

RAPORT MIESIĘCZNY

03.01.2017, 13:55 CEST Numer 1/2017

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 01.12.2016-02.01.2017:

Indeks BDM-A **+2,57%**

Indeks BDM-Z **+4,74%**

Indeks WIG **+7,24%**

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)	6
AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-A	7
INDEKS BDM ZRÓWNOWAŻONY (BDM-Z)	10
AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-Z	11
HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM	14
STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI	16
WYNIKI INDEKSÓW SEKTOROWYCH NA GPW	17
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI	18

Aktualny skład BDM-A:

Orange
GPW
Emperia *(nowa)*
PA NOVA
MS Zabrze *(nowa)*
ATM Grupa
Cognor
Esotiq *(nowa)*
Solar
Wasko *(nowa)*

Aktualny skład BDM-Z:

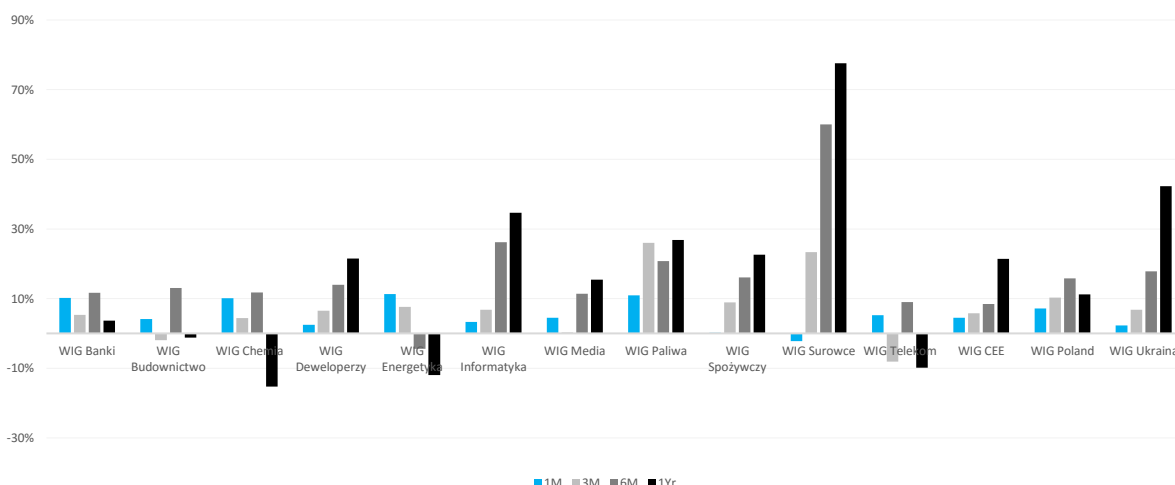
PKO BP
Enea *(nowa)*
Eurocash *(nowa)*
LPP
Cyfrowy Polsat
Orange
Asseco Poland
ING Bank
Kęty
GPW

PODSUMOWANIE

Spoglądając na wyniki grudnia '16, oceniamy że „efekt świętego Mikołaja” w minionym już 2016 roku utkwiał się dobrze w pamięci krajowych inwestorów. Warto zauważyć, że lokomotywą dalszego ruchu w górę indeksów w Warszawie były także nowe podmioty poza obszarem surowcowym, które w ostatnich kwartałach i miesiącach nie należały do ulubieńców inwestorów.

Rok 2016 pomimo dość trudnego początku, okazał się udany dla warszawskiego parkietu. W szczególności mocnym akcentem był 4Q 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 wyhamowanie dynamiki wzrostu WIG40. Tym samym, jak wcześniej sygnalizowaliśmy, według nas obserwujemy strukturalne zmiany, które w przyszłości mogą pokazać względną siłę WIG20/WIG30.

Stopy zwrotu indeksów sektorowych na GPW (stan na koniec sesji 02.01.2017)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

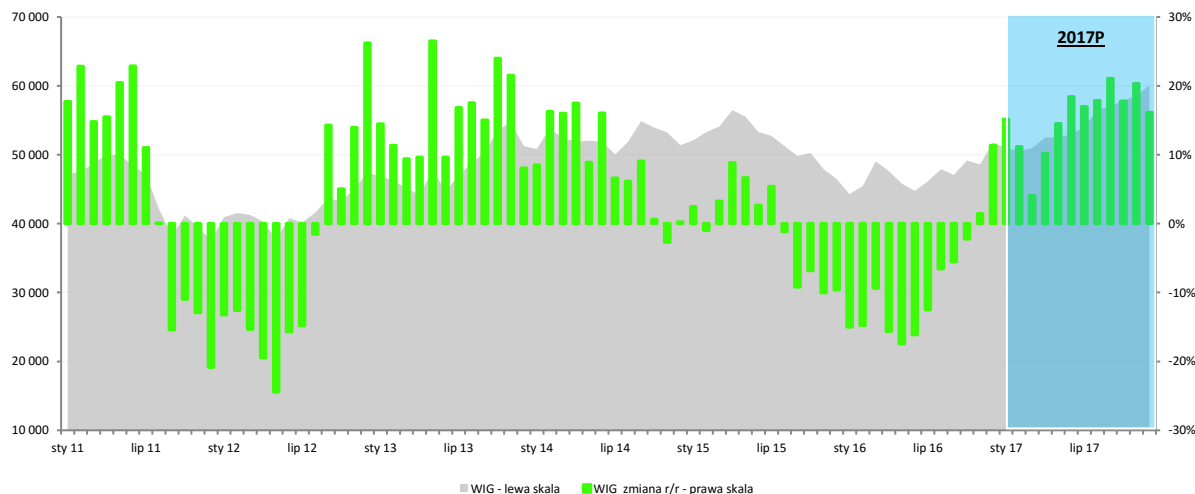
Nie mamy byczych oczekiwań dotyczących samego stycznia '17. Pierwsze dni handlu mogą być jeszcze pod wpływem nastrojów z końcówki 2016 roku, ale w kolejnych liczymy się już ze schłodzeniem koniunktury w wyniku czynników zewnętrznych (słabsze zachowanie rynków zagranicznych). Dlatego w styczniowej edycji zmieniamy z **POZYTYWNEJ** na **NEUTRALNĄ** ocenę dla krótkoterminowej perspektywy rynku akcji w Polsce.

Ocena krótkoterminowej perspektywy dla rynku akcji na GPW



W średnim horyzoncie (perspektywa 2017 roku) jesteśmy nadal nastawieni byczo do krajowego rynku akcji. Na koniec 2017 roku oczekujemy wzrostu WIG w przedziale 15-20%, tym samym liczymy że indeks WIG może przekroczyć 60 000 punktów. Według nas wachlarz negatywnych rozczarowań mających charakter wewnętrzny w obszarze dużych podmiotów (WIG Banki, WIG Energetyka) jest już mocno ograniczony. Tym samym spółki o dużej kapitalizacji powinny stopniowo wpływać na dalszą odbudowę krajowych indeksów. Jest to najwłaściwszy moment, zważywszy na mocne (lub nawet bardzo mocne) zachowanie średnich i mniejszych spółek w ostatnich kwartałach.

Oczekiwana ścieżka zachowania indeksu WIG na 2017 rok

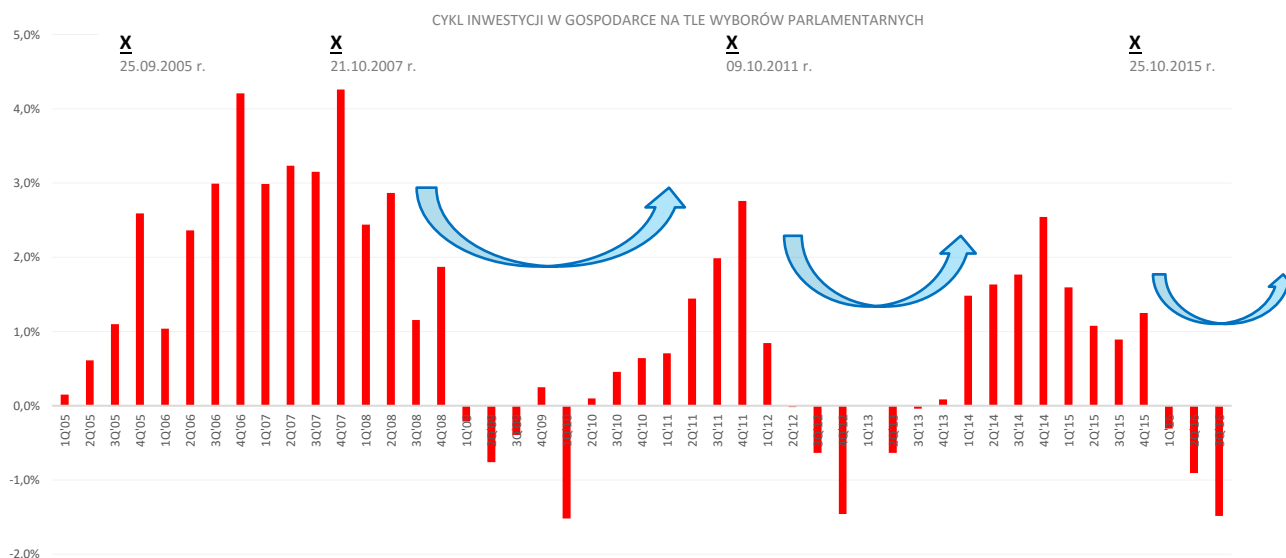


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Na przełomie 1Q'17 i 2Q'17 wyciekujemy szczegółowych propozycji zapisów regulujących przyszłość środków zgromadzonych w dzisiejszym systemie OFE. Docelowe rozwiązanie może być jedną z ważniejszych wiadomości 2017 roku dla krajowego rynku akcji. W przedstawionej przez Wicepremiera, Ministra Rozwoju Mateusza Morawieckiego koncepcji zmian systemu emerytalnego dostrzegamy wobec rynku kapitałowego w Polsce.

