Dom Maklerski BDM S.A.

Comarch, Asseco Poland, Bogdanka, Kruk, Selena FM, PCC Rokita, Erbud, Lotos, GTC, Stalprofil, Izostal, Eurocash, Stalprodukt, LPP, Grupa Azoty, ZA Puławy, Police, Śnieżka, Dom Development, Kęty, Emperia, PKN Orlen, Wasko, Asseco BS, Arctic Paper, Orange, Agora, Trakcja, Comarch, PA NOVA, MFO, Instal Kraków, ATM Grupa, Cyfrowy Polsat, MS Zabrze, GTC, Synthos, Kruk, Orbis, Forte, PKP Cargo, MS Płock, Agora, Famur, PCC Rokita, Ciech, ZUE, Asseco Poland, Robyg, Esotiq, Patentus, Tesgas, Pragma Inkaso, Pragma Faktoring, PKO BP, Bank Handlowy, ING Bank, GPW, Paged, Wielton, Ursus, Izoblok, Polwax, Grocłin, Sare, Trans Polonia, Cognor, Stalprodukt, JSW, Pfleiderer, Gino Rossi, Solar, AmRest, CCC, Eurocash, Emperia, Comarch, Asseco Poland, Bogdanka, Kruk, Selena FM, PCC Rokita, Erbud, Lotos, GTC, Stalprofil, Atende, ATM, Izostal, Eurocash, Stalprodukt, LPP, Grupa Azoty, ZA Puławy, Police, Śnieżka, Dom Development, Kęty, Emperia, PKN Orlen, Wasko, Asseco BS, Voxel, Sygnity, Polnord, Intersport, Wojas, PHN, Arctic Paper, Orange, Agora, Trakcja, Comarch, PA NOVA, MFO, Instal Kraków, Cyfrowy Polsat, MS Zabrze, GTC, Synthos, Kruk, Orbis, Forte, PKP Cargo, MS Płock, Agora, Famur, PCC Rokita, Ciech, ZUE, Asseco Poland, Robyg, Esotiq, Patentus, Tesgas, Pragma Inkaso, Pragma Faktoring, PKO BP, Bank Handlowy, ING Bank, GPW, Paged, Wielton, Ursus, Izoblok, Polwax, Instal Kraków, Grocłin, Elektrotim, TIM, Sanel, Cognor, Stalprodukt, JSW, Pfleiderer, Gino Rossi, Solar, AmRest, CCC, Eurocash, Emperia, Bogdanka, Kruk, Selena FM, PCC Rokita, Erbud, Lotos, GTC, Stalprofil, Atende, ATM, Izostal, Eurocash, Stalprodukt, LPP, Grupa Azoty, ZA Puławy, Police, Śnieżka, Dom Development, Kęty, Emperia, PKN Orlen, Wasko, Asseco BS, Voxel, Sygnity, Polnord, Intersport, Wojas, PHN, Arctic Paper, Orange, Agora, , Bogdanka, Cognor, Stalprodukt, JSW, Pfleiderer, Gino Rossi, Solar, AmRest, CCC, Eurocash, Emperia, Comarch, Asseco Poland, Bogdanka, Kruk, Selena FM, PCC Rokita, Erbud, Lotos, GTC, Stalprofil, Atende, ATM, Izostal, Eurocash, Stalprodukt, LPP, Grupa Azoty, ZA Puławy, Police, Śnieżka, Dom Development, Kęty, Emperia, PKN Orlen, Wasko, Asseco BS, Voxel, Sygnity, Polnord, Intersport, Wojas, PHN, Arctic Paper, Orange, Cognor, Stalprodukt, JSW, Pfleiderer, Gino Rossi, Solar, AmRest, CCC, Eurocash, Emperia, Comarch, Asseco Poland, Bogdanka, Kruk, Selena FM, PCC Rokita, Erbud, Lotos, GTC, Stalprofil, Atende, ATM, Izostal, Eurocash, Stalprodukt, LPP, Grupa Azoty, ZA Puławy, Police, Śnieżka, Dom Development, Kęty, Emperia, PKN Orlen, Wasko, Asseco BS, Voxel

RAPORT MIESIĘCZNY

STYCZEŃ 2018

03.01.2018, 08:13 CEST Numer 01/2018

1. STRATEGIA DZIAŁANIA
2. KOMENTARZE ANALITYKÓW BDM
3. PORTFELE INDEKSÓW BDM-A ORAZ BDM-Z
4. ZESTAWIENIE REKOMENDACJI BDM
5. OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE
6. STATYSTYKI RYNKÓW AKCJI

Redaktor wydania:
Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału Analiz

„Na postawie naszych symulacji liczymy, że na koniec 2018 roku WIG będzie znajdował się powyżej 70 000 punktów. Z bieżącej perspektywy oznacza to potencjał wzrostu przynajmniej o 11%.....

... w styczniowej edycji podtrzymujemy POZYTYWNĄ krótkoterminową ocenę perspektyw rynku ....”

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.

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

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

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE 3
INDEKS BDM AGRESYWNY (BDM-A) 5
AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-A 6
INDEKS BDM ZRÓWNOWAŻONY (BDM-Z) 9
AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-Z 10
HISTORYCZNE ZMIANY W OPRTFELACH INDEKSÓW BDM-A ORAZ BDM-Z 13
HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM 14
STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI 17
WYNIKI INDEKSÓW SEKTOROWYCH NA GPW 18
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI 19

W minionym okresie 30.11.2017-29.12.2017:

Indeks BDM-A **+6,78%**

Indeks BDM-Z **+3,10%**

Indeks WIG **+2,09%**

Aktualny skład BDM-A

Orange
Stalprodukt
GPW *(nowa)*
Trakcja
Cognor *(nowa)*
Bytom *(nowa)*
Instal Kraków
Pragma Inkaso
Mex *(nowa)*
Tesgas *(nowa)*

	Data	Dodanie do BDM-A	Usunięcie z BDM-A
styczeń'18	2017-12-29	Cognor	Wasko
	2017-12-29	Bytom	Elektrotim
	2017-12-29	GPW	Relpol
	2017-12-29	Mex	Patentus
	2017-12-29	Tesgas	ABC Data
grudzień'17	2017-11-30	Trakcja	Dom Development
	2017-11-30	Elektrotim	PA NOVA
	2017-11-30	Relpol	Esotiq
listopad'17	2017-11-02	Orange	JSW
	2017-11-02	ABC Data	LW Bogdanka

Aktualny skład BDM-Z

PKO BP
PGNiG
Bank Pekao *(nowa)*
Bank Handlowy
Alior Bank
Orange
Eurocash
Ciech *(nowa)*
Stalprodukt
PKP Cargo

	Data	Dodanie do BDM-Z	Usunięcie z BDM-Z
styczeń'18	2017-12-29	Ciech	Cyfrowy Polsat
	2017-12-29	Bank Pekao	Grupa Azoty
grudzień'17	2017-11-02	Alior Bank	GTC
listopad'17	2017-11-02	PGNiG	Lotos
	2017-11-02	Bank Handlowy	LW Bogdanka
	2017-11-02	Grupa Azoty	Pfleiderer

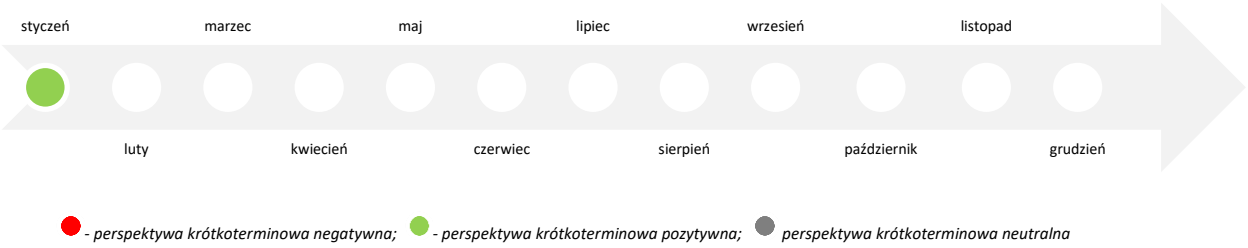
PODSUMOWANIE

Zaczynamy 2018 rok po serii dość dotkliwych spadków na wielu średnich i mniejszych podmiotach (co było odczuwalne w 2H'17). Grudzień'17 przyniósł już umiarkowaną poprawę nastrojów na szerokim rynku i sądzimy, że początek bieżącego roku przyniesie dalsze wzrosty na warszawskim parkiecie. Dlatego, podtrzymując tezy z poprzedniego raportu miesięcznego, **zalecamy wykorzystać bieżącą sytuację na warszawskim parkiecie i doważyć swoje portfele w akcje. W styczniowej edycji podtrzymujemy POZYTYWNĄ krótkoterminową ocenę perspektyw rynku.**

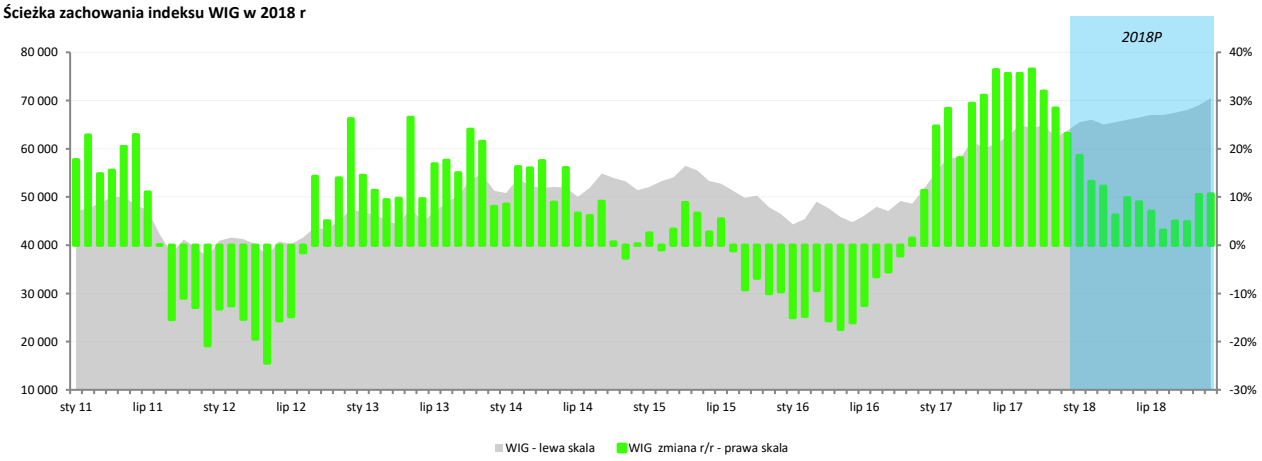
Na postawie naszych symulacji liczymy, że na koniec 2018 roku WIG będzie znajdował się powyżej 70 000 punktów. Z bieżącej perspektywy oznacza to potencjał wzrostu przynajmniej o 11%. Z obecnej perspektywy głównymi byczymi impulsami dla rynku akcji w Polsce powinna być poprawa dynamiki inwestycji w krajowej gospodarce. Zauważamy prognozy wskazujące, że dynamika PKB w 2018 roku przewyższy odczyt z 2017 roku (z wyraźną dodatnią kontrybucją inwestycji). Ważne dla utrzymania dobrej koniunktury na GPW będzie też utrzymanie dobrych perspektyw dla wyników banków (choć kalendarz przyszłych zmian stóp procentowych będzie zapewne ulegał zmianie). Dodatkowo oceniamy, że kwestie wynagrodzeń dla szerokiego rynku będą mniej inwazyjne niż to miało miejsce w ostatnich kwartałach, co powinno pozwolić na stopniową odbudowę marż. Nasze projekcje dla grupy analizowanych podmiotów wskazują, że dynamika eps, wg mediany, powinna ulec poprawie w drugim półroczu 2018 roku.

Sygnalizujemy też, że każde kolejne informacje z obozu rządzącego o odstąpieniu od wcześniejszych propozycji zmian, składanych przez wicepremiera (dziś premiera) Mateusza Morawieckiego, zagospodarowania obecnych środków zgromadzonych w OFE będą dla nas sygnałem do rozważenia potrzeby uwzględnienia scenariuszy zakładających trwale niższe akceptowalne wyceny na GPW.

