

RAPORT MIESIĘCZNY

02.11.2016, 11:39 CEST Numer 12/2016

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 31.10.2016-01.12.2016:

Indeks BDM-A **+1,74%**

Indeks BDM-Z **+1,41%**

Indeks WIG **-1,54%**

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

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

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

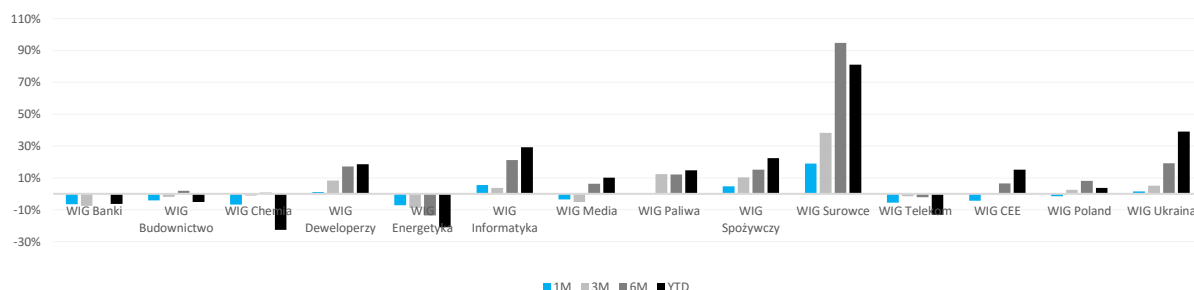
SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE.....	3
INDEKS BDM AGRESYWNY (BDM-A)	6
AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-A.....	7
INDEKS BDM ZRÓWNOWAŻONY (BDM-Z)	9
AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-Z	10
HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM	13
STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI	15
WYNIKI INDEKSÓW SEKTOROWYCH NA GPW	16
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI	17

PODSUMOWANIE

Listopad'16 okazał się dość wymagający dla warszawskiego parkietu. W Polsce kluczowe znaczenie dla obozu byków kolejny raz miał indeks WIG Surowce. Na rynkach zagranicznych obserwowaliśmy wzrost zmienności i po rozstrzygnięciu wyborów prezydenckich w USA doszło m.in. do silnych wzrostów podmiotów przemysłowych i wybranych surowców.

Stopy zwrotu indeksów sektorowych na GPW



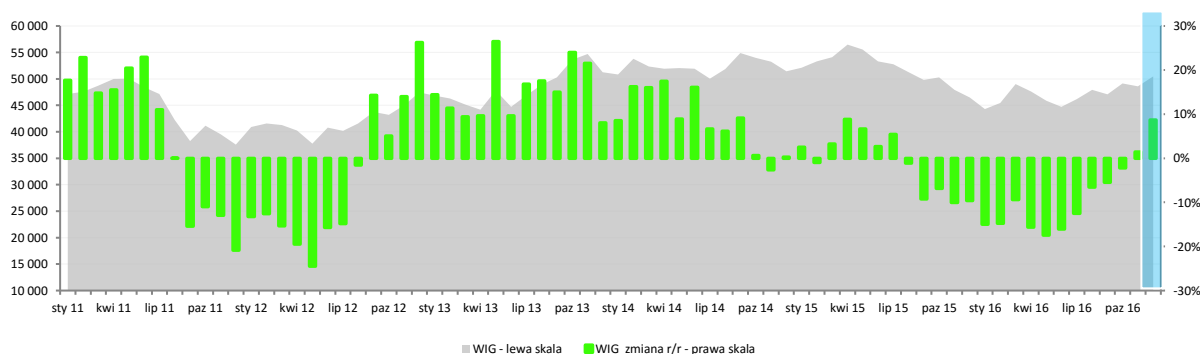
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Oceniamy, że „efekt świętego Mikołaja” w bieżącym roku utkwiał się dobrze w pamięci krajowych inwestorów. Rynek jest jednak dość specyficzny i widzimy dość szybkie i z pozoru nawet chaotyczne ruchy także największych podmiotów. Jest to efekt m.in. atrakcyjnych wycen, przyzwyczajonych perspektyw wynikowych, wcześniejszego silnego wyprzedzenia i także ograniczonej płynności. Tak jak pisaliśmy w ostatniej strategii opublikowanej na początku listopada, mamy być nastawienie na końcówkę bieżącego roku. Lokomotywą dalszego ruchu w górę indeksów w Warszawie powinny być także nowe podmioty poza obszarem surowcowym, które w ostatnich kwartałach i miesiącach nie należały do ulubieńców inwestorów. Dlatego w grudniowej edycji pozostawiamy **POZYTYWNA ocenę dla perspektywy rynku akcji w Polsce**. Oczekiwany przez nas pułap WIG na koniec 2016 roku to wciąż próg 50 500 punktów.

Ocena krótkoterminowej perspektywy dla rynku akcji na GPW



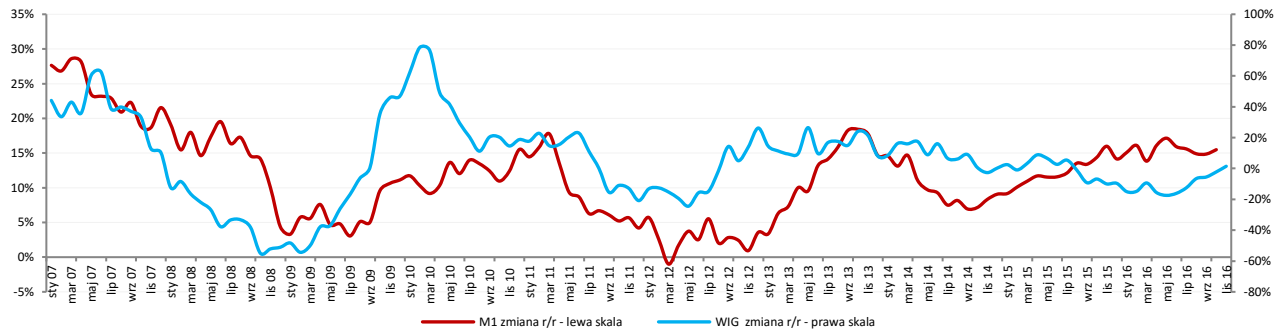
Oczekiwana ścieżka zachowania indeksu WIG na 2016 rok



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W średnim horyzoncie (perspektywa 2017 roku) według nas wachlarz negatywnych dalszych rozczarowań mających charakter wewnętrzny w obszarze dużych podmiotów (WIG Banki, WIG Energetyka) jest już mocno ograniczony. Tym samym spółki o dużej kapitalizacji powinny stopniowo wpływać na dalszą odbudowę krajowych indeksów z perspektywą właśnie na kolejny rok. Jest to najważniejszy moment, zważywszy na mocne (lub nawet bardzo mocne) zachowanie średnich i mniejszych spółek w ostatnich kwartałach.

Dynamika zmian indeksu WIG oraz M1 w Polsce

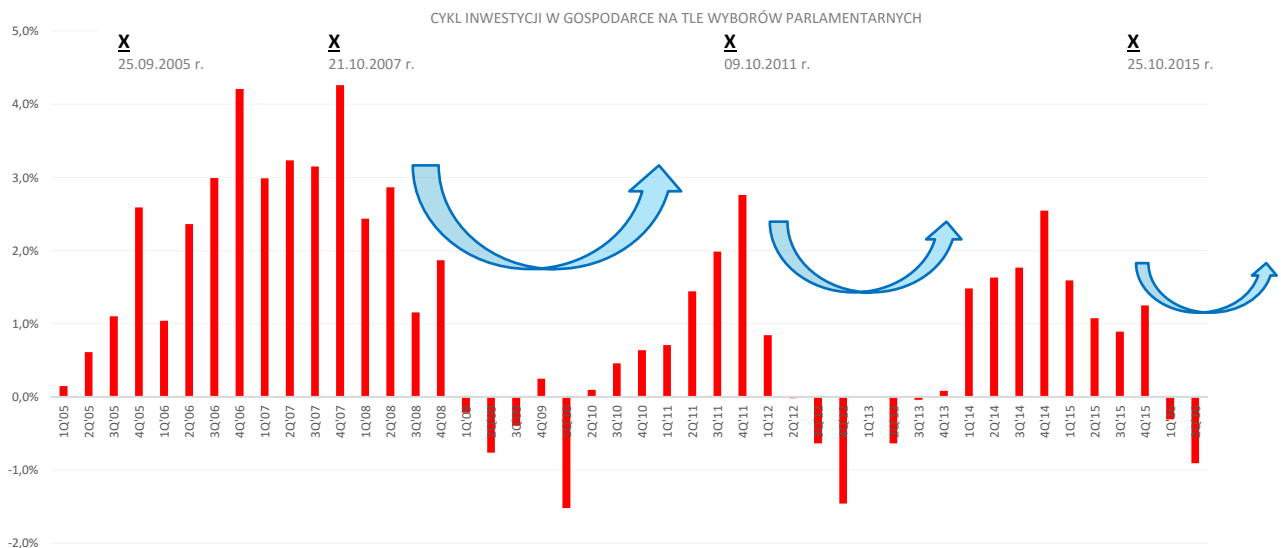


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Na przełomie 1Q'17 i 2Q'17 wyciekujemy szczegółowych propozycji zapisów regulujących przyszłość środków zgromadzonych w dzisiejszym systemie OFE. Docelowe rozwiązanie może być jedną z ważniejszych wiadomości 2017 roku dla krajowego rynku akcji. W przedstawionej w pierwszej połowie 2016 roku przez Wicepremiera, Ministra Rozwoju Mateusza Morawieckiego koncepcji zmian systemu emerytalnego dostrzegamy wobec rynku kapitałowego w Polsce. Tym samym ocenialiśmy, 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. W połowie listopada'16 inwestorzy poznali depeszę PAP, która sugerowała, że w obozie rządowym rozpatrywane są również inne scenariusze zagospodarowania środków z OFE (chodzi w szczególności o umowną pulę 75%, która w myśl koncepcji Ministerstwa Rozwoju ma trafić na prywatne konta). W 1Q'17, zgodnie z zapowiedzią Wicepremiera Mateusza Morawieckiego, mają być znane szczegóły zmian w systemie (w scenariuszu bazowym zakładamy realizację koncepcji forsowanej przez wicepremiera Mateusza Morawieckiego).