Drugim fundamentalnym czynnikiem wpływającym na odbudowę optymizmu do rynku akcji powinny być lepsze odczyty PKB, w szczególności odczuwalna już przynajmniej neutralna kontrybucja inwestycji w 2H'17. Listopadowa zaktualizowana prognoza NBP zakłada, że dynamika wzrostu PKB w latach 2016-2017-2018 ma wynieść odpowiednio 3,0%, 3,6% i 3,3%. Obawiamy się, że finalny odczyt za 2016 rok dla PKB będzie znacząco poniżej listopadowego modelu NBP. Poznaliśmy bowiem rozczarowujący odczyt PKB za 3Q'16 i z dekompozycji PKB widać wyraźnie negatywny wpływ inwestycji na dynamikę wzrostu krajowej gospodarki. Inwestycje w 1Q'16 to efekt -0,3%, w 2Q'16 wpływ na PKB to aż -0,9%, z kolei w samym 3Q'16 było to już -1,5%. Jest to zatem jeden z gorszych okresów w ostatnich latach, co związane jest z nową perspektywą inwestycji unijnych oraz zmianami w kluczowych przedsiębiorstwach z udziałem SP (gdzie dokonywane są przeglądy i aktualizacje dla przyszłych strategicznych decyzji). Poprzedni trudny moment inwestycyjny to przełom 2012/2013 roku. Na poniższym wykresie pokazujemy również prawidłowość historyczną jaka ma miejsce od kilku lat, czyli cykl inwestycyjny na tle kalendarza 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.

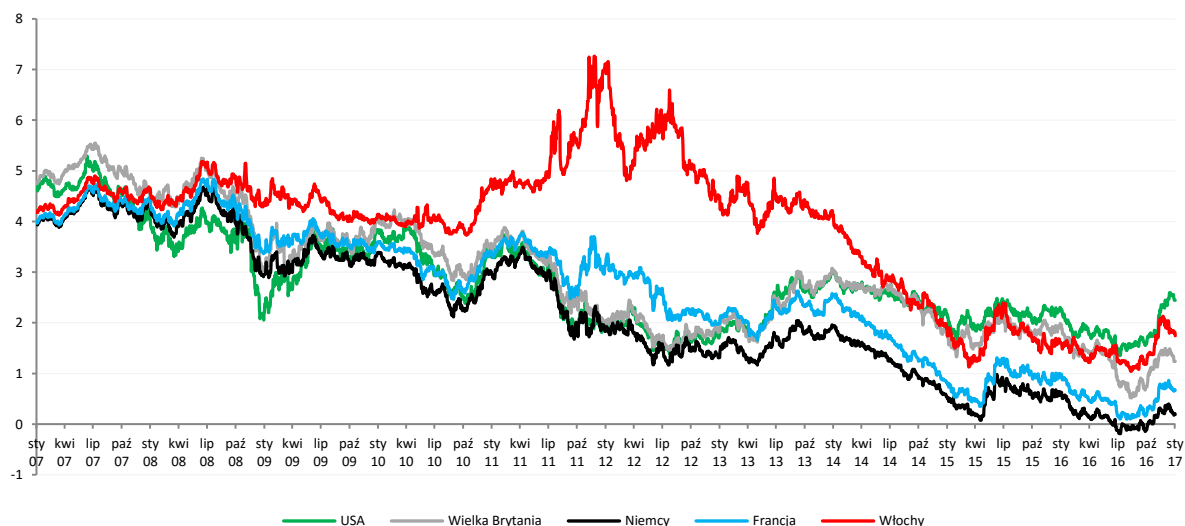
Kontrybucja inwestycji do PKB w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Podtrzymujemy nasze obawy z poprzednich edycji, że na rynkach zagranicznych akcji może dojść do wzrostu zmienności i w 1Q'17 zwycięży jednak kolor czerwony. Obserwując reakcje inwestorów wydaje nam się, że coraz większą wagę należy właśnie przyznać czynnikom ryzyka. Przekonują nas nadal cztery podstawowe argumenty: i) kolejna podwyżka stóp procentowych w USA jest już coraz bliżej, ii) od momentu podania wyników referendum dot. Brexitu doszło do bardzo silnych ruchów cen na wielu aktywach, podobny efekt widzieliśmy po rozstrzygnięciu wyników wyborów w USA, iii) dostrzegamy coraz bardziej niepokojącą perspektywę możliwych krótkotrwałych i średnioterminowych zaburzeń na światowej scenie geopolitycznej, iv) wąski wachlarz mocnych argumentów i zaskoczeń dopingujących dalsze wzrosty w krótkim terminie (dobrym przykładem są ostatnie posiedzenia EBC, czy reakcje na działania BOJ).

Rentowność rządowych obligacji 10 letnich w wybranych krajach



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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.

Wartość indeksu BDM Agresywny (BDM-A)

	02.01.2017 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-A	172,27
Wartość indeksu WIG	51 907,77

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-A w okresie 01.12.2016-02.01.2017

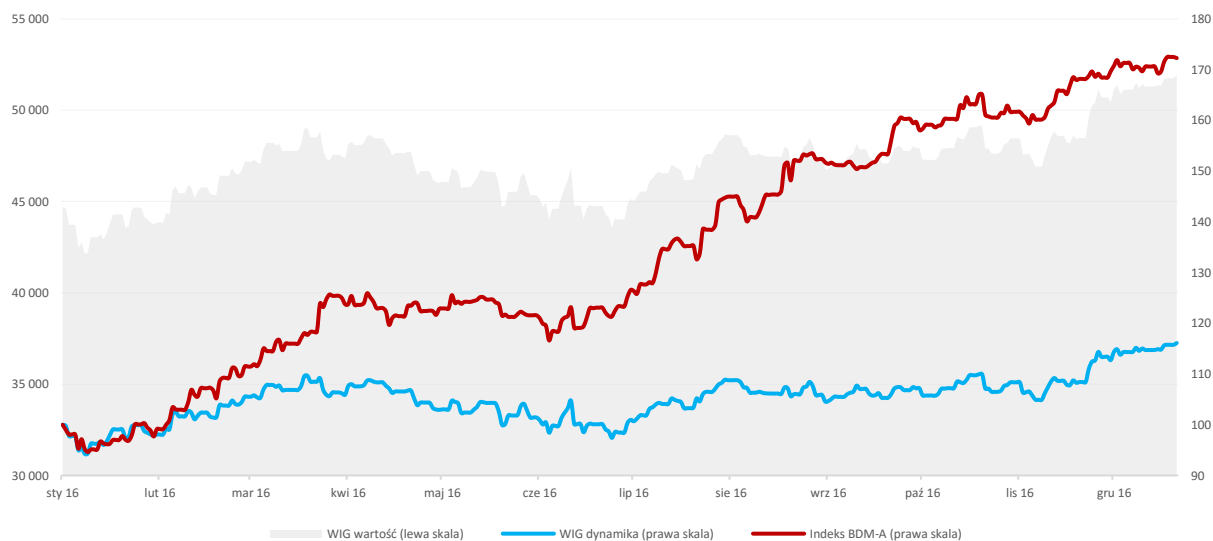
Lp	Spółka	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	Orange (nowa)	10,0%	5,27	5,48	4,0%
2	GPW	10,0%	37,17	39,10	5,2%
3	Paged (nowa)	10,0%	48,47	55,30	14,1%
4	Newag	10,0%	15,50	16,10	3,9%
5	ATM Grupa (nowa)	10,0%	4,01	4,20	4,7%
6	PA NOVA	10,0%	25,38	24,71	-2,6%
7	Cognor	10,0%	1,50	1,50	0,0%
8	Ropczyce (nowa)*	10,0%	20,00	19,47	-2,7%
9	Instal Kraków	10,0%	13,81	13,80	-0,1%
10	Solar	10,0%	1,29	1,26	-2,3%
	Gotówka	0,0%			
	Portfel akcji	100,0%			

W okresie 01.12.2016-02.01.2017 indeks BDM-A wzrósł o 2,57%.

Indeks WIG zyskał 7,24%.

