

RAPORT MIESIĘCZNY

02.09.2016, 08:59 CEST Numer 9/2016

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 01.08.2016-01.09.2016:

Indeks BDM-A **+9,50%**

Indeks BDM-Z **+7,93%**

Indeks WIG **+2,16%**

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.

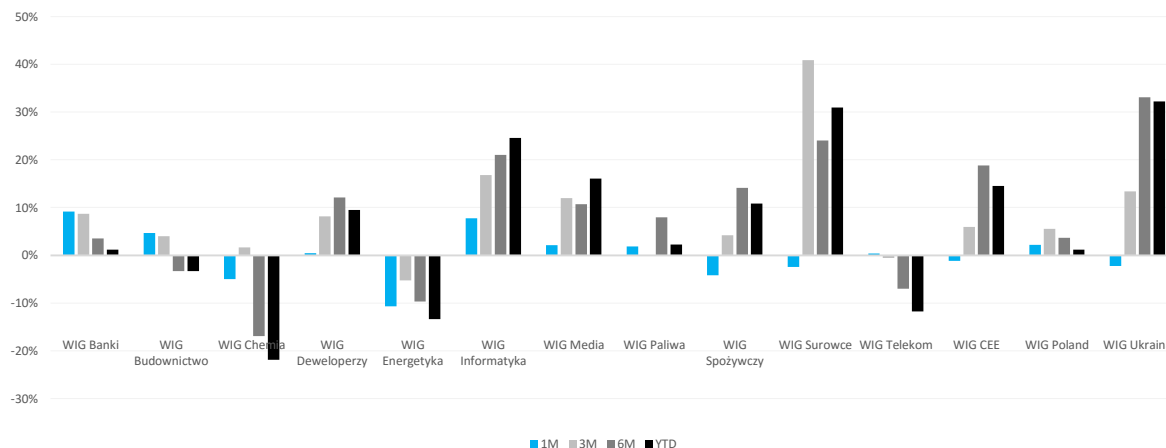
SPIS TREŚCI:

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

W sierpniu obserwowaliśmy dalszy, już zaawansowany ruch wzrosty na wielu podmiotach z ekspozycją na rosnące ceny surowców przemysłowych, w tym w szczególności węgla i stali. Podmioty z tych obszarów notują jedne z lepszych stóp zwrotu na całym rynku (licząc od początku br). W kontekście podmiotów reprezentujących przemysł ciężki należy zauważyć szereg deklaracji jakie zostały podniesione choćby na szczycie G20 w celu eliminacji zaburzeń w światowym handlu i produkcji (m.in. głównie kwestia ograniczenia mocy produkcyjnych w chińskim przemyśle). Drugim ważnym impulsem dla krajowego rynku było ożywienie na bankach tuż po prezentacji prezydenckiego projektu pomocy frankowiczom.