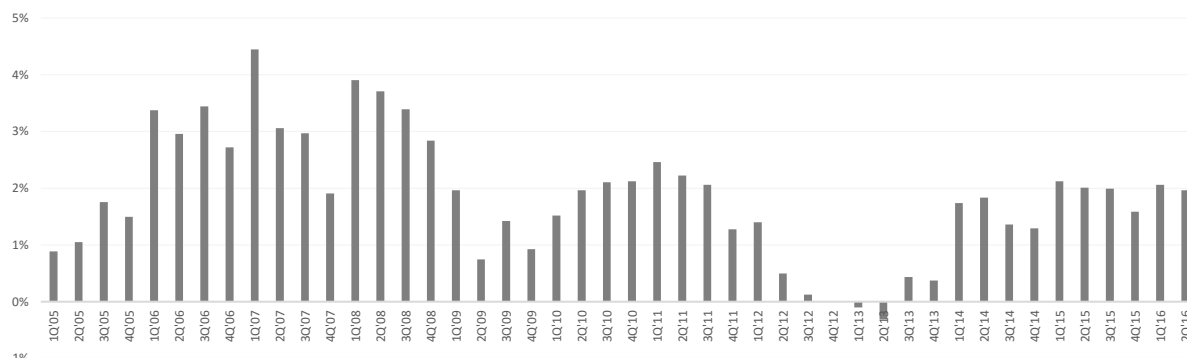
Drugim fundamentalnym czynnikiem wpływającym na odbudowę optymizmu do rynku akcji powinny być lepsze odczyty PKB, w szczególności odczuwalna już przynajmniej neutralna kontrybucja inwestycji w 2H'17. Listopadowa zaktualizowana prognoza NBP zakłada, że dynamika wzrostu PKB w latach 2016-2017-2018 ma wynieść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

Kontrybucja inwestycji do PKB w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kontrybucja spożycia indywidualnego do PKB w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-A w okresie 31.10.2016-01.12.2016

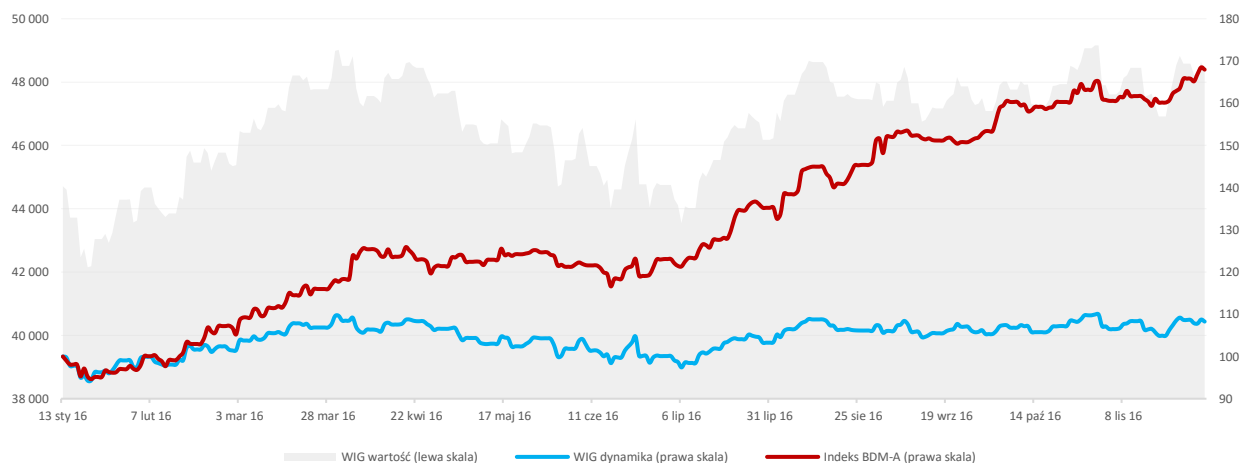
Lp	Spółka	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	PKP Cargo	10,0%	42,92	48,00	11,8%
2	GPW	10,0%	39,11	37,17	-5,0%
3	Vistula (nowa)	10,0%	3,50	3,39	-3,1%
4	Newag (nowa)	10,0%	13,55	15,50	14,4%
5	Arctic Paper (nowa)	10,0%	5,39	5,66	5,0%
6	PA NOVA	10,0%	23,51	25,38	8,0%
7	Polwax	10,0%	17,20	16,73	-2,7%
8	Cognor	10,0%	1,63	1,50	-8,0%
9	Instal Kraków	10,0%	14,50	13,81	-4,8%
10	Solar	10,0%	1,28	1,29	0,8%
	Gotówka	0,0%			
	Portfel akcji	100,0%			

W okresie 31.10.2016-01.12.2016
indeks BDM-A wzrósł o 1,74%.

Indeks WIG spadł o 1,54%.

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 01.12.2016. Do portfela indeksu dodajemy ATM Grupa, Orange, Paged i Ropczyce. Usuujemy walory Arctic Paper, PKP Cargo, Polwax i Vistula.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-A (stan na koniec sesji 01.12.2016)

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	2017P	2018P	2017P	2018P
1	Orange <i>(nowa)</i>	5,27	6 916	12,77	10,0%	-6%	-1%	-7%	-21%	-20%	92,0x	24,6x	4,4x	4,0x
2	GPW	37,17	1 560	1,49	10,0%	-5%	6%	6%	-9%	3%	12,4x	12,0x	7,5x	7,2x
3	Paged <i>(nowa)</i>	48,47	751	0,08	10,0%	-2%	-7%	-4%	-10%	-6%	8,1x	7,1x	6,0x	4,9x
4	Newag	15,50	698	0,34	10,0%	14%	18%	4%	-9%	-14%	18,4x	9,7x	10,1x	6,6x
5	ATM Grupa <i>(nowa)</i>	4,01	338	0,01	10,0%	2%	2%	6%	5%	-2%	13,7x	12,4x	7,8x	7,5x
6	PA NOVA	25,38	254	0,03	10,0%	8%	4%	21%	21%	10%	7,7x	6,9x	10,3x	8,8x
7	Cognor	1,50	199	0,14	10,0%	-8%	24%	39%	67%	88%	10,2x	7,2x	5,9x	5,3x
8	Ropczyce <i>(nowa)*</i>	20,00	101	0,01	10,0%	0%	-9%	-5%	-3%	-8%	8,6x	8,0x	5,5x	4,8x
9	Instal Kraków	13,81	101	0,04	10,0%	-5%	7%	8%	28%	28%	8,5x	7,9x	3,6x	2,9x
10	Solar	1,29	39	0,04	10,0%	1%	9%	30%	-11%	29%	43,3x	18,7x	5,2x	4,7x
				Gotówka	0.0%									
				Portfel akcji	100.0%									

* do obliczeń przyjęto 7,01 mln akcji

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-A:

Orange *(nowa)*

Analitik:
Maciek Bobrowski
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdom.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. W średnim terminie liczymy na odbudowę wartości rynku telekomunikacyjnego i Orange jest wg nas bardzo dobrą ekspozycją na taki scenariusz. Zatem obecne mnożniki rynkowe za 2016-2017 czyli EV/EBITDA w okolicy 4,4x są dla nas atrakcyjne.

Perspektywa koniecznych i uzasadnionych wyższych wydatków inwestycyjnych na FTTH, która wpływała i nadal wpływa negatywnie na sentyment inwestycyjny (z uwagi na ograniczone możliwości wypłaty dywidendy) według nas nie powinna już przeważać w decyzjach inwestycyjnych.

Zakładamy zatem, że wachlarz negatywnych zaskoczeń jest już wyczerpany. Oceniamy, że w obecnej sytuacji każde przyszłe pozytywne zaskoczenie na poziomie wyników lub w szczególności możliwości wypłaty dywidendy wobec bieżącego konsensusu może mieć spory wpływ na poprawę klimatu inwestycyjnego.

GPW

Analitik:
Maciek Bobrowski
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdom.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 oficjalne zaprezentowanie nowej strategii.