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 02.01.2017. Do portfela indeksu dodajemy MS Zabrze, Emperia, Wasko oraz Esotiq. Usuwamy walory Paged, Ropczyce, Newag oraz Instal Kraków.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-A (stan na koniec sesji 02.01.2017)

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	5,48	7 192	9,37	10,0%	6%	-9%	10%	-16%	-1%	---	132,8	4,8	4,6
2	GPW	39,10	1 641	0,98	10,0%	5%	5%	19%	9%	-2%	13,0	12,6	8,0	7,7
3	Emperia <i>(nowa)</i>	64,95	802	0,55	10,0%	0%	-8%	17%	-5%	0%	15,6	12,9	7,9*	6,7*
4	PA NOVA	24,71	247	0,34	10,0%	-1%	-2%	21%	7%	0%	7,5	6,7	10,2	8,7
5	MS Zabrze <i>(nowa)</i>	1,18	176	0,21	10,0%	3%	13%	1%	-13%	3%	17,5	15,5	5,3	4,9
6	ATM Grupa	4,20	354	0,12	10,0%	5%	8%	14%	2%	2%	14,4	13,0	8,1	7,9
7	Cognor	1,50	199	0,09	10,0%	-1%	9%	32%	88%	-2%	8,7	6,7	4,8	4,3
8	Esotiq <i>(nowa)</i>	10,40	23	0,05	10,0%	-3%	22%	-2%	-65%	7%	5,6**	4,5**	5,0*	3,8**
9	Solar	1,26	38	0,04	10,0%	-3%	5%	22%	26%	2%	35,4	22,8	4,5	4,1
10	Wasko <i>(nowa)</i>	1,12	102	0,03	10,0%	9%	-15%	-29%	-43%	3%	11,3	10,9	1,9	1,6
Gotówka					0.0%									
Portfel akcji					100.0%									

*wskaźniki w przypadku Emperia zakłada zapłacenia 250 mln PLN kary do US

** symulacja uwzględnia wyniki Esotiq po rozdzieleniu (bez strat EMG)

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	Wykorzystujemy silną przecenę kursu spółki. Wachlarz negatywnych zaskoczeń jest według nas już mocno ograniczony. Z kolei, przy bieżącej cenie rynkowej, efekt przyszłych potencjalnych pozytywnych zaskoczeń w zakresie ścieżki EBITDA jak i możliwego do wypłaty strumienia dywidend znacząco przewyższa koszt ponoszonego ryzyka. Zatem w perspektywie długoterminowej spółka stanowi dla nas bardzo atrakcyjną propozycję inwestycyjną (w skali całego 2017 roku należy do naszych faworytów). Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 na poziomie odpowiednio 4,8x i 4,6x.
GPW <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Zakładamy, że spółka w najbliższych latach utrzyma zdolność do wykazania wzrostu EBITDA względem odczytu za 2016 rok. Zatem liczymy, że w średnim terminie dojdzie do dalszej poprawy klimatu inwestycyjnego wokół GPW. Podstawowe znaczenie (poza niższymi kosztami) w tym procesie powinna mieć lepsza koniunktura na krajowym rynku akcji.
Emperia (nowa) <i>Analityk:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Obecne pułapy cenowe walorów Emperii uważamy za interesującą okazję inwestycyjną. Przede wszystkim zwracamy uwagę na pozytywną ścieżkę wynikową, która powinna mieć miejsce w kolejnych kwartałach. Głównymi czynnikami, które się ku temu przyczynią będą zapewne wysokie dynamiki sprzedaży oraz zakładana przez nas odbudowa pierwszej marży (w okresie 4Q'15-2Q'16 grupa mocno obniżała ceny). Liczymy, że w '17 detalista przyspieszy z rozwojem sieci i przyjmujemy uruchomienie ok. 80 placówek w skali roku (zarząd wskazuje, że celem rocznym w perspektywie 2-3 jest otwieranie po ok. 100 sklepów; spółka praktycznie nie jest obecna na zachodniej ścianie kraju). Warto zauważyć, że wejście w obszar convenience, o którym wspominały władze grupy, może być dodatkowym czynnikiem stymulującym wzrost organiczny. Uważamy to za dobre posunięcie, które zapewne pozwoli w dłuższym terminie na zwiększenie udziałów w rynku (podobnych ruchów dokonują też Lidl i Carrefour). W naszej ocenie wysoka pozycja gotówkowa, którą dysponuje grupa, umożliwia bezpieczny rozwój i stwarza duże pole do akwizycji. Dodatkową zaletą Emperii jest posiadanie jeszcze dwóch stabilnych nóg biznesowych: nieruchomości oraz segmentu IT. Ze strony makro wsparciem dla wyników powinna być powracająca inflacja, natomiast głównym zagrożeniem jest oczekiwany wzrost wynagrodzeń (ok. 10% przychodów).
PA NOVA <i>Analityk:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	W naszej ocenie, 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. W naszej ocenie 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 oraz PKP, tym samym „twardy” backlog grupy na przyszły rok wynosi ok. 120-130 mln PLN. Jednocześnie spodziewamy się, że już od 4Q'16 segment GW zacznie odbudowywać rezultaty, co przełoży się na pozytywną ścieżkę wynikową grupy w poszczególnych kwartałach 2017 roku (estymujemy ok. 58,9 mln PLN oczyszczonej EBITDA w '17 vs 45,6 mln PLN w '16). Liczymy, że PA Nova sprzeda część posiadanych obiektów (jedna z galerii, parki handlowe lub pakiet obiektów przemysłowych), co stworzy pole do istotnego wzrostu dywidendy w '17 (w modelu przyjmujemy tylko DPS = 1,0 PLN/akcję).
MS Zabrze (nowa) <i>Analityk:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Na bazie obecnego backlogu spodziewamy się, że pozytywne dynamiki wyników będą wyraźnie widoczne w kolejnych kwartałach (dobre były już 3Q'16 i oczyszczony 2Q'16). MS Zabrze jest notowany obecnie w pobliżu poziomów, które ostatni raz były obserwowane w latach 2012-13. Podtrzymujemy nasze założenia z rekomendacji z początku października. Spółka nie ma zadłużenia, na sprzedaż nadal wystawione są nieruchomości o wartości księgowej kilkudziesięciu mln PLN. Zwracamy uwagę, że wyjaśniła się przyszłość Kopexu, którego problemy mogły rzutować także na sentyment rynku do MS Zabrze, ze względu na wspólnego głównego akcjonariusza,
ATM Grupa <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-438 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Patrzmy z optymizmem na przyszłe wyniki w obszarze produkcji tv i zarządzania. Drugim kluczowym argumentem przesądającym o naszym podejściu jest posiadany przez spółkę pakiet 50% w kapitale Aidem Media. Ostatnie kwartały dla tego podmiotu definiujemy jako wytężoną pracę organiczną. Spodziewamy się, że efekty podjętych działań będą widoczne w rezultatach już w 2017 roku.

Cognor	Podtrzymujemy założenie wypracowania EBITDA w 2016 roku na poziomie ok 97 mln PLN. Liczymy, że w 4Q'16 średnie uzyskane ceny będą wyższe aniżeli spółka wykazała w 3Q'16. Na rok 2017 utrzymujemy założenie, że EBITDA może przekroczyć 120 mln PLN. Wcześniej zwracaliśmy już uwagę, że w dłuższym horyzoncie fundamentalne znaczenie dla spółki mają wprowadzone bariery ochronne na przywóz prętów stalowych do UE (cła ad valorem mają obowiązywać do końca lipca 2021 roku). Obserwujemy dalsze duże wzrosty cen na poszczególnych asortymentach wyrobów ze stali. Zaskoczeniem jest dla nas silna zwyżka prętów na rynkach światowych w 4Q'16, co spowodowało także wzrosty cen złomu. Na rynku europejskim indeksy wskazują na relatywnie słabsze zachowanie prętów w ostatnich tygodniach vs pozostałe obszary gospodarcze. Akcentujemy jednak nowe podwyżki już w grudniu oraz spodziewane dalsze lepsze cenniki w UE na 1Q'17.
<i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-438 e-mail: bobrowski@bdm.pl	
Esotiq (nowa)	Akcentujemy wdrażany podział spółki na dwie części i bardzo podoba nam się zapowiedziane wydzielenie EMG (obszar generuje ok. 8-9 mln PLN straty operacyjnej). Pozwoli to naszym zdaniem na uzyskanie wiarygodnej rynkowej wyceny Esotiq i poprawę sentymentu rynkowego do spółki. Zwracamy uwagę, że Esotiq powinien zanotować w '17 dwucyfrowe tempo przyrostu sprzedaży, co wraz z zapowiadaniem przez zarząd utrzymaniem pierwszej marży, powinno przełożyć się na istotny wzrost EBITDA. Tym samym detalista (już bez ujęcia straty EMG) będzie jednym z tańszych podmiotów z sektora odzieżowego dla wskaźnika na EV/EBITDA'17.
<i>Analitik:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	
Solar	Po dobrym odczycie wynikowym za 2Q'16 spółka pokazała przeciętne dane za 3Q'16 (co sugerowały już wcześniej odczyty sprzedażowe). Liczymy na dobry wynik w 4Q'16 (akcentujemy dosyć dobre dane miesięczne za listopad i oczekujemy wykorzystania efektu niskiej bazy z grudnia w ubiegłym roku). Zatem wyniki całoroczne za 2016 rok na poziomie EBITDA oraz netto powinny być znacznie lepsze aniżeli w 2015 roku. W modelu zakładamy, że władze spółki będą zdeterminowane do pokazania dalszej odbudowy rezultatów. Przyjmujemy, że ścieżka wynikowa będzie pozytywna już od 1Q'17, co pozwoli na znaczącą poprawę rezultatów w '17 (wzrost EBITDA do 4,7-4,8 mln PLN). Tym samym Solar byłby handlowany przy EV/EBITDA'17 na poziomie 4,5x.
<i>Analitik:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	
Wasko (nowa)	Spółka dzięki ekspozycji na sektor ochrony zdrowia powinna skorzystać na informatyzacji szpitali współfinansowanej ze środków z nowej perspektywy finansowej UE. Uważamy, że służba zdrowia będzie jednym z pierwszych obszarów w których pojawi się większa liczba przetargów. Ponadto chcemy zaakcentować bardzo korzystną strukturę bilansu Wasko, (wysoki poziom gotówki netto oraz dodatni kapitał obrotowy), która według nas nie uzasadnia obecnej niskiej wyceny spółki. Dlatego traktujemy obecną cenę rynkową Wasko jako bardzo nieefektywną i tymczasową.
<i>Analitik:</i> Marek Jurzec tel. (032) 20-81-435 e-mail: marek.jurzec@bdm.pl	

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 stopą dywidendy lub 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:

- stopa dywidendy w najbliższym roku obrotowym przewyższa o przynajmniej 1 pkt % rentowność polskich obligacji 10Y,
- zakładane jest co najmniej utrzymanie poziomu dywidendy w kolejnym roku obrotowym,
- spółka wypłaciła dywidendę w co najmniej dwóch z poprzednich trzech lat kalendarzowych,
- tegoroczny wskaźnik dług netto/EBITDA < 3.0x.

