

RAPORT MIESIĘCZNY

02.11.2016, 06:05 CEST Numer 11/2016

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 30.09.2016-31.10.2016:

Indeks BDM-A **+7,63%**

Indeks BDM-Z **+1,10%**

Indeks WIG **+4,40%**

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:

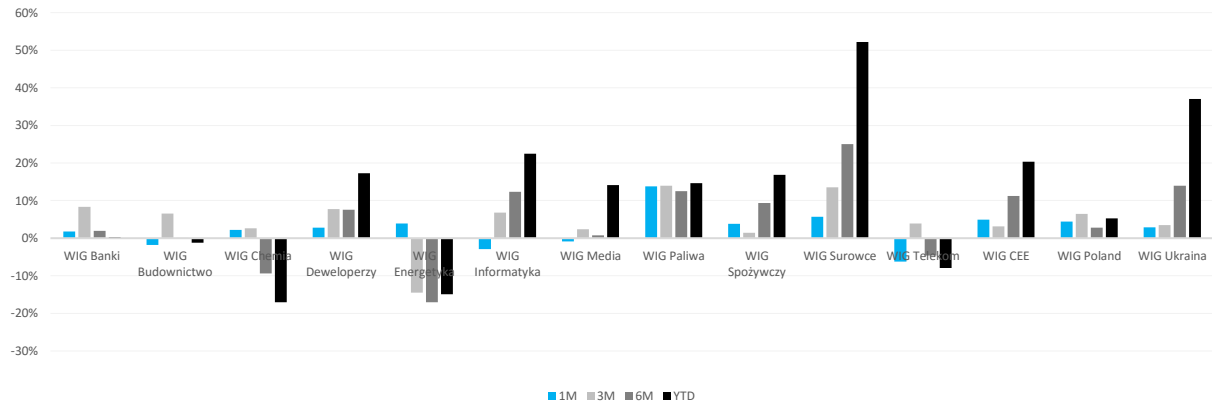
PODSUMOWANIE.....	3
INDEKS BDM AGRESYWNY (BDM-A)	5
AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-A.....	6
INDEKS BDM ZRÓWNOWAŻONY (BDM-Z)	8
AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-Z	9
HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM	12
STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI	15
WYNIKI INDEKSÓW SEKTOROWYCH NA GPW	16
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI.....	17

PODSUMOWANIE

Za nami udany miesiąc dla warszawskiego parkietu. Tak jak zakładaliśmy, końcowe statystyki tego okresu pokazały, że stopy zwrotu krajowych indeksów akcyjnych okazały się wyższe aniżeli głównych indeksów z UE czy USA.

Kluczowe znaczenie dla obozu byków miała poprawa klimatu inwestycyjnego w portfelu WIG Energetyka. Zakładamy, że przedstawiciele tego segmentu już nie będą istotnym obciążeniem dla szerokiego rynku. Umiarkowanie pozytywne zachowanie banków również wspierało odbudowę warszawskiego parkietu. Wreszcie był to kolejny udany miesiąc dla WIG Surowce, a w końcówce października zdecydowanymi liderami wzrostów (w gronie dużych podmiotów) był indeks WIG Paliwa, który wzrósł niemal 14% (Lotos oraz PKN Orlen).

Stopy zwrotu indeksów sektorowych na GPW



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

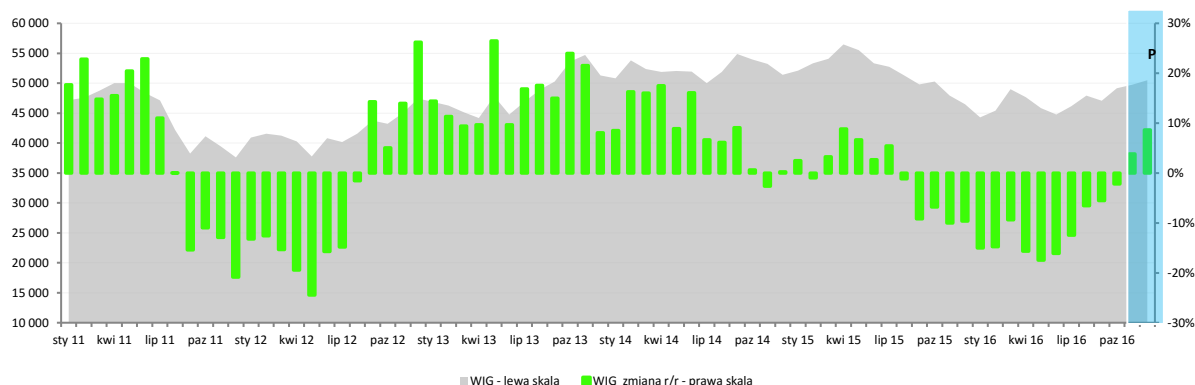
W listopadowej edycji zmieniamy ocenę dla perspektywy rynku akcji w Polsce z NEUTRALNEJ na POZYTYWNA. Według nas wachlarz negatywnych dalszych rozczarowań w szczególności w obszarze dużych podmiotów (WIG Banki, WIG Energetyka) jest już mocno ograniczony. Tym samym podmioty o dużej kapitalizacji powinny stopniowo wpływać na dalszą odbudowę krajowych indeksów. Jest to najważniejszy moment, zważywszy na mocne (lub nawet bardzo mocne) zachowanie średnich i mniejszych spółek w ostatnich kwartałach. Wciąż liczymy na optymizm związany z wynikami spółek na nadchodzące dwa kwartały. Kluczowe znaczenie w naszych założeniach ma w 4Q'16 dalsza stopniowa poprawa sentymentu wobec sektora bankowego. Zatem w średnim terminie pozostawiamy wciąż nasze optymistyczne nastawienie i liczymy na poprawę sytuacji na warszawskim parkiecie. Oczekiwany przez nas pułap WIG na koniec 2016 roku to próg 50 500 punktów (dokonałismy rewizji w dół wcześniejszych projekcji w sierpniowym raporcie m.in. z uwagi na zawirowania związane z WIG Energetyka).

Ocena krótkoterminowej perspektywy dla rynku akcji na GPW



Jednocześnie podtrzymujemy nasze obawy z poprzednich edycji, że na rynkach zagranicznych akcji może dojść do wzrostu zmienności i dominować będzie jednak kolor czerwony. Obserwując reakcje inwestorów wydaje nam się, że coraz większą wagę należy właśnie przyznać czynnikom ryzyka. Przekonują nas cztery podstawowe argumenty: i) 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, iii) dostrzegamy coraz bardziej niepokojącą perspektywę możliwych krótkotrwałych i średnioterminowych zaburzeń na 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).

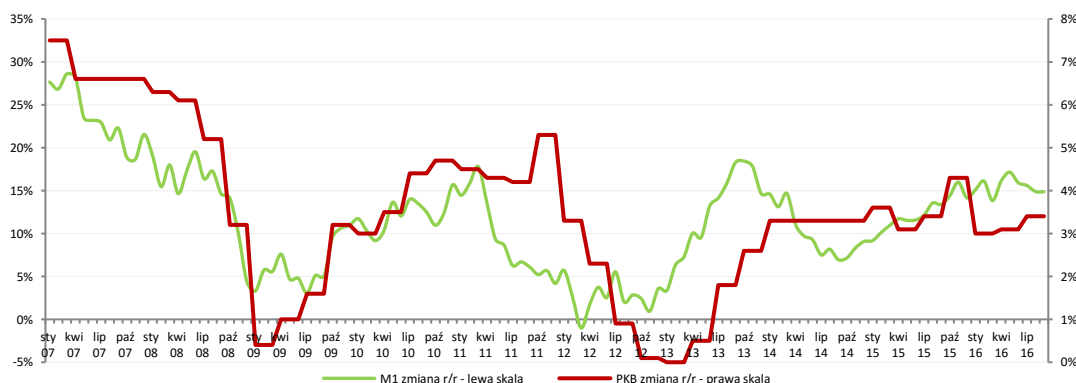
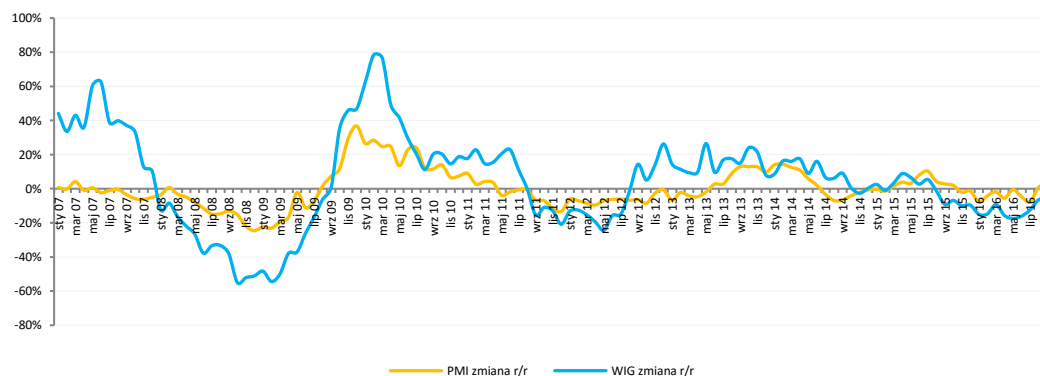
Oczekiwana ścieżka zachowania indeksu WIG na 2016 rok



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W przedstawionej publicznie przez Wicepremiera, Ministra Rozwoju Mateusza Morawieckiego koncepcji zmian systemu emerytalnego dostrzegamy odpowiedzialność strony rządowej wobec rynku kapitałowego w Polsce. Tym samym oceniamy, że jest to jedna z bardziej budujących wiadomości dla krajowego rynku kapitałowego, jaką otrzymali inwestorzy w bieżącym roku od strony rządowej i która może w istotny sposób korzystnie wpłynąć na poziomy indeksów w kolejnych latach. Należy bowiem mieć na uwadze, że dotychczas rynek bardzo obawiał się wprowadzenia nieuchronnych i niezrozumiałych zmian w sposobie działania OFE, bez wprowadzenia skutecznych mechanizmów ochronnych dla GPW. Na horyzoncie pozostaje jeszcze rozwiązanie pomocy frankowiczom. Zaprezentowany kształt projektu ustawy jest odpowiedzialny wobec rynku kapitałowego. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że ostateczna forma nowych regulacji nie będzie destrukcyjna dla systemu bankowego.