Ocena krótkoterminowej perspektywy dla rynku akcji na GPW



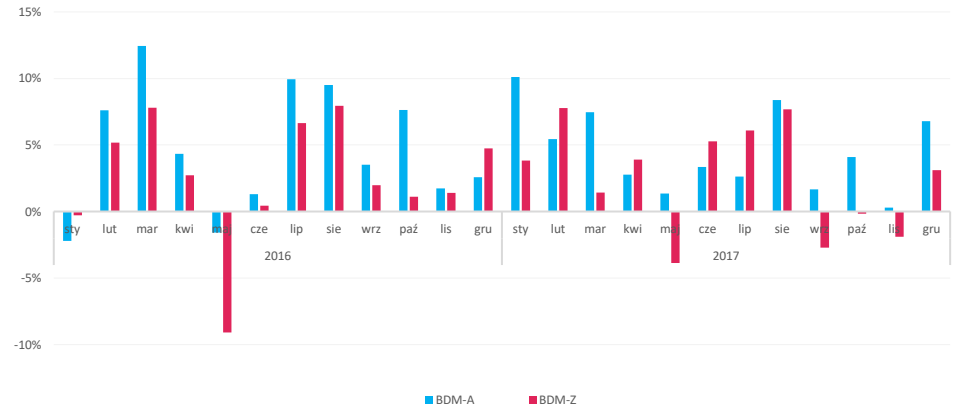
Ścieżka zachowania indeksu WIG w 2018 r



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W grudniu'17 indeks WIG zyskał 2,1%. Symulacja BDM-Z (indeks grupujący kluczowe dla GPW płynne podmioty) na koniec sesji 29.12.2017 r. wskazała na wartość 179,03 pkt, co oznacza wzrost w skali miesiąca o 3,1%. W tym samym okresie indeks BDM-A (składający się ze spółek z dużą potencjalną nieefektywnością wyceny rynkowej bez uwzględnienia kryterium płynności) zyskał 6,78% i na koniec sesji 29.12.2017 r. wynosił 291,63 punktów. Licząc od początku stycznia'17 do końca grudnia'17 BDM-Z wzrósł o niemal 34%, BDM-A zyskał ponad 69%, a indeks WIG jest wyżej o ok 23%.

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

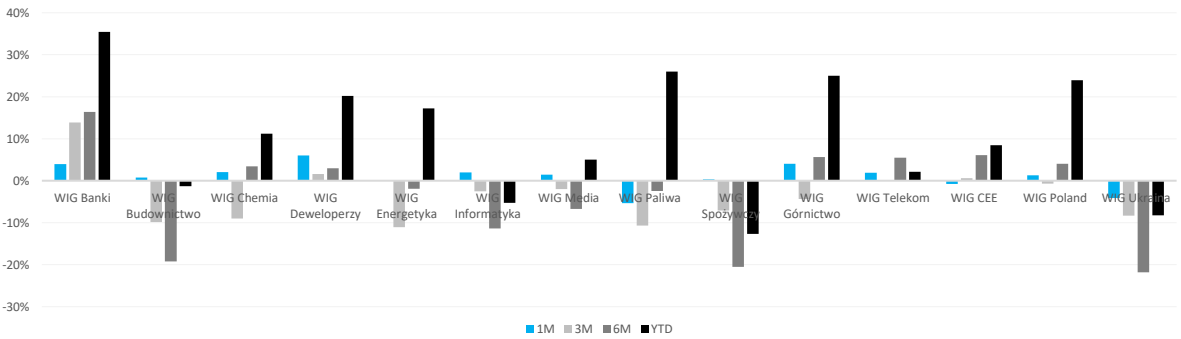


Na koniec 29.12.2017 roku:
BDM-A = 291,63 pkt
BDM-Z = 179,03 pkt
(na początku 2016 roku BDM-A oraz BDM-Z wynosiły 100 pkt)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

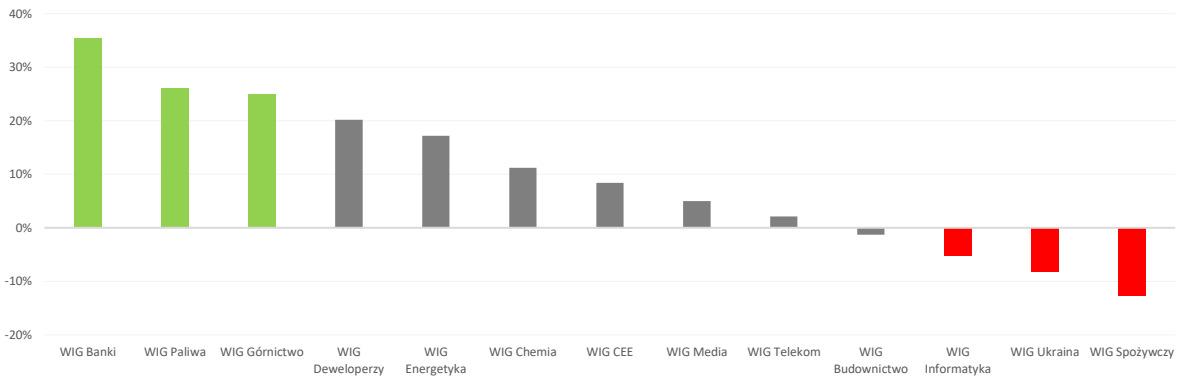
W 2017 roku numerem jeden pod względem wzrostu wartości jak i kontrybucji do wyniku WIG miał indeks WIG Banki (ponad +35%). Podmioty z tego obszaru zdecydowanie mogą zaliczyć mijający rok do udanych. Kolejne dwie najwyższe dynamiki wzrostu zanotował WIG Paliwa i WIG Górnictwo i oba indeksy zyskały po ok 25-26%. Pozostałe indeksy branżowe zanotowały już niższe dynamiki wzrostu aniżeli odczyt WIG (ponad +23%). Po drugiej stronie znajdowały się WIG Ukraina czy WIG Spożywczy. Dość słabe odczyty cechował też WIG Budownictwo (stosunkowo niewielki wzrost wynika z udziału jednego podmiotu w portfelu; mediana podmiotów wchodzących do indeksu wypadła znacznie gorzej).

Zachowanie poszczególnych indeksów sektorowych na GPW



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GPW

Zmiany wartości wybranych indeksów sektorowych na GPW w 2017 roku



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 sugestia do podjęcia jakiekolwiek 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

	02.01.2017 [na koniec sesji]	02.02.2017 [na koniec sesji]	28.02.2017 [na koniec sesji]	31.03.2017 [na koniec sesji]	02.05.2017 [na koniec sesji]	31.05.2017 [na koniec sesji]	03.07.2017 [na koniec sesji]	31.07.2017 [na koniec sesji]	31.08.2017 [na koniec sesji]	29.09.2017 [na koniec sesji]	02.11.2017 [na koniec sesji]	30.11.2017 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-A	**172,27**	**189,68**	**200,00**	**214,94**	**220,92**	**223,88**	**231,35**	**237,44**	**257,31**	**261,58**	**272,29**	**273,11**
Wartość indeksu WIG	51 907,77	55 303,11	58 300,37	57 911,31	62 066,66	60 092,1	61 392,77	62 595,76	64 973,76	64 289,69	64 375,83	62 440,31

	29.12.2017 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-A	**291,63**
Wartość indeksu WIG	63 746,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

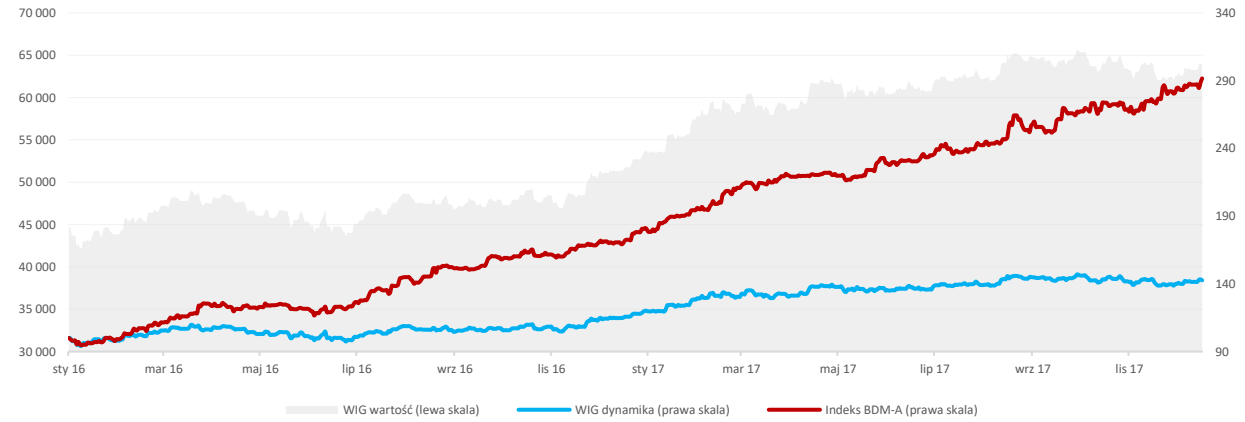
Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-A w okresie 30.11.2017-29.12.2017

Lp	Spółka	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	Orange	10,0%	5,45	5,79	6,2%
2	Stalprodukt	10,0%	499,00	504,50	1,1%
3	Trakcja *(nowa)*	10,0%	6,72	7,24	7,7%
4	ABC Data	10,0%	2,19	2,08	-5,0%
5	Wasko	10,0%	1,97	2,37	20,3%
6	Instal Kraków	10,0%	13,30	13,31	0,1%
7	Elektrotim *(nowa)*	10,0%	7,76	8,75	12,8%
8	Relpol *(nowa)*	10,0%	7,23	7,60	5,1%
9	Pragma Inkaso	10,0%	14,45	15,78	9,2%
10	Patentus	10,0%	0,95	1,02	7,4%
	Gotówka	0,0%			
	Portfel akcji	**100,0%**			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W okresie 30.11.2017-29.12.2017 indeks BDM-A zyskał 6,78%. Indeks WIG wzrósł o 2,09%.

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 29.12.2017. Do portfela indeksu dodajemy walory: GPW, Cognor, Bytom, Tesgas i Mex. Jednocześnie rezygnujemy z Wasko, Elektrotim, Relpol, Patentus i ABC Data.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-A (stan na koniec sesji 29.12.2017)

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	5,79	7 599	12,00	10,0%	7%	9%	12%	7%	5%	89,7x	46,3x	4,6x	4,4x
2	Stalprodukt	504,50	2 815	1,71	10,0%	0%	9%	1%	-5%	-4%	9,7x	8,2x	5,2x	4,4x
3	GPW *(nowa)*	46,99	1 972	1,08	10,0%	10%	5%	-4%	18%	18%	13,2x	15,1x	8,5x	9,3x
4	Trakcja	7,24	372	1,35	10,0%	7%	-38%	-54%	-48%	-49%	21,8x	14,9x	6,4x	5,3x
5	Cognor *(nowa)*	1,49	261	0,16	10,0%	-1%	-3%	-4%	-3%	-3%	5,2x	**	4,3x	**
6	Bytom *(nowa)*	2,64	190	0,17	10,0%	3%	-6%	1%	28%	26%	15,1x	12,6x	9,6x	7,5x
7	Instal Kraków	13,31	97	0,09	10,0%	-1%	-5%	-21%	-1%	-5%	9,3x	6,7x	5,3x	4,0x
8	Pragma Inkaso *	15,78	58	0,01	10,0%	9%	36%	56%	58%	58%	11,4x	7,7x	10,2x	7,2x
9	Mex *(nowa)*	4,15	32	0,04	10,0%	-5%	-12%	-41%	-38%	-38%	8,4x	6,4x	5,3x	4,0x
10	Tesgas *(nowa)*	2,03	23	0,02	10,0%	-18%	-33%	-27%	-34%	-34%	---	10,3x	---	3,3x
				Gotówka	0,0%									
				Portfel akcji	**100,0%**									

*** Grupa BDM posiada łącznie 30,39% z ogólnej liczby akcji Pragma Inkaso;**
Dwóch pracowników BDM wchodzi w skład Rady Nadzorczej spółki Pragma Inkaso;
BDM świadczy usługi maklerskie dla spółki Praga Inkaso,
TFI BDM należący do grupy BDM posiada umowę zlecenia ze spółką Pragma Inkaso dotyczącą zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu inwestycyjnego (Pragma 1FIZ NFS)

***Cognor** - aktualizujemy model*

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-A:

Orange *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-412* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Podobały nam się opublikowane rezultaty za 3Q'17 (należy mieć na uwadze, że negatywny wpływ zmian w roamingu znacząco odbił się na odczycie EBITDA). Z bieżącej perspektywy dostrzegamy punkty zaczepienia sugerujące, że od 4Q'17 raportowana EBITDA wejdzie na ścieżkę wzrostu. Ogółem w modelu podwyższyliśmy prognozę EBITDA na 2017 rok do 3,0 mld PLN. Spodziewamy się, że władze spółki będą zdeterminowane do dość szybkiej implementacji działań zaprezentowanych w nowej strategii i ich materializacji. Jednym z bieżących impulsów może być wprowadzony ruch cennikowy z efektem na 2018 rok. Przypominamy również, że w 2018 roku w rezultatach Orange będzie widoczny efekt podpisanej umowy z Play. Czekamy też na szczegółowy ostatnio raportowanego komunikatu o rozmowach z T-Mobile.
Stalprodukt *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-412* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Liczymy, że 4Q'17 powinien być udany dla grupy Stalprodukt. Spodziewamy się bowiem dalszej poprawy rezultatów q/q w segmencie cynk (dobre ceny sprzedaży oraz wysokie wolumeny), uwzględniamy też osiągnięty w 3Q'17 wzrost marż w obszarze blach transformatorowych (byliśmy zaskoczeni tak szybką odbudową marż już w 3Q'17). Dobrych danych spodziewamy się też z obszaru pozostałe działalności (gdzie ujmowane są rezultaty m.in. podmiotu zależnego Elbud). Tym samym w skali całego 2017 roku spodziewamy się odczytu EBITDA grupy na poziomie ok 531 mln PLN. W naszej ostatniej symulacji przedstawionej w komentarzu z 15.11.2017 r. sugerowaliśmy, że EBITDA grupy w 2018 roku wyniesie ok 574,4 mln PLN. Z bieżącej perspektywy utrzymujemy to założenie, choć akcentujemy, że w kolejnych aktualizacjach będziemy chcieli uwzględnić nowe warunki działania segmentu blach transformatorowych (wzrost mocy, inna pozycja konkurencyjna oraz nowa polityka cen), co powinno skutkować podniesieniem celu dla EBITDA. Decyzja o przejęciu czeskich zakładów we Frydku Mistku znacząco wzmocni pozycję Stalproduktu na rynku producentów blach transformatorowych (moce produkcyjne grupy w blachach transformatorowych wyniosą ok 150 tys. ton rocznie). Dodatkowo przyszła dostawa odpowiednego wsadu przez ArcelorMittal do produkcji blach transformatorowych wysokich gatunków, jakie mają być produkowane w zakładach w Bochni, będzie miała istotne znaczenie dla marżowości tego segmentu. Spodziewamy się, że gatunki konwencjonalne blach będą skoncentrowane w zakładzie we Frydku Mistku, z kolei gatunki wysokie będą produkowane w zakładzie w Bochni.
GPW ***(nowa)*** *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-412* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Dodajemy GPW po długim okresie przerwy. Wyniki za 2017 rok były w dużej mierze pod wpływem wcześniej podjętych działań ograniczających koszty. Dodatkowo widzieliśmy ożywienie na rynku finansowym oraz wciąż dobre odczyty z rynku towarowego. W 2018 roku czekamy na nową strategię działania dla rynku kapitałowego w Polsce. GPW powinna być filarem jego dalszego rozwoju zapewniając nie tylko infrastrukturę. Jednocześnie zakładamy, że władze GPW będą chciały utrzymać wcześniejszą politykę budowy wartości dla akcjonariuszy mniejszościowych (jako podmiotu publicznego). Tym samym oceniamy, że GPW jest z bieżącej perspektywy jednym z tańszych podmiotów na tle zagranicznych operatorów giełdowych. Liczymy się z tym, że EBITDA za 2018 rok grupy będzie o 5-10% niższa niż w 2017 roku (efekt niskiej bazy kosztowej).
Trakcja ***(nowa)*** *Analityk:* *Krzysztof Pado* *tel. (032) 20-81-432* *e-mail: pado@bdm.pl*	Po słabym odczycie wynikowym za 3Q'17 kurs znalazł się na poziomach ostatni raz widzianych w 2013 roku. Kapitalizacja to ok. 370 mln PLN, a dług netto 58 mln PLN (sezonowo na koniec roku powinien być wyraźnie niższy ze względu na zmniejszenie zaangażowania w kapitał obrotowy). Zwracamy uwagę, że spółka jest dobrze przygotowania sprzętowo do realizacji inwestycji (wartość środków trwałych to 270 mln PLN) i raczej nie podchodziła agresywnie do zdobywania kontraktów kolejowych. Od 4Q'17 baza wynikowa (początkowo na wynikach raportowanych) robi się już mało wymagająca, dodatkowo spółka w ostatnich latach zawiązywała sporo rezerw, które mogą zostać odwrócone przy korzystnych dla spółki rozstrzygnięciach (spółka poinformowała już m.in. o ugodzie z PKP PLK, która doda do wyniku 13 mln PLN). Zwracamy uwagę na zakupy akcji przez insiderów - prezes Tomaszewski nabył 132 tys akcji po 7,6 PLN, natomiast Comsa (główny akcjonariusz) 313 tys akcji po 8,1 PLN. Spółka poinformowała też pod koniec listopada o podpisaniu umowy na Litwie (pierwszy taki raport bieżący od 2Q'16), co może naszym zdaniem być sygnałem powolnego odwracania się słabości tego rynku.
Cognor ***(nowa)*** *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-412* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Dodajemy walory Cognoru po długiej przerwie. Sytuacja dla producentów wyrobów ze stali w UE jest komfortowa (m.in. efekt wprowadzonych barier ochronnych oraz dobrego popytu). Ostatnia przeprowadzona emisja Cognoru przyniosła mniejsze rozwodnienie niż początkowo deklarowano. Czekamy też na końcowe porozumienie z bankami w sprawie udzielenie kredytu na spłatę (drogich) obligacji. Doceniamy podjęte działania zmierzające do zmiany struktury długu. Widzimy znaczący potencjał dla budowy wartości dla akcjonariuszy (także mniejszościowych) w 2018 roku.

Bytom *(nowa)* *Analityk:* *Adrian Górniak* *tel. (032) 20-81-438* *e-mail:gorniak@bdm.pl*	Liczym, że spodziewana przez nas poprawa wyników grupy w 4Q'17 przełoży się na poprawę sentymentu do walorów spółki. Tym samym szacujemy, że EBITDA w 4Q'17 wyniesie 9,8 mln PLN, co oznacza wzrost r/r o ponad 80%. W perspektywie przyszłego roku wsparciem dla wyników powinny być sprzyjające otoczenie makro oraz niski kurs USD/PLN. Zwracamy także uwagę, że obecnie parytet Bytom/Vistula wynosi ok. 0,6x.
Instal Kraków *Analityk:* *Krzysztof Pado* *tel. (032) 20-81-432* *e-mail: pado@bdm.pl*	Podkreślamy mocną ekspozycję spółki na krakowski rynek nieruchomości mieszkaniowych. Pod koniec listopada spółka poinformowała o podpisaniu umów z generalnymi wykonawcami na realizację kolejnych dwóch projektów deweloperskich (kontynuacja inwestycji przy ul. Przewóz oraz zupełnie nowa inwestycja przy ul Domagały). Zwracamy uwagę, że do oferty sprzedażowej powinien w najbliższym czasie trafić też inny etap projektu w tej pierwszej lokalizacji (umowa z GW z maja'17). Komunikat o zwiększeniu strat we Frapolu w 4Q'17 była niemiłą niespodzianką (pokłosie końcowego czyszczenia mało rentownych kontraktów montażowych), jednak na poziomie skonsolidowanym nie spodziewamy się, by zysk netto za 2017 miał nie osiągnąć poziomu ok. 10 mln PLN. Pozytywnie w 4Q'17 powinna kontrybuować deweloperka (końcową sprzedaż z projektu Sołtysowska + prawdopodobne rozpoczęcie przekazań mieszkań w projekcie Nowy Przewóz 5.0, który w naszych prognozach ujęty jest głównie w 2018 roku). W 2018 roku spodziewamy się także braku negatywnej kontrybucji Frapolu, co powinno wspierać wyniki skonsolidowane.
Pragma Inkaso *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-412* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Doceniamy wyniki za 3Q'7. Zauważamy i doceniamy jakościowe zmiany w sposobie działania grupy oraz wprowadzenie nowych produktów/usług. Zakładamy, że spółka zakończyła proces restrukturyzacji nierentownych działalności i w kolejnych okresach będzie już skupiać się na odbudowie wyników. 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 otworzyło zupełnie nowe perspektywy działania.
Mex *(nowa)* *Analityk:* *Adrian Górniak* *tel. (032) 20-81-438* *e-mail:gorniak@bdm.pl*	Kurs akcji spółki w '17 był pod bardzo dużą presją, co w znacznej mierze wynikało ze słabszych wyników oraz zrewidowania prognoz na kolejne lata. Liczymy jednak, że działania o których MEX informował w raportach okresowych (m.in. zmiana receptur oraz cenników) przełożą się na odbudowę rezultatów, co powinno być widoczne już w 4Q'17 (spodziewamy się, że EBITDA wyniesie ok. 2 mln PLN, co oznacza 80% dynamikę r/r). Oczekujemy, że podjęte działania będą także pozytywnie wpływać na wyniki w '18. Zwracamy dodatkowo uwagę, że w przypadku realizacji naszych spółka byłaby handlowana przy atrakcyjnym mnożniku EV/EBITDA'18 = 4,0x. Z wydarzeń korporacyjnych istotny dla rezultatów grupy może być toczący się proces due diligence sieci Bobby Burger.
Tesgas *(nowa)* *Analityk:* *Krzysztof Pado* *tel. (032) 20-81-432* *e-mail:pado@bdm.pl*	Od 3Q'17 można zaobserwować ożywienie w budowaniu portfela zleceń przez Tesgas. Z jednej strony na rynku gazowym pojawiło się więcej kontraktów, z drugiej bardzo trudny okres doprowadził do wykruszenie się części, małych konkurencyjnych firm. Kontrakty pozyskane w 3Q'17 powinny mieć stopniowe przełożenie na wyniki spółki w końcówce 2017 i szczególnie w 2018 roku. Już w 4Q'17 w wynikach liczymy na pozytywne impulsy z przełożeniem na przyszły rok. W 2018 roku liczymy na wygenerowanie wyraźnie dodatniego wyniku w podstawowym biznesie budowlanym. Obecna kapitalizacja spółki to ok. 23 mln PLN, gotówka netto po 3Q'17: 6 mln PLN, rzeczowe aktywa trwałe: 44 mln PLN, nieruchomości: 5 mln PLN. Zwracamy uwagę, że spółka ma ok. 3,5 mln PLN rocznej amortyzacji. Przy obecnym EV'17 dźwignia na wskaźniku EV/EBITDA jest znacząca nawet przy niewielkich zmianach nominalnych dodatniego EBIT (w 2015 roku spółka była jeszcze w stanie wygenerować blisko 4 mln PLN EBIT).

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:

a) rentowność najbliższej wypłacanej dywidendy przewyższa o przynajmniej 1 pkt % rentowność polskich obligacji 10Y,
b) 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:

a) wchodzą w skład indeksu WIG30,
b) 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 sugestia do podjęcia jakiekolwiek 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

	02.01.2017 [na koniec sesji]	02.02.2017 [na koniec sesji]	28.02.2017 [na koniec sesji]	31.03.2017 [na koniec sesji]	02.05.2017 [na koniec sesji]	31.05.2017 [na koniec sesji]	03.07.2017 [na koniec sesji]	31.07.2017 [na koniec sesji]	31.08.2017 [na koniec sesji]	29.09.2017 [na koniec sesji]	02.11.2017 [na koniec sesji]	30.11.2017 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-Z	**133,67**	**138,80**	**149,58**	**151,70**	**157,62**	**151,53**	**159,52**	**169,25**	**182,25**	**177,29**	**176,99**	**173,65**
Wartość indeksu WIG	51 907,77	55 303,11	58 300,37	57 911,31	62 066,66	60 092,1	61 392,77	62 595,76	64 973,76	64 289,69	64 375,83	62 440,31

	29.12.2017 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-Z	**179,03**
Wartość indeksu WIG	63 746,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-Z w okresie 30.11.2017-29.12.2017

Lp	Spółka	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	PKO BP	10,0%	42,30	44,31	4,8%
2	PGNiG	10,0%	6,03	6,3	4,3%
3	Cyfrowy Polsat	10,0%	24,93	24,86	-0,3%
4	Bank Handlowy	10,0%	73,00	81,88	12,2%
5	Alior Bank *(nowa)*	10,0%	72,05	79,50	10,3%
6	Orange	10,0%	5,45	5,79	6,2%
7	Grupa Azoty	10,0%	71,30	69,60	-2,4%
8	Eurocash	10,0%	27,48	26,47	-3,7%
9	Stalprodukt	10,0%	499,00	504,50	1,1%
10	PKP Cargo	10,0%	56,57	55,10	-2,6%
	Gotówka	0.0%			
	Portfel akcji	**100.0%**			

W okresie 30.11.2017-29.12.2017 indeks BDM-Z zyskał 3,10%. Indeks WIG wzrósł o 2,09%.

