj	5,73	02.06.2016		6,39	44 926	tak	25.08.2016	7,33	47 500	14,7%	5,7%	9,0%	górnjak
Kęty	akumuluj	344,6	akumuluj	310,6	02.06.2016		313	44 638	tak	28.07.2016	355,55	46 804	13,6%	4,9%	8,7%	pado
Stalprodukt	kupuj	349,2	akumuluj	315,8	24.05.2016		292	46 042	tak	28.07.2016	359,8	46 802	23,2%	1,7%	21,6%	bobrowski
Instal Kraków	kupuj	19,1	kupuj	18,6	16.05.2016		11,94	46 064	nie; update	29.09.2016	12,85	47 644	7,6%	3,4%	4,2%	pado
Stalprofil	kupuj	14,6	wznowienie	18,2	09.05.2016		11,99	46 664	tak	28.09.2016	14,72	47 279	22,8%	1,3%	21,5%	bobrowski
PKN Orlen	akumuluj	72,3	trzymaj	73	06.05.2016		65,5	46 240	tak	24.10.2016	72,57	48 305	10,8%	4,5%	6,3%	pado

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.2 [stan na koniec sesji 02.05.2017]

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
Dom Development	trzymaj	58,3	trzymaj	58,3	04.05.2016		56,7	47 102	tak	31.08.2016	59,25	47 860	4,5%	1,6%	-2,9%	górnjak
Robyg	akumuluj	3,55	akumuluj	2,84	04.05.2016		3,17	47 102	nie; update	28.12.2016	3,04	51 435	-4,1%	9,2%	-13,3%	górnjak
Budimex	redukuj	170,1	trzymaj	125,6	29.04.2016		196	47 654	nie	05.01.2017	202,75	52 722	3,4%	10,6%	7,2%	pado
Cognor	kupuj	1,66	kupuj	2,06	28.04.2016		1,15	47 514	nie; update	21.07.2016	1,18	46 480	2,6%	-2,2%	4,8%	bobrowski
Grajewo	kupuj	40,5	kupuj	35,9	27.04.2016		31	47 871	nie	05.01.2017	36,23	52 722	16,9%	10,1%	6,7%	brymora
Wasko	akumuluj	2,51	kupuj	2,51	27.04.2016		1,97	47 914	nie	05.01.2017	1,23	52 722	-37,6%	10,0%	-47,6%	jurzec
PKN Orlen	trzymaj	73	kupuj	69,1	13.04.2016		71,9	47 888	nie; update	06.05.2016	65,5	46 240	-8,9%	-3,4%	5,5%	pado
Bytom	redukuj	2,98	redukuj	2,77	11.04.2016		3,29	47 556	tak	10.06.2016	2,71	45 813	-17,6%	-3,7%	14,0%	górnjak
LPP	akumuluj	6412,7	redukuj	5658,7	18.03.2016		5835	47 833	nie	30.09.2016	3935	47 085	-32,6%	-1,6%	-31,0%	górnjak
Synthos	trzymaj	3,9	akumuluj	4,6	08.03.2016		3,76	46 707	nie	30.09.2016	4,35	47 085	15,7%	0,8%	-14,9%	brymora
Stalprodukt	akumuluj	315,8	redukuj	290	08.03.2016		272,7	46 843	nie; update	24.05.2016	292	46 042	7,1%	-1,7%	8,8%	bobrowski
Synthos	akumuluj	4,6	akumuluj	4,75	03.03.2016		4,00	45 747	nie; update	08.03.2016	3,76	46 707	-6,0%	2,1%	-8,1%	brymora
Śnieżka	trzymaj	56,4	akumuluj	51,1	26.02.2016		55,7	45 991	nie; update	18.07.2016	61,20	45 541	9,9%	-1,0%	-10,9%	pado
Comarch	kupuj	139	---	---	24.02.2016		115	45 335	tak	19.04.2016	142,0	48 384	23,5%	6,7%	16,8%	jurzec
Agora	trzymaj	11,77	redukuj	11,2	23.02.2016		11,5	45 761	tak	08.09.2016	11,25	48 300	-2,2%	5,5%	7,7%	bobrowski
ATM Grupa	trzymaj	3,62	kupuj	3,92	16.02.2016		3,84	44 288	nie	30.08.2016	3,90	47 085	1,6%	6,3%	4,8%	bobrowski
Forte	akumuluj	59,2	redukuj	49,8	16.02.2016		50,4	44 106	tak	13.04.2016	59,80	47 845	18,7%	8,5%	10,2%	brymora
Lotos	akumuluj	27,1	akumuluj	33,5	15.02.2016		24,2	44 393	tak	18.03.2016	27,43	47 811	13,3%	7,7%	5,6%	pado
PKN Orlen	kupuj	69,1	akumuluj	80	15.02.2016		57,0	44 469	tak	01.04.2016	73,50	48 745	28,9%	9,6%	19,3%	pado
Selena FM	kupuj	18,8	trzymaj	22,3	15.02.2016		15,0	43 849	nie; update	15.07.2016	17,05	45 246	13,7%	3,2%	10,5%	pado
Paged	kupuj	62,9	akumuluj	62	12.02.2016		52,3	44 017	nie	30.09.2016	49,00	47 085	-6,3%	7,0%	-13,3%	brymora
Cyfrowy Polsat	akumuluj	24,65	trzymaj	24,21	11.02.2016		21,6	43 687	tak	31.08.2016	24,65	47 650	14,1%	9,1%	5,0%	bobrowski
Kęty	akumuluj	310,6	trzymaj	305	11.02.2016		280,1	43 859	tak	04.04.2016	318,00	48 560	13,5%	10,7%	2,8%	pado
PGNiG	redukuj	4,52	redukuj	4,7	01.02.2016		5,11	44 050	nie	30.09.2016	5,05	47 085	-1,2%	6,9%	8,1%	pado
Bogdanka	kupuj	39,8	kupuj	42,36	05.01.2016		32,55	45 357	tak	29.03.2016	39,82	47 925	22,3%	5,7%	16,7%	bobrowski

STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI

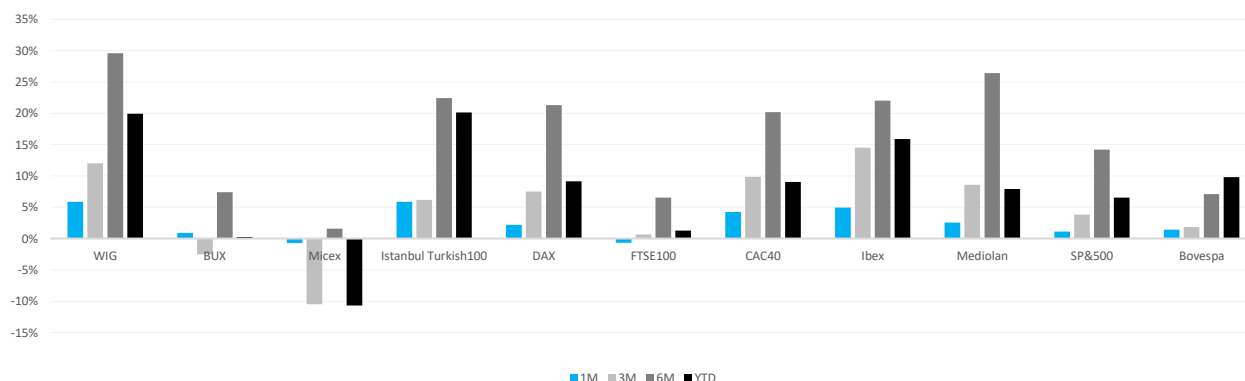
Rok 2016 był kolejnym udanym okresem dla światowych rynków akcji. Inwestorzy wykorzystali przecenę z początku 2016 roku oraz pomniejsze krótkotrwałe turbulencje związane z ogłoszeniem wyników referendum w sprawie Brexit. Końcówka minionego roku upływała w optymistycznych nastrojach związanych z oczekiwanymi 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 dobre odczyty z poszczególnych giełd europejskich i znaczącą poprawę sentymentu inwestorów.

Zmiany wybranych indeksów akcyjnych (zmiany w walutach lokalnych)

	1M	3M	6M	1Yr	YTDr
WIG	5,9%	12,0%	29,6%	30,1%	19,9%
BUX	0,9%	-2,5%	7,4%	20,9%	0,2%
Micex	-0,7%	-10,5%	1,6%	2,1%	-10,7%
Istanbul Turkish100	5,9%	6,2%	22,4%	15,8%	20,1%
DAX	2,2%	7,5%	21,3%	26,2%	9,1%
FTSE100	-0,7%	0,6%	6,5%	17,0%	1,3%
CAC40	4,2%	9,9%	20,2%	21,2%	9,0%
Ibex	5,0%	14,5%	22,0%	23,6%	15,9%
Mediolan	2,6%	8,6%	26,4%	15,5%	7,9%
SP&500	1,1%	3,8%	14,2%	15,6%	6,5%
Bovespa	1,4%	1,8%	7,1%	26,5%	9,8%

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 widać 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

Sytuacja na warszawskim parkiecie akcji w 2015 roku była wyjątkowo trudna dla inwestorów. Wpływ na pogłębiające się spadki miało kilka czynników. Jednym z nich to wg nas długofalowy proces korekty premii z jakimi historycznie notowane były krajowe podmioty względem zagranicznych podmiotów. Ingerencja w sposób działania systemu OFE, czyli jednego z filarów polskiego rynku kapitałowego i perspektywa długoletniej podaży z ich strony wpływa na coraz niższe akceptowalne mnożniki. Tym samym historyczna premia zamieniła się nawet w trwałe dyskonto. Drugim kluczowym aspektem były zmiany na krajowej scenie politycznej i wprowadzenie zmian w strategii działania w kluczowych spółkach z udziałem SP (m.in. wejście w życie podatku bankowego, zaangażowanie spółek energetycznych w konsolidację sektora górniczego).

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 jest już o 20% powyżej wartości notowanych na koniec 2016 roku.