Dynamika zmian indeksu WIG oraz PMI w Polsce a także ścieżka PKB w Polsce na tle dynamiki M1



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

Lipcowa prognoza NBP zakłada, że dynamika wzrostu PKB w latach 2016-2017 ma wynieść odpowiednio 3,2% i 3,5%. Jest to mniej niż zakładał model z marca'16 (wtedy NBP mówił o wzroście PKB w latach 2016-2017 po 3,8%).

W marcu'16 główny wpływ na podwyższenie założeń dynamiki PKB w modelu miało ujęcie programu 500+. Z kolei w lipcu'16 za rewizję w dół odpowiadają mniejsze inwestycje.

Tegoroczne dane PMI dla Polski były rozczarowujące. Zauważamy jednak powolny wzrost optymizmu odnotowany w ostatnich dwóch odczytach do odpowiednio 51,5% i 52,2%.

Liczymy na wzrost optymizmu w kolejnych miesiącach (choć kluczowe znaczenie mogą mieć projekty inwestycyjne, które będą bardziej odczuwalne dopiero w 2H'17).

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 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]
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
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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

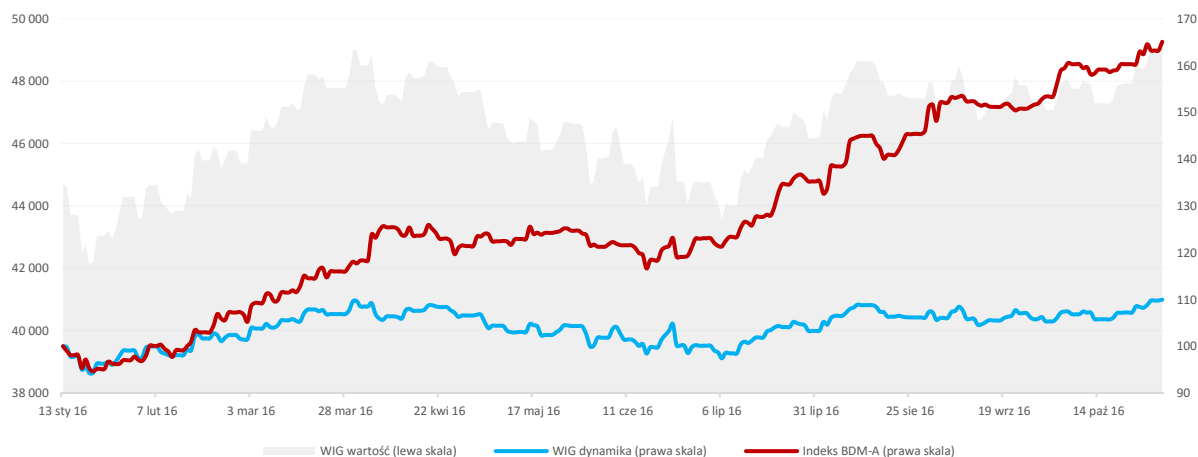
Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-A w okresie 30.09.2016-31.10.2016

Lp	Spółka	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	PKP Cargo	10,0%	38,00	42,92	12,9%
2	GPW	10,0%	37,35	39,11	4,7%
3	PA NOVA	10,0%	25,30	23,51	-7,1%
4	Cognor	10,0%	1,37	1,63	19,0%
5	Polwax (nowa)	10,0%	16,90	17,20	1,8%
6	MS Zabrze (nowa)	10,0%	1,04	1,18	13,5%
7	MFO	10,0%	20,39	21,50	5,4%
8	Instal Kraków	10,0%	13,45	14,50	7,8%
9	TransPolonia	10,0%	4,73	5,18	9,5%
10	Solar	10,0%	1,20	1,28	6,7%
	Gotówka	0,0%			
	Portfel akcji	100,0%			

W okresie 30.09.2016-31.10.2016
indeks BDM-A wzrósł o 7,63%.
Indeks WIG zyskał o 4,40%.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wartość indeksu BDM-A na tle indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-A

Zmieniamy skład indeksu BDM-A na koniec sesji 31.10.2016. Do portfela indeksu dodajemy Vistula, Newag oraz Arctic Paper. Usuwamy walory MS Zabrze, MFO oraz TransPolonia.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-A (stan na koniec sesji 31.10.2016)

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	2016P	2017P	2016P	2017P
1	PKP Cargo	42,92	1 922	2,97	10,0%	13%	25%	4%	-35%	-37%	---	28,8x	5,9x	3,9x
2	GPW	39,11	1 642	1,85	10,0%	5%	15%	4%	-5%	9%	13,3x	13,0x	8,3x	8,0x
3	Vistula (nowa)	3,50	620	0,31	10,0%	8%	5%	14%	17%	20%	17,1x	15,3x	10,3x	9,6x
4	Newag (nowa)	13,55	610	0,11	10,0%	3%	0%	-13%	-17%	-25%	---	27,0x	29,0x	11,5x
5	Arctic Paper (nowa)	5,39	373	0,25	10,0%	5%	7%	15%	76%	35%	11,6x	4,4x	2,6x	2,1x
6	PA NOVA	23,51	235	0,02	10,0%	-7%	10%	18%	25%	2%	9,0x	8,3x	12,2x	10,3x
7	Polwax	17,20	177	0,22	10,0%	2%	14%	3%	13%	19%	8,2x	7,9x	5,6x	5,6x
8	Cognor	1,63	219	0,14	10,0%	19%	16%	31%	30%	104%	29,5x	8,8x	8,1x	6,1x
9	Instal Kraków	14,50	106	0,12	10,0%	8%	12%	21%	20%	35%	10,2x	8,9x	4,3x	3,9x
10	Solar	1,28	38	0,03	10,0%	7%	19%	11%	-13%	28%	---	16,0x	4,8x	3,6x
				Gotówka	0.0%									
				Portfel akcji	100.0%									

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-A:

PKP Cargo <i>Analitik:</i> Marek Jurzec tel. (032) 20-81-435 e-mail: marek.jurzec@bdm.pl	Ostatnie kwartały skutkowały okresowym pogorszeniem wyników, jednak uważamy, że obecnie PKP Cargo znajduje się w przełomowym momencie jeśli chodzi o generowane rezultaty i 3Q'16 powinien skutkować dodatnim wynikiem netto. Zwracamy uwagę na zauważalną poprawę średnich stawek przewozowych, co jest efektem umów podpisywanych już za kadencji obecnego zarządu. Od przyszłego roku liczymy dodatkowo na ożywienie w segmencie przewozu kruszyw. Ma ono wynikać z realizowania inwestycji infrastrukturalnych zarówno na kolei jak i w drogownictwie. Pozytywnie odnosimy się także do postawy związków zawodowych działających w PKP Cargo, ponieważ z uwagi na aktualną sytuację spółki, zgodziły się one odroczyć rozmowy o ewentualnych podwyżkach, dlatego w najbliższym czasie nie spodziewamy się wysokiej presji na podwyżki płac.
GPW <i>Analitik:</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. Wreszcie czekamy na zaprezentowanie nowej strategii.
Vistula (nowa) <i>Analitik:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Walory Vistuli uważamy za jednego z faworytów obecnego sezonu wyników z branży odzieżowej. Grupie udało się zaprezentować bardzo dobre odczyty sprzedaży miesięcznej, zwłaszcza we wrześniu, który dla większości podmiotów był bardzo wymagający (pomimo wysokiej bazy wzrost obrotów o 11% r/r). Spodziewamy się, że w 3Q'16 detalista wypracował ok. 11 mln PLN EBITDA i 3,8 mln PLN zysku netto. Utrzymania tendencji poprawy wyników oczekujemy również w kolejnych kwartałach. Zwracamy uwagę, że trwała rentowność uzyskała marka Deni Cler, która w poprzednich latach obciążała wyniki grupy. Naszym zdaniem spółka cały czas ma duże pole do rozwoju sieci zarówno w części modowej, jak i jubilerskiej, co w perspektywie 2-3 lat pozwala na utrzymanie wysokich dynamik rezultatów finansowych.