Stopy zwrotu indeksów sektorowych na GPW

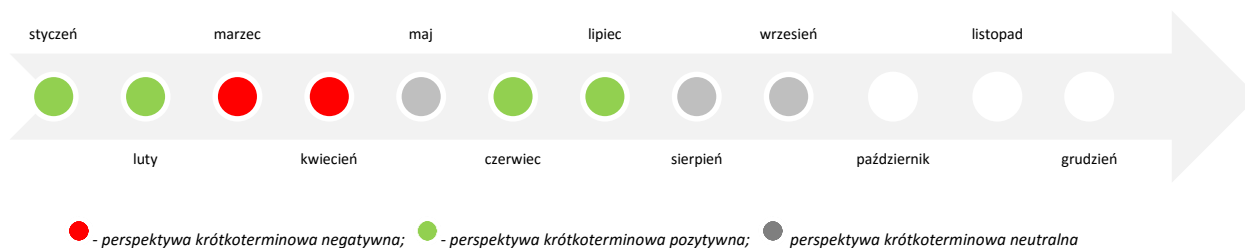


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

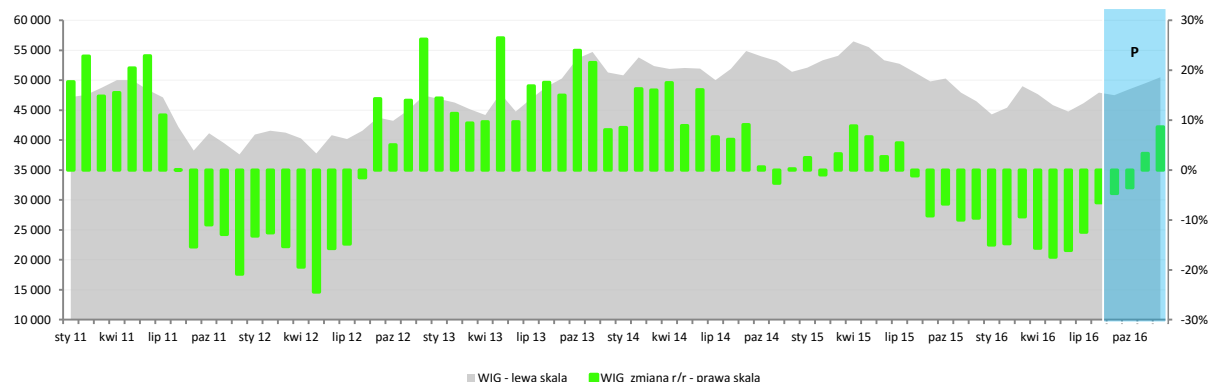
Obawiamy się, że w najbliższym okresie na zagranicznych rynkach akcji może dojść do wzrostu zmienności i dominować będzie jednak kolor czerwony. Przekonują nas cztery podstawowe argumenty: i) podwyżka stóp procentowych w USA jest już coraz bliżej jak mogliśmy usłyszeć podczas ostatniego wystąpienia przedstawicieli Fed, 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 zaburzeń na scenie geopolitycznej, iv) wąski wachlarz mocnych argumentów i zaskoczeń dopingujących dalsze wzrosty w krótkim terminie.

W obecnej edycji pozostawiamy NEUTRALNĄ ocenę dla perspektywy rynku akcji w Polsce (już miesiąc temu zdecydowaliśmy się na korektę widząc zaawansowanie wzrostów w kluczowych dla ruchu wzrostowego segmentach). W średnim terminie pozostawiamy wciąż nasze bycze nastawienie i liczymy na poprawę sytuacji na warszawskim parkiecie. Oczekiwany przez nas pułap WIG na koniec 2016 roku to ponad 50 500 punktów (dokonałmy rewizji w dół w poprzednim raporcie).