Paged *(nowa)*

Analitik:
Krystian Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdom.pl

Otoczenie w biznesie sklejkowym jest bardzo dobre, czego obrazem są rekordowe wyniki konkurenta- UPM Sklejka. Niewykorzystany potencjał w Paged i w konsekwencji lekki spadek porównywalnej EBITDA w 1-3Q'16 to efekt problemów technologicznych nowej inwestycji w sklejce mirror i restrukturyzacji w segmencie meblowym. Zarząd spółki informował, że uporał się z głównymi problemami. Oczekujemy więc, że w 4Q'16 spółka powróci na ścieżkę wzrostu porównywalnej EBITDA, na której powinna pozostać w 2017 roku. Przy niższym CAPEX zdecydowanej poprawie ulegnie rachunek przepływów pieniężnych i bilans, dzięki czemu wskaźnik EV/EBITDA spadnie w okolice 6,0x.

Newag

Analitik:
Krzysztof Pado
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdom.pl

Podtrzymujemy Newag w portfelu na kolejny miesiąc. Zwracamy uwagę, że spółka była przez wiele miesięcy poza zainteresowaniem inwestorów ze względu na słabą ścieżkę wyników oraz opóźnienia w przetargach. Nie spodziewamy się przełomu w wynikach do 4Q'16. Jednak już od 1Q'17 baza robi się mało wymagająca. Zwracamy uwagę na istotną poprawę portfela zamówień spółki na okres 2017-2018 vs 2016. Okres 4Q'16-2018 powinien być mocny pod względem przetargów na nowe EZT ze strony województw, w kolejnych latach liczymy na ożywienie w Przewozach Regionalnych. W obecnej perspektywie unijnej spółka może także zaistnieć na rynku tramwajowym, jeśli pozyska sensownego partnera.

ATM Grupa
(nowa)

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

Patrzmy z większym optymizmem na przyszłe wyniki w obszarze produkcji tv i zarządzania. Drugim kluczowym argumentem przesądzającym o naszym podejściu jest posiadany przez spółkę pakiet 50% w kapitale Aidem Media. Ostatnie kwartały dla tego podmiotu definiujemy jako wyteżoną pracę organiczną. Spodziewamy się, że efekty podjętych działań będą widoczne w rezultatach już w 2017 roku.

PA NOVA

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

Walory spółki wydają nam się jednym z ciekawszych typów z obszaru budowlanego i deweloperskiego. W naszej ocenie, segment generalnego wykonawstwa powinien być motorem wzrostu wyników grupy w perspektywie kolejnych kwartałów. Do tej pory spółka poinformowała o dużych kontraktach dla Ikei oraz PKP, tym samym „twardy” backlog grupy na przyszły rok wynosi ok. 120-130 mln PLN. Czekamy na informacje o wejściu na rynek niemiecki, co sygnalizowały władze spółki. Dla segmentu budowlanego może to być przełom i wejście w inną skalę wyników (istotny wzrost przychodów oraz poprawa realizowanych marż). Liczymy, że pierwsze kontrakty w Niemczech będą realizowane jeszcze w '17. Jednocześnie spodziewamy się, że już od 4Q'16 segment GW zacznie odbudowywać rezultaty, co przełoży się na pozytywną ścieżkę wynikową grupy w poszczególnych kwartałach 2017 roku. Dodatkowo spodziewamy się, że PA Nova sprzeda część posiadanych obiektów (jedna z galerii, parki handlowe lub pakiet obiektów przemysłowych), co stworzy pole do istotnego wzrostu dywidendy w '17 (w modelu przyjmujemy tylko DPS = 1,0 PLN/akcję).

Cognor

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

Obserwujemy dalsze duże wzrosty cen na poszczególnych asortymentach wyrobów ze stali. Zaskoczeniem jest dla nas silna wyżka prętów na rynkach światowych w 4Q'16, co spowodowało także wzrosty cen złomu. Na rynku europejskim indeksy wskazują na relatywnie słabsze zachowanie prętów w ostatnich tygodniach vs pozostałe obszary gospodarcze. Akcentujemy jednak nowe podwyżki już w grudniu oraz spodziewane dalsze lepsze cenniki w UE na 1Q'17.

Dla spółki podtrzymujemy założenie wypracowania EBITDA w 2016 roku na poziomie ok 96-97 mln PLN. Liczymy, że w 4Q'16 średnie uzyskane ceny będą wyższe niżeli spółka wykazała w 3Q'16. Na rok 2017 utrzymujemy założenie, że EBITDA może przekroczyć 120 mln PLN. Wcześniej zwracaliśmy już uwagę, że w dłuższym horyzoncie fundamentalne znaczenie dla spółki mają wprowadzone bariery ochronne na przywóz prętów stalowych do UE (cła ad valorem mają obowiązywać do końca lipca 2021 roku). Tym samym obecne relacje cenowe na pręty stalowe w UE sugerują powstanie istotnej premii dla hut w technologii EAF działających w tym obszarze gospodarczym.

Podsumowując, oceniamy że huty Cognoru mają wyjątkową szansę w najbliższych latach trwale uzyskiwać istotnie wyższe marże produkcyjne, co powinno pomóc w obniżeniu kosztów obsługi finansowania zewnętrznego.

Ropczyce
(nowa)

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

Liczymy, że końcówka rok, czyli sam 4Q'16 przyniesie lepsze odczyty wynikowe niż w 3Q'16 i 4Q'15. W skali całego 2016 roku zakładamy EBITDA na poziomie 32,5 mln PLN. Zwracamy uwagę, że spółka w latach 2017-2018 może wykazywać znacząco mniejszy Capex aniżeli amortyzacja. Tym samym przepływy pieniężne będą jeszcze silniejsze aniżeli w 2016 roku (na koniec grudnia'16 dług netto/EBITDA powinien spaść do 1,8x). Akcentujemy też, że spółka ma dużą ekspozycję na kursy walutowe USD i EUR. Choć historycznie spółka charakteryzuje się względną stabilnością wyników finansowych to średnim terminie zwracamy także uwagę także na znaczącą poprawę sytuacji w branży hutniczej w Europie, czyli w grupie kluczowych odbiorców usług/produktów Ropczyc.

Podstawowe ryzyko upatrujemy w kwestiach korporacyjnych. Trwający konflikt głównych akcjonariuszy wpłynął jednak na stworzenie bardzo atrakcyjnej wyceny mnożnikowej Ropczyc (prognozowana EV/EBITDA na lata 2017-2018 wynosi odpowiednio 5,5x i 4,8x).

Instal Kraków

Analitik:
Krzysztof Pado
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl

Po 3Q'16 podtrzymujemy nasze wcześniejsze założenia, że spółka przekroczy w 2016 roku 10 mln PLN na poziomie zysku netto. Zwracamy uwagę, że Instal Kraków na początku grudnia w ofercie ma około 50 gotowych mieszkań (Sołtysowska I), kolejne ponad 300 (Sołtysowska II) jest bliskie ukończenia i zostanie oddane do użytkowania na przełomie roku (zakładamy, że sprzedaż rozłoży się stopniowo na 2017 rok). Sama ich wartość netto stanowi istotną część kapitalizacji rynkowej spółki. Dodatkowo do oferty wprowadzono w ostatnich tygodniach około 160 mieszkań (2 budynki z docelowych 5) z inwestycji Nowy Przewóz 5.0. Dodając do tego gotówkę netto, wartość posiadanych gruntów, spółkę zależną Frapol czy działalność na rynku niemieckim (zakładamy, że spadek rentowności w 2H'16 roku jest przejściowy) nie widzimy uzasadnienia dla niskiej wyceny giełdowej Instalu Kraków. Kolejnym impulsem dla poprawy atrakcyjności inwestycyjnej spółki jest zaakcentowana już w 3Q'16 poprawa wyników w segmencie budowlanym, który jeszcze wyraźnie obciążał rezultaty w 1H16.

Solar

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

Po dobrym odczycie wynikowym za 2Q'16 spółka pokazała przeciętne dane za 3Q'16 (co sugerowały już wcześniej odczyty sprzedażowe). Liczymy na dobry wynik w 4Q'16. 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, co będzie widać w szczególności w okresie 2017-2018.

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-Z w okresie 31.10.2016-01.12.2016

Lp	Spółka	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	PKO BP	10,0%	27,48	25,20	-8,3%
2	ING Bank <i>(nowa)</i>	10,0%	144,00	150,00	4,2%
3	Cyfrowy Polsat	10,0%	24,22	23,50	-3,0%
4	Orange	10,0%	5,60	5,27	-5,9%
5	Lotos	10,0%	34,01	36,57	7,5%
6	GTC	10,0%	8,03	8,11	1,0%
7	PKP Cargo	10,0%	42,92	48,00	11,8%
8	GPW	10,0%	39,11	37,17	-5,0%
9	Emperia	10,0%	64,00	65,70	2,7%
10	PA NOVA	10,0%	23,51	25,38	8,0%
	Gotówka	0,0%			
	Portfel akcji	100,0%			

**Indeks BDM-Z w okresie
31.10.2016-01.12.2016
zyskał 1,41%.**

Indeks WIG stracił 1,54%.