Newag (nowa) <i>Analitik:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Obecny rok jest najtrudniejszym okresem dla spółki od 2011 roku. Nie spodziewamy się przełomu w wynikach do 4Q'16, co jednak powinno być już uwzględniane w bieżącej wycenie przez rynek. Już od 1Q'17 (niska baza, przekazanie połowy EZT dla Małopolski) dostrzegamy szansę na wejście na pozytywną ścieżkę wyników. Zwracamy uwagę na istotną poprawę portfela zamówień spółki na okres 2017-18 vs 2016. Dostrzegamy także wyraźne ożywienie w przetargach na dostawy nowych EZT. Zapowiedzi przetargów z kolei wojewódzkich na 4Q'16-2019 obejmują przynajmniej 100-150 składów. Z ostatnich wypowiedzi wynika także, że od 2019 roku całkowitą wymianę taboru (250 EZT za 2,5 mld PLN), chcą dzięki środkom UE, przeprowadzić Przewozy Regionalne.
Arctic Paper (nowa) <i>Analitik:</i> Krystian Brymora tel. (032) 20-81-435 e-mail: brymora@bdm.pl	Okres 3Q to sezonowo najlepszy kwartał w segmencie papieru, a wyniki konkurencyjnych spółek papierniczych (w UPM Paper marża EBITDA najwyższa od 7 lat), pozwalają z optymizmem wyczekać publikacji raportu kwartalnego. Dodatkowo zwracamy uwagę, że dynamiczne osłabienie korony szwedzkiej w ostatnim czasie daje powody do podniesienia założeń na 4Q'16. Tym samym całoroczna EBITDA segmentu papieru powinna być najwyższa od lat 2011-2012.
PA NOVA <i>Analitik:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Deweloper jest jednym z tańszych podmiotów notowanych na rynku. Liczymy, że spółka będzie poprawiać wyniki w nadchodzących kwartałach i oczekujemy, że istotnie poprawi zysk netto. Szansą dla PA Nova na '17 może okazać się wejście na rynek niemiecki i pozyskanie pierwszych kontraktów dla tamtejszych kontrahentów. Tym samym oczekujemy, że rezultaty '17 będą dużo lepsze niż w br. Nie wykluczamy jednocześnie, że podmiot sprzeda część swojego bieżącego portfolio (ze szczególnym naciskiem na obiekty logistyczno-przemysłowe), co dodatkowo uwolniłoby znaczną część gotówki i umożliwiło dalsze inwestycje. Zwracamy także uwagę na wprowadzoną politykę dywidendową. Spółka zaczęła regularnie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami i oczekujemy, że będzie kontynuować w kolejnych latach (w modelu przyjmujemy, że w '17 DPS = 1,0 PLN/akcję).
Polwax <i>Analitik:</i> Krystian Brymora tel. (032) 20-81-435 e-mail: brymora@bdm.pl	Trzeci kwartał to sezonowo najlepszy okres w biznesie spółki. Zakładamy, że do końca roku spółka nie powinna mieć problemów z wypracowaniem przynajmniej 20 mln PLN zysku netto, co daje wskaźnik P/E w okolicach 8,0x. Długoterminowo, decyzja o realizacji projektu odolejania może zmienić postrzeganie spółki z dywidendowej na wzrostową, a wyjście z akcjonariatu funduszu Krokus Chem powinno przyczynić się do zmniejszenia dyskonta w wycenie spółki.
Cognor <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-438 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Oceniamy, że fundamentalne znaczenie dla spółki mają wprowadzone bariery ochronne na przywóz prętów stalowych do UE (cła ad valorem mają obowiązywać do końca lipca 2021 roku). Tym samym obecne relacje cenowe na pręty stalowe w UE sugerują powstanie istotnej premii dla hut w technologii EAF działających w tym obszarze gospodarczym. Tym samym huty Cognoru mają wyjątkową szansę w najbliższych latach trwale uzyskiwać istotnie wyższe marże produkcyjne, co powinno pomóc w obniżeniu kosztów obsługi finansowania zewnętrznego.
Instal Kraków <i>Analitik:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Podtrzymujemy nasze wcześniejsze założenia, że spółka przekroczy w 2016 roku 10 mln PLN na poziomie zysku netto. Zwracamy uwagę, że Instal Kraków ma obecnie w ofercie około 70 gotowych mieszkań (Sołtysowska I), kolejne ponad 300 (Sołtysowska II) jest bliskie ukończenia i zostanie oddane do użytkowania na przełomie roku. Sama ich wartość netto stanowi istotną część kapitalizacji rynkowej spółki. Spółka rozpoczęła już także prace nad kolejnym etapem projektu Nowy Przewóz (skala nieco większa niż Sołtysowska II). Dodając do tego gotówkę netto, wartość posiadanych gruntów, spółkę zależną Frapol czy rentowną działalność na rynku niemieckim nie widzimy uzasadnienia dla niskiej wyceny giełdowej Instalu Kraków. Kolejnym impulsem dla poprawy atrakcyjności inwestycyjnej spółki jest oczekiwana przez nas poprawa wyników w segmencie budowlanym, który jeszcze wyraźnie obciążał rezultaty w 1H16.
Solar <i>Analitik:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Zdajemy sobie sprawę, że jak wskazały miesięczne odczyty sprzedażowe, okres 3Q'16 był dość wymagający kwartał dla spółki. Liczymy jednak na dobre dane sprzedażowe za 4Q'16 (w tym październik). Zatem wyniki całoroczne za 2016 rok na poziomie netto powinny być znacznie lepsze aniżeli w 2015 roku. W modelu zakładamy, że władze Solara będą zdeterminowane do pokazania dalszej odbudowy rezultatów w kolejnych okresach.

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 4 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]
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
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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-Z w okresie 30.09.2016-31.10.2016

Lp	Spółka	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	PKO BP	10,0%	26,11	27,48	5,2%
2	Cyfrowy Polsat	10,0%	24,50	24,22	-1,1%
3	Orange	10,0%	6,00	5,60	-6,7%
4	Lotos	10,0%	28,45	34,01	19,5%
5	GTC	10,0%	8,25	8,03	-2,7%
6	Ciech	10,0%	66,16	64,00	-3,3%
7	PKP Cargo	10,0%	38,00	42,92	12,9%
8	GPW	10,0%	37,35	39,11	4,7%
9	Emperia <i>(nowa)</i>	10,0%	70,93	64,00	-9,8%
10	PA NOVA <i>(nowa)</i>	10,0%	25,30	23,51	-7,1%
	Gotówka	0,0%			
	Portfel akcji	100,0%			

**Indeks BDM-Z w okresie
30.09.2016-31.10.2016
zyskał 1,10%.**

Indeks WIG zyskał 4,40%.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wartość indeksu BDM-Z na tle indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-Z

Na koniec sesji 31.10.2016 zmieniamy skład indeksu BDM-Z. Do portfela indeksu dodajemy ING Bank, jednocześnie usuwamy walory Ciech.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-Z (stan na koniec sesji 31.10.2016)

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	2016P	2017P	2016P	2017P	2016	2017P
1	PKO BP	27,48	34 350	42,16	10,0%	5%	15%	12%	-4%	1%	13,1x	12,8x	---	---	3,6%	3,6%
2	ING Bank <i>(nowa)</i>	144,00	18 734	6,84	10,0%	-3%	9%	18%	19%	23%	14,6x	14,1x	---	---	3,0%	3,3%
3	Cyfrowy Polsat	24,22	15 490	6,83	10,0%	-1%	3%	0%	-3%	16%	16,7x	13,9x	7,4x	6,8x	0,0%	2,4%
4	Orange	5,60	7 349	13,46	10,0%	-7%	4%	-10%	-21%	-15%	---	---	4,5x	4,5x	4,5%	4,5%
5	Lotos	34,01	6 288	6,96	10,0%	20%	16%	15%	20%	26%	7,0x	9,6x	4,3x	5,1x	0,0%	0,0%
6	GTC	8,03	3 696	2,33	10,0%	-3%	14%	14%	19%	12%	66,5x	23,7x	44,2x	19,2x	0,0%	0,0%
7	PKP Cargo	42,92	1 922	2,97	10,0%	13%	25%	4%	-35%	-37%	---	28,8x	5,9x	3,9x	0,0%	0,0%
8	GPW	39,11	1 642	1,85	10,0%	5%	15%	4%	-5%	9%	13,3x	13,0x	8,3x	8,0x	6,0%	4,9%
9	Emperia	64,00	790	0,44	10,0%	-10%	9%	12%	-9%	-6%	17,3x	15,2x	6,2x	5,7x	0,0%	4,1%
10	PA NOVA	23,51	235	0,02	10,0%	-7%	10%	18%	25%	2%	9,0x	8,3x	12,2x	10,3x	3,2%	4,3%
					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 po wcześniejszej przecenie jest handlowany wciąż przy atrakcyjnych mnożnikach i daje dobrą ekspozycję na spodziewane w 2017 roku ożywienie w inwestycjach.
ING Bank <i>(nowa)</i> <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Liczymy, że w kolejnych dwóch kwartałach stopniowo powinno być widać większy optymizm dotyczący sektora bankowego. Przyjmujemy, zgodnie z tym o czym była mowa podczas konferencji wynikowej za 2Q'16, że nowe produkty cechuje wyższa marżowość. Jednocześnie dostrzegamy podjęty w lipcu'16 krok obniżenia kosztu depozytów, szczególnie pochodzących z gospodarstw domowych (na koniec 2Q'16 około 68% bazy depozytów banku pochodziło z gospodarstw domowych). Tym samym oczekujemy, że w 3Q'16 w wynikach ING Banku będzie widać wzrost marży odsetkowej q/q. Zatem okres 3Q'16 i kolejne kwartały powinny być udane dla banku.
Cyfrowy Polsat <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Liczymy, że w 2017 roku spółka powróci na ścieżkę wzrostu EBITDA. Założyliśmy konserwatywnie spadek wyników w segmencie nadawanie (z uwagi na wysoką bazę w 2016 roku) oraz odbudowę rezultatów w segmencie klientów indywidualnych. 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 powrót do wzrostów EBITDA w obszarze klientów indywidualnych.
Orange <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Wyniki za 3Q'16 były bliskie naszym oczekiwaniom. Na koniec 2016 roku zakładamy, że dług nett/EBITDA będzie na poziomie sygnalizowanym od dłuższego czasu przez zarząd. Orange jest obok CPS drugim reprezentantem obszaru telco w indeksie. Zakładamy, że wachlarz negatywnych zaskoczeń jest już wyczerpany. Oceniamy, że w obecnej sytuacji każde przyszłe pozytywne zaskoczenie na poziomie wyników lub możliwości wypłaty dywidendy wobec bieżącego konsensusu może mieć spory wpływ na poprawę klimatu inwestycyjnego.
Lotos <i>Analitik:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Podtrzymujemy spółkę w portfelu na kolejny miesiąc. Pomimo wzrostu kursu po dobrych wynikach 3Q'16, nadal dostrzegamy pole do pozytywnych zaskoczeń w końcówce roku. Zwracamy uwagę na pozytywne skutki wprowadzonego w sierpniu pakietu paliwowego w Polsce, który może przynajmniej w średnim terminie ograniczyć działalność szarej strefy. Pierwsze sygnały są bardzo obiecujące. W kontekście Lotosu warto podkreślić wysoką ekspozycję na diesla, rynek hurtowy oraz możliwość przekierowania dotychczasowego eksportu na rynek krajowy (sprzedaż z premią). Zwracamy także uwagę na spadek zapasów paliw w Europie i poprawę marż rafineryjnych, a także lepsze warunki w upstreamie.
GTC <i>Analitik:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Przy obecnych pułapach cenowy walory dewelopera wydają się nam nadal zrównoważoną inwestycją. Spółka poinformowała na początku lipca o przeprowadzeniu transakcji nabycia dwóch biurów w Polsce (Neptun Office Center w Gdańsku oraz Sterlinga Busines Center w Łodzi) o łącznej powierzchni najmu blisko 30 tys. mkw. Szacujemy, że obie inwestycje są warte rynkowo blisko 190 mln PLN. Uważamy, że ostatnio prowadzone akwizycje są udane i wzmacniają wartość grupy. W planach dewelopera na '16 jest jeszcze ukończenie budowy biurów w Belgradzie (kolejne etapy projektu Forty-One) i Łodzi. W '17 powinna zostać oddana do użytku Galeria Północna, która zdecydowanie wesprze wyniki spółki. Zwracamy uwagę, że nie dostrzegamy obecnie istotnego ryzyka pojawienia się odpisów na posiadanym portfolio inwestycji.
PKP Cargo <i>Analitik:</i> Marek Jurzec tel. (032) 20-81-435 e-mail: marek.jurzec@bdm.pl	Ostatnie kwartały skutkowały okresowym pogorszeniem wyników, jednak uważamy, że obecnie PKP Cargo znajduje się w przełomowym momencie jeśli chodzi o generowane rezultaty i 3Q'16 powinien skutkować dodatnim wynikiem netto. Zwracamy uwagę na zauważalną poprawę średnich stawek przewozowych, co jest efektem umów podpisywanych już za kadencji obecnego zarządu. Od przyszłego roku liczymy dodatkowo na ożywienie w segmencie przewozu kruszyw. Ma ono wynikać z realizowania inwestycji infrastrukturalnych zarówno na kolei jak i w drogownictwie. Pozytywnie odnosimy się także do postawy związków zawodowych działających w PKP Cargo, ponieważ z uwagi na aktualną sytuację spółki, zgodziły się one odroczyć rozmowy o ewentualnych podwyżkach, dlatego w najbliższym czasie nie spodziewamy się wysokiej presji na podwyżki płac.