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]
Wartość indeksu BDM-Z	133,67
Wartość indeksu WIG	51 907,77

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-Z w okresie 01.12.2016-02.01.2017

Lp	Spółka	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	PKO BP	10,0%	25,20	28,25	12,1%
2	ING Bank	10,0%	150,00	157,80	5,2%
3	Cyfrowy Polsat	10,0%	23,50	24,60	4,7%
4	LPP (nowa)	10,0%	5 814,9	5 501,00	-5,4%
5	Orange	10,0%	5,27	5,48	4,0%
6	Synthos (nowa)	10,0%	4,46	4,57	14,3%*
7	Asseco PL (nowa)	10,0%	52,12	54,37	4,3%
8	Kęty (nowa)	10,0%	365,05	384,70	5,4%
9	GPW	10,0%	37,17	39,10	5,2%
10	PA NOVA	10,0%	25,38	24,71	-2,6%
	Gotówka	0,0%			
	Portfel akcji	100,0%			

**Indeks BDM-Z w okresie
01.12.2016-02.01.2017
zyskał 4,74%.**

Indeks WIG wzrósł o 7,24%.

* stopa zwrotu uwzględnia dywidendę w kwocie 0,53 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 02.01.2017 zmieniamy skład indeksu BDM-Z. Do portfela indeksu dodajemy Eurocash oraz Enea. Jednocześnie usuwamy walory PA NOVA oraz Synthos.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-Z (stan na koniec sesji 02.01.2017)

Lp	Spółka	Cena [PLN]	Kapitalizacja [mln PLN]	Średni obrót za 30 dni [mln PLN]	Udział w indeksie	Zmiana kursu					P/E		EV/EBITDA		Stopa dywidendy	
						1M	3M	6M	1Yr	YTD	2017P	2018P	2017P	2018P	2017P	2018P
1	PKO BP	28,25	35 313	67,20	10,0%	9%	8%	21%	3%	0%	12,2x	10,9x	---	---	3,2%	3,8%
2	Enea <i>(nowa)</i>	9,60	4 238	18,80	10,0%	1%	13%	-3%	-15%	1%	5,7x	5,2x	4,4x	4,0x	0,0%	0,0%
3	Eurocash <i>(nowa)</i>	40,04	5 569	17,35	10,0%	10%	-6%	-14%	-17%	2%	18,3	16,0	9,9	8,8	2,6%	5,5%
4	LPP	5 501,00	10 118	13,52	10,0%	-7%	40%	11%	-1%	-3%	18,3x	15,2x	13,1x	10,8x	0,4%	2,2%
5	Cyfrowy Polsat	24,60	15 733	12,69	10,0%	4%	0%	15%	18%	0%	15,3x	12,8x	6,9x	6,3x	3,1%	4,8%
6	Orange	5,48	7 192	9,37	10,0%	6%	-9%	10%	-16%	-1%	---	132,8x	4,8x	4,6x	0,0%	5,6%
7	Asseco Poland	54,37	4 513	8,08	10,0%	4%	-2%	4%	-4%	1%	13,6	11,9	7,2	6,6	5,5%	5,6%
8	ING Bank	157,80	20 530	2,78	10,0%	5%	7%	24%	35%	-2%	14,6x	12,9x	---	---	3,2%	3,8%
9	Kęty	384,70	3 637	2,71	10,0%	3%	-2%	23%	23%	-1%	15,7	15,1	9,7	8,8	4,8%	4,8%
10	GPW	39,10	1 641	0,98	10,0%	5%	5%	19%	9%	-2%	13,0	12,6	8,0	7,7	4,9%	5,4%
					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	Podtrzymujemy nasze wcześniejsze tezy i liczymy, że w kolejnych dwóch kwartałach stopniowo powinno być widać większy optymizm dotyczący sektora bankowego. PKO BP jest handlowany przy atrakcyjnych mnożnikach i daje dobrą ekspozycję na spodziewane w drugim półroczu 2017 roku ożywienie w inwestycjach w krajowej gospodarce.
Enea (nowa) <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Decydujemy się na dodanie reprezentanta z sektora energetyki. Przed spółką okres wymagających wydatków inwestycyjnych. Zwracamy jednak uwagę, że kurs spółki został mocno przeceniony. Doceniamy wcześniejszą przejęcie pakietu kontrolnego LW Bogdanka (najlepiej zarządzaną dużą kopalnią węgla energetycznego w Polsce). Dlatego oceniamy, że spółka ma według nas najlepszą pozycję do odbudowy wartości dla akcjonariuszy na tle innych reprezentantów sektora obecnych na GPW.
Eurocash (nowa) <i>Analitik:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Walory lidera branży FMCG przy obecnej wycenie rynkowej wydają się być ciekawą propozycją inwestycyjną. W ostatnim czasie kurs spółki mocno spadł, co było reakcją na przedłużające się procesy akwizycyjne oraz słabsze od oczekiwań wyniki w minionych kwartałach. Zakładamy, że w kolejnych kwartałach grupie uda się odbudować efektywność głównych linii biznesowych, dzięki czemu EBITDA'17 powinna wzrosnąć r/r o 12-13%. Dodatkowym czynnikiem, który może wesprzeć działalność spółki, będzie z pewnością powracająca inflacja (szybki szacunek GUS za grudzień mówi o wzroście cen na poziomie 0,8% r/r). W perspektywie kolejnego roku spodziewamy się, że Eurocash powróci do szybszego tempa otwarć w formacie Delikatesów Centrum oraz zastępuje ujemne odczyty sprzedaż IFl w cash&carry. Impulsem dla wyników w najbliższym czasie będzie też rozpoczęcie konsolidacji EkoHoldingu (spółka uzyskała zgodę UOKiK) oraz PDA. w przypadku realizacji naszych założeń w '17, spółka byłaby handlowana z EV/EBITDA rzędu 9,0-9,5x (nie uwzględniamy wpływu akwizycji), czyli poziomu który jest nieco mnożników Jeronimo Martins.
LPP <i>Analitik:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Ostatnie raporty sprzedażowe grupy odbieramy pozytywnie, bowiem spółce udało się utrzymać dynamiki sprzedaży znacznie powyżej tempa przyrostu sieci. Zwracamy również uwagę na mocną odbudowę pierwszej marży w ujęciu oczyszczonym w 4Q'16 (o 1,6 p.p. r/r, szczególnie mocny odczyt w listopadzie). In plus odbieramy także informacje płynące z raportu dot. obrotów w grudniu. LPP zdecydowało się wyprzedać stare zapasy, co obciążyło rentowność w miesiącu (spadek do 36%). W naszej ocenie jest to dobry krok, ponieważ zmniejsza presję na realizowane marże w nadchodzących kwartałach. W perspektywie roku spodziewamy się odbudowy marki Reserved w Polsce oraz powrotu do dwucyfrowego tempa przyrostu sieci. Liczymy również, że grupa wykorzysta efekt niskiej bazy na pierwszej marży z '16, co powinno przełożyć się na zdecydowaną poprawę rezultatów finansowych. W przypadku realizacji naszych prognoz, LPP byłoby handlowane dla EV/EBITDA'17 poniżej grupy Inditex
Cyfrowy Polsat <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Dobrze oceniamy odczyty wskazujące przyrost RGU we wszystkich głównych usługach kontraktowych. Doceniamy w szczególności działania spółki w kierunku utrzymywania wzrostu ARPU. Zatem spodziewamy się, że coraz lepsza monetizacja klienta powinna być jeszcze bardziej widoczna jako czynnik determinujący wzrost EBITDA w 2017 i 2018 roku. Zwracamy też uwagę na przedstawioną politykę dywidendową.
Orange <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Wykorzystujemy silną przecenę kursu spółki. Wachlarz negatywnych zaskoczeń jest według nas już mocno ograniczony. Z kolei, przy bieżącej cenie rynkowej, efekt przyszłych potencjalnych pozytywnych zaskoczeń w zakresie ścieżki EBITDA jak i możliwego do wypłaty strumienia dywidend znacząco przewyższa koszt ponoszonego ryzyka. Zatem w perspektywie długoterminowej spółka stanowi dla nas bardzo atrakcyjną propozycję inwestycyjną (w skali całego 2017 roku należy do naszych faworytów). Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 na poziomie odpowiednio 4,8x i 4,6x.