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 01.12.2016 zmieniamy skład indeksu BDM-Z. Do portfela indeksu dodajemy Asseco Poland, LPP, Kęty i Synthos. Jednocześnie usuwamy walory Lotos, GTC, Emperia i PKP Cargo.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-Z (stan na koniec sesji 01.12.2016)

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	2017P	2018P	2017P	2018P	2017P	2018P
1	PKO BP	25,20	31 500	48,96	10,0%	-8%	-4%	5%	-7%	-8%	12,0x	11,0x	---	---	3,3%	3,7%
2	ING Bank	150,00	19 515	2,94	10,0%	4%	1%	26%	30%	28%	14,4x	12,8x	---	---	3,3%	3,9%
3	Cyfrowy Polsat	23,50	15 029	8,72	10,0%	-3%	-5%	9%	-3%	13%	13,5x	11,5x	6,7x	6,2x	5%	6%
4	LPP (nowa)	5 814,9	10 695	17,46	10,0%	-1%	35%	13%	-14%	5%	31,4x	19,9x	14,4x	11,6x	0%	2%
5	Orange	5,27	6 916	12,77	10,0%	-6%	-1%	-7%	-21%	-20%	92,0x	24,6x	4,4x	4,0x	5%	5%
6	Synthos (nowa)	4,46	5 902	7,22	10,0%	-6%	16%	24%	23%	17%	14,8x	12,5x	10,1x	9,2x	5%	5%
7	Asseco PI (nowa)	52,12	4 326	7,47	10,0%	0%	-5%	-3%	-9%	-8%	10,7x	9,9x	6,7x	6,3x	6%	7%
8	Kęty (nowa)	365,05	3 451	5,46	10,0%	-7%	-2%	16%	25%	17%	15,1x	14,1x	9,3x	8,3x	5%	5%
9	GPW	37,17	1 560	1,49	10,0%	-5%	6%	6%	-9%	3%	12,4x	12,0x	7,5x	7,2x	5%	6%
10	PA NOVA	25,38	254	0,03	10,0%	8%	4%	21%	21%	10%	7,7x	6,9x	10,3x	8,8x	4%	4%
Gotówka					0,0%											
Portfel akcji					100,0%											

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-Z:

PKO BP <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Podtrzymujemy nasze wcześniejsze tezy i liczymy, że w kolejnych dwóch kwartałach stopniowo powinno być widać większy optymizm dotyczący sektora bankowego. PKO BP po wcześniejszej przecenie jest handlowany wciąż przy atrakcyjnych mnożnikach i daje dobrą ekspozycję na spodziewane w drugim półroczu 2017 roku ożywienie w inwestycjach.
ING Bank <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Doceniamy wyniki za 3Q'16 dlatego utrzymujemy bank w zestawieniu. Przyjęta przez nas ścieżka wynikowa na 2017-2018 wskazuje, że wskaźnik P/E będzie wynosić odpowiednio 14,4x i 12,8x. Dlatego traktujemy ING nadal jako dobrą ekspozycję na sektor bankowy w obecnym wymagającym otoczeniu.
Cyfrowy Polsat <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Dobrze oceniamy odczyty wskazujące przyrost RGU we wszystkich głównych usługach kontraktowych. Doceniamy w szczególności działania spółki w kierunku utrzymywania wzrostu ARPU. Zatem spodziewamy się, że coraz lepsza monetyzacja klienta powinna być jeszcze bardziej widoczna jako czynnik determinujący wzrost EBITDA w 2017 roku. Zwracamy też uwagę na przedstawioną politykę dywidendową.
LPP <i>Analitik:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	W ostatnim czasie sentyment do akcji spółki uległ poprawie. Jest to zasługa pozytywnych odczytów sprzedażowych (od kilku miesięcy dynamiki rzędu ok. 20% r/r, powyżej tempa przyrostu sieci) oraz odbudowy pierwszej marży. Co prawda w październiku mieliśmy do czynienia ze wzrostem o 1 p.p., natomiast w listopadzie rentowność detaliczna podniosła się aż o 5 p.p. W naszej ocenie jest to efekt m.in. nowej polityki zarządzania zapasami oraz cenami w sklepach. Uważamy tym samym, że istnieje bardzo duża szansa na istotną poprawę wyników w 4Q'16 w relacji do ubiegłego roku. Zakładamy, że LPP wypracuje w bieżącym kwartale 1,9 mld PLN przychodów oraz 393 mln PLN EBITDA, co implikuje wzrost o niemal 100 mln PLN r/r. W perspektywie przyszłego roku spodziewamy się odbudowy marki Reserved w Polsce oraz powrotu do dwucyfrowego tempa przyrostu sieci. Liczymy również, że grupa wykorzysta efekt niskiej bazy na pierwszej marży z '16, co powinno przełożyć się na zdecydowaną poprawę rezultatów finansowych. W przypadku realizacji naszych prognoz, LPP byłoby handlowane dla EV/EBITDA'17 poniżej grupy Inditex.
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. W średnim terminie liczymy na odbudowę wartości rynku telekomunikacyjnego i Orange jest wg nas bardzo dobrą ekspozycją na taki scenariusz. Zatem obecne mnożniki rynkowe za 2016-2017 czyli EV/EBITDA w okolicy 4,4x są dla nas atrakcyjne. Perspektywa koniecznych i uzasadnionych wyższych wydatków inwestycyjnych na FTTH, która wpływała i nadal wpływa negatywnie na sentyment inwestycyjny (z uwagi na ograniczone możliwości wypłaty dywidendy) według nas nie powinna już przeważać w decyzjach inwestycyjnych. Zakładamy zatem, że wachlarz negatywnych zaskoczeń jest już wyczerpany. Oceniamy, że w obecnej sytuacji każde przyszłe pozytywne zaskoczenie na poziomie wyników lub w szczególności możliwości wypłaty dywidendy wobec bieżącego konsensusu może mieć spory wpływ na poprawę klimatu inwestycyjnego.
Synthos (nowa) <i>Analitik:</i> Krystian Brymora tel. (032) 20-81-435 e-mail: brymora@bdm.pl	Zarząd podjął decyzję o wypłacie zaliczki na poczet przewidywanej dywidendy z zysku za 2016 rok w kwocie 0,53 PLN/akcję, co daje stopę dywidendy na poziomie ok. 12%. Obok wysokiego DY pozytywnie na notowania spółki w grudniu powinny wpływać najlepsze w roku wyniki 4Q'16, z dynamiką wzrostu EBITDA ok 50% r/r. W sprawozdaniu zarządu za 3Q'16 spółka informuje o rozbudowie mocy produkcyjnych NdPBR o 32 tys. ton (+65%), co potwierdza dobra koniunkturę w biznesie kauczukowym.
Asseco Poland (nowa) <i>Analitik:</i> Marek Jurzec tel. (032) 20-81-435 e-mail: marek.jurzec@bdm.pl	Asseco Poland posiada znaczną ekspozycję na kursy walutowe, przez co w wynikach spółki powinien być widoczny pozytywny efekt słabej złotówki. Ponadto sektory z ekspozycją na rynek komercyjny powinny w dalszym ciągu realizować wysoką dynamikę poprawy wyników. Tutaj szczególną uwagę zwracamy na spółki izraelskie oraz niektóre podmioty z grupy kapitałowej działające w Polsce. Na rynku krajowym liczymy także na ożywienie w segmencie administracji publicznej, które powinno być odczuwalne już w 2H'17.

Kęty
(nowa)

Analitik:
Krzysztof Pado
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl

Ostatnia ok. 10% korekta kursu skłania nas do dodania spółki do portfela. Spółka nie jest tania, jednak ma za sobą właśnie okres rekordowego CAPEX-u, który nie znalazł jeszcze odzwierciedlenia w wynikach. Zwracamy także uwagę, że przynajmniej utrzymanie zeszłorocznego poziomu dywidendy implikuje stopę na poziomie blisko 5%. Liczymy na przedstawienie ambitnej ścieżki wzrostu wyników w aktualizacji strategii, która powinna pojawić się na początku 2017 roku.

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 oficjalne zaprezentowanie nowej strategii.

PA NOVA

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

Walory spółki wydają nam się jednym z ciekawszych typów z obszaru budowlanego i deweloperskiego. W naszej ocenie, segment generalnego wykonawstwa powinien być motorem wzrostu wyników grupy w perspektywie kolejnych kwartałów. Do tej pory spółka poinformowała o dużych kontraktach dla Ikei oraz PKP, tym samym „twardy” backlog grupy na przyszły rok wynosi ok. 120-130 mln PLN. Czekamy na informacje o wejściu na rynek niemiecki, co sygnalizowały władze spółki. Dla segmentu budowlanego może to być przełom i wejście w inną skalę wyników (istotny wzrost przychodów oraz poprawa realizowanych marż). Liczymy, że pierwsze kontrakty w Niemczech będą realizowane jeszcze w '17. Jednocześnie spodziewamy się, że już od 4Q'16 segment GW zacznie odbudowywać rezultaty, co przełoży się na pozytywną ścieżkę wynikową grupy w poszczególnych kwartałach 2017 roku. Dodatkowo spodziewamy się, że PA Nova sprzeda część posiadanych obiektów (jedną z galerii, parki handlowe lub pakiet obiektów przemysłowych), co stworzy pole do istotnego wzrostu dywidendy w '17 (w modelu przyjmujemy tylko DPS = 1,0 PLN/akcję).

HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.1 [stan na koniec sesji 01.12.2016]

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
ATM Grupa	kupuj	4,75	trzymaj	3,62	01.12.2016	09:17 CEST	3,93	48 619			4,01	48 402	2,0%	-0,4%	2,5%	bobrowski
PA NOVA	kupuj	34,6	kupuj	31,8	25.11.2016	12:50 CEST	21,8	48 489			25,38	48 402	16,4%	-0,2%	16,6%	górnjak
Polwax	kupuj	21,6	---	---	23.11.2016	08:56 CEST	16,5	48 030			16,73	48 402	1,4%	0,8%	0,6%	brymora
Groclin	kupuj	17,6	---	---	22.11.2016	15:07 CEST	14,6	47 915			15,07	48 402	3,2%	1,0%	2,2%	jurzec
Vistula	kupuj	3,87	---	---	21.11.2016	14:11 CEST	3,24	47 288			3,39	48 402	4,6%	2,4%	2,3%	górnjak
Orbis	akumuluj	71,7	trzymaj	60	21.11.2016	12:53 CEST	64	47 278			68,4	48 402	6,9%	2,4%	4,5%	bobrowski
PGNiG	trzymaj	4,66	redukuje	4,52	17.11.2016	08:55 CEST	4,8	47 635			5,09	48 402	6,0%	1,6%	-4,4%	pado
PKN Orlen	akumuluj	78	akumuluj	72,3	24.10.2016	16:00 CEST	70,5	48 473			76,80	48 402	8,9%	-0,1%	9,1%	pado
PCC Rokita	trzymaj	65	akumuluj	49,9	24.10.2016	12:15 CEST	69	48 280			67,00	48 402	-2,9%	0,3%	3,2%	brymora
MFO	akumuluj	23,76	kupuj	20,63	24.10.2016	08:29 CEST	21,69	47 931			22,54	48 402	3,9%	1,0%	2,9%	bobrowski
Lotos	akumuluj	33,2	akumuluj	27,1	20.10.2016	09:58 CEST	30,1	47 876	tak	07.11.2016	34,20	48 200	13,6%	0,7%	12,9%	pado
Śnieżka	akumuluj	56,4	redukuje	56,4	19.10.2016	09:10 CEST	50,6	47 437			54,35	48 402	7,4%	2,0%	5,4%	pado
MS Zabrze	kupuj	1,4	trzymaj	2,32	05.10.2016	09:10 CEST	1,17	47 901			1,16	48 402	-0,9%	1,0%	-1,9%	pado
Instal Kraków	kupuj	19,9	kupuj	19,1	29.09.2016	09:35 CEST	12,6	47 644			13,81	48 402	9,6%	1,6%	8,0%	pado
Cognor	kupuj	1,76	kupuj	1,73	26.09.2016	09:08 CEST	1,17	47 866			1,50	48 402	28,2%	1,1%	27,1%	bobrowski
Cyfrowy Polsat	akumuluj	26,36	akumuluj	24,65	15.09.2016	09:08 CEST	23,9	46 989			23,5	48 402	-1,7%	3,0%	-4,7%	bobrowski
Forte	redukuje	67,8	akumuluj	59,2	14.09.2016	09:29 CEST	76	46 876			76,50	48 402	0,7%	3,3%	2,6%	brymora
GPW	kupuj	44,2	akumuluj	41	07.09.2016	08:40 CEST	35,5	48 081			37,50	48 402	5,6%	0,7%	5,0%	bobrowski
PA NOVA	kupuj	31,84	kupuj	25,82	02.09.2016	13:39 CEST	26,5	47 278	nie; update	25.11.2016	22,55	48 489	-14,9%	2,6%	-17,5%	górnjak
Bytom	akumuluj	3,23	redukuje	2,98	01.08.2016	11:59 CEST	2,83	46 323			2,33	48 402	-17,7%	4,5%	-22,2%	górnjak
Trakcja	akumuluj	12,5	wzniesienie	---	01.08.2016	10:59 CEST	11,2	46 233	tak	04.10.2016	12,75	47 570	13,8%	2,9%	10,9%	pado
Grupa Azoty	redukuje	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			20,00	48 402	-7,0%	3,3%	10,3%	brymora
ZA Pufawy	akumuluj	239	trzymaj	165	28.07.2016	14:41 CEST	206	46 854			172,00	48 402	-16,5%	3,3%	-19,8%	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	redukuje	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			19,99	48 402	17,2%	7,0%	10,3%	pado
Comp	kupuj	69,5	kupuj	69,5	06.07.2016	10:19	52,26	43 959			58,5	48 402	11,9%	10,1%	1,8%	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			5,66	48 402	13,2%	7,5%	5,7%	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	redukuje	43,2	08.06.2016		62	46 277			54,7	48 402	-11,8%	4,6%	-16,4%	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	wzniesienie	18,2	09.05.2016		11,99	46 664	tak	28.09.2016	14,72	47 279	22,8%	1,3%	21,5%	bobrowski
PKN Orlen	akumuluj	72,3	trzymaj	73	06.05.2016		65,5	46 240	tak	24.10.2016	72,57	48 305	10,8%	4,5%	6,3%	pado

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.2 [stan na koniec sesji 01.12.2016]

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
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	48 402	-6,6%	2,8%	-9,4%	górnjak
Budimex	redukuj	170,1	trzymaj	125,6	29.04.2016		196	47 654			200,1	48 402	2,1%	1,6%	-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			34,6	48 402	11,6%	1,1%	10,5%	brymora
Wasko	akumuluj	2,51	kupuj	2,51	27.04.2016		1,97	47 914			1,14	48 402	-42,1%	1,0%	-43,2%	jurzec
PKN Orlen	trzymaj	73	kupuj	69,1	13.04.2016		71,9	47 888	nie; update	06.05.2016	65,5	46 240	-8,9%	-3,4%	5,5%	pado
Bytom	redukuj	2,98	redukuj	2,77	11.04.2016		3,29	47 556	tak	10.06.2016	2,71	45 813	-17,6%	-3,7%	14,0%	górnjak
LPP	akumuluj	6412,7	redukuj	5658,7	18.03.2016		5835	47 833	nie	30.09.2016	3935	47 085	-32,6%	-1,6%	-31,0%	górnjak
Synthos	trzymaj	3,9	akumuluj	4,6	08.03.2016		3,76	46 707	nie	30.09.2016	4,35	47 085	15,7%	0,8%	-14,9%	brymora
Stalprodukt	akumuluj	315,8	redukuj	290	08.03.2016		272,7	46 843	nie; update	24.05.2016	292	46 042	7,1%	-1,7%	8,8%	bobrowski
Synthos	akumuluj	4,6	akumuluj	4,75	03.03.2016		4,00	45 747	nie; update	08.03.2016	3,76	46 707	-6,0%	2,1%	-8,1%	brymora
Śnieżka	trzymaj	56,4	akumuluj	51,1	26.02.2016		55,7	45 991	nie; update	18.07.2016	61,20	45 541	9,9%	-1,0%	-10,9%	pado
Comarch	kupuj	139	---	---	24.02.2016		115	45 335	tak	19.04.2016	142,0	48 384	23,5%	6,7%	16,8%	jurzec
Agora	trzymaj	11,77	redukuj	11,2	23.02.2016		11,5	45 761	tak	08.09.2016	11,25	48 300	-2,2%	5,5%	7,7%	bobrowski
ATM Grupa	trzymaj	3,62	kupuj	3,92	16.02.2016		3,84	44 288	nie	30.08.2016	3,90	47 085	1,6%	6,3%	4,8%	bobrowski
Forte	akumuluj	59,2	redukuj	49,8	16.02.2016		50,4	44 106	tak	13.04.2016	59,80	47 845	18,7%	8,5%	10,2%	brymora
Lotos	akumuluj	27,1	akumuluj	33,5	15.02.2016		24,2	44 393	tak	18.03.2016	27,43	47 811	13,3%	7,7%	5,6%	pado
PKN Orlen	kupuj	69,1	akumuluj	80	15.02.2016		57,0	44 469	tak	01.04.2016	73,50	48 745	28,9%	9,6%	19,3%	pado
Selena FM	kupuj	18,8	trzymaj	22,3	15.02.2016		15,0	43 849	nie; update	15.07.2016	17,05	45 246	13,7%	3,2%	10,5%	pado
Paged	kupuj	62,9	akumuluj	62	12.02.2016		52,3	44 017	nie	30.09.2016	49,00	47 085	-6,3%	7,0%	-13,3%	brymora
Cyfrowy Polsat	akumuluj	24,65	trzymaj	24,21	11.02.2016		21,6	43 687	tak	31.08.2016	24,65	47 650	14,1%	9,1%	5,0%	bobrowski
Kęty	akumuluj	310,6	trzymaj	305	11.02.2016		280,1	43 859	tak	04.04.2016	318,00	48 560	13,5%	10,7%	2,8%	pado
PGNiG	redukuj	4,52	redukuj	4,7	01.02.2016		5,11	44 050	nie	30.09.2016	5,05	47 085	-1,2%	6,9%	8,1%	pado
Bogdanka	kupuj	39,8	kupuj	42,36	05.01.2016		32,55	45 357	tak	29.03.2016	39,82	47 925	22,3%	5,7%	16,7%	bobrowski
Qumak	redukuj	7,82	---	---	22.12.2015		9,07	46 247	tak	23.05.2016	6,66	45 886	-26,6%	-0,8%	25,8%	jurzec
Bytom	redukuj	2,77	redukuj	2,7	18.12.2015		3,05	45 684	tak	13.01.2016	2,70	44 585	-11,5%	-2,4%	9,1%	górnjak
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

STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI

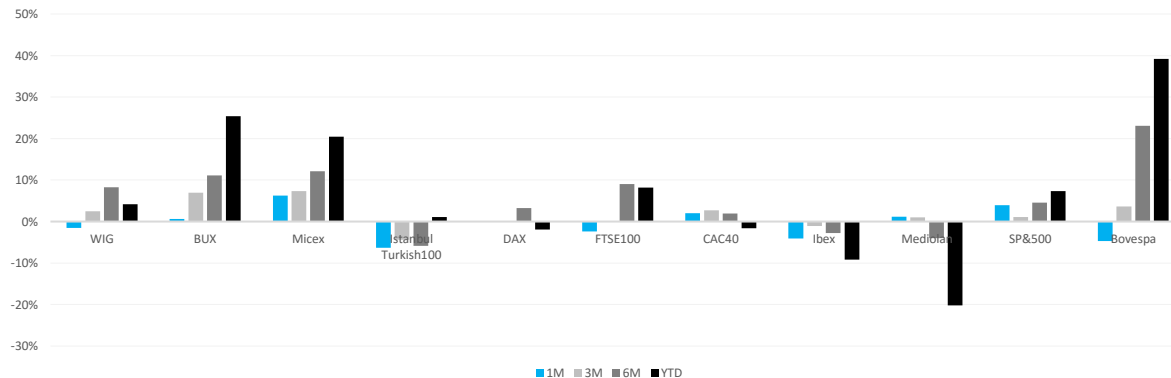
Styczeń 2016 roku przyniósł gwałtowną przecenę niemal na wszystkich rynkach akcji. Statystycznie pierwsze dni handlu nowego roku w 2016 roku należały do jednych ze słabszych okresów w historii odczytów (zarówno dla giełd amerykańskich jak i europejskich). Stopniowo zmiana nastrojów na głównych rynkach 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). Zwracamy też uwagę na ostatnie zwroty cen wielu surowców przemysłowych po rozstrzygnięciu wyborów prezydenckich w USA.

Zmiany wybranych indeksów akcyjnych

	1M	3M	6M	1Yr	YTDr
WIG	-1,5%	2,5%	8,3%	1,3%	4,2%
BUX	0,7%	7,0%	11,1%	25,8%	25,4%
Micex	6,3%	7,3%	12,1%	19,7%	20,5%
Istanbul Turkish100	-6,3%	-4,4%	-5,9%	-5,6%	1,1%
DAX	0,1%	0,0%	3,2%	-6,5%	-1,9%
FTSE100	-2,4%	0,1%	9,1%	5,6%	8,2%
CAC40	2,0%	2,7%	1,9%	-7,2%	-1,6%
Ibex	-4,1%	-1,1%	-2,8%	-16,5%	-9,2%
Mediolan	1,2%	1,0%	-4,0%	-24,3%	-20,2%
SP&500	3,9%	1,1%	4,5%	4,4%	7,4%
Bovespa	-4,7%	3,6%	23,1%	33,9%	39,2%

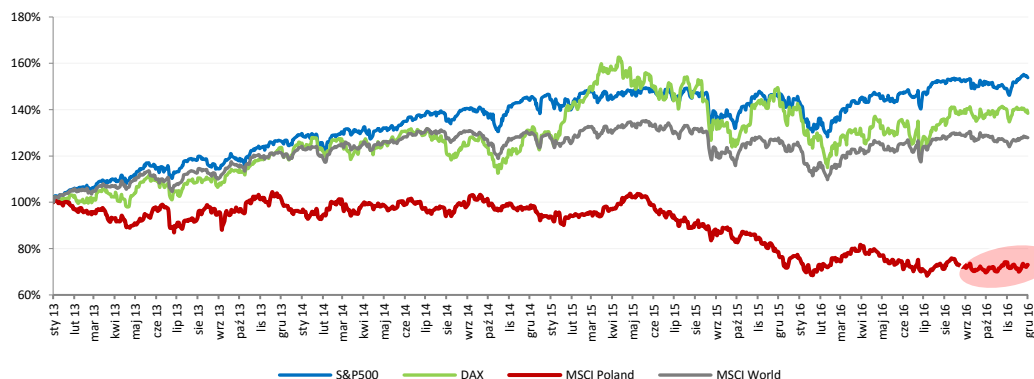
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

MSCI Poland na tle innych indeksów w okresie od 2013 roku



Na głównych rynkach akcji widać odczyty blisko tegorocznych szczytów.

Dostrzegamy wyczerpanie negatywnych tendencji w strukturze indeksu MSCI Poland.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI INDEKSÓW SEKTOROWYCH NA GPW

Sytuacja na warszawskim parkiecie akcji w 2015 roku była wyjątkowo trudna dla inwestorów. Wpływ na pogłębiające się spadki miało kilka czynników. Jednym z nich to wg nas długofalowy proces korekty premii z jakimi historycznie notowane były krajowe podmioty względem zagranicznych podmiotów. Ingerencja w sposób działania systemu OFE, czyli jednego z filarów polskiego rynku kapitałowego i perspektywa długoletniej podaży z ich strony wpływa na coraz niższe akceptowalne mnożniki. Tym samym historyczna premia zamieniła się nawet w trwałe dyskonto. Drugim kluczowym aspektem były zmiany na krajowej scenie politycznej i wprowadzenie zmian w strategii działania w kluczowych spółkach z udziałem SP (m.in. wejście w życie podatku bankowego, zaangażowanie spółek energetycznych w konsolidację sektora górniczego). W ostatnich dwóch miesiącach widać wyhamowanie dynamiki wzrostu WIG40. Tym samym obserwujemy strukturalne zmiany i w przyszłości spodziewamy się względnej siły WIG20 nad WIG40.

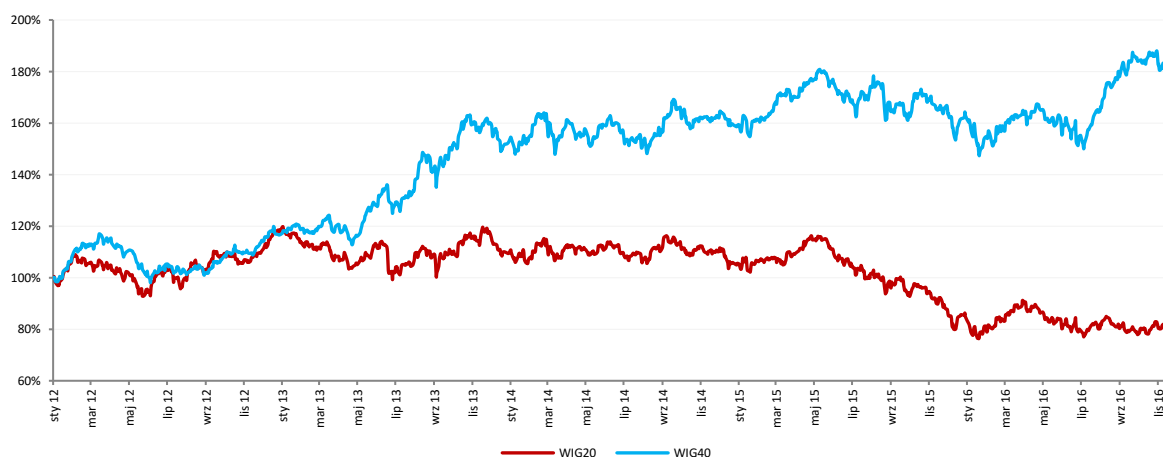
Zmiany wybranych indeksów krajowego rynku akcji

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG30	-0,6%	3,3%	6,7%	-2,8%	0,5%
WIG20	-1,7%	1,3%	1,4%	-7,3%	-4,0%
mWIG40	0,0%	5,6%	21,0%	13,4%	15,4%
sWIG80	-2,8%	-0,8%	4,8%	4,7%	5,8%
WIGdiv	0,1%	0,5%	5,3%	-1,7%	0,3%
WIG	-1,5%	2,5%	8,3%	1,3%	4,2%
Respect	0,0%	3,0%	9,6%	-1,3%	2,0%

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG Banki	-6,6%	-7,5%	0,5%	-3,8%	-6,4%
WIG Budownictwo	-4,1%	-2,0%	1,9%	-10,8%	-5,2%
WIG Chemia	-6,8%	-1,0%	0,6%	-24,2%	-22,7%
WIG Deweloperzy	1,1%	8,3%	17,2%	20,0%	18,6%
WIG Energetyka	-7,1%	-8,8%	-13,6%	-23,0%	-21,0%
WIG Informatyka	5,5%	3,7%	21,2%	25,4%	29,2%
WIG Media	-3,5%	-5,1%	6,3%	-3,4%	10,1%
WIG Paliwa	0,2%	12,3%	12,2%	13,4%	14,8%
WIG Spożywczy	4,7%	10,4%	15,1%	21,4%	22,4%
WIG Surowce	19,0%	38,3%	94,8%	56,0%	81,1%
WIG Telekom	-5,6%	-1,5%	-2,1%	-14,0%	-13,1%
WIG CEE	-4,4%	0,5%	6,5%	14,0%	15,1%
WIG Poland	-1,5%	2,4%	8,1%	0,8%	3,7%
WIG Ukraina	1,5%	5,2%	19,3%	34,8%	39,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana WIG20 i WIG40 od 2012 roku