GPW

Analitik:
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. Wreszcie czekamy na zaprezentowanie nowej strategii.

Emperia

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

W naszej ocenie walory Emperii są ciekawą propozycją z branży FMCG. Przede wszystkim liczymy, że grupie uda się utrzymać tempo wzrostu przychodów, które w ostatnich miesiącach wynosiło >20% r/r (potwierdzone dodatnią sprzedażą lfl). Spodziewamy się, że do „właściwej” dynamiki otwarcia powróci Stokrotka i zamknie rok z 60 nowymi lokalizacjami w '16. W planach na przyszły rok jest uruchomienie nowego konceptu w formacie convenience oraz przyspieszenie rozwoju franczyzy (łącznie wzrost organiczny może dać 100 placówek w '17). W 2H'16 detalista powinien zatrzymać trend erozji marży handlowej (wpływ zmiany polityki cenowej, mającej na celu zwiększenie skali obrotów), co przełożyłoby się na wzrosty oczyszczonej EBITDA. Zwracamy też uwagę na fakt, że (przynajmniej w bieżącym roku) Emperii nie grozi negatywny wpływ podatku od obrotu. Warto zauważyć, że w odpowiedzi na planowane wprowadzenie daniny grupa mocno negocjowała umowy z dostawcami, co w przypadku jej braku stwarza istotne szanse na zrealizowanie zawiązki konsensusu rynkowego. W dłuższym terminie wsparciem dla wyników powinna być inflacja żywności. Dodatkowo spółka jest notowana z istotnym dyskontem względem głównego giełdowego konkurenta - Eurocashu ($EV/EBITDA'16 = 6,6$ vs $10,7x$). Warto zwrócić uwagę, że Emperia posiada także ok. 90 obiektów nieruchomościowych i dysponuje gotówką netto rzędu >70 mln PLN (stwarza to pole do akwizycji, o których komunikował zarząd).

PA NOVA

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

Deweloper jest jednym z tańszych podmiotów notowanych na rynku. Liczymy, że spółka będzie poprawiać wyniki w nadchodzących kwartałach i oczekujemy, że istotnie poprawi zysk netto. Szansą dla PA Nova na '17 może okazać się wejście na rynek niemiecki i pozyskanie pierwszych kontraktów dla tamtejszych kontrahentów. Tym samym oczekujemy, że rezultaty '17 będą dużo lepsze niż w br. Nie wykluczamy jednocześnie, że podmiot sprzeda część swojego bieżącego portfolio (ze szczególnym naciskiem na obiekty logistyczno-przemysłowe), co dodatkowo uwolniłoby znaczną część gotówki i umożliwiło dalsze inwestycje. Zwracamy także uwagę na wprowadzoną politykę dywidendową. Spółka zaczęła regularnie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami i oczekujemy, że będzie kontynuować w kolejnych latach (w modelu przyjmujemy, że w '17 DPS = 1,0 PLN/akcję).

HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.1 [stan na koniec sesji 31.10.2016]

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
PKN Orlen	akumuluj	78	akumuluj	72,3	24.10.2016	16:00 CEST	70,5	48 473			77,80	49 159	10,4%	1,4%	8,9%	pado
PCC Rokita	trzymaj	65	akumuluj	49,9	24.10.2016	12:15 CEST	69	48 280			68,02	49 159	-1,4%	1,8%	3,2%	brymora
MFO	akumuluj	23,76	kupuj	20,63	24.10.2016	08:29 CEST	21,69	47 931			21,5	49 159	-0,9%	2,6%	-3,4%	bobrowski
Lotos	akumuluj	33,2	akumuluj	27,1	20.10.2016	09:58 CEST	30,1	47 876			34,01	49 159	13,0%	2,7%	10,3%	pado
Śnieżka	akumuluj	56,4	redukuj	56,4	19.10.2016	09:10 CEST	50,6	47 437			53,44	49 159	5,6%	3,6%	2,0%	pado
MS Zabrze	kupuj	1,4	trzymaj	2,32	05.10.2016	09:10 CEST	1,17	47 901			1,18	49 159	0,9%	2,6%	-1,8%	pado
Instal Kraków	kupuj	19,9	kupuj	19,1	29.09.2016	09:35 CEST	12,6	47 644			14,50	49 159	15,1%	3,2%	11,9%	pado
Cognor	kupuj	1,76	kupuj	1,73	26.09.2016	09:08 CEST	1,17	47 866			1,63	49 159	39,3%	2,7%	36,6%	bobrowski
Cyfrowy Polsat	akumuluj	26,36	akumuluj	24,65	15.09.2016	09:08 CEST	23,9	46 989			24,22	49 159	1,3%	4,6%	-3,3%	bobrowski
Forte	redukuj	67,8	akumuluj	59,2	14.09.2016	09:29 CEST	76	46 876			73,47	49 159	-3,3%	4,9%	8,2%	brymora
GPW	kupuj	44,2	akumuluj	41	07.09.2016	08:40 CEST	35,5	48 081			39,11	49 159	10,2%	2,2%	7,9%	bobrowski
PA NOVA	kupuj	31,84	kupuj	25,82	02.09.2016	13:39 CEST	26,5	47 278			24,26	49 159	-8,5%	4,0%	-12,4%	górnjak
Bytom	akumuluj	3,23	redukuj	2,98	01.08.2016	11:59 CEST	2,83	46 323			2,65	49 159	-6,4%	6,1%	-12,5%	górnjak
Trakcja	akumuluj	12,5	wznowienie	---	01.08.2016	10:59 CEST	11,2	46 233	tak	04.10.2016	12,75	47 570	13,8%	2,9%	10,9%	pado
Grupa Azoty	redukuj	65,8	sprzedaj	60,2	28.07.2016	14:41 CEST	75	46 854	tak	31.08.2016	63,52	47 930	-15,3%	2,3%	17,6%	brymora
Police	trzymaj	21,3	trzymaj	23	28.07.2016	14:41 CEST	21,5	46 854			20,91	49 159	-2,7%	4,9%	7,7%	brymora
ZA Puławy	akumuluj	239	trzymaj	165	28.07.2016	14:41 CEST	206	46 854			180,00	49 159	-12,6%	4,9%	-17,5%	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			20,28	49 159	18,9%	8,6%	10,3%	pado
Comp	kupuj	69,5	kupuj	69,5	06.07.2016	10:19	52,26	43 959			60	49 159	14,8%	11,8%	3,0%	jurzec
Comarch	akumuluj	158,9	kupuj	139	06.07.2016	09:59	143,5	44 143	tak	16.08.2016	168,05	48 560	17,1%	10,0%	7,1%	jurzec
MFO	kupuj	20,63	---	---	27.06.2016	11:40	13,66	44 229	tak	06.09.2016	20,89	47 780	52,9%	8,0%	44,9%	bobrowski
PKP Cargo	kupuj	42,6	---	---	17.06.2016		32,51	44 008	tak	31.08.2016	42,67	47 953	31,3%	9,0%	22,3%	jurzec
Arctic Paper	kupuj	6,10	kupuj	5,6	13.06.2016		5,00	45 022			5,39	49 159	7,8%	9,2%	-1,4%	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			64	49 159	3,2%	6,2%	-3,0%	brymora
GTC	akumuluj	7,33	akumuluj	5,73	02.06.2016		6,39	44 926	tak	25.08.2016	7,33	47 500	14,7%	5,7%	9,0%	górnjak
Kęty	akumuluj	344,6	akumuluj	310,6	02.06.2015		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			2,96	49 159	-6,6%	4,4%	-11,0%	górnjak
Budimex	redukuj	170,1	trzymaj	125,6	29.04.2016		196	47 654			203,25	49 159	3,7%	3,2%	-0,5%	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			34,5	49 159	11,3%	2,7%	8,6%	brymora
Wasko	akumuluj	2,51	kupuj	2,51	27.04.2016		1,97	47 914			1,27	49 159	-35,5%	2,6%	-38,1%	jurzec