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 29.12.2017 zmieniamy skład indeksu BDM-Z. Do portfela indeksu dodajemy Bank Pekao oraz Ciech i usuwamy Cyfrowy Polsat wraz z Grupą Azoty.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-Z (stan na koniec sesji 29.12.2017)

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	44,31	55 388	83,80	10,0%	6%	25%	27%	58%	57%	17,7x	15,8x	---	---
2	PGNiG	6,3	36 346	20,93	10,0%	4%	-7%	-4%	13%	12%	11,3x	10,7x	5,0x	4,6x
3	Bank Pekao *(nowa)*	129,50	33 990	76,28	10,0%	1%	1%	4%	2%	3%	13,9x	14,0x	---	---
4	Bank Handlowy	81,88	10 698	2,68	10,0%	11%	18%	13%	7%	7%	19,5x	14,9x	---	---
5	Alior Bank	79,50	10 276	14,25	10,0%	11%	16%	30%	45%	47%	19,5x	13,1x	---	---
6	Orange	5,79	7 599	12,00	10,0%	7%	9%	12%	7%	5%	89,7x	50,3x	4,6x	4,6x
7	Eurocash	26,47	3 684	30,21	10,0%	-6%	-31%	-15%	-33%	-33%	93,9x	18,2x	14,4x	8,8x
8	Ciech *(nowa)*	57,50	3 030	3,67	10,0%	7%	-12%	-7%	0%	-1%	8,8x	11,3x	5,3x	6,4x
9	Stalprodukt	504,50	2 815	1,71	10,0%	0%	9%	1%	-5%	-4%	9,7x	8,2x	5,2x	4,4x
10	PKP Cargo	55,10	2 468	2,01	10,0%	-5%	-4%	-9%	17%	17%	26,3x	13,8x	4,5x	3,7x
				Gotówka	0.0%									
				Portfel akcji	**100,0%**									

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-Z:

PKO BP *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-412* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Bank był jednym z lepszych podmiotów w naszych zestawieniach w 2017 roku. Przypominamy, że PKO podał kolejny mocny odczyt wynikowy w 3Q'17. Spodziewamy się, że również końcówka minionego już roku przyniosła podtrzymanie pozytywnych tendencji. W kosztach ryzyka nie uwzględniamy istotnych odchyleń w porównaniu z ostatnimi odczytami. W skali całego 2017 roku prognozujemy, że wynik netto może przekroczyć 3,1 mld PLN. Z bieżącej perspektywy zakładana ścieżka wzrostu zysku netto w latach 2018-2019 wynosie odpowiednio niemal 3,5 mld PLN i 3,89 mld PLN. Uważamy, że PKO jest dobrze przygotowane na przyśpieszenie dynamiki inwestycji w krajowej gospodarce (sądzimy, że władze banku będą kłaść większy akcent na marże, a nie tylko na wolumeny).
PGNiG *Analityk:* *Krzysztof Pado* *tel. (032) 20-81-432* *e-mail: pado@bdm.pl*	Wyniki 3Q'17 były nieco słabsze r/r ze względu na presję w segmencie obrotu i q/q ze względu na sezonowość, ale należało tego oczekiwać. W 4Q'17 widzimy szansę na przełamanie negatywnej tendencji na poziomie skonsolidowanej EBITDA, głównie ze względu na mocną kontrybucję segmentu wydobywczego, wspieranego przez wysokie ceny ropy i gazu. Zwracamy także uwagę na szanse jakie otwiera przed spółką w segmencie obrotu potencjał wzrostu popytu na gaz na rynku polskim (m.in. zachodzące strukturalne zmiany wśród klientów indywidualnych) oraz potencjalna zmiana ceny w kontrakcie z Gazpromem.
Bank Pekao ***(nowa)*** *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-412* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Wzmacniamy ekspozycję na banki. Jest to czwarty podmiot z sektora. Na tle indeksu Wig Banki zachowanie kursu Pekao wyróżniało się in minus w ostatnich kwartałach. Czekamy na nowe cele strategiczne dla banku jakie wyznaczy właściciel.
Bank Handlowy *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-412* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Citi Handlowy pokazał przeciętne rezultaty za pierwsze półrocze 2017. Dane podane za 3Q'17 oceniamy pozytywnie (choć był tam również wpływ zdarzenia jednorazowego). Tak jak poprzednio liczymy na dalsza stopniową poprawę wyniku z odsetek. W całym 2017 roku wpływy odsetkowe w naszym modelu wynoszą 1,1 mld PLN. Nasz optymizm w szczególności bazuje na powolnej poprawie marży w produkcie karty kredytowe (tak też sygnalizowali przedstawiciele władz banku po wynikach za 2Q'17). W skali całego 2018 przyjmujemy, że dynamika eps może przekroczyć 20% r/r
Alior Bank *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-412* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Podobały nam się wyniki za ostatnie kwartały i akcentujemy zapowiedziane przez władze banku cele strategiczne. Tym samym przy dobrym otoczeniu makro, Alior będzie oferował wysokie dynamiki eps. Przypominamy też, że zgodnie z ambitnym planem władze banku będą chciały zmierzać do wypłaty dywidendy już z zysku za 2019 rok.
Orange *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-412* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Podobały nam się opublikowane rezultaty za 3Q'17 (należy mieć na uwadze, że negatywny wpływ zmian w roamingu znacząco odbił się na odczycie EBITDA). Z bieżącej perspektywy dostrzegamy punkty zaczepienia sugerujące, że od 4Q'17 raportowana EBITDA wejdzie na ścieżkę wzrostu. Ogółem w modelu podwyższyliśmy prognozę EBITDA na 2017 rok do 3,0 mld PLN. Spodziewamy się, że władze spółki będą zdeterminowane do dość szybkiej implementacji działań zaprezentowanych w nowej strategii i ich materializacji. Jednym z bieżących impulsów może być wprowadzony ruch cennikowy z efektem na 2018 rok. Przypominamy również, że w 2018 roku w rezultatach Orange będzie widoczny efekt podpisanej umowy z Play. Czekamy też na szczegółowy ostatnio raportowanego komunikatu o rozmowach z T-Mobile.

Eurocash *Analityk:* *Adrian Górniak* *tel. (032) 20-81-438* *e-mail:gorniak@bdm.pl*	Rezultaty grupy w 3Q'17 stanowiły spore rozczarowanie, co przełożyło się na bardzo silny spadek kursu dystrybutora FMCG. Uważamy jednak, że bieżące poziomy w dużej mierze uwzględniają już słabsze wyniki w ujęciu całorocznym. Spodziewamy się, że rezultaty 4Q'17 będą relatywnie płaskie r/r (przyjmujemy, że EBITDA może spaść o ok. 5-7 mln PLN), co dałoby w perspektywie '17 ok. 414 mln PLN oczyszczonej EBITDA. Liczymy jednak, że znacznie korzystniej będzie prezentowała się ścieżka wynikowa już od początku '18. Zwracamy uwagę na sprzyjające otoczenie makro oraz wprowadzany od marca'18 zakaz handlu w niedziele, który powinien „promować" głównych klientów spółki. Spore nadzieje wiążemy z obszarem detalicznym – liczymy na podtrzymanie dodatnich lfl w Delikatesach Centrum, a pozytywną „cegiełkę" może zacząć dokładać Eko Holding. Od 2Q'18 powinna być również konsolidowana Mila (ok. 1,5 mld PLN przychodów w skali roku). Finalnie liczymy, że EBITDA'18 będzie mieścić się w przedziale 470-480 mln PLN.
Ciech ***(nowa)*** *Analityk:* *Krystian Brymora* *tel. (032) 20-81-435* *e-mail: brymora@bdm.pl*	Podtrzymujemy główne tezy jakie zawarliśmy w raporcie analitycznym z 11.12.2017 roku (Kupuj z ceną docelową 68,6 PLN). Same wyniki 4Q'17 nie powinny zmienić tendencji z minionych kwartałów. Liczymy jednak, że wraz ze spadkiem presji na surowcach każdy kolejny kwartał 2018 roku powinien być lepszy. W naszej opinii rynek przereagował informacje o uruchomieniu tureckich mocy produkcyjnych sody kalcynowanej (ponad 4% globalnego popytu). Zwracamy uwagę na sytuację w Chinach (kontrole środowiskowe i wyłączanie zdolności, wzrost kosztów produkcji bardziej energochłonną metodą Hou), gdzie ceny w listopadzie notowały ok. 30% wzrost r/r. Podkreślamy, że Chiny są największym na świecie i marginalnym producentem sody kalcynowanej. W latach 2007-2016 średnioroczne tempo wzrostu mocy produkcyjnych sięgało tam 6% rocznie przy wzroście globalnego popytu o 2,9% r/r. Obecnie kraj ten jest jeszcze eksporterem netto w wysokości ok. 2 mln ton rocznie. Oczekujemy więc, że wpływ nowych zdolności produkcyjnych w Turcji (2,5 mln ton) nie będzie tak dotkliwy dla cen jak zakłada rynek.
Stalprodukt *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-412* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Liczymy, że 4Q'17 powinien być udany dla grupy Stalprodukt. Spodziewamy się bowiem dalszej poprawy rezultatów q/q w segmencie cynk (dobre ceny sprzedaży oraz wysokie wolumeny), uwzględniamy też osiągnięty w 3Q'17 wzrost marż w obszarze blach transformatorowych (byliśmy zaskoczeni tak szybką odbudową marż już w 3Q'17). Dobrych danych spodziewamy się też z obszaru pozostałe działalności (gdzie ujmowane są rezultaty m.in. podmiotu zależnego Elbud). Tym samym w skali całego 2017 roku spodziewamy się odczytu EBITDA grupy na poziomie ok 531 mln PLN. W naszej ostatniej symulacji przedstawionej w komentarzu z 15.11.2017 r. sugerowaliśmy, że EBITDA grupy w 2018 roku wyniesie ok 574,4 mln PLN. Z bieżącej perspektywy utrzymujemy to założenie, choć akcentujemy, że w kolejnych aktualizacjach będziemy chcieli uwzględnić nowe warunki działania segmentu blach transformatorowych (wzrost mocy, inna pozycja konkurencyjna oraz nowa polityka cen), co powinno skutkować podniesieniem celu dla EBITDA. Decyzja o przejęciu czeskich zakładów we Frydku Mistku znacząco wzmocni pozycję Stalproduktu na rynku producentów blach transformatorowych (moce produkcyjne grupy w blachach transformatorowych wyniosą ok 150 tys. ton rocznie). Dodatkowo przyszła dostawa odpowiedniego wsadu przez ArcelorMittal do produkcji blach transformatorowych wysokich gatunków, jakie mają być produkowane w zakładach w Bochni, będzie miała istotne znaczenie dla marżowości tego segmentu. Spodziewamy się, że gatunki konwencjonalne blach będą skoncentrowane w zakładzie we Frydku Mistku, z kolei gatunki wysokie będą produkowane w zakładzie w Bochni.
PKP Cargo *Analityk:* *Krzysztof Pado* *tel. (032) 20-81-432* *e-mail: pado@bdm.pl*	Wyniki 3Q'17 okazały się zgodne z oczekiwaniami (po oczyszczeniu o one-offy nawet lepsze). Z przekazu p.o. prezesa z konferencji wynika, że sytuację transportową na rynku węgla i kruszyw (o problemach głośno było w październiku i które naszym zdaniem przejściowo znalazły odzwierciedlenie w niskich dynamikach przewozów za X'17, w IX'17 dynamiki były już wyższe q/q) udało się ustabilizować. Zarząd zapowiedział także podniesienie cen usług (m.in. w ślad za wzrostem cen surowców, które są przewożone), próbę uzyskania dodatkowych rekompensat ze strony PKP PLK i poprawę wyników finansowych w 4Q'17 i 2018 roku. Utrzymując spółkę w portfelu liczymy, że sprawy zarządu (wybór nowego prezesa i CFO) zostaną w szybkim tempie uporządkowane (p.o. prezesa do stycznia'18 będzie prezes PKP SA) a spółka przedstawi rynkowi wiarygodną strategię wykorzystania dobrej koniunktury rynkowej.