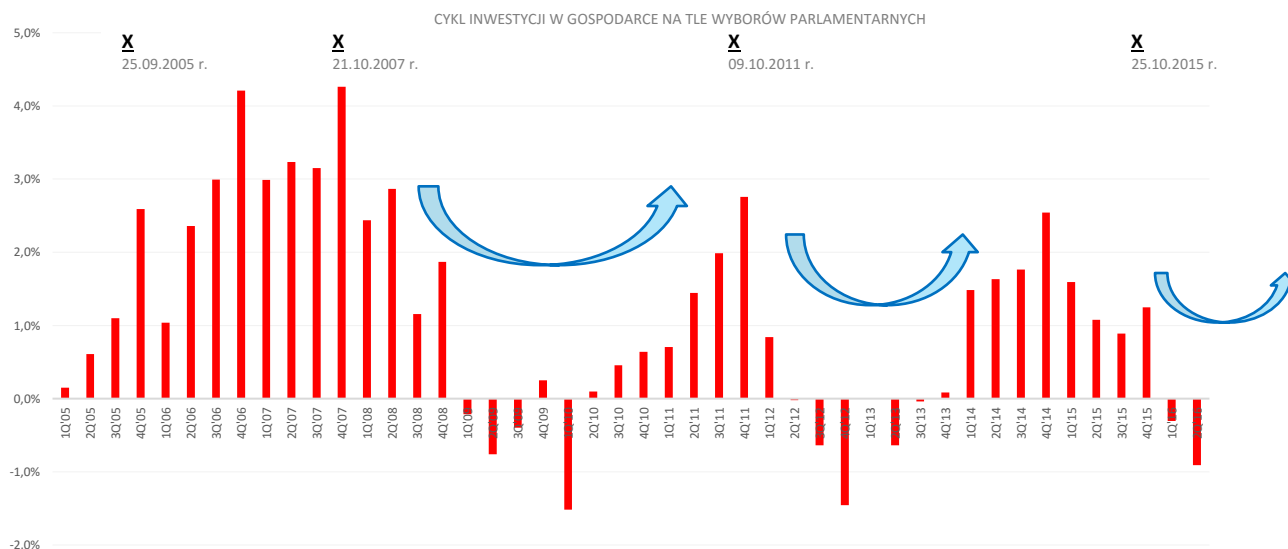
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI

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

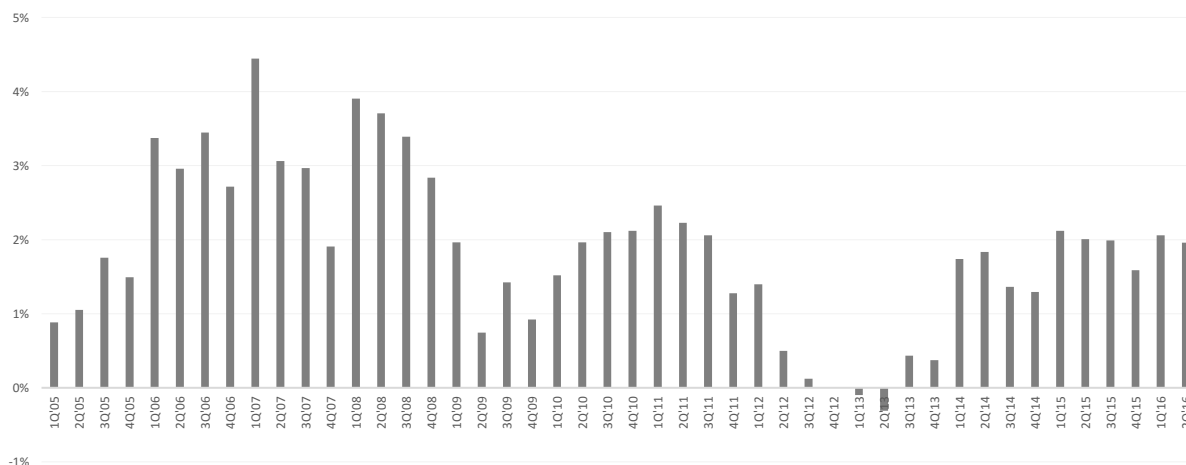
Inwestycje w 1Q'16 to efekt -0,3%, w 2Q'16 wpływ na PKB to aż -0,9%, z kolei w samym 3Q'16 było to już -1,5%. Jest to zatem jeden z gorszych okresów w ostatnich latach, co związane jest z nową perspektywą inwestycji unijnych oraz zmianami w kluczowych przedsiębiorstwach z udziałem SP (gdzie dokonywane są przeglądy i aktualizacje dla przyszłych strategicznych decyzji). Poprzedni historycznie trudny moment inwestycyjny to przełom 2012/2013 roku. Na poniższym wykresie pokazujemy również prawidłowość historyczną jaką ma miejsce od kilku lat czyli cykl inwestycyjny na tle wyborów parlamentarnych. Trzy ostatnie wybory wyznaczyły szczyt inwestycji i w kolejnych kwartałach następował ich szybki i odczuwalny spadek, po czym pozytywna kontrybucja inwestycji do PKB osiągała swój kolejny lokalny szczyt właśnie w momencie kolejnych wyborów.

Kontrybucja inwestycji do PKB w Polsce



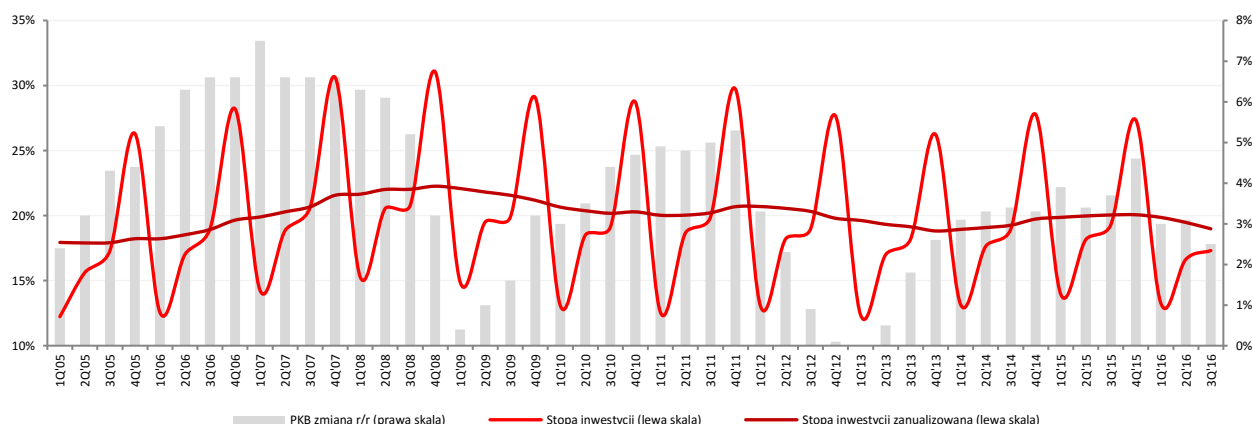
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Kontrybucja spożycia indywidualnego do PKB w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa inwestycji w Polsce oraz dynamika PKB



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

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

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

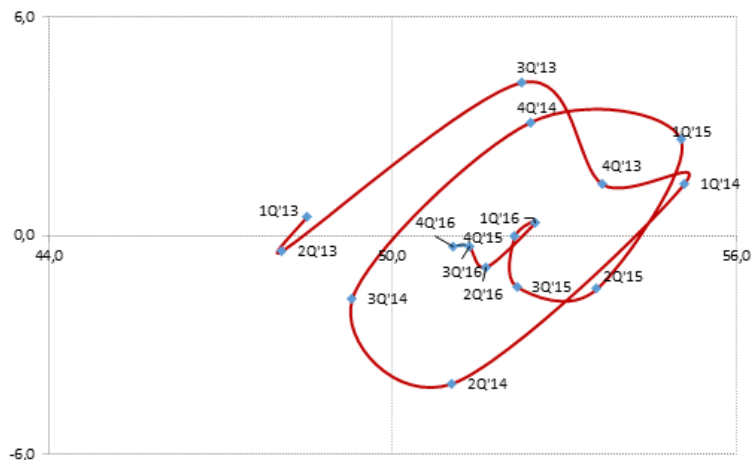
Oceniamy, że listopadowa projekcja NBP dla PKB za 2016 rok jest zawyżona. Liczymy raczej na słaby odczyt w 4Q'16 (cały czas słabe inwestycje a dodatkowo efekt wysokiej bazy z 4Q'15). Liczymy się raczej z finalnym komunikatem, że PKB w 2016 roku wzrośnie poniżej 2,5%. W scenariuszu bazowym oczekujemy,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