Asseco Poland	Asseco Poland posiada znaczną ekspozycję na kursy walutowe, przez co w wynikach spółki powinien być widoczny pozytywny efekt słabej złotówki. Ponadto sektory z ekspozycją na rynek komercyjny powinny w dalszym ciągu realizować wysoką dynamikę poprawy wyników. Tutaj szczególną uwagę zwracamy na spółki izraelskie oraz niektóre podmioty z grupy kapitałowej działające w Polsce. Na rynku krajowym liczymy także na ożywienie w segmencie administracji publicznej, które powinno być odczuwalne już w 2H'17.
<i>Analitik:</i> Marek Jurzec tel. (032) 20-81-435 e-mail: marek.jurzec@bdm.pl	
ING Bank	Doceniamy wyniki za 3Q'16 dlatego utrzymujemy bank w zestawieniu. Przyjęta przez nas ścieżka wynikowa na 2017-2018 wskazuje, że wskaźnik P/E będzie wynosić odpowiednio 14,6x i 12,9x. Pomimo stopniowego wyczerpywania się impulsów wzrostowych, traktujemy ING nadal jako dobrą ekspozycję na sektor bankowy.
<i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	
Kęty	Podtrzymujemy spółkę w portfelu na kolejny miesiąc. Opublikowane pod koniec grudnia wstępne wyniki za 4Q'16 na poziomie EBITDA są zgodne ze wcześniej podwyższoną prognozą na 2016 rok. Liczymy na przedstawienie ambitnej ścieżki wzrostu wyników w aktualizacji strategii, która powinna pojawić się na początku 2017 roku. Spółka nie jest tania, jednak ma za sobą właśnie okres rekordowego CAPEX-u, który nie znalazł jeszcze odzwierciedlenia w wynikach. Zwracamy także uwagę, że przynajmniej utrzymanie zeszłorocznego poziomu dywidendy implikuje stopę na poziomie blisko 5%.
<i>Analitik:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	
GPW	Zakładamy, że spółka w najbliższych latach utrzyma zdolność do wykazania wzrostu EBITDA względem odczytu za 2016 rok. Zatem liczymy, że w średnim terminie dojdzie do dalszej poprawy klimatu inwestycyjnego wokół GPW. Podstawowe znaczenie (poza niższymi kosztami) w tym procesie powinna mieć lepsza koniunktura na krajowym rynku akcji.
<i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	

HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.1 [stan na koniec sesji 02.01.2017]

Spółka	rekomendacja	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina	kurs	WIG	realizacja	data realizacji	kurs realizacji i / kurs bieżący	WIG przy realizacji / WIG aktualnie	stopa zwrotu spółki	stopa zwrotu WIG	względna stopa zwrotu	analityk
Orange	kupuj	6,54	---	---	29.12.2016	10:49 CEST	5,30	51 330			5,55	51 908	4,7%	1,1%	3,6%	bobrowski
Robyg	redukuj	2,71	akumuluj	3,55	28.12.2016	11:19 CEST	3,04	51 435			3,02	51 908	-0,7%	0,9%	1,6%	pado
Comarch	akumuluj	187,1	akumuluj	156,2	21.12.2016	14:29 CEST	169,1	51 577			175	51 908	3,5%	0,6%	2,8%	jurzec
Asseco BS	akumuluj	24,6	---	---	20.12.2016	12:06 CEST	21,8	51 410			24,23	51 908	11,1%	1,0%	10,2%	jurzec
Paged	akumuluj	60,1	kupuj	62,9	19.12.2016	15:04 CEST	53	51 019			55,42	51 908	4,6%	1,7%	2,8%	górnjak
LPP	akumuluj	6381,5	akumuluj	6412,7	15.12.2016	09:11 CEST	5789	51 358			5555	51 908	-4,0%	1,1%	-5,1%	górnjak
ATM Grupa	kupuj	4,75	trzymaj	3,62	01.12.2016	09:17 CEST	3,93	48 619			4,19	51 908	6,6%	6,8%	-0,1%	bobrowski
PA NOVA	kupuj	34,6	kupuj	31,8	25.11.2016	12:50 CEST	21,8	48 489			24,71	51 908	13,3%	7,1%	6,3%	górnjak
Poľwax	kupuj	21,6	---	---	23.11.2016	08:56 CEST	16,5	48 030			16,69	51 908	1,2%	8,1%	-6,9%	brymora
Groclin	kupuj	17,6	---	---	22.11.2016	15:07 CEST	14,6	47 915			15,30	51 908	4,8%	8,3%	-3,5%	jurzec
Vistula	kupuj	3,87	---	---	21.11.2016	14:11 CEST	3,24	47 288			3,39	51 908	4,6%	9,8%	-5,1%	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
PGNIG	trzymaj	4,66	redukuj	4,52	17.11.2016	08:55 CEST	4,8	47 635			5,62	52 135	17,1%	9,4%	-7,6%	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			67,00	52 135	-2,9%	8,0%	10,9%	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	1,4	trzymaj	2,32	05.10.2016	09:10 CEST	1,17	47 901			1,19	52 135	1,7%	8,8%	-7,1%	pado
Instal Kraków	kupuj	19,9	kupuj	19,1	29.09.2016	09:35 CEST	12,6	47 644			13,79	52 135	9,4%	9,4%	0,0%	pado
Cognor	kupuj	1,76	kupuj	1,73	26.09.2016	09:08 CEST	1,17	47 866			1,50	52 135	28,2%	8,9%	19,3%	bobrowski
Cyfrowy Polsat	akumuluj	26,36	akumuluj	24,65	15.09.2016	09:08 CEST	23,9	46 989			24,62	52 135	3,0%	11,0%	-7,9%	bobrowski
Forte	redukuj	67,8	akumuluj	59,2	14.09.2016	09:29 CEST	76	46 876			77,01	52 135	1,3%	11,2%	9,9%	brymora
GPW	kupuj	44,2	akumuluj	41	07.09.2016	08:40 CEST	35,5	48 081			39,47	52 135	11,2%	8,4%	2,8%	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			2,23	52 135	-21,2%	12,5%	-33,7%	górnjak
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
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			22,80	52 135	6,0%	11,3%	5,2%	brymora
ZA Puławy	akumuluj	239	trzymaj	165	28.07.2016	14:41 CEST	206	46 854			177,05	52 135	-14,1%	11,3%	-25,3%	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			20,27	52 135	18,9%	15,2%	3,7%	pado
Comp	kupuj	69,5	kupuj	69,5	06.07.2016	10:19	52,26	43 959			58	52 135	11,0%	18,6%	-7,6%	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
Arc'tic Paper	kupuj	6,10	kupuj	5,6	13.06.2016		5,00	45 022			5,48	52 135	9,6%	15,8%	-6,2%	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			59,94	52 135	-3,3%	12,7%	-16,0%	brymora

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.2 [stan na koniec sesji 02.01.2017]

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
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	02.06.2015		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
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			201,5	52 135	2,8%	9,4%	6,6%	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			34,6	52 135	11,6%	8,9%	2,7%	brymora
Wasko	akumuluj	2,51	kupuj	2,51	27.04.2016		1,97	47 914			1,14	52 135	-42,1%	8,8%	-50,9%	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
Qumak	redukuj	7,82	---	---	22.12.2015		9,07	46 247	tak	23.05.2016	6,66	45 886	-26,6%	-0,8%	25,8%	jurzec
Bytom	redukuj	2,77	redukuj	2,7	18.12.2015		3,05	45 684	tak	13.01.2016	2,70	44 585	-11,5%	-2,4%	9,1%	górnjak

STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI

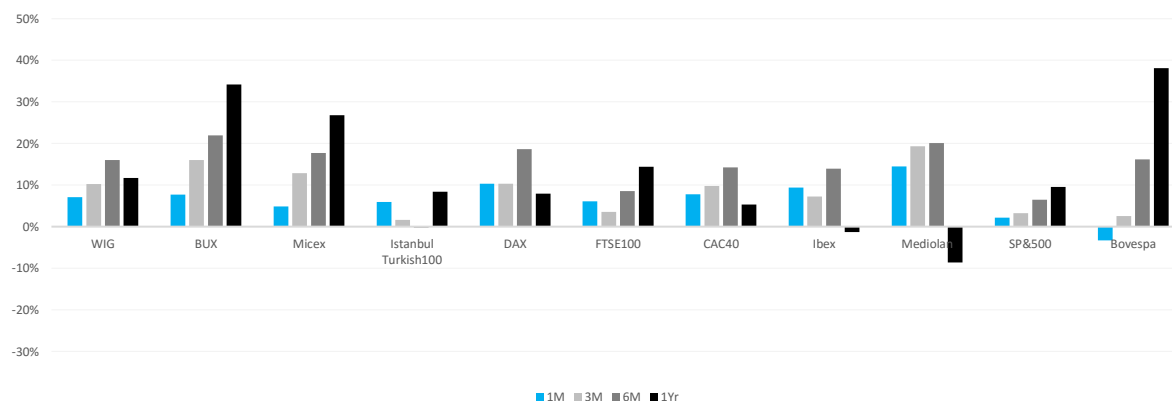
Rok 2016 był kolejnym udanym okresem dla światowych rynków akcji. Inwestorzy wykorzystali przecenę z początku 2016 roku oraz pomniejsze krótkotrwałe turbulencje związane z ogłoszeniem wyników referendum w sprawie Brexit. Końcówka minionego roku upływała w optymistycznych nastrojach związanych z oczekiwanymi projektami inwestycyjnymi nowej administracji USA oraz dość dobrymi odczytami makro z głównych stref gospodarczych (perspektywa podwyżek stóp procentowych w USA nie spowodowała odwrotu od akcji).