HISTORYCZNE ZMIANY W OPRTFELACH INDEKSÓW BDM-A ORAZ BDM-Z

Aktualny skład BDM-A

Orange
Stalprodukt
GPW *(nowa)*
Trakcja
Cognor *(nowa)*
Bytom *(nowa)*
Instal Kraków
Pragma Inkaso
Mex *(nowa)*
Tesgas *(nowa)*

	Data	Dodanie do BDM-A	Usunięcie z BDM-A
Styczeń'18	2017-12-29	Cognor	Wasko
	2017-12-29	Bytom	Elektrotim
	2017-12-29	GPW	Relpol
	2017-12-29	Mex	Patentus
	2017-12-29	Tesgas	ABC Data
grudzień'17	2017-11-30	Trakcja	Dom Development
	2017-11-30	Elektrotim	PA NOVA
	2017-11-30	Relpol	Esotiq
Listopad'17	2017-11-02	Orange	JSW
	2017-11-02	ABC Data	LW Bogdanka
październik'17	2017-09-29	JSW	Arctic Paper
	2017-09-29	Dom Development	Tesgas
	2017-09-29	Pragma Inkaso	Orange
	2017-09-30	PA NOVA	Agora
wrzesień'17	2017-08-31	Arctic Paper	Vistula
	2017-08-31	Tesgas	Bytom

Aktualny skład BDM-Z

PKO BP
PGNiG
Bank Pekao *(nowa)*
Bank Handlowy
Alior Bank
Orange
Eurocash
Ciech *(nowa)*
Stalprodukt
PKP Cargo

	Data	Dodanie do BDM-Z	Usunięcie z BDM-Z
styczeń'18	2017-12-29	Ciech	Cyfrowy Polsat
	2017-12-29	Bank Pekao	Grupa Azoty
grudzień'17	2017-11-02	Alior Bank	GTC
listopad'17	2017-11-02	PGNiG	Lotos
	2017-11-02	Bank Handlowy	LW Bogdanka
	2017-11-02	Grupa Azoty	Pfleiderer
październik'17	2017-09-29	Pfleiderer	Grupa Azoty
wrzesień'17	2017-08-31	Cyfrowy Polsat	Kruk
	2017-08-31	GTC	LPP

HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.1 [stan na koniec sesji 29.12.2017]

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
JSW	redukuj	90,8	akumuluj	82,6	2017-12-18	11:54 CEST	99,5	62 986			96,27	63 746	-3,2%	1,2%	4,5%	bobrowski
Arctic Paper	trzymaj	4,3	kupuj	6	2017-12-15	14:55 CEST	4	62 599			4,03	63 746	0,8%	1,8%	1,1%	brymora
Eurocash	akumuluj	32,6	akumuluj	38,2	2017-12-12	11:45 CEST	28,3	61 945			26,47	63 746	-6,5%	2,9%	-9,4%	górniak
Bogdanka	kupuj	81,05	kupuj	99,2	2017-12-11	15:03 CEST	66,5	62 000			67,00	63 746	0,8%	2,8%	-2,1%	bobrowski
Ciech	kupuj	68,6	akumuluj	82,4	2017-12-11	14:22 CEST	53,5	62 260			57,50	63 746	7,5%	2,4%	5,1%	brymora
PGNiG	akumuluj	6,55	trzymaj	4,66	2017-12-08	08:45 CEST	5,91	62 165			6,29	63 746	6,4%	2,5%	3,9%	pado
Bytom	akumuluj	2,9	akumuluj	3,23	2017-12-06	09:23 CEST	2,63	62 105			2,64	63 746	0,4%	2,6%	-2,3%	górniak
Trakcja	kupuj	8,3	akumuluj	16,7	2017-12-04	08:46 CEST	6,95	62 031			7,24	63 746	4,2%	2,8%	1,4%	pado
Instal Kraków	kupuj	20,1	kupuj	20	2017-11-29	12:32 CEST	12,2	63 787			13,31	63 746	9,1%	-0,1%	9,2%	pado
PCC Rokita	kupuj	111	akumuluj	99,7	2017-11-22	14:56 CEST	88	63 936			103,00	63 746	17,0%	-0,3%	17,3%	brymora
Lotos	trzymaj	64,9	akumuluj	60	2017-11-10	14:59 CEST	66,7	63 606			57,70	63 746	-13,5%	0,2%	13,7%	pado
LPP	trzymaj	8055,7	akumuluj	7817,1	2017-11-07	10:03 CEST	8450	65 040			8 910,00	63 746	5,4%	-2,0%	-7,4%	górniak
Forte	trzymaj	67,9	kupuj	100	2017-11-06	12:35 CEST	63	64 155			50,00	63 746	-20,6%	-0,6%	20,0%	brymora
CCC	redukuj	235,4	redukuj	181,4	2017-11-02	10:54 CEST	273	64 630			285,00	63 746	4,4%	-1,4%	-5,8%	górniak
PKN Orlen	redukuj	103	redukuj	103	2017-10-20	08:40 CEST	120,8	63 745			106,00	63 746	-12,3%	0,0%	12,3%	pado
Wasko	kupuj	2,85	kupuj	2,22	2017-10-17	09:25 CEST	2,02	65 418			2,37	63 746	17,3%	-2,6%	19,9%	jurzec
ATM Grupa	trzymaj	4	kupuj	4,75	2017-10-16	09:25 CEST	4,1	65 601			4,40	63 746	7,3%	-2,8%	-10,1%	bobrowski
Dom Development	akumuluj	93,9	akumuluj	86,2	2017-10-13	09:33 CEST	81,9	65 529			85,50	63 746	4,4%	-2,7%	7,1%	górniak
Pfleiderer	akumuluj	51,5	kupuj	40,5	2017-10-09	10:10 CEST	44	64 567			33,75	63 746	-23,3%	-1,3%	-22,0%	brymora
PA NOVA	kupuj	37,5	kupuj	37,5	2017-10-05	10:41 CEST	24,7	63 825			23,00	63 746	-6,9%	-0,1%	-6,8%	górniak
Stalprodukt	kupuj	685,4	kupuj	651	2017-10-04	13:20 CEST	473	64 200			504,50	63 746	6,7%	-0,7%	7,4%	bobrowski
Comarch	akumuluj	197,9	redukuj	200,7	2017-09-27	10:36 CEST	177	63 870			190,00	63 746	7,3%	-0,2%	7,5%	jurzec
Asseco Poland	trzymaj	47,1	akumuluj	63	2017-09-25	12:49 CEST	47,3	64 380			43,98	63 746	-7,0%	-1,0%	6,0%	jurzec
Bogdanka	kupuj	99,2	kupuj	89,49	14.09.2017	13:04 CEST	78,5	64 777	nie; update	14.12.2017	66,50	62 000	-15,3%	-4,3%	-11,0%	bobrowski
Kruk	trzymaj	311,7	akumuluj	320,1	12.09.2017	10:52 CEST	301	65 190			261,50	63 746	-13,1%	-2,2%	10,9%	bobrowski
Selena FM	sprzedaj	15,4	kupuj	21,3	11.09.2017	11:55 CEST	19,7	64 990	tak	28.11.2017	14,80	63 946	-24,9%	-1,6%	23,3%	pado
PCC Rokita	akumuluj	99,7	kupuj	78	06.09.2017	11:47 CEST	90,5	64 992	nie; update	22.11.2017	88,00	63 936	-2,8%	-1,6%	-1,1%	brymora
Erbud	kupuj	32	akumuluj	26,5	06.09.2017	10:50 CEST	26,5	65 115			20,25	63 746	-23,6%	-2,1%	-21,5%	pado
Lotos	akumuluj	60	akumuluj	33,2	24.08.2017	09:09 CEST	54,4	62 700	tak	15.09.2017	60,79	64 776	11,7%	3,3%	8,4%	pado
GTC	akumuluj	10,73	akumuluj	10	23.08.2017	15:10 CEST	9,37	62 613			9,80	63 746	4,6%	1,8%	2,8%	górniak
Stalprofil	akumuluj	16,51	kupuj	14,6	21.08.2017	10:36 CEST	15	62 175			14,82	63 746	-1,2%	2,5%	-3,7%	bobrowski
Eurocash	akumuluj	38,2	redukuj	38	16.08.2017	10:37 CEST	34,6	62 313	tak	05.09.2017	39,39	65 534	13,8%	5,2%	8,7%	górniak
Stalprodukt	kupuj	651	kupuj	349,2	08.08.2017	15:03 CEST	500	62 948	nie; update	04.10.2017	473,00	64 200	-5,4%	2,0%	-7,4%	bobrowski
LPP	akumuluj	7817,1	akumuluj	6678,6	01.08.2017	14:40 CEST	6980	62 596	tak	29.08.2017	8 249,55	64 921	18,2%	3,7%	14,5%	górniak
Grupa Azoty	akumuluj	80,4	redukuj	65,8	28.07.2017	08:35 CEST	69	62 333			69,60	63 746	0,9%	2,3%	-1,4%	brymora
ZA Puławy	kupuj	226	akumuluj	230	28.07.2017	08:35 CEST	185	62 333			156,50	63 746	-15,4%	2,3%	-17,7%	brymora

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.2 [stan na koniec sesji 29.12.2017]

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
Police	trzymaj	22,4	trzymaj	21,3	28.07.2017	08:35 CEST	21	62 333			20,84	63 746	-0,8%	2,3%	3,0%	brymora
Śnieżka	redukuj	62	akumuluj	56,4	19.07.2017	13:59 CEST	68,8	62 400			74,00	63 746	7,6%	2,2%	-5,4%	pado
Dom Development	akumuluj	86,2	trzymaj	58,3	04.07.2017	15:00 CEST	76,1	61 393	tak	2017-09-17	88,99	64 750	16,9%	5,5%	11,5%	górniak
Kęty	trzymaj	438,9	akumuluj	344,6	19.06.2017	11:46 CEST	437,7	61 060			409,50	63 746	-6,4%	4,4%	10,8%	pado
Emperia	akumuluj	95,4	kupuj	82	19.06.2017	11:26 CEST	85	60 905	tak	2017-11-30	98,49	62 893	15,9%	3,3%	12,6%	górniak
PKN Orlen	redukuj	103,00	akumuluj	78	19.06.2017	10:43 CEST	115	60 968	nie; update	2017-09-20	123,80	63 745	7,7%	4,6%	-3,1%	pado
Wasko	kupuj	2,22	kupuj	2,05	08.06.2017	09:10 CEST	1,67	60 752	tak	2017-10-04	2,22	64 200	32,9%	5,7%	27,3%	jurzec
Asseco BS	akumuluj	33,1	akumuluj	24,6	07.06.2017	09:30 CEST	27,8	60 700			27,00	62 893	-2,9%	3,6%	-6,5%	jurzec
Arctic Paper	kupuj	6	kupuj	6,1	07.06.2017	09:08 CEST	4,5	60 724			4,03	62 893	-10,4%	3,6%	-14,0%	brymora
Orange	kupuj	6,14	kupuj	6,54	02.06.2017	09:58 CEST	4,73	60 629			5,79	62 893	22,4%	3,7%	18,7%	bobrowski
Agora	kupuj	20,27	kupuj	19,42	26.05.2017	10:53 CEST	14,75	61 266			14,44	62 893	-2,1%	2,7%	-4,8%	bobrowski
Trakcja	akumuluj	16,7	akumuluj	12,5	19.05.2017	14:16 CEST	15	60 145	nie; update	2017-12-04	6,95	62 031	-53,7%	3,1%	-56,8%	pado
Comarch	redukuj	200,7	akumuluj	187,1	19.05.2017	10:01 CEST	223,5	59 948	tak	11.08.2017	198,80	62 199	-11,1%	3,8%	14,8%	jurzec
PA NOVA	kupuj	37,5	kupuj	34,6	18.05.2017	13:28 CEST	25	59 689	nie; update	05.10.2017	24,70	63 825	-1,2%	6,9%	-8,1%	górniak
MFO	sprzedaj	32,6	akumuluj	23,76	18.05.2017	08:43 CEST	42,73	60 133	tak	14.09.2017	32,55	64 733	-23,8%	7,6%	31,5%	bobrowski
Instal Kraków	kupuj	20	kupuj	19,9	16.05.2017	09:12 CEST	14,6	61 795	nie; update	2017-11-29	12,45	63 787	-14,7%	3,2%	-17,9%	pado
Cyfrowy Polsat	akumuluj	28,49	akumuluj	26,36	15.05.2017	13:12 CEST	26	61 607	nie	27.11.2017	24,84	64 051	-4,5%	4,0%	-8,4%	bobrowski
MS Zabrze	redukuj	0,88	redukuj	1	15.05.2017	08:40 CEST	0,99	61 596	tak	24.05.2017	0,87	60 477	-12,1%	-1,8%	10,3%	pado
GTC	akumuluj	10	akumuluj	7,33	11.05.2017	12:17 CEST	9,09	62 290	nie	27.11.2017	9,33	64 051	2,6%	2,8%	-0,2%	górniak
Synthos	redukuj	5,00	trzymaj	3,47	11.05.2017	10:52 CEST	5,50	62 304	tak	19.06.2017	4,91	61 040	-10,7%	-2,0%	8,7%	brymora
Kruk	akumuluj	320,1	akumuluj	215,4	08.05.2017	15:35 CEST	290	61 514	tak	25.07.2017	339,8	62 268	17,2%	1,2%	15,9%	bobrowski
Qumak	zawieszona	---	kupuj	7,74	25.04.2017	15:20 CEST	3,90	60 605	---	---	---	---	---	---	---	jurzec
Orbis	akumuluj	90,65	akumuluj	71,7	25.04.2017	11:39 CEST	83,15	60 574	tak	2017-10-04	94,58	64 200	13,7%	6,0%	7,8%	bobrowski
Forte	kupuj	100	redukuj	67,8	21.04.2017	10:52 CEST	81,8	59 917	nie; update	2017-11-06	63,00	64 155	-23,0%	7,1%	-30,1%	brymora
MS Zabrze	redukuj	1,00	kupuj	1,40	21.04.2017	08:37 CEST	1,18	59 700	tak	10052017	0,96	61 840	-18,6%	3,6%	22,2%	pado
PKP Cargo	kupuj	75	Akumuluj	63,2	20.03.2017	09:05	62,7	60441	nie	2017-10-31	51,70	64 700	-17,5%	7,0%	-24,6%	pado
Agora	kupuj	19,42	trzymaj	11,77	13.03.2017	10:07	15	58820	nie; update	26.05.2017	14,75	61 266	-1,7%	4,2%	-5,8%	bobrowski
MS Płock	kupuj	20	---	---	08.03.2017	11:45	13,1	58615	nie	31.10.2017	10,00	64 700	-23,7%	10,4%	-34,0%	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	tak	11.05.2017	5,85	62 100	11,4%	4,4%	7,0%	bobrowski
Erbud	akumuluj	35	Akumuluj	32,3	03.03.2017	13:59	30,9	59304	nie	31.10.2017	24,70	64 700	-20,1%	9,1%	-29,2%	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%	górniak
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	nie; update	02.11.2017	235,40	64630	8,0%	8,5%	0,5%	górniak
Ciech	akumuluj	82,4	akumuluj	73,5	22.02.2017	11:59	74	59496	nie	31.10.2017	61,60	64700	-16,8%	8,7%	-25,5%	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	nie; update	14.09.2017	79,50	64777	6,7%	12,1%	-5,4%	bobrowski
GPW	kupuj	57,35	kupuj	44,2	07.02.2017	13:52	44,5	55612	nie	31.10.2017	48,15	64700	8,2%	16,3%	-8,1%	bobrowski