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.2 [stan na koniec sesji 31.10.2016]

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
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	30.0.2016	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
Wasko	kupuj	2,51	---	---	18.12.2015		1,92	45 684	nie; update	27.04.2016	1,97	47 914	2,6%	4,9%	-2,3%	jurzec
Arctic Paper	kupuj	5,60	kupuj	5,5	11.12.2015		3,4	44 808	nie; update	13.06.2016	5,00	45 022	47,1%	0,5%	46,6%	brymora
GPW	akumuluj	41,0	akumuluj	52,7	10.12.2015		36,81	44 670	nie	09.06.2016	34,90	44 490	-5,2%	-0,4%	-4,8%	bobrowski
Elektrobudowa	trzymaj	147,8	kupuj	138,8	09.12.2015		136	45 624	nie	0.06.2016	100,00	44 490	-26,5%	-2,5%	24,0%	pado
LPP	redukuj	5658,7	redukuj	6618,1	09.12.2015		6415,2	45 609	tak	16.12.2015	5365,0	44 428	-16,4%	-2,6%	13,8%	górnjak
PGNIG	redukuj	4,7	sprzedaj	5,54	04.12.2015		5,15	46 544	tak	14.01.2016	4,68	44 220	-9,1%	-5,0%	4,1%	pado
PCC Rokita	akumuluj	49,9	akumuluj	45,1	03.12.2015		44	47 102	tak	23.02.2016	55,78	48 202	26,8%	2,3%	24,4%	brymora
CCC	akumuluj	165,4	---	---	02.12.2015		149	47 826	tak	22.04.2016	171,95	48 527	15,4%	1,5%	13,9%	górnjak
Stalprodukt	redukuj	290	redukuj	374,2	27.11.2015		319	48 418	tak	14.12.2015	280,0	44 100	-12,2%	-8,9%	3,3%	bobrowski
Kruk	trzymaj	182,4	---	---	26.11.2015		188	48 213	nie; update	10.06.2016	192,0	45 475	2,1%	-5,7%	-7,8%	bobrowski
Robyg	akumuluj	2,84	akumuluj	2,68	25.11.2015		2,51	48 064	tak	20.01.2016	2,87	42 393	14,3%	-11,8%	26,1%	górnjak
PA NOVA	kupuj	25,82	kupuj	23,74	18.11.2015		19,8	48 944	nie	09.06.2016	21,00	44 490	6,1%	-9,1%	15,2%	górnjak
Orbis	trzymaj	60	akumuluj	59,3	09.11.2015		61,13	49 550	tak	11.12.2015	59,75	45 280	-2,3%	-8,6%	-6,4%	bobrowski
Grupa Azoty	sprzedaj	60,2	sprzedaj	44,7	08.11.2015		93	51 106	nie	01.06.2016	68,00	44 900	-26,9%	-12,1%	14,7%	brymora
Police	trzymaj	23	sprzedaj	12,9	08.11.2015		24	51 106	nie	01.06.2016	22,00	44 900	-8,3%	-12,1%	-3,8%	brymora
ZA Puławy	trzymaj	175	akumuluj	161	08.11.2015		178	51 106	nie	01.06.2016	211,50	44 900	18,8%	-12,1%	-31,0%	brymora
Cyfrowy Polsat	trzymaj	24,21	redukuj	20,11	26.10.2015		24,81	51 157	nie; update	11.02.2016	21,60	43 687	-12,9%	-14,6%	-1,7%	bobrowski
ATM Grupa	kupuj	3,92	akumuluj	4,11	26.10.2015		3,3	51 157	tak	05.01.2016	4,3	45 570	30,3%	-10,9%	41,2%	bobrowski
Instal Kraków	kupuj	18,6	kupuj	22,9	19.10.2015		11,3	51 475	nie; update	16.05.2016	11,94	46 064	5,7%	-10,5%	16,2%	pado

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.3 [stan na koniec sesji 31.10.2016]

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
Intersport	kupuj	3,55	---	---	12.10.2015		2,00	51 445	nie	01.06.2016	1,83	44 701	-8,5%	-13,1%	4,6%	górnjak
Comp	kupuj	69,5	---	---	23.09.2015		55	50 525	nie	01.06.2016	51,00	44 701	-7,3%	-11,5%	4,3%	jurzec
PGNIG	sprzedaj	5,54	---	---	03.09.2015		6,61	50 808	tak	04.12.2015	5,15	46 544	-22,1%	-8,4%	13,7%	pado
Bogdanka	kupuj	42,36 (+3.5 DPS)	(wznowienie)	---	28.08.2015		37,8	50 037	tak	04.09.2015	49,7	50 847	31,5%	1,6%	29,9%	bobrowski
Kęty	trzymaj	305	trzymaj	193,9	17.08.2015		325	52 500	nie; update	11.02.2016	280,1	43 859	-13,8%	-16,5%	-2,6%	pado
Śnieżka	akumuluj	51,1	akumuluj	48,8	13.08.2015		46,3	52 555	tak	11.09.2015	55,65	51 553	20,2%	-1,9%	22,1%	pado
Paged	akumuluj	62	---	---	12.08.2015		55,5	52 934	nie; update	12.02.2016	52,3	44 017	-5,8%	-16,8%	11,1%	brymora
Forte	redukuj	49,8	redukuj	49,5	12.08.2015		60	52 934	tak	20.01.2016	48,1	42 300	-19,8%	-20,1%	-0,3%	brymora
Eurocash	redukuj	38	---	---	10.08.2015		42,5	52 638	nie	01.06.2016	50,24	44 701	18,2%	-15,1%	-33,3%	górnjak
Bytom	redukuj	2,70	akumuluj	2,45	23.07.2015		3,04	51 842	nie; update	18.12.2015	3,05	45 684	0,3%	-11,9%	-12,2%	górnjak
Lotos	akumuluj	33,5	akumuluj	28,5	16.07.2015		30,4	53 400	nie; update	15.02.2016	24,2	44 393	-20,4%	-16,9%	-3,5%	pado
GPW	akumuluj	52,7	akumuluj	54,4	15.07.2015		47	52 700	nie; update	10.12.2015	36,81	44 670	-21,7%	-15,2%	-6,4%	bobrowski
PKN Orlen	akumuluj	80	trzymaj	70	10.07.2015		72,5	52 173	tak	12.08.2015	84,7	52 777	16,8%	1,2%	15,7%	pado
Stalprodukt	redukuj	374,2	kupuj	292,1	09.07.2015		440	51 659	tak	28.08.2015	355	50 502	-19,3%	-2,2%	17,1%	bobrowski
Selena FM	trzymaj	22,3	kupuj	26,4	06.07.2015		20,3	52 467	nie; update	15.02.2015	15	43 849	-26,1%	-16,4%	9,7%	pado
ATM Grupa	akumuluj	4,11	trzymaj	3,62	01.07.2015		3,74	53 200	nie; update	26.10.2015	3,3	51 157	-11,8%	-3,8%	-7,9%	bobrowski
Agora	redukuj	11,2	kupuj	10,78	18.06.2015		12,09	53 408	tak	01.09.2015	10,8	50 500	-10,6%	-5,4%	5,1%	bobrowski
Dom Development	trzymaj	46,99	redukuj	41,78	16.06.2015		50,48	53 962	nie; update	04.05.2016	56,70	47 102	12,3%	-12,7%	-25,0%	górnjak
Cognor	kupuj	2,06	kupuj	2,01	10.06.2015		1,35	53 576	nie; update	28.04.2016	1,15	47 514	-14,8%	-11,3%	-3,5%	bobrowski
Robyg	akumuluj	2,68	akumuluj	2,45	02.06.2015		2,37	55 547	nie; update	25.11.2015	2,51	48 064	5,9%	-13,5%	19,4%	górnjak
Erbud	akumuluj	37,7	akumuluj	28,4	01.06.2015		33,7	55 641	nie	01.06.2016	27,5	44 701	-18,4%	-19,7%	1,3%	pado
PA NOVA	kupuj	23,74	kupuj	19,1	01.06.2015		17,5	55 687	nie; update	18.11.2015	19,8	48 944	13,1%	-12,1%	25,3%	górnjak
Arctic Paper	kupuj	5,5	akumuluj	4,05	27.05.2015		3,25	55 746	nie; update	11.12.2015	3,4	44 808	4,6%	-19,6%	24,2%	brymora
PCC Rokita	akumuluj	45,1	---	---	22.05.2015		40,8	56 689	nie; update	03.12.2015	44	47 102	7,8%	-16,9%	24,8%	brymora
PKN Orlen	trzymaj	70	akumuluj	40,8	21.05.2015		73	56 900	nie; update	10.07.2015	72,5	52 173	-0,7%	-8,3%	-7,6%	pado
Orbis	akumuluj	60,8	akumuluj	44,9	20.05.2015		53,1	56 925	tak	06.08.2015	67,0	52 450	26,2%	-7,9%	34,0%	bobrowski

STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI

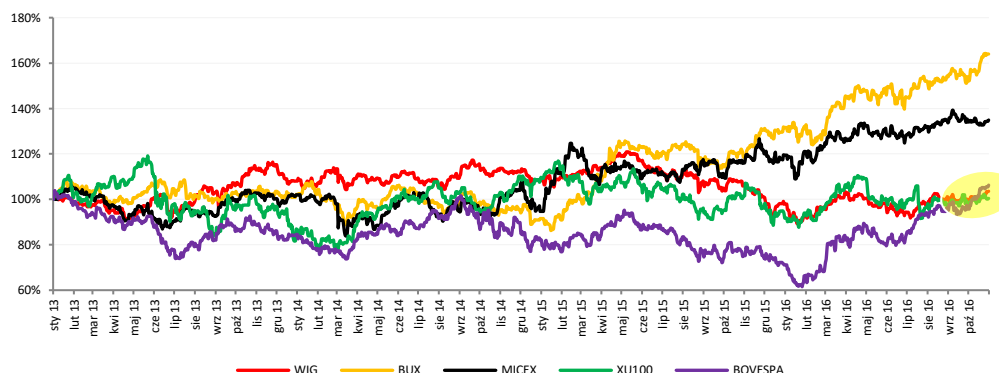
Styczeń 2016 roku przyniósł gwałtowną przecenę niemal na wszystkich rynkach akcji. Statystycznie pierwsze dni handlu nowego roku w 2016 roku należały do jednych ze słabszych okresów w historii odczytów (zarówno dla giełd amerykańskich jak i europejskich). Stopniowo zmiana nastrojów na głównych rynkach była odczuwalna w lutym '16. Ciągłe jeszcze stopy zwrotu wielu kluczowych indeksów akcyjnych znajdowały się na minusach licząc od początku bieżącego roku. Marzec '16 przyniósł kontynuację odbicia na wielu parkietach akcji w koszyku emerging markets (wraz z odbiciem na ciężkich surowcach przemysłowych). Kwiecień '16 był miesiącem wyhamowania dynamiki wcześniejszych wzrostów. Bardzo trudny dla wielu rynków rozwijających się okazał się maj '16 (m.in. głębokie spadki w Polsce, Turcji czy Brazylii). W czerwcu doszło do zawirowań związanych z wynikami referendum w Wielkiej Brytanii. Zauważamy jednak, że po kilku dniach handlu wiele indeksów zniwelowało wcześniejsze tąpnięcie (a indeksy z ekspozycją surowcową nawet się wyraźnie umocniły względem wcześniejszych pułapów). Ostatnie wzrosty cen wielu surowców przemysłowych znacząco poprawiły klimat inwestycyjny na wielu rynkach wschodzących (m.in. Brazylii).

Zmiany wybranych indeksów akcyjnych

	1M	3M	6M	1Yr	YTDr
WIG	4,4%	6,5%	3,2%	-2,2%	5,8%
BUX	7,7%	7,9%	10,9%	38,2%	24,6%
Micex	0,6%	2,3%	1,9%	16,2%	13,0%
Istanbul Turkish100	2,7%	4,2%	-8,0%	-1,1%	9,5%
DAX	1,5%	3,2%	6,2%	-1,7%	-0,7%
FTSE100	0,8%	3,4%	11,4%	9,3%	11,4%
CAC40	1,4%	1,6%	1,8%	-7,9%	-2,8%
Ibex	4,1%	6,5%	1,3%	-11,8%	-4,2%
Mediolan	4,4%	1,7%	-7,9%	-23,7%	-20,0%
SP&500	-1,8%	-2,0%	3,1%	2,4%	4,2%
Bovespa	11,0%	13,0%	20,2%	41,2%	49,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Indeks WIG na tle wybranych indeksów emerging markets od 2013 roku

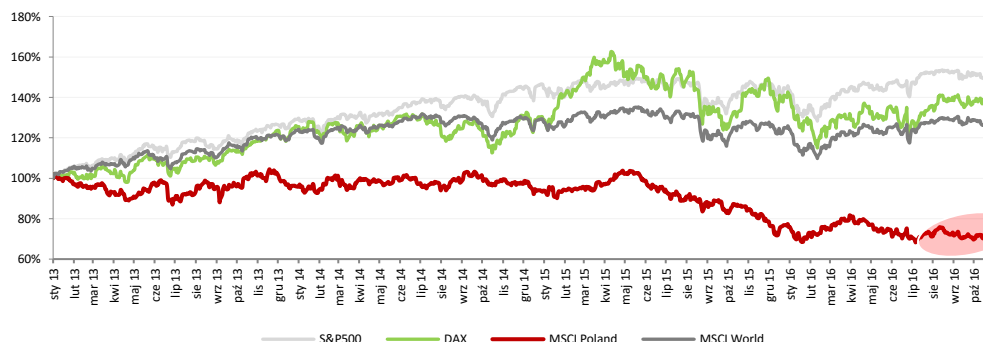


Licząc od początku 2013 roku, indeks WIG notuje podobną stopę zwrotu co turecki XU100 (oba indeksy należały liderów spadków w regionie CEE w 2015 roku).

W 2016 roku na uwagę zasługuje szczególnie odbudowa indeksu w Brazylii.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

MSCI Poland na tle innych indeksów w okresie od 2013 roku



Na głównych rynkach akcji widać odczyty blisko tegorocznych szczytów.

Dostrzegamy wyczerpanie negatywnych tendencji w strukturze indeksu MSCI Poland.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI INDEKSÓW SEKTOROWYCH NA GPW

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

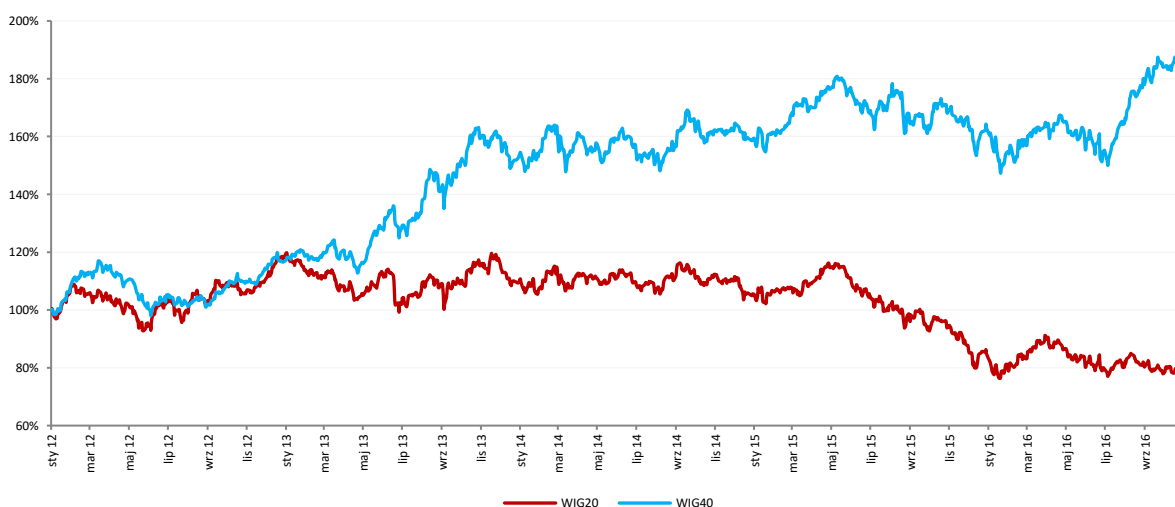
Zmiany wybranych indeksów krajowego rynku akcji

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

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG Banki	1,8%	8,4%	1,9%	-7,0%	0,2%
WIG Budownictwo	-1,8%	6,6%	0,0%	-6,9%	-1,2%
WIG Chemia	2,2%	2,6%	-9,4%	-9,9%	-17,0%
WIG Deweloperzy	2,8%	7,7%	7,6%	22,1%	17,3%
WIG Energetyka	3,9%	-14,5%	-17,0%	-25,1%	-14,9%
WIG Informatyka	-2,9%	6,8%	12,4%	16,3%	22,5%
WIG Media	-0,9%	2,3%	0,7%	-0,2%	14,1%
WIG Paliwa	13,8%	14,0%	12,5%	10,2%	14,6%
WIG Spożywczy	3,8%	1,4%	9,4%	10,9%	16,9%
WIG Surowce	5,7%	13,6%	25,1%	9,4%	52,2%
WIG Telekom	-6,2%	3,9%	-4,6%	-13,9%	-7,9%
WIG CEE	4,9%	3,1%	11,2%	17,6%	20,3%
WIG Poland	4,4%	6,5%	2,8%	-2,8%	5,3%
WIG Ukraina	2,9%	3,5%	14,0%	29,5%	37,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana WIG20 i WIG40 od 2012 roku