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

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

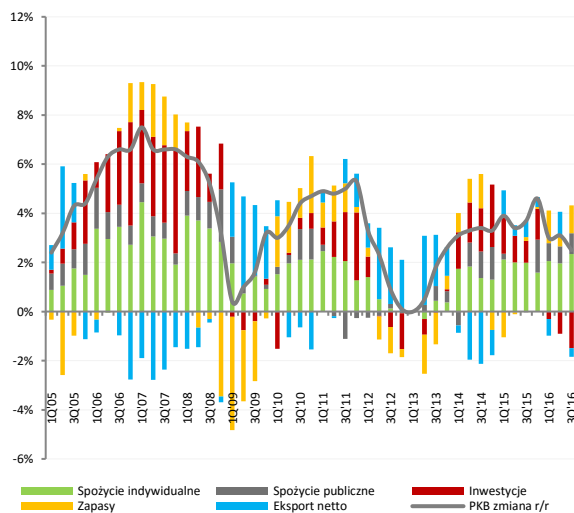
Źródło: NBP

Zegar koniunktury w oparciu o odczyty PMI dla Polski



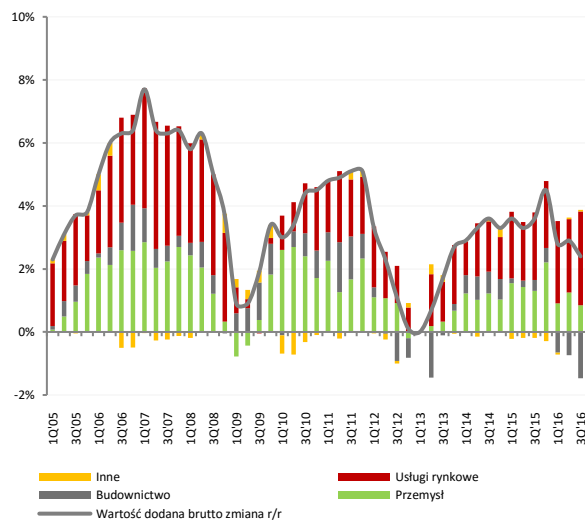
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dekompozycja PKB



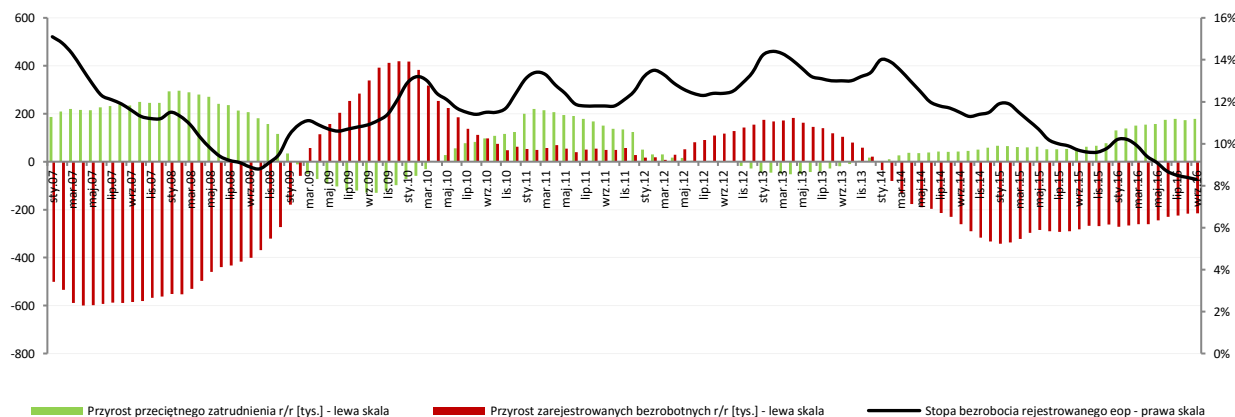
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dekompozycja wartości dodanej brutto



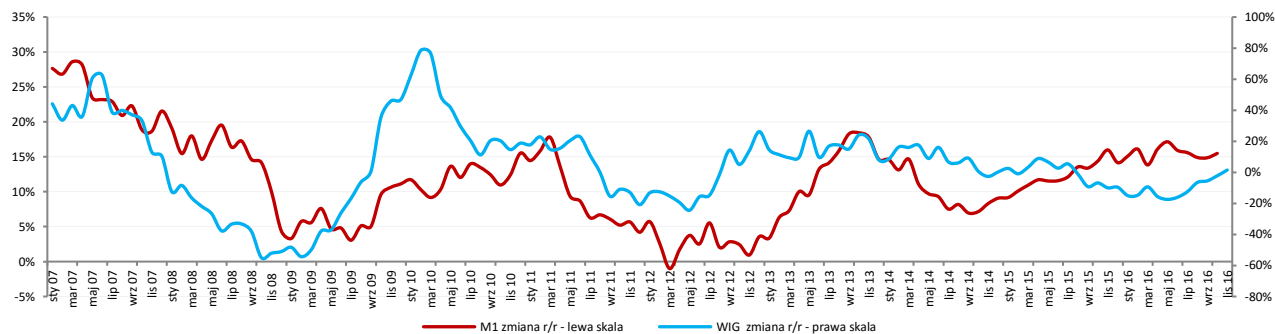
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa bezrobocia na tle przyrostu zatrudnienia oraz zmiany zarejestrowanych bezrobotnych



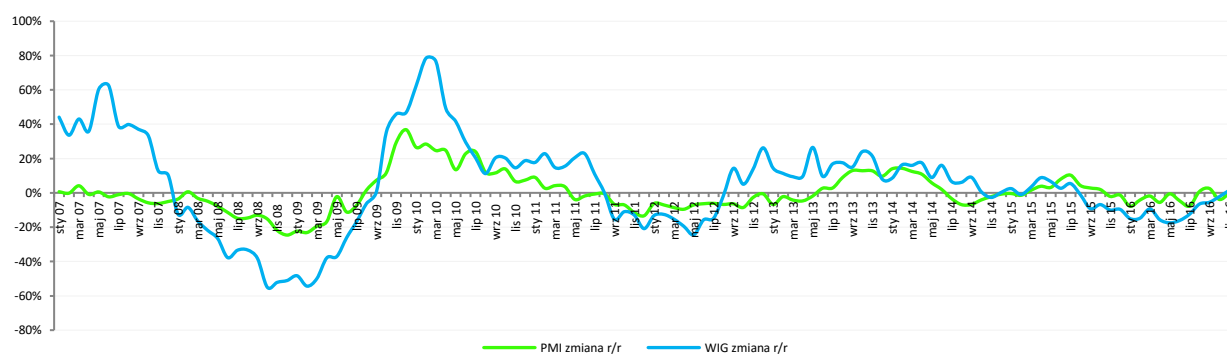
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Dynamika zmian indeksu WIG oraz M1 w Polsce



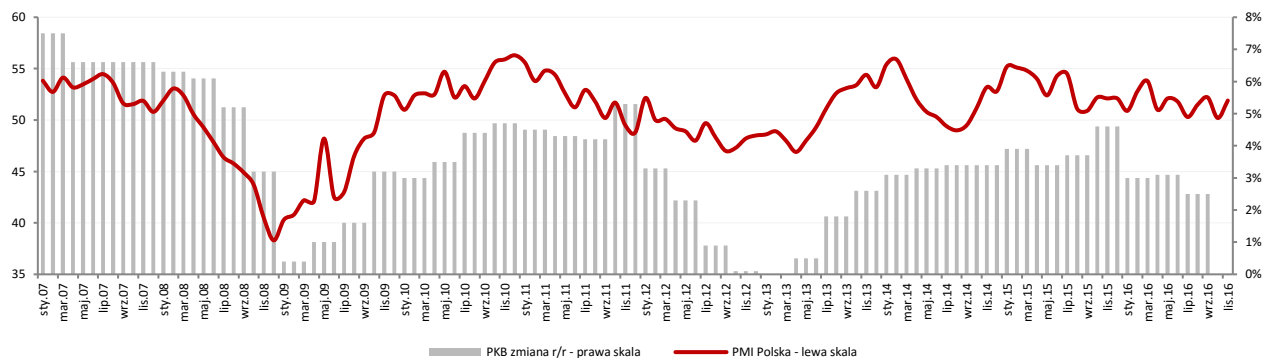
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Dynamika zmian indeksu WIG oraz PMI dla Polski



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

Dynamika PKB oraz oczyszczonego 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. Periodezyjacja 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, 11:39 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 01.12.2016 roku:

Portfel indeksu BDM-A	ATM GRUPA	GPW	ROP CZYCE	NEWAG	PAGED	PA NOVA	ORANGE	COGNOR	INSTAL KRAKÓW	SOLAR
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	NIE	TAK	NIE	TAK	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	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	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 COGNOR

Portfel indeksu BDM-Z	PKO BP	ING BANK	SYNTHOS	ORANGE	PA NOVA	KĘTY	GPW	CYFROWY POLSAT	ASSECO POLAND	LPP
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	NIE	NIE	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	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	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	TAK*	NIE	NIE	TAK**	NIE	NIE	NIE	NIE

*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki SYNTHOS

**BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki KĘTY

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.