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.3 [stan na koniec sesji 29.12.2017]

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
Asseco Poland	**akumuluj**	63	---	---	24.01.2017	11:43	55,5	53633	nie	28.07.2017	47,86	62171	-13,8%	15,9%	-29,7%	**jurzec**
Wasko	**kupuj**	2,05	akumuluj	2,51	20.01.2017	09:39	1,27	53655	nie; update	08.06.2017	1,67	60752	31,5%	13,2%	18,3%	**jurzec**
Emperia	**kupuj**	82	---	---	03.01.2017	13:33	65	52250	tak	29.05.2017	88	60933	35,4%	16,6%	18,8%	**górniak**
Erbud	**akumuluj**	32,3	akumuluj	37,7	03.01.2017	11:09	29	52313	tak	23.02.2017	33,21	59429	14,50%	13,60%	0,90%	**pado**
Orange	**kupuj**	6,54	---	---	29.12.2016	10:49	5,3	51330	nie; update	02.06.2017	4,73	60629	-10,8%	18,1%	-28,9%	**bobrowski**
Robyg	**redukuj**	2,71	akumuluj	3,55	28.12.2016	11:19	3,04	51435	nie	28.07.2017	3,54	62171	16,4%	20,9%	4,4%	**górniak**
Comarch	**akumuluj**	187,1	akumuluj	156,2	21.12.2016	14:29	169,1	51577	tak	15.02.2017	207	57669	22,40%	11,80%	10,60%	**jurzec**
Asseco BS	**akumuluj**	24,6	---	---	20.12.2016	12:06	21,8	51410	tak	23.02.2017	24,69	59603	13,30%	15,90%	-2,70%	**jurzec**
Paged	**akumuluj**	60,1	kupuj	62,9	19.12.2016	15:04	53	51019	tak	21.03.2017	61,8	60275	16,60%	18,10%	-1,50%	**brymora**
LPP	**akumuluj**	6381,5	akumuluj	6412,7	15.12.2016	0:11 CEST	5789	51 358	nie; update	03.02.2017	5888,5	59 646	1,7%	16,1%	-14,4%	**górniak**
ATM Grupa	**kupuj**	4,75	trzymaj	3,62	01.12.2016	09:17 CEST	3,93	48 619	tak	31.05.2017	4,82	60 092	22,6%	23,6%	-1,0%	**bobrowski**

STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI

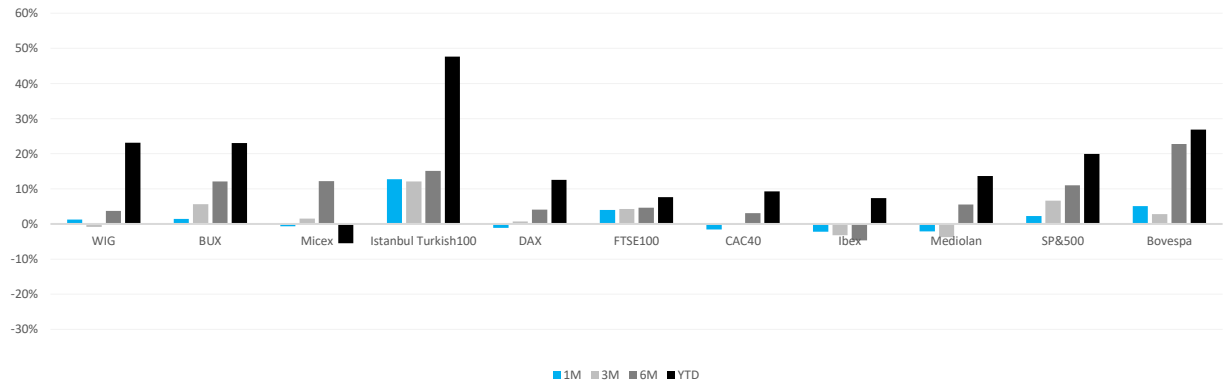
Rok 2017 był udany dla większości rynków akcji. Indeks WIG w trakcie roku wzrósł ponad 23%, podobną stopę zwrotu zanotował węgierki BUX. W Turcji główny indeks zwyżkował aż o ok 48%. Należy mieć na uwadze jednak schłodzenie nastrojów na emerging markets jakie obserwowaliśmy w 4Q'17. Zachodnie parkiety w UE zyskały często kilkanaście procent (m.in. DAX +12,5%, Mediolan +13,6%). Wreszcie wyjątkowo dobre stopy zwrotu notowano na giełdach w USA (przyśpieszenie dynamiki ruchu w górę miało miejsce ponownie w 4Q'17).

Zmiany wybranych indeksów akcyjnych (zmiany w walutach lokalnych)

	1M	3M	6M	1Yr	YTDr
WIG	1,2%	-0,8%	3,7%	23,3%	23,2%
BUX	1,4%	5,6%	12,1%	23,6%	23,0%
Micex	-0,7%	1,6%	12,2%	-4,4%	-5,5%
Istanbul Turkish100	12,7%	12,1%	15,1%	48,2%	47,6%
DAX	-1,1%	0,7%	4,0%	12,8%	12,5%
FTSE100	4,0%	4,3%	4,6%	8,0%	7,6%
CAC40	-1,6%	-0,3%	3,1%	9,8%	9,3%
Ibex	-2,2%	-3,3%	-4,6%	7,7%	7,4%
Mediolan	-2,1%	-3,7%	5,5%	13,8%	13,6%
SP&500	2,3%	6,6%	11,0%	19,4%	19,9%
Bovespa	5,1%	2,8%	22,8%	26,9%	26,9%

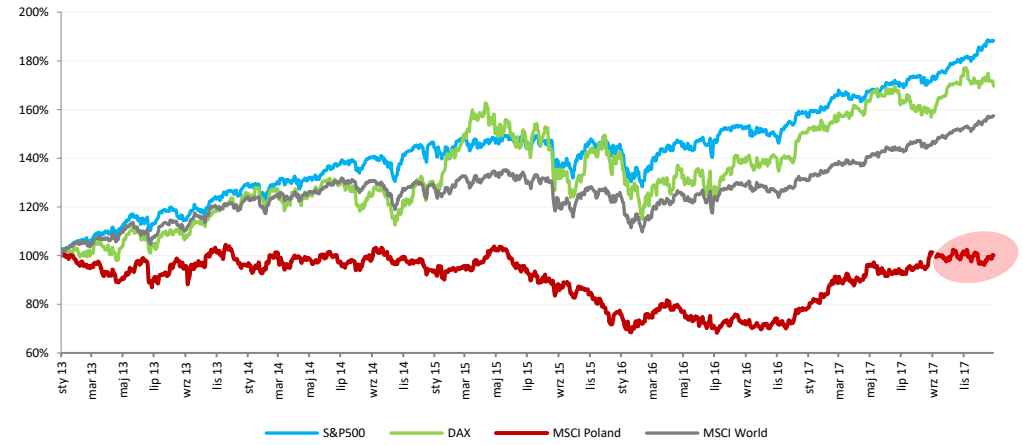
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

MSCI Poland na tle innych indeksów w okresie od 2013 roku



Na głównych rynkach akcji wciąż widać nowe lokalne maksima lub odczyty blisko szczytów trwającego ruchu wzrostowego.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI INDEKSÓW SEKTOROWYCH NA GPW

Zakończony 2017 rok przyniósł wysokie dynamiki wzrostu głównych indeksów i jednocześnie dość sporą erozję wartości na wielu podmiotach o średniej i mniejszej kapitalizacji. Na koniec sesji 29.12.2017 r. indeks WIG wynosił 63 746,2 punktów, czyli znajdował się o ponad 23% powyżej pułapów z końca 2016 roku.

Numerem jeden pod względem wzrostu wartości jak i kontrybucji do wyniku WIG miał indeks WIG Banki (ponad +35%). Podmioty z tego obszaru zdecydowanie mogą zaliczyć mijający rok do udanych. Kolejne dwie najwyższe dynamiki wzrostu zanotował WIG Paliwa i WIG Górnictwo. Oba indeksy zyskały ok 25-26% w trakcie ostatnich 12 miesięcy. Pozostałe indeksy branżowe zanotowały już niższe dynamiki wzrostu aniżeli odczyt WIG (ponad +23%). Po drugiej stronie znajdowały się WIG Ukraina czy WIG Spożywczy. Dość słabe odczyty cechował też WIG Budownictwo (stosunkowo niewielki wzrost wynika z udziału jednego podmiotu w portfelu; mediana podmiotów wchodzących do indeksu wypadła znacznie gorzej).