Zmiany wybranych indeksów akcyjnych (zmiany w walutach lokalnych)

	1M	3M	6M	1Yr	YTDr
WIG	7,1%	10,2%	16,0%	11,7%	0,3%
BUX	7,7%	16,0%	21,9%	34,2%	0,3%
Micex	4,9%	12,9%	17,7%	26,8%	0,0%
Istanbul Turkish100	5,9%	1,7%	-0,3%	8,4%	-0,5%
DAX	10,3%	10,3%	18,6%	8,0%	1,0%
FTSE100	6,1%	3,5%	8,6%	14,4%	0,0%
CAC40	7,8%	9,8%	14,2%	5,3%	0,4%
Ibex	9,4%	7,3%	13,9%	-1,3%	0,7%
Mediolan	14,5%	19,3%	20,1%	-8,6%	1,7%
SP&500	2,1%	3,3%	6,5%	9,5%	0,0%
Bovespa	-3,3%	2,6%	16,2%	38,1%	-0,6%

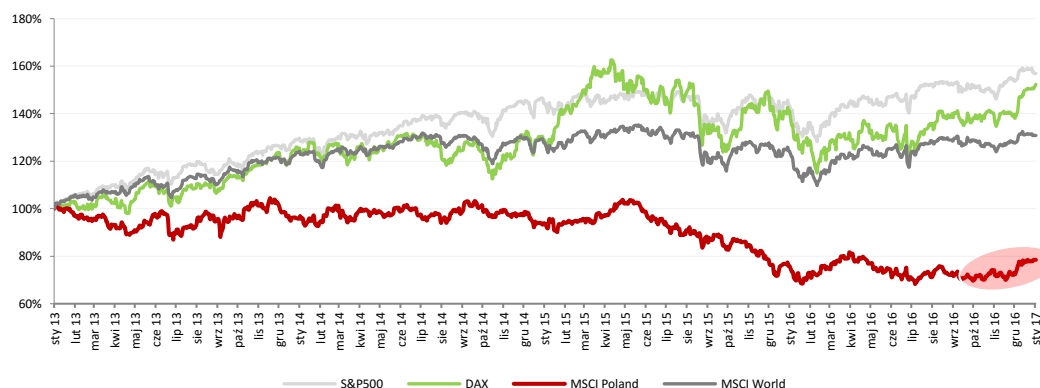
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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 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 górnictwa).

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 wyhamowanie dynamiki wzrostu WIG40. Tym samym obserwujemy strukturalne zmiany i w przyszłości spodziewamy się dalszej względnej siły WIG20 nad WIG40.

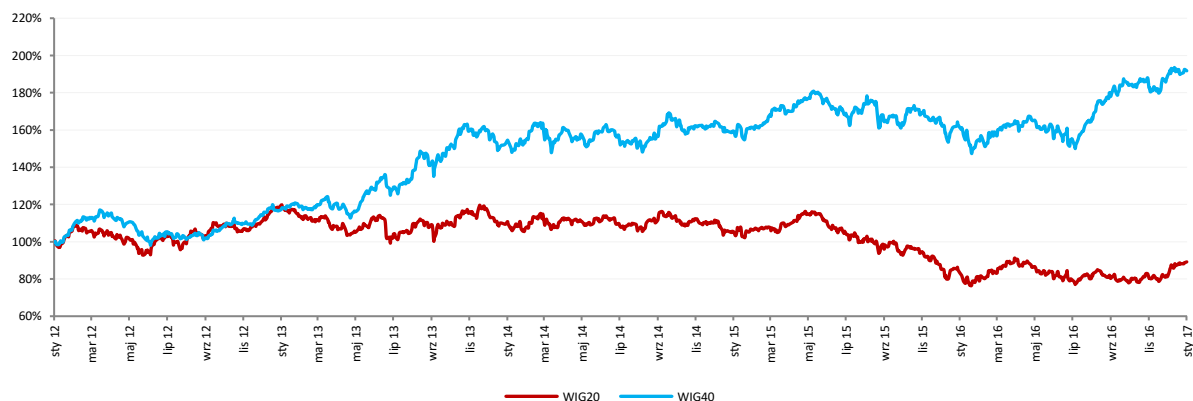
Zmiany wybranych indeksów krajowego rynku akcji

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG30	7,9%	13,8%	15,2%	8,4%	0,3%
WIG20	9,7%	14,5%	12,2%	5,2%	0,5%
mWIG40	1,4%	4,2%	23,5%	17,7%	-0,4%
sWIG80	2,7%	-0,3%	8,5%	8,6%	0,6%
WIGdiv	8,2%	8,4%	12,8%	8,8%	0,4%
WIG	7,1%	10,2%	16,0%	11,7%	0,3%
Respect	9,4%	13,0%	16,6%	11,3%	0,4%

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG Banki	10,2%	5,3%	11,6%	3,7%	0,7%
WIG Budownictwo	4,1%	-1,9%	13,1%	-1,2%	1,1%
WIG Chemia	10,1%	4,4%	11,8%	-15,3%	1,4%
WIG Deweloperzy	2,5%	6,5%	14,0%	21,5%	0,5%
WIG Energetyka	11,3%	7,6%	-4,4%	-11,9%	1,1%
WIG Informatyka	3,3%	6,8%	26,2%	34,6%	0,7%
WIG Media	4,5%	0,3%	11,4%	15,4%	-0,3%
WIG Paliwa	10,9%	26,0%	20,8%	26,9%	0,0%
WIG Spożywczy	0,2%	8,9%	16,1%	22,6%	1,0%
WIG Surowce	-2,2%	23,3%	60,0%	77,5%	-1,2%
WIG Telekom	5,2%	-8,1%	9,0%	-9,8%	-0,2%
WIG CEE	4,5%	5,8%	8,5%	21,4%	0,2%
WIG Poland	7,2%	10,3%	15,8%	11,2%	0,3%
WIG Ukraina	2,2%	6,8%	17,8%	42,3%	1,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana WIG20 i WIG40 od 2012 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

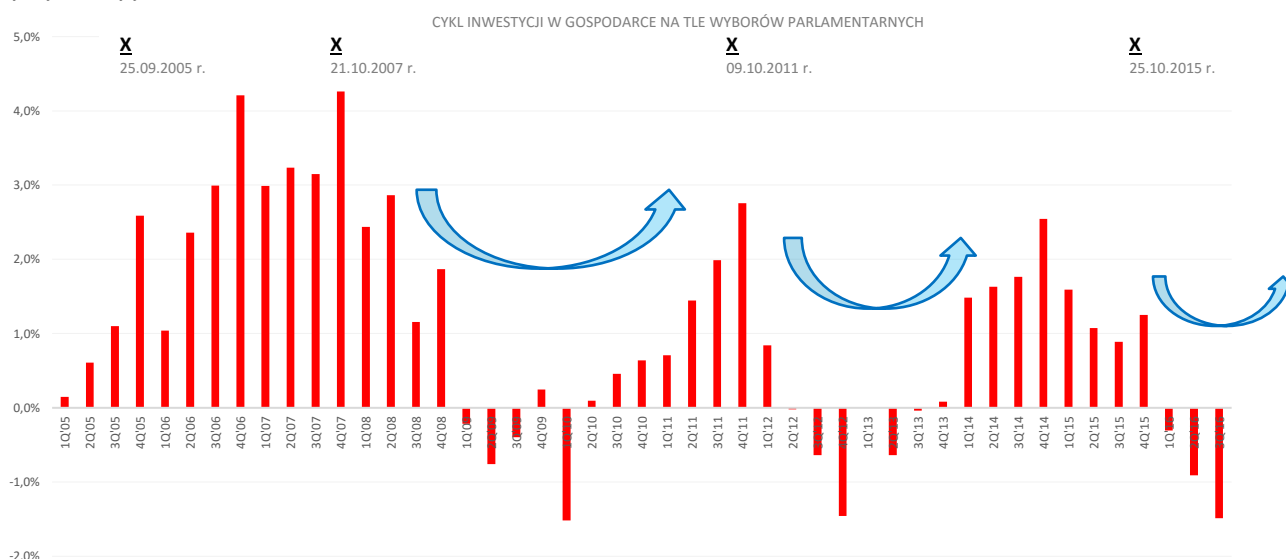
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI

Ostatni odczyt PMI dla Polski zaskoczył pozytywnie. Widzimy też stałą poprawę sytuacji na rynku pracy. Wreszcie ostatnie dane o inflacji mogą wskazywać na pewne strukturalne zmiany jakie będziemy obserwować w trakcie 2017 roku.

Do czynników ryzyka należy zaliczyć cały czas niski poziom inwestycji. Już odczyt PKB za 2Q'16 w Polsce okazał się znacząco niższy niż wcześniejsze oczekiwania (choć także w 1Q'16 było widać wyhamowanie dynamiki wzrostu). Z danych GUS wynika, że PKB za 3Q'16 wzrosło o 2,5%. Z dekompozycji PKB widać wyraźnie negatywny wpływ inwestycji na dynamikę wzrostu krajowej gospodarki.