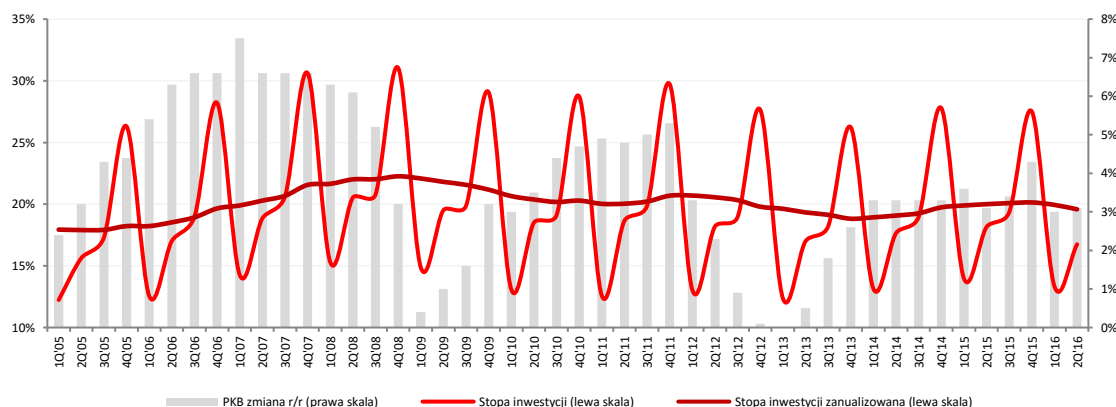


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI

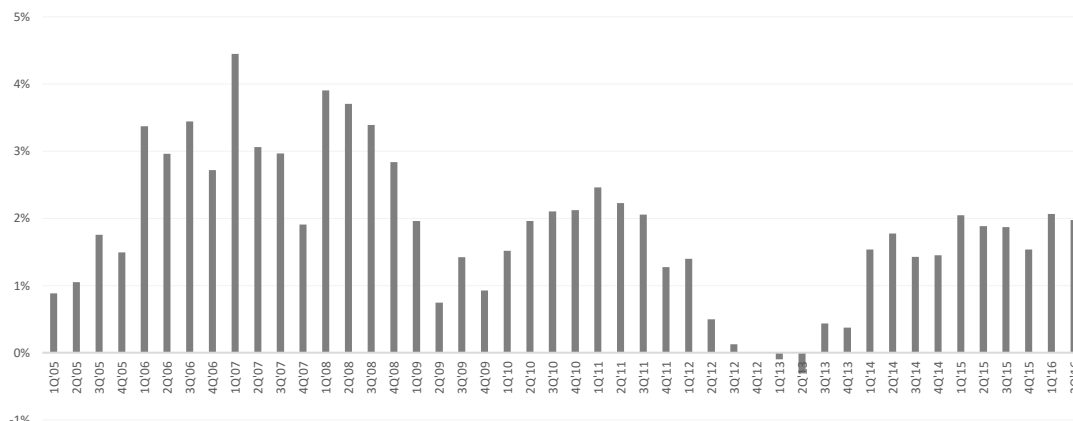
Odczyt PKB za 2Q'16 w Polsce okazał się niższy niż oczekiwania (już wcześniej w 1Q'16 było widać wyhamowanie dynamiki wzrostu). Z dekompozycji PKB wyraźnie widać negatywny wpływ inwestycji na dynamikę wzrostu krajowej gospodarki w 1H'16. Inwestycje w 1Q'16 to efekt -0,3%, a w 2Q'16 wpływ na PKB to aż -0,9%. 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.

Stopa inwestycji w Polsce oraz dynamika PKB



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Kontrybucja spożycia indywidualnego do PKB w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

W lipcowej projekcji NBP obniżył oczekiwania dotyczące dynamiki PKB w Polsce do 3,2% w 2016 roku (z wcześniej dokonanego podwyższenia do poziomu 3,8% w marcu'16). Jest to w szczególności efekt rewizji poziomu inwestycji w bieżącym roku. Przypominamy, że marcowe podwyższenie założeń wynikało głównie z uwzględnienia w modelu programu 500+. Zauważamy, że ponownie obniżono (choć już tylko o 0,1 pkt %) oczekiwania inflacyjne CPI. Jednocześnie w modelu skorygowano 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.

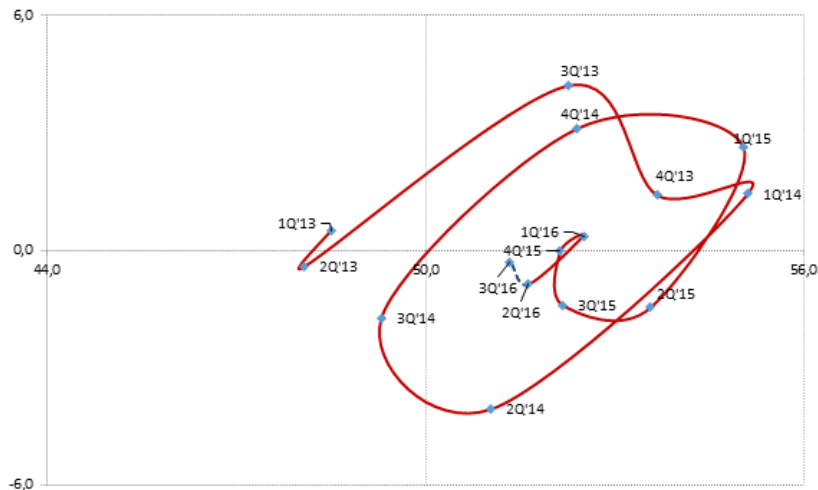
W scenariuszu bazowym oczekujemy, że dynamika wzrostu w 2H'16 będzie mocniej wspierana przez silny popyt konsumpcyjny, a od 2017 roku stopniowo także przez inwestycje. Głównym ryzykiem, w naszym odczuciu, dla projekcji w perspektywie 2017 roku jest ewentualne osłabienie makro w kluczowych dla Polski rynkach eksportowych, w szczególności dotyczy to rynku niemieckiego.

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

	2014	2015	2016P	2017P	2018P		2016P zmiana względem marca '16	2017P zmiana względem marca '16
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	0,0	-1,0	-0,5	1,3	1,5		-0,1	0,0
Ceny żywności (% r/r)	0,6	0,3	0,0	0,6	1,4		-1,0	-1,0
Ceny energii (% r/r)	-0,9	-1,6	0,7	2,0	1,6		5,6	1,3
Wskaźnik cen inflacji baz. po wyłączeniu żywności i energii (% r/r)	-1,0	-4,2	-4,0	2,6	1,5		-4,5	1,3
PKB (% r/r)	3,3	3,6	3,2	3,5	3,3		-0,6	-0,3
Popyt krajowy (% r/r)	4,9	3,4	3,6	4,1	3,7		-0,7	-0,7
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,6	3,1	4,0	4,0	3,4		-0,1	-0,2
Spożycie zbiorowe (% r/r)	4,7	3,4	2,6	3,3	3,5		-0,2	-0,4
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	10,0	5,8	1,2	4,1	4,4		-3,9	-1,0
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	-1,5	0,3	-0,3	-0,6	-0,4		0,2	0,4
Eksport (% r/r)	6,4	6,8	6,9	6,2	6,3		0,6	-0,4
Import (% r/r)	10,0	6,3	7,6	7,6	7,1		0,2	-1,0
Place brutto (% r/r)	3,6	3,3	4,0	5,0	5,3		0,1	0,1
Liczba pracujących (% r/r)	1,9	1,4	0,9	0,2	0,1		0,2	-0,3
Stopa bezrobocia (%)	9,0	7,5	6,1	5,7	5,5		-0,7	-0,4
NAWRU (%)	7,1	6,8	6,6	6,3	5,9		-0,1	-0,1
Stopa aktywności zawodowej (%)	56,2	56,2	56,3	56,4	56,5		0,0	0,1
Wydajność pracy (% r/r)	1,4	2,2	2,3	3,2	3,1		-0,8	-0,1
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	2,4	1,2	1,7	1,7	2,1		0,8	0,2
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2011=1,00)	0,93	0,88	0,86	0,91	0,91		0,0	0,0
Indeks cen surowców energetycznych (EUR; 2011=1,00)	0,72	0,51	0,47	0,50	0,51		0,1	0,1
Poziom cen za granicą (% r/r)	1,1	1,4	1,2	1,2	1,3		-0,1	-0,2
PKB za granicą (% r/r)	1,4	1,7	1,6	1,4	1,4		0,1	-0,3
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	0,4	2,1	1,8	0,8	0,7		-0,8	-0,2
WIBOR 3M (%)	2,52	1,75	1,69	1,69	1,69		0,0	0,0

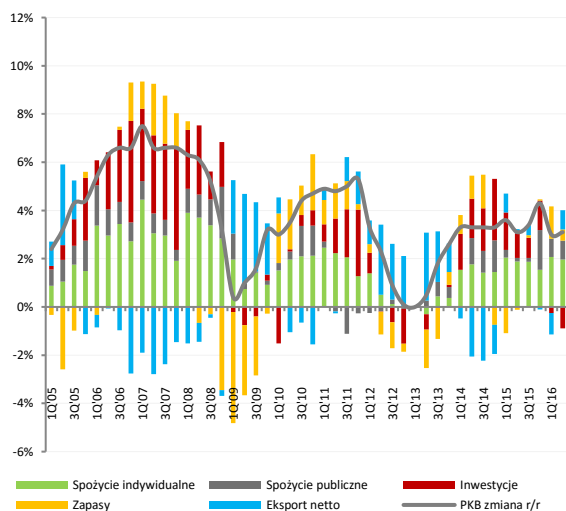
Źródło: NBP

Zegar koniunktury w oparciu o odczyty PMI dla Polski



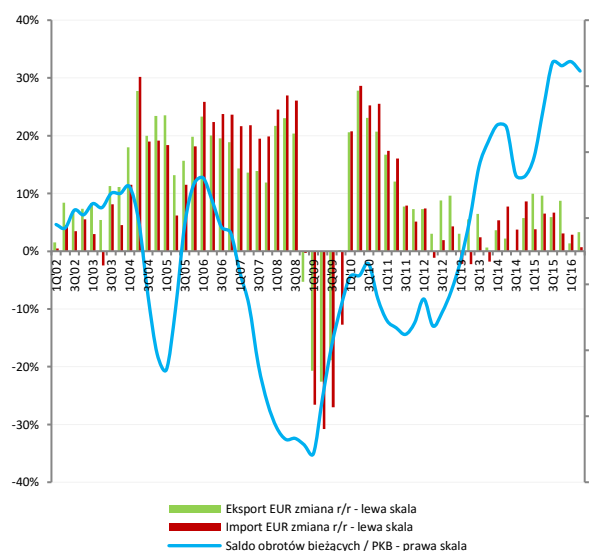
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dekompozycja PKB



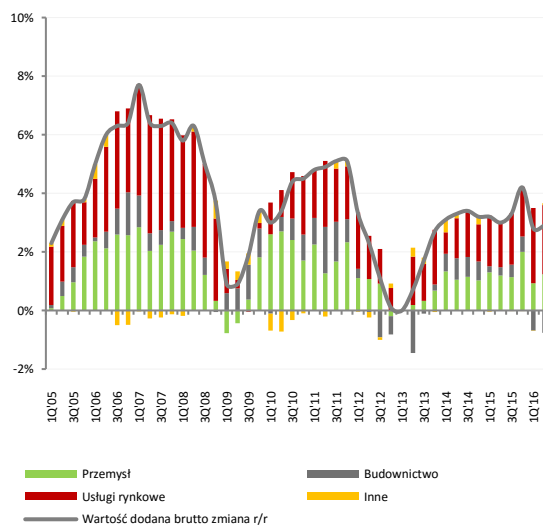
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika eksportu i importu w EUR oraz saldo obrotów bieżących