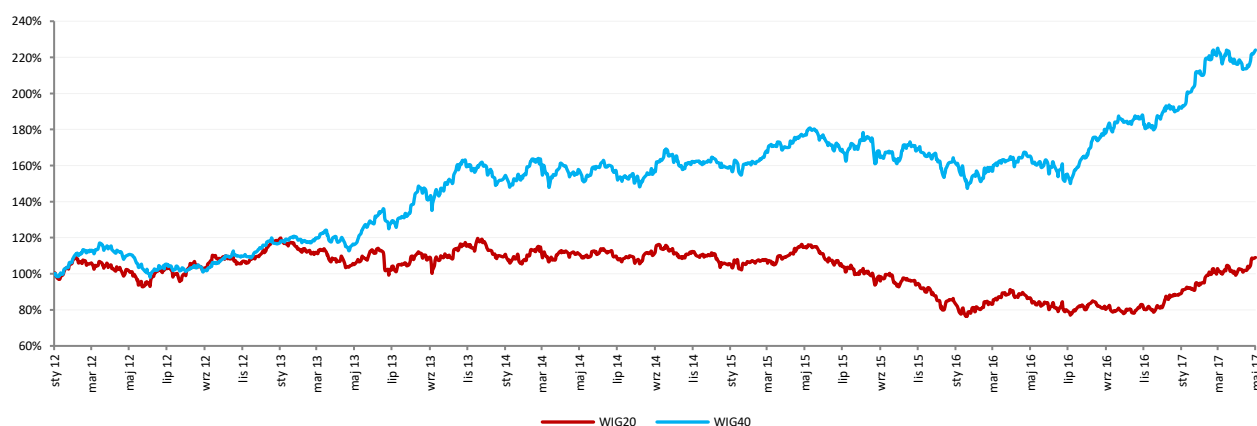
Zmiany wybranych indeksów krajowego rynku akcji

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG30	7,1%	13,6%	33,8%	29,0%	22,1%
WIG20	7,8%	15,2%	35,3%	25,9%	22,8%
mWIG40	3,7%	6,6%	22,6%	35,6%	16,4%
sWIG80	-0,2%	7,7%	16,6%	18,5%	14,9%
WIGdiv	4,5%	6,8%	25,3%	18,4%	13,9%
WIG	5,9%	12,0%	29,6%	30,1%	19,9%
Respect	6,8%	12,0%	33,5%	32,0%	20,8%

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG Banki	6,6%	9,8%	27,8%	25,8%	20,8%
WIG Budownictwo	4,9%	15,6%	31,4%	28,2%	28,7%
WIG Chemia	1,8%	1,3%	26,7%	8,7%	19,3%
WIG Deweloperzy	4,1%	6,5%	15,6%	21,8%	10,4%
WIG Energetyka	-1,5%	5,5%	13,6%	-5,3%	11,3%
WIG Informatyka	2,0%	6,1%	23,5%	36,4%	11,6%
WIG Media	-0,2%	4,1%	20,1%	14,5%	13,0%
WIG Paliwa	9,8%	35,2%	49,9%	65,2%	32,5%
WIG Spożywczy	1,1%	-2,1%	18,6%	25,3%	11,9%
WIG Surowce	5,8%	2,1%	55,2%	91,4%	28,7%
WIG Telekom	1,6%	-0,5%	-4,1%	-11,3%	-5,2%
WIG CEE	0,8%	-1,9%	2,5%	10,3%	-0,5%
WIG Poland	6,0%	12,4%	30,1%	30,2%	20,3%
WIG Ukraina	2,2%	5,3%	28,3%	40,4%	21,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana WIG20 i WIG40 od 2012 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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. Periodyzacja 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 na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

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 obciążona 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 portfelowa 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 portfelowa 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 04.05.2017 roku, 08:59 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 01.06.2017 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 zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

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 04.05.2017 roku:

Portfel indeksu BDM-A	PKO BP	JSW	GRUPA AZOTY	ORANGE	KRUK	ENEA	PKP CARGO	BOGDANKA	GPW	ALUMETAL
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	TAK	NIE	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	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 stanowiące 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	TAK	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	TAK	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	TAK	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	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	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

Portfel indeksu BDM-Z	FAMUR	BOGDANKA	PAGED	AGORA	ATM GRUPA	PA NOVA	VOXEL	INSTAL KRAKÓW	PRAGMA INKASO	ESOTIQ
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	NIE	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	TAK	NIE
Emitent instrumentów finansowych posiada udziały stanowiące 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	TAK	NIE	TAK	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	TAK	TAK	NIE	TAK	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	TAK	NIE	TAK	NIE
BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	NIE	TAK	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	TAK*	NIE	TAK**	NIE

*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki VOXEL

** Grupa BDM posiada łącznie 1.104.000 akcji, co stanowi 30,23% z ogólnej liczby akcji Pragma Inkaso; dwóch pracowników BDM są członkami Rady Nadzorczej spółki Pragma Inkaso; BDM świadczy usługi maklerskie dla spółki Pragma Inkaso, TFI BDM należący do grupy BDM posiada umowę zlecenia ze spółką Pragma Inkaso dotyczącą zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu inwestycyjnego (Pragma 1FI2 NFS)

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat 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.