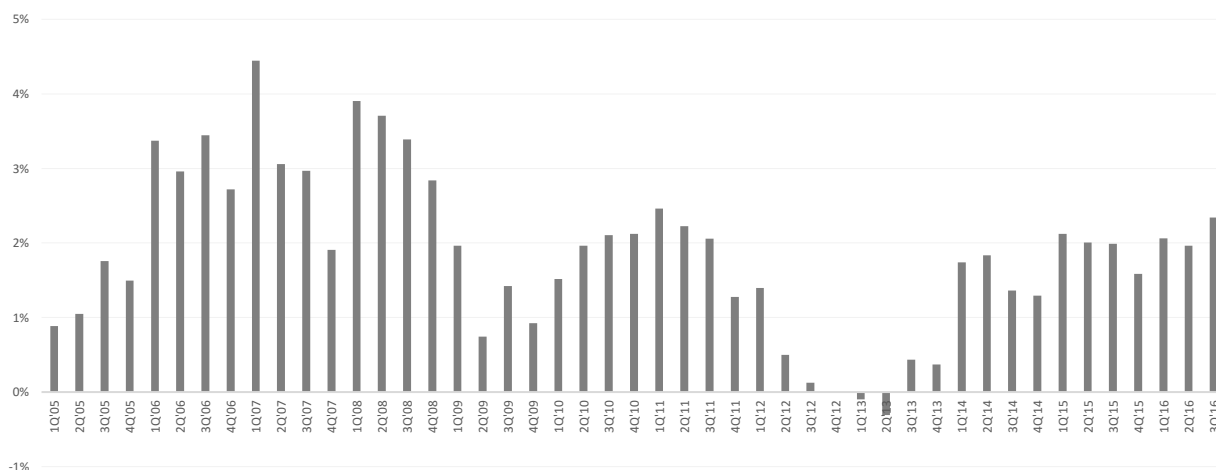
Inwestycje w 1Q'16 to efekt -0,3%, w 2Q'16 wpływ na PKB to aż -0,9%, z kolei w samym 3Q'16 było to już -1,5%. Jest to zatem jeden z gorszych okresów w ostatnich latach, co związane jest z nową perspektywą inwestycji unijnych oraz zmianami w kluczowych przedsiębiorstwach z udziałem SP (gdzie dokonywane są przeglądy i aktualizacje dla przyszłych strategicznych decyzji). Poprzedni historycznie trudny moment inwestycyjny to przełom 2012/2013 roku. Na poniższym wykresie pokazujemy również prawidłowość historyczną jaka 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



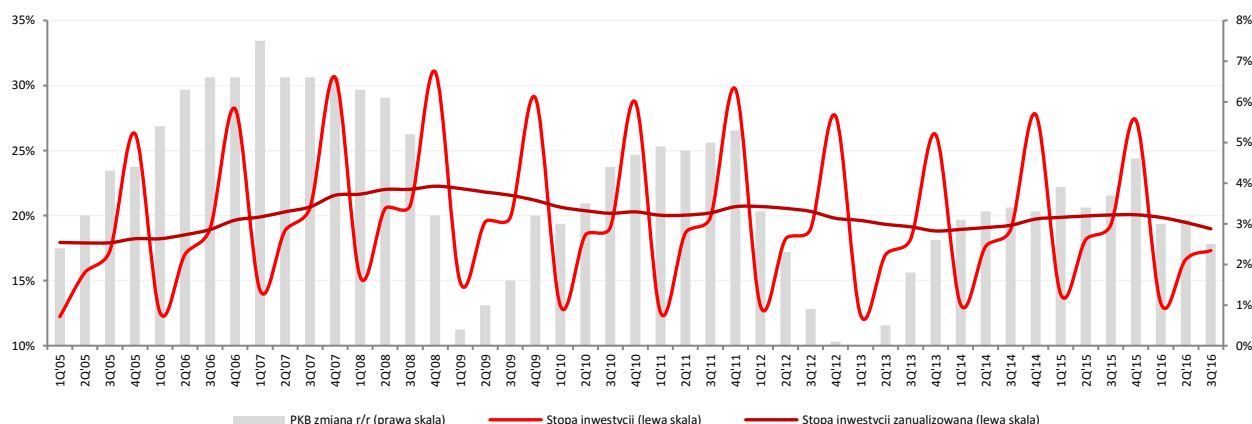
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

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

W listopadowej projekcji NBP obniżył oczekiwania dotyczące dynamiki PKB w Polsce z 3,2% do 3,0% w 2016 roku (w lipcu obniżono z poziomu 3.8%). Jest to kolejny raz efekt rewizji poziomu inwestycji w bieżącym roku. Przypominamy, że marcowe podwyższenie założeń wynikało głównie z uwzględnienia w modelu programu 500+. Zauważamy, że ponownie obniżono (o 0,1 pkt %) oczekiwania inflacyjne CPI i skorygowano w górę w istotny sposób ścieżkę cen energii.

Jak już wspominaliśmy, za wolniejszy wzrost PKB w Polsce odpowiada korekta poziomu inwestycji, co zniwelowało wcześniejsze korekty w górę z tytułu wyższej dynamiki spożycia indywidualnego (program 500+) oraz w niewielkim stopniu jako efekt oddziaływania eksportu netto.

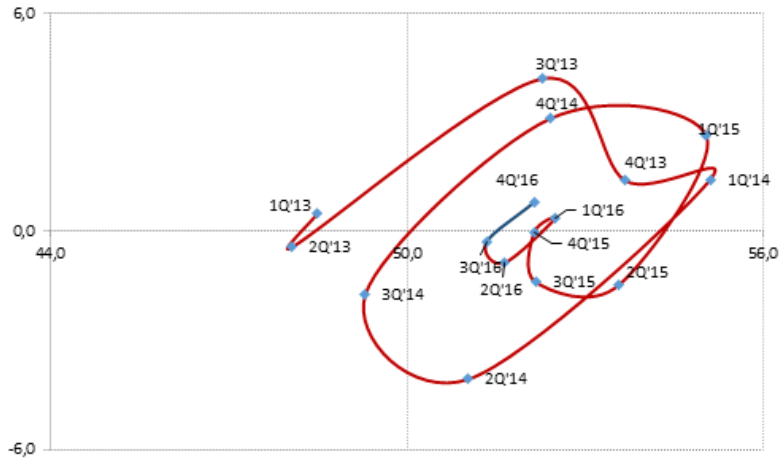
Oceniamy, że listopadowa projekcja NBP dla PKB za 2016 rok jest zawyżona. Liczymy raczej na słaby odczyt w 4Q'16 (cały czas słabe inwestycje a dodatkowo efekt wysokiej bazy z 4Q'15). Liczymy się raczej z finalnym komunikatem, że PKB w 2016 roku wzrośnie poniżej 2,5%. W scenariuszu bazowym oczekujemy, że dynamika wzrostu w 4Q'16 i 2017 roku będzie mocniej wspierana przez silny popyt konsumpcyjny, a od końcówki 2017 roku stopniowo także przez inwestycje. Głównym ryzykiem, w naszym odczuciu, dla projekcji w perspektywie 2017 roku jest ewentualne osłabienie makro w kluczowych dla Polski rynkach eksportowych, w szczególności dotyczy to rynku niemieckiego.

Projekcja inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce opracowana przez NBP na podstawie modelu NECMOD (14 listopad 2016)

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2016P zmiana względem lipca'16	2017P zmiana względem lipca'16	2018P zmiana względem lipca'16
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	0	-0,9	-0,6	1,3	1,5	-0,1	0	0
Ceny żywności (% r/r)	0,6	0,3	-0,3	0,5	1,2	-0,3	-0,1	-0,2
Ceny energii (% r/r)	-0,9	-1,6	0,8	1,9	1,8	0,1	-0,1	0,2
Wskaźnik cen inflacji baz. po wyłączeniu żywności i energii (% r/r)	-1	-4,2	-3,9	3,1	2	0,1	0,5	0,5
PKB (% r/r)	3,3	3,6	3	3,6	3,3	-0,2	0,1	0
Popyt krajowy (% r/r)	4,9	3,4	3	4,2	3,8	-0,6	0,1	0,1
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,6	3,1	3,7	4,1	3,5	-0,3	0,1	0,1
Spożycie zbiorowe (% r/r)	4,7	3,4	2,5	3,1	3,9	-0,1	-0,2	0,4
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	10	5,8	-2,6	6,1	5,4	-3,8	2	1
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	-1,5	0,3	0	-0,6	-0,4	0,3	0	0
Eksport (% r/r)	6,4	6,8	7,7	5,7	6	0,8	-0,5	-0,3
Import (% r/r)	10	6,3	7,8	7,1	6,9	0,2	-0,5	-0,2
Place brutto (% r/r)	3,6	3,3	4	5	5,6	0	0	0,3
Liczba pracujących (% r/r)	1,9	1,4	1	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2
Stopa bezrobocia (%)	9	7,5	6	5,4	5	-0,1	-0,3	-0,5
NAWRU (%)	7	6,8	6,4	6,1	5,8	-0,2	-0,2	-0,1
Stopa aktywności zawodowej (%)	56,2	56,2	56,3	56,4	56,5	0	0	0
Wydajność pracy (% r/r)	1,4	2,2	1,9	3,2	3	-0,4	0	-0,1
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	2,4	1,2	2,1	1,7	2,5	0,4	0	0,4
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2011=1,00)	0,93	0,88	0,89	0,95	0,95	0,03	0,04	0,04
Indeks cen surowców energetycznych (EUR; 2011=1,00)	0,72	0,51	0,49	0,55	0,54	0,02	0,05	0,03
Poziom cen za granicą (% r/r)	1	1,2	1,2	1,3	1,5	0	0,1	0,2
PKB za granicą (% r/r)	1,5	2	1,6	1,5	1,4	0	0,1	0
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	0,4	1,7	1,1	0,1	0,1	-0,7	-0,7	-0,6
WIBOR 3M (%)	2,52	1,75	1,7	1,71	1,71	0,01	0,02	0,02