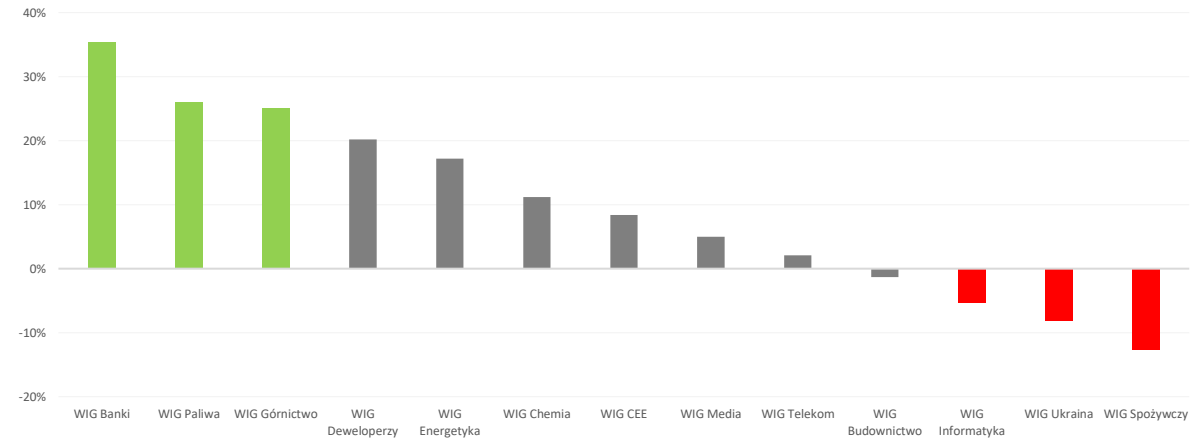
Zmiany wybranych indeksów krajowego rynku akcji

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG30	1,1%	-0,8%	5,1%	25,9%	25,9%
WIG20	1,0%	0,3%	5,7%	26,5%	26,4%
mWIG40	1,8%	-2,8%	-1,1%	15,0%	15,0%
sWIG80	2,5%	-3,5%	-8,9%	2,8%	2,4%
WIGdiv	3,4%	-3,0%	2,3%	16,7%	16,8%
WIG	1,2%	-0,8%	3,7%	23,3%	23,2%
Respect	0,5%	-3,2%	2,3%	22,4%	22,3%

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG Banki	4,0%	13,8%	16,4%	35,3%	35,4%
WIG Budownictwo	0,7%	-9,8%	-19,2%	-1,5%	-1,3%
WIG Chemia	2,1%	-9,0%	3,4%	10,4%	11,2%
WIG Deweloperzy	6,0%	1,6%	3,0%	20,0%	20,2%
WIG Energetyka	0,1%	-11,0%	-1,9%	16,9%	17,2%
WIG Informatyka	2,0%	-2,5%	-11,4%	-6,7%	-5,3%
WIG Media	1,4%	-2,0%	-6,7%	5,4%	5,0%
WIG Paliwa	-5,4%	-10,7%	-2,5%	26,6%	26,0%
WIG Spożywczy	0,3%	-7,1%	-20,5%	-12,1%	-12,7%
WIG Górnictwo	4,0%	-4,4%	5,6%	25,2%	25,0%
WIG Telekom	1,9%	0,0%	5,5%	4,1%	2,1%
WIG CEE	-0,8%	0,6%	6,1%	10,4%	8,4%
WIG Poland	1,3%	-0,7%	4,0%	24,1%	24,0%
WIG Ukraina	-4,1%	-8,3%	-21,8%	-7,8%	-8,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiany wartości wybranych indeksów sektorowych na GPW w 2017 roku

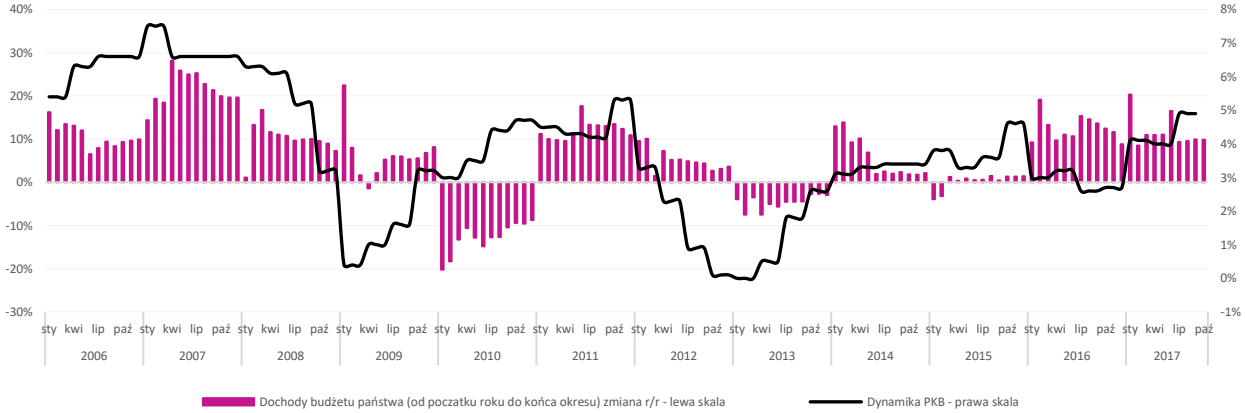


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI

Ministerstwo Finansów podkreśla poprawę ściągalności dochodów do budżetu państwa (ściągalność z VATu w 2017 roku wzrosła o ponad 30 mld PLN). Z ostatnich danych wynika, że w okresie styczeń-październik'17 dochody budżetu wzrosły o 9,8% r/r. W tym okresie raportowane wydatki spadły o 0,3% r/r. Tym samym na koniec października'17 saldo budżetu państwa to +2,7 mld PLN (w październiku'16 było to -24,6 mld PLN, a w latach 2014-2015 październik kończył się wynikiem od około -27 mld PLN do -35 mld PLN).

Dynamika dochodów budżetu państwa na tle zmian PKB



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Ministerstwo Finansów, GUS

Pod koniec września'17 Rada Ministrów przyjęła projekt ustawy budżetowej na rok 2018. Planowana dynamika wzrostu PKB w ujęciu realnym to 3,8%. Jak zauważamy, autorzy projektu budżetu na rok 2018 spełnili kryteria stabilizującej reguły wydatkowej oraz deficytu sektora finansów według metodyki unijnej poniżej niż 3% PKB.

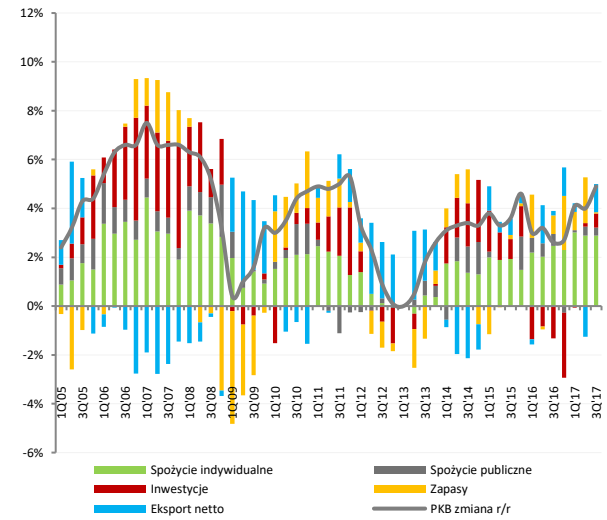
W listopadzie'17 NBP podwyższył oczekiwania na 2017 rok dotyczące dynamiki PKB w Polsce do 4,2% (w porównaniu z projekcją z lipca'17 oznacza to wzrost o 0,2 pkt %). Również na 2018 rok model NBP zakłada wyższą dynamikę wzrostu PKB w kraju aniżeli sugestie przedstawiane w lipcu'17. Oceniamy, że przyśpieszenie inwestycji w 2018 i 2019 roku może wpłynąć na przyszłe korekty w górę obecnej symulacji NECMOD przewidującej wzrost PKB odpowiednio 3,6% i 3,3%.

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

	2016	2017P	2018P	2019P	zmiana względem marca'17		
					2017P	2018P	2019P
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	-0,6	1,9	2,3	2,7	0,0	0,3	0,2
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu żywności i energii (% r/r)	-0,2	0,7	1,9	2,7	-0,2	-0,1	0,2
Ceny żywności (% r/r)	0,8	4,0	2,8	2,9	0,2	0,3	0,5
Ceny energii (% r/r)	-3,8	3,0	2,7	2,1	0,2	1,3	-0,2
PKB (% r/r)	**2,7**	**4,2**	**3,6**	**3,3**	**0,2**	**0,1**	**0,0**
Popyt krajowy (% r/r)	2,4	4,6	4,1	3,5	-0,1	0,1	0,1
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,8	4,7	3,7	3,5	0,3	0,1	0,1
Spożycie publiczne (% r/r)	2,8	2,4	2,4	3,4	-0,4	-1,1	0,1
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	-7,9	5,8	7,6	5,0	0,1	1,0	0,7
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	0,3	-0,4	-0,5	-0,1	0,2	0,0	0,0
Eksport (% r/r)	9,0	6,0	5,7	5,5	-1,5	-1,1	-1,0
Import (% r/r)	8,9	6,9	6,8	5,8	-2,0	-0,9	-0,9
Wynagrodzenia (% r/r)	3,8	5,1	6,4	6,5	0,4	0,4	0,3
Pracujący (% r/r)	0,7	1,9	0,7	0,4	0,7	0,4	0,2
Bezrobocie (%)	6,2	4,7	4,1	3,9	-0,2	-0,2	-0,2
Wydajność pracy (% r/r)	5,8	5,4	5,0	4,8	-0,2	-0,3	-0,2

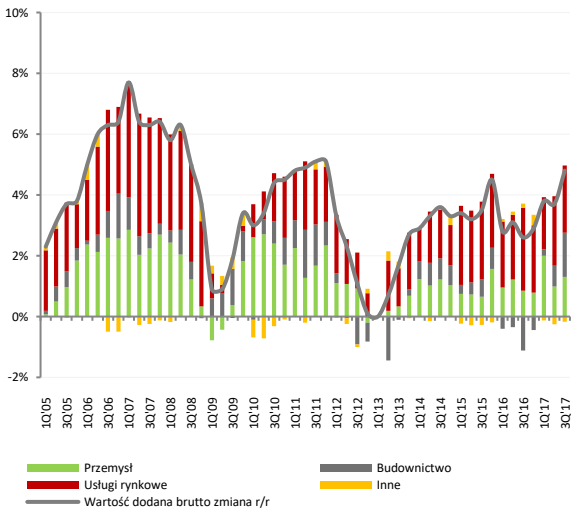
Źródło: NBP

Dekompozycja PKB



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

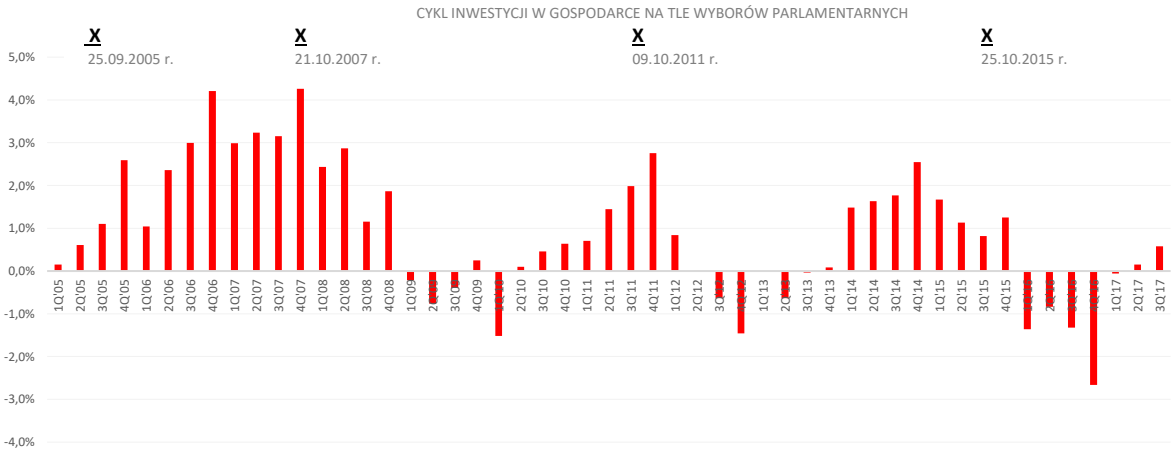
Dekompozycja wartości dodanej brutto



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

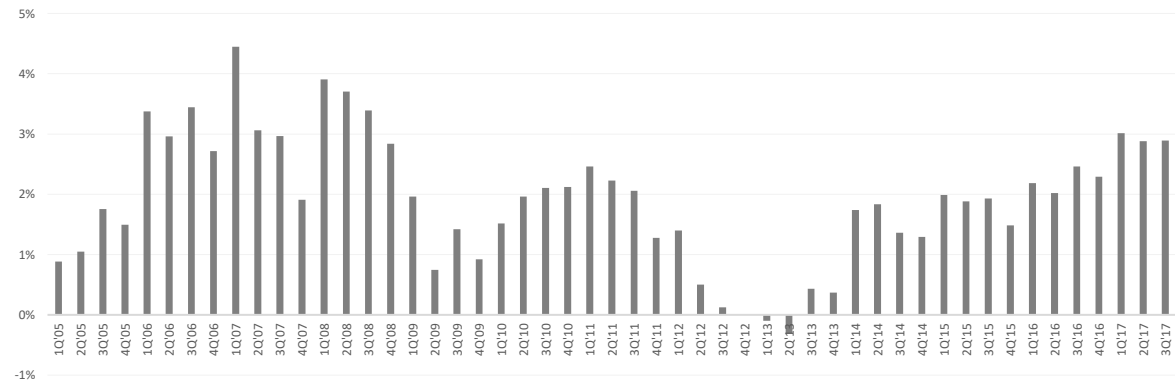
Inwestycje w 1Q'17 to efekt -0,0%, w 2Q'17 +0,1%, a w 3Q'17 to wpływ +0,6%. Miniony 2017 rok był zatem słabym okresem na tle ostatnich latach, co związane było także z nową perspektywą inwestycji unijnych oraz zmianami w kluczowych przedsiębiorstwach z udziałem SP (gdzie dokonywane były przeglądy i aktualizacje dla przyszłych strategicznych decyzji). Spodziewamy się, że okres 4Q'17 wskaże na dalsza stopniową odbudowę inwestycji. Najbliższe 2 lata czyli okres 2018-2019 wg nas będą cechować się znaczącą dodatnią kontrybucją inwestycji do PKB.