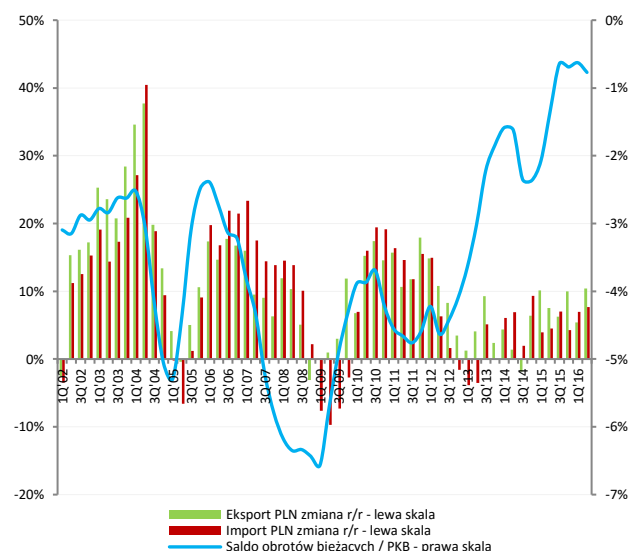
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dekompozycja wartości dodanej brutto



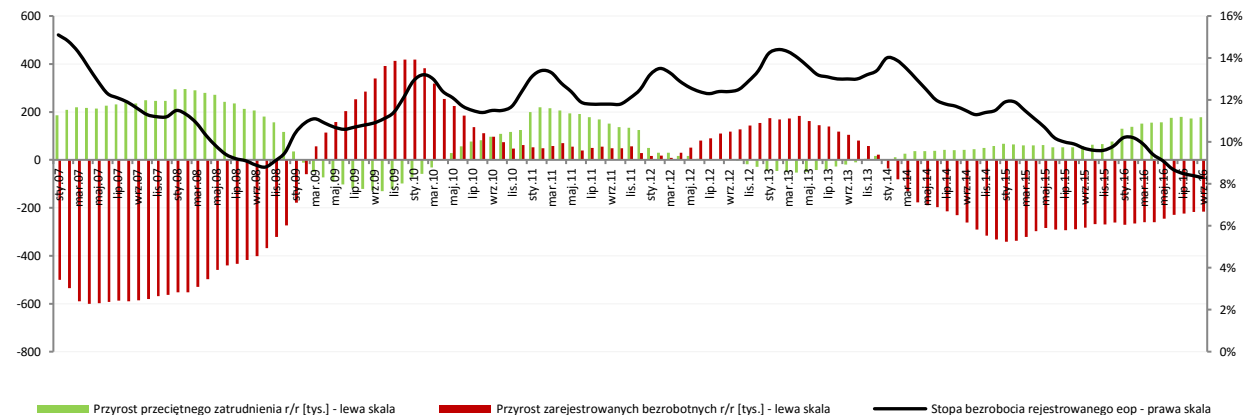
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika eksportu i importu w PLN oraz saldo obrotów bieżących



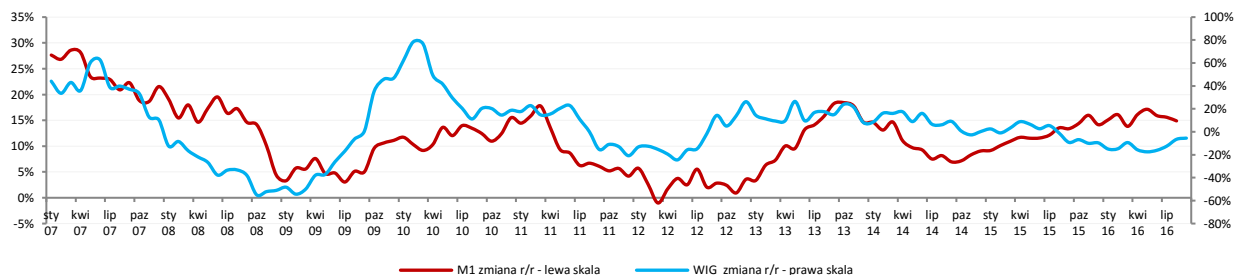
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa bezrobocia na tle przyrostu zatrudnienia oraz zmiany zarejestrowanych bezrobotnych



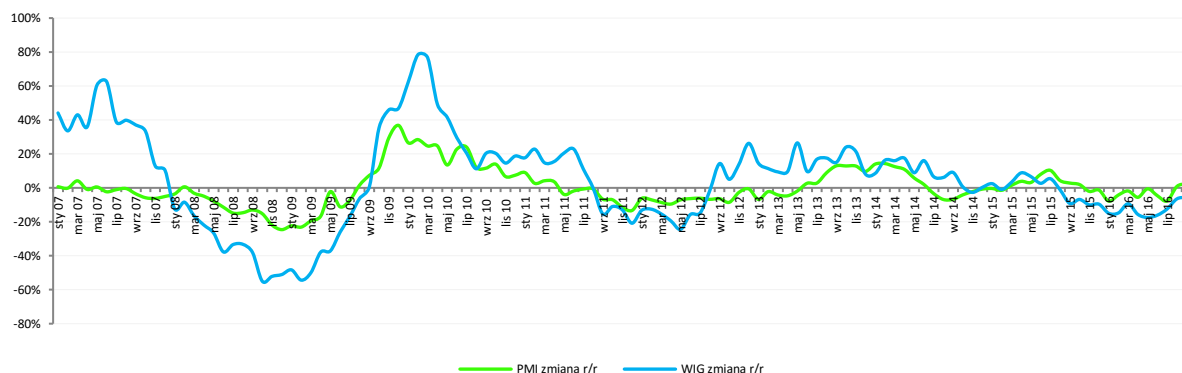
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Dynamika zmian indeksu WIG oraz M1 w Polsce



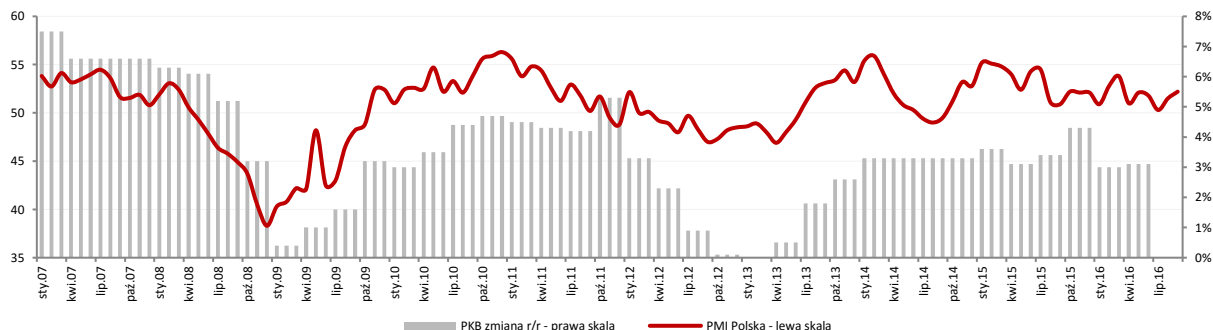
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Dynamika zmian indeksu WIG oraz PMI dla Polski



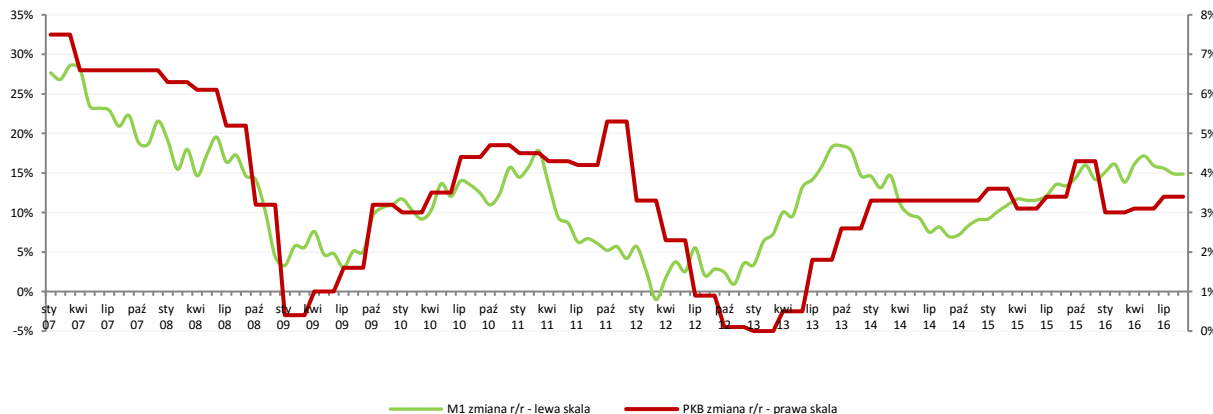
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, Merkit

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 nierozdzielnie 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 obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura 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 02.11.2016 roku, 06:05 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 01.12.2016 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 31.10.2016 roku:

Portfel indeksu BDM-A	PKP CARGO	GPW	VISTULA	NEWAG	ARCTIC PAPER	PA NOVA	POLWAX	COGNOR	INSTAL KRAKÓW	SOLAR
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	TAK	TAK	NIE	NIE	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 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	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	TAK	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

Portfel indeksu BDM-Z	PKO BP	ING BANK	CYFROWY POLSAT	ORANGE	LOTOS	GTC	PKP CARGO	GPW	EMPERIA	PA NOVA
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	NIE	TAK	TAK	TAK	NIE	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	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK
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	TAK
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, 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 zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.