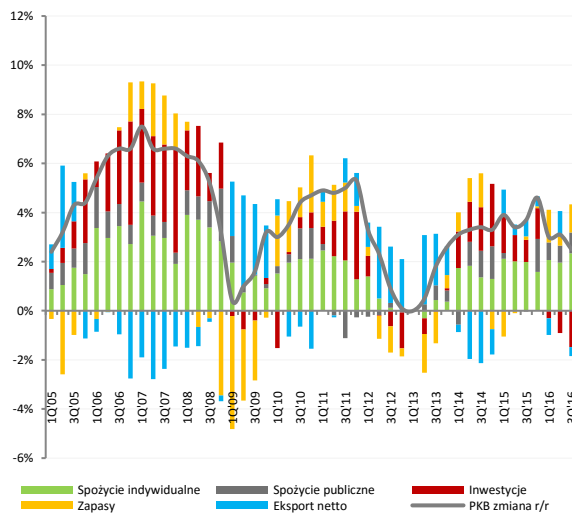
Źródło: NBP

Zegar koniunktury w oparciu o odczyty PMI dla Polski



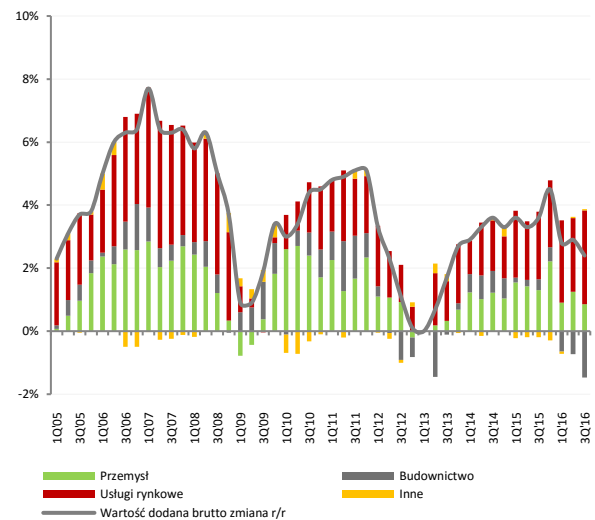
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dekompozycja PKB



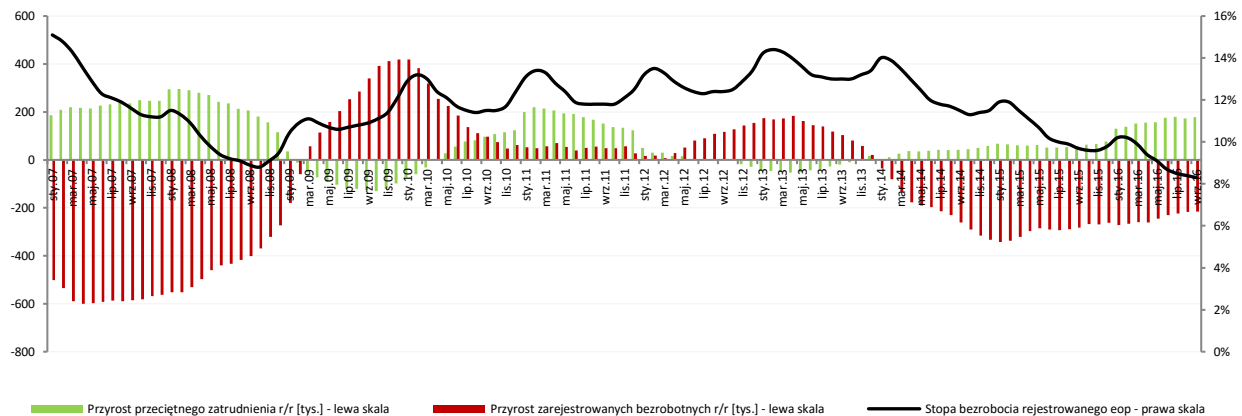
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dekompozycja wartości dodanej brutto



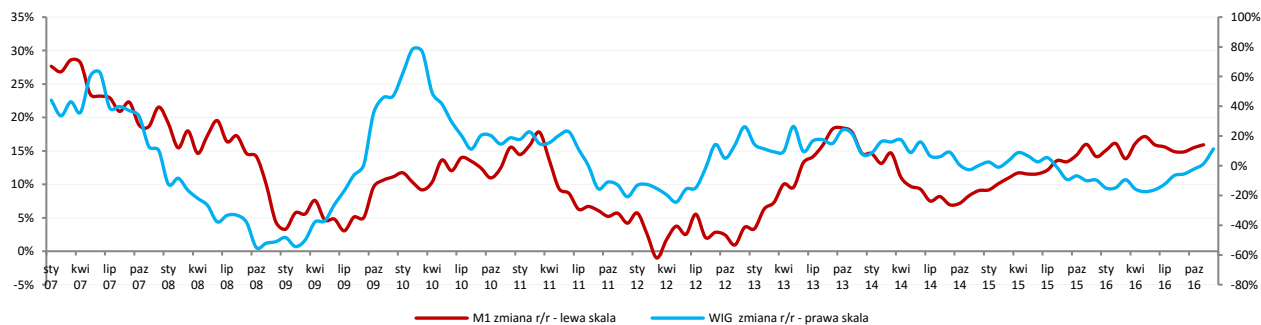
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa bezrobocia na tle przyrostu zatrudnienia oraz zmiany zarejestrowanych bezrobotnych



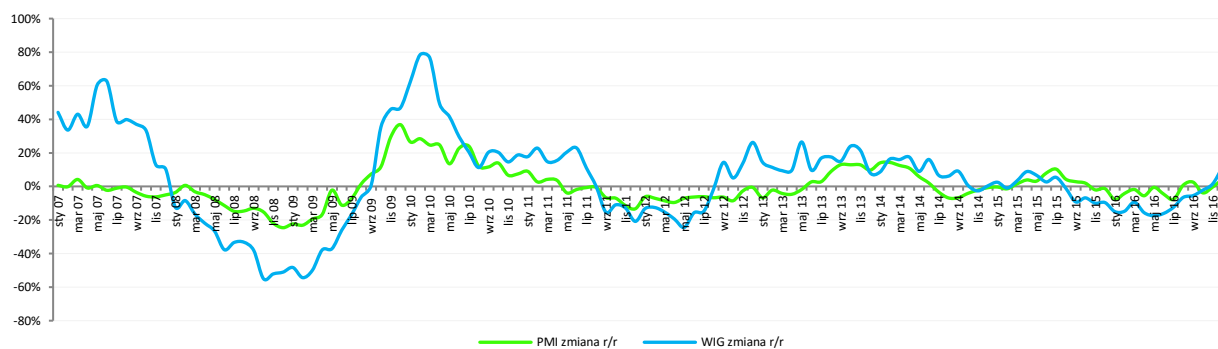
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Dynamika zmian indeksu WIG oraz M1 w Polsce



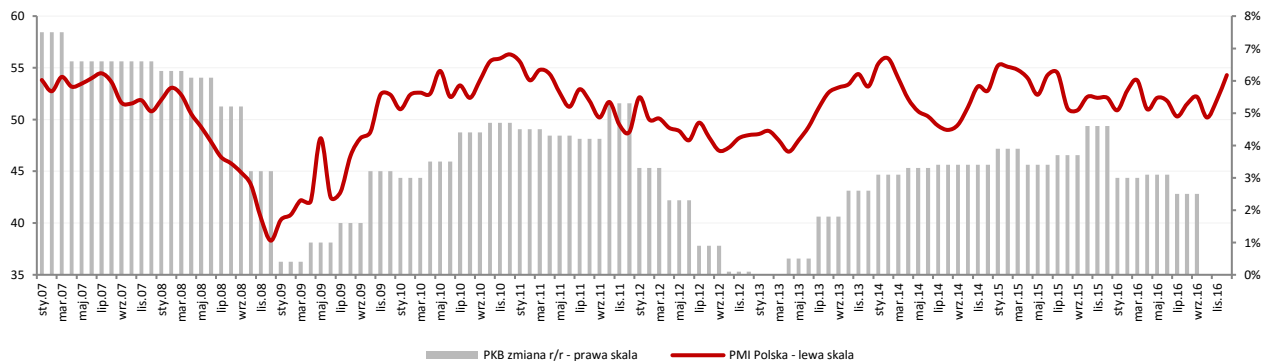
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

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

Specjalista ds. analiz
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 nierozzerwalnie związane z instrumentami finansowymi.

EBIT – wynik na działalności operacyjnej

EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

dług netto – zadłużenie procentowane 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: $GAPt = \frac{GDPt}{GDP_{POTt}} - 1$

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 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 03.01.2017 roku, 13:55 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 01.02.2017 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 03.01.2017 roku:

Portfel indeksu BDM-A	ORANGE	GPW	MS ZABRZE	EMPERIA	ATM GRUPA	PA NOVA	COGNOR	WASKO	ESOTIQ	SOLAR
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	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	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	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	TAK	NIE	NIE	TAK	TAK	TAK	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	TAK*	NIE	NIE	NIE	TAK**	NIE	NIE	NIE

*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki MS ZABRZE

**BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki COGNOR

Portfel indeksu BDM-Z	PKO BP	ING BANK	CYFROWY POLSAT	LPP	ORANGE	EUROCASH	ASECO PL	KĘTY	GPW	ENEA
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	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 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	TAK	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	TAK*	NIE	NIE

*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki KĘTY

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.