Kontrybucja inwestycji do PKB w Polsce



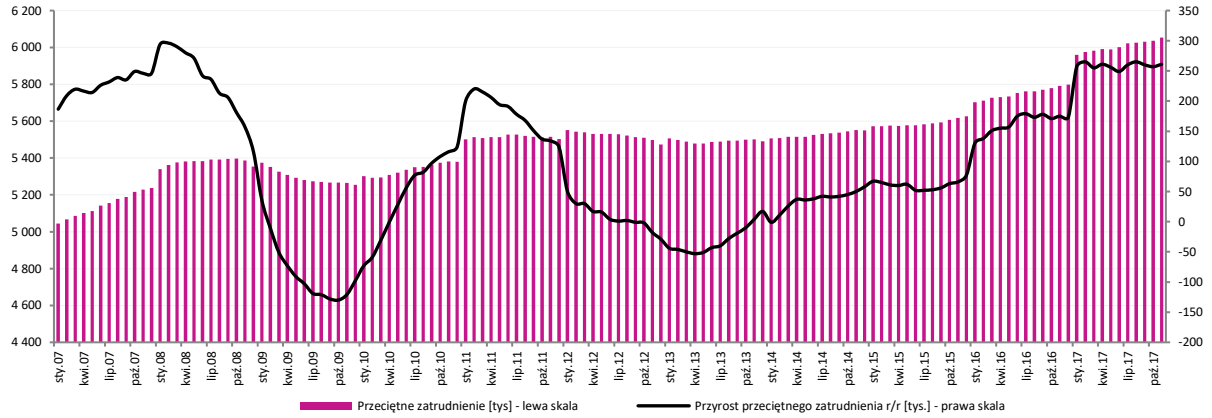
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Kontrybucja spożycia indywidualnego do PKB w Polsce



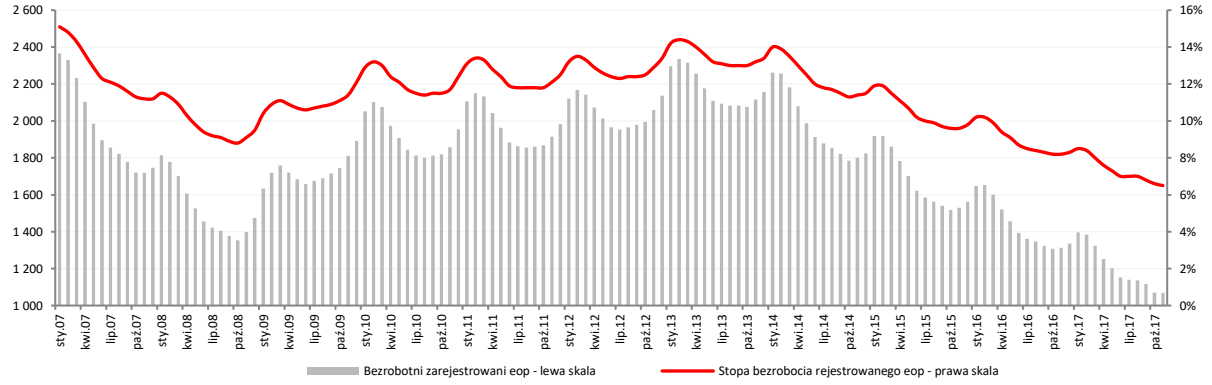
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Przeciętne zatrudnienie w Polsce



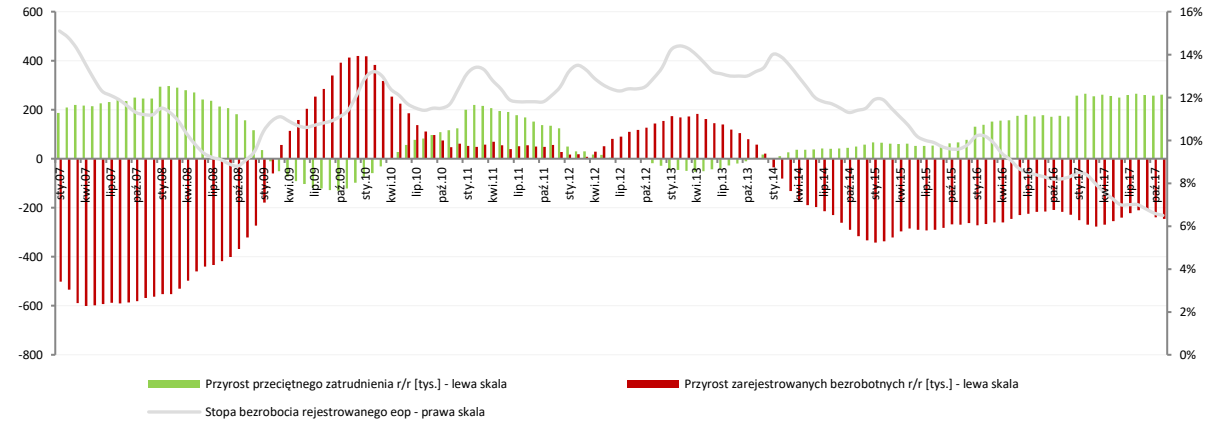
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Bezrobotni zarejestrowani w Polsce



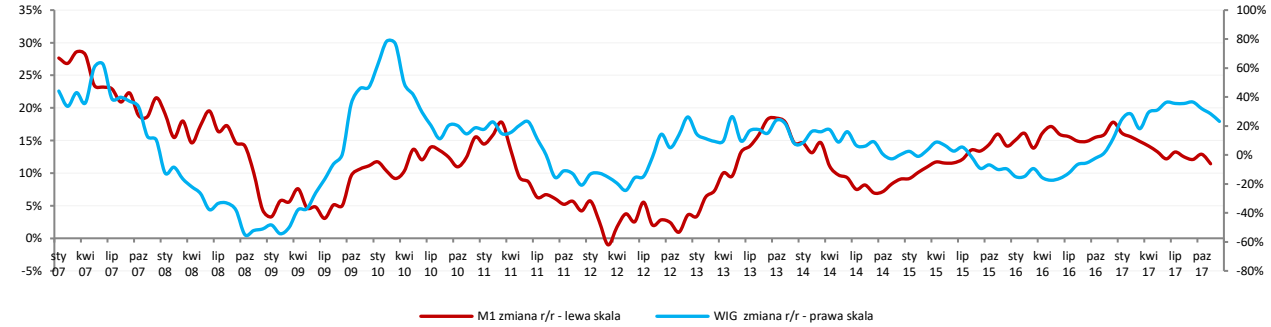
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa bezrobocia na tle przyrostu zatrudnienia oraz zmiany zarejestrowanych bezrobotnych



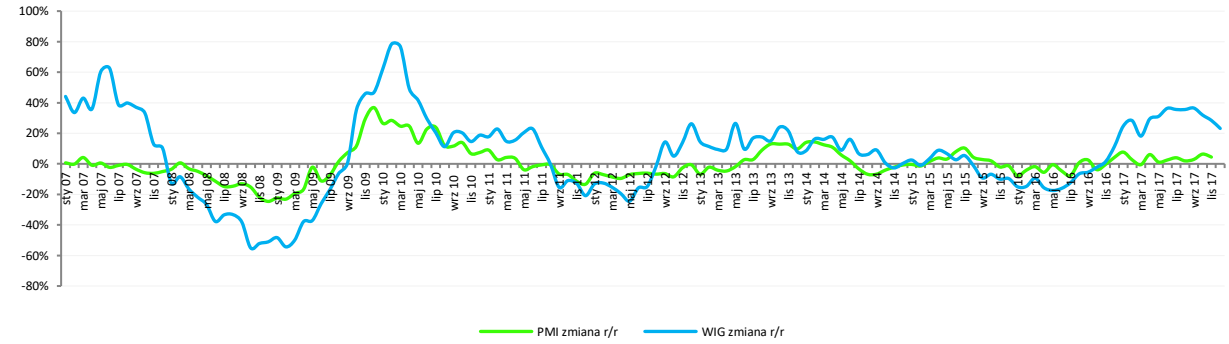
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Dynamika zmian indeksu WIG oraz M1 w Polsce



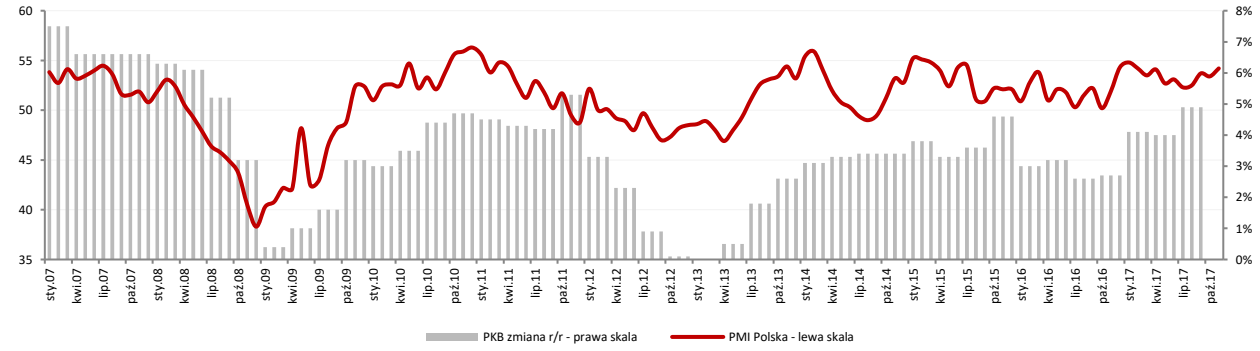
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Dynamika zmian indeksu WIG oraz PMI dla Polski



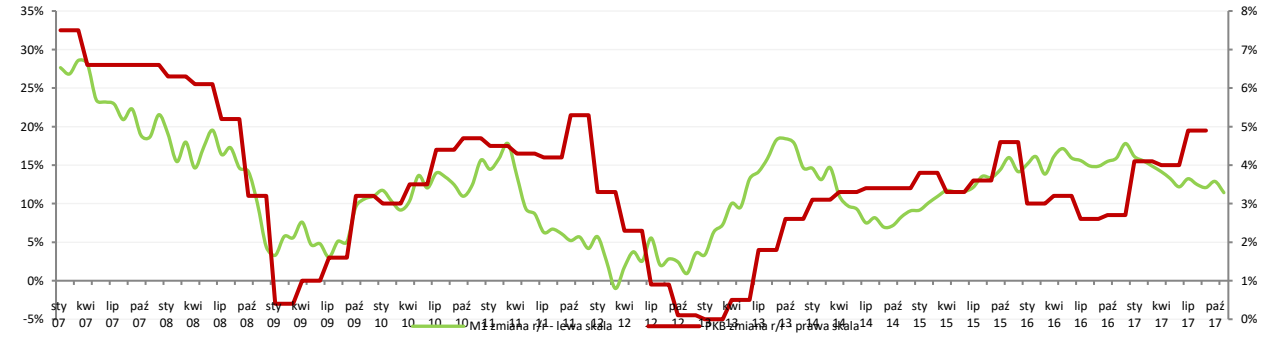
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, Merkit

Dynamika PKB oraz odczyty PMI dla Polski



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

Dynamika PKB oraz M1 dla Polski



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

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

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

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krystian Brymora
Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.górniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

Marek Jurzec
Młodszy analityk rynku akcji
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 nierozerwalnie 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: $GAPt = \frac{\text{GDPt}}{\text{GDP_POTt}} - 1$

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa 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 w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

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

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM *S.A.* (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, 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 03.01.2018 roku, 08:13 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 01.02.2018 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 niemniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności.

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

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z ewentualną wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A." Zaznaczamy, że na dzień 02.01.2018 roku:

Portfel indeksu BDM-A	ORANGE	STALPRODUKT	GPW	TRAKCJA	COGNOR	BYTOM	INSTAL KRAKÓW	PRAGMA INKASO	MEX POLSKA	TESGAS
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	TAK	NIE	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	TAK	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 subemisje 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	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	TAK	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

*** Grupa BDM posiada łącznie 30,39% z ogólnej liczby akcji Pragma Inkaso;**
Dwóch pracowników BDM wchodzi w skład Rady Nadzorczej Pragma Inkaso;
BDM świadczy usługi maklerskie dla spółki Praga Inkaso,
TFI BDM należący do grupy BDM posiada umowę zlecenia ze spółką Pragma Inkaso dotyczącą zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu inwestycyjnego (Pragma 1FIZ NFS)

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.