Ocena krótkoterminowej perspektywy dla rynku akcji na GPW



Oczekiwana ścieżka zachowania indeksu WIG na 2016 rok

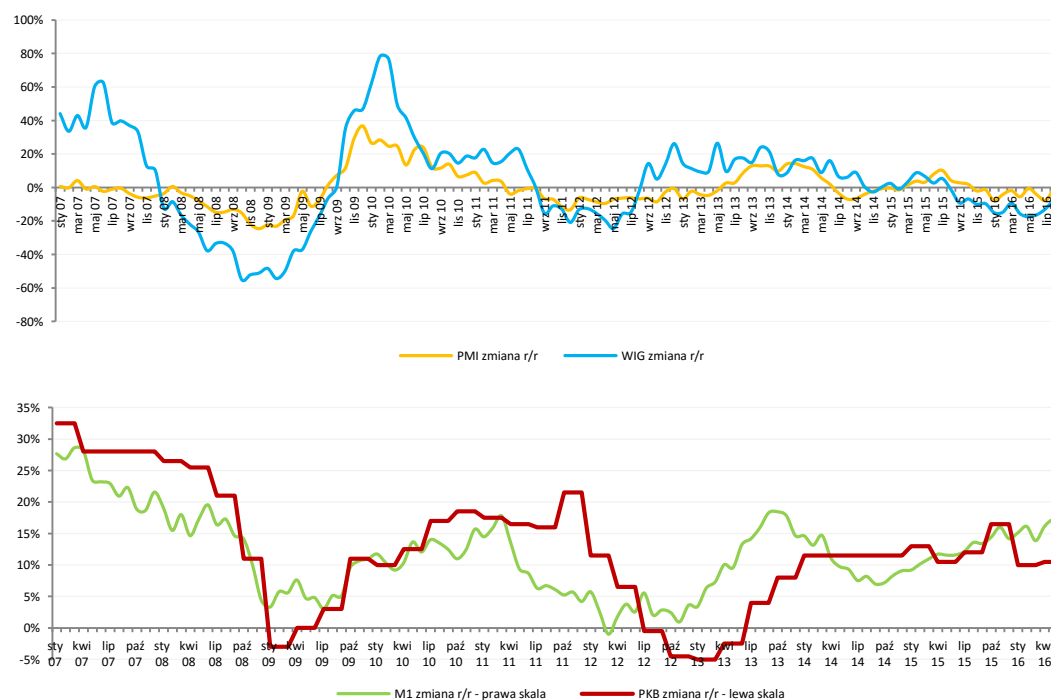


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dostrzegamy wciąż napiętą sytuację na rynku krajowym. Tak jak wskazywaliśmy już w poprzednich edycjach, napłynęło szereg danych makro sugerujących, że w 1Q'16 i 2Q'16 mieliśmy do czynienia w Polsce z okresowym spowolnieniem dynamiki wzrostu PKB (w szczególności odczuwalna jest negatywna kontrybucja inwestycji do PKB za 1H'16). Niemniej na tle otoczenia zewnętrznego, sądzymy że warszawski parkiet akcji może w najbliższym okresie charakteryzować się względnym spokojem. W nadchodzących tygodniach/miesiącach poznamy szereg nowych zaktualizowanych strategii podmiotów z udziałem SP. Wreszcie liczymy na większy optymizm związany z wynikami spółek na nadchodzące dwa kwartały. Kluczowe znaczenie w naszych założeniach ma w 4Q'16 poprawa sentymentu wobec sektora bankowego. Oceniamy wciąż, że obecne pułapy cenowe na GPW (niskie wskaźniki wyprzedzające na kolejny rok: P/E, EV/EBITDA) są jednymi z bardziej atrakcyjnych pod kątem inwestycyjnym jakie obserwowaliśmy w ostatnich latach.

Jednocześnie akcentujemy, że spadło ryzyko negatywnych reperkusji dla rynku akcji związanych ze zmianami w systemie OFE. 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 miesiąc temu kształt projektu ustawy o pomocy frankowiczom 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 odczyty PMI dla Polski były rozczarowujące. Zauważamy jednak powolny wzrost odnotowany w ostatnim odczycie do 51,5%

Liczymy na wzrost optymizmu w kolejnych miesiącach (choć kluczowe znaczenie mogą mieć projekty inwestycyjne, które będą bardziej odczuwalne dopiero w 2017 roku).

INDEKS BDM AGRESYWNY (BDM-A)

Indeks BDM Agresywny (BDM-A) jest obliczany od stycznia 2016 roku. Pierwsza wartość indeksu wynosiła 100 pkt (na koniec sesji 13.01.2016). Publikacja indeksu odbywa się w każdej edycji opracowania „Raport miesięczny” poprzez podawanie do publicznej wiadomości wartości zamknięcia indeksu w poszczególnych okresach rozliczeniowych. Wartość zamknięcia indeksu obliczana jest na podstawie kursów zamknięcia akcji po zakończeniu sesji giełdowej na GPW. Zadaniem indeksu jest ocena zachowania kursów akcji spółek, ze szczególnym uwzględnieniem podmiotów o średniej i małej kapitalizacji rynkowej. W indeksie BDM-A obowiązuje zasada dywersyfikacji, mająca na celu ograniczenie udziału pojedynczej spółki i sektora giełdowego. BDM-A jest indeksem dochodowym i przy jego obliczaniu uwzględnia się zarówno ceny zawartych w nim akcji, jak i dochody z dywidend i praw poboru. Publikowane odczyty BDM-A mają charakter historyczny i nie stanowią żadnej gwarancji, że przyszłe wartości indeksu będą charakteryzowały się podobną tendencją. Odczyty indeksu BDM-A nie powinny być traktowane jako sugestie do podjęcia jakiegokolwiek konkretnej decyzji na rynku kapitałowym.

Szczegółowa lista raportów analitycznych publikowanych przez BDM przeznaczonych dla nieoznaczonego klienta i mających charakter rekomendacji typu kupuj/sprzedaj (z ceną docelową) dla poszczególnych spółek została umieszczona w osobnym rozdziale zatytułowanym „Historyczne zestawienie raportów analitycznych wydanych przez BDM”.

Wartość indeksu BDM Agresywny (BDM-A)

	13.01.2016 [na koniec sesji]	01.02.2016 [na koniec sesji]	02.03.2016 [na koniec sesji]	01.04.2016 [na koniec sesji]	02.05.2016 [na koniec sesji]	01.06.2016 [na koniec sesji]	01.07.2016 [na koniec sesji]	01.08.2016 [na koniec sesji]	01.09.2016 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-A	100,00	97,78	105,22	118,31	123,45	121,51	123,08	135,30	148,16
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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-A w okresie 01.08.2016-01.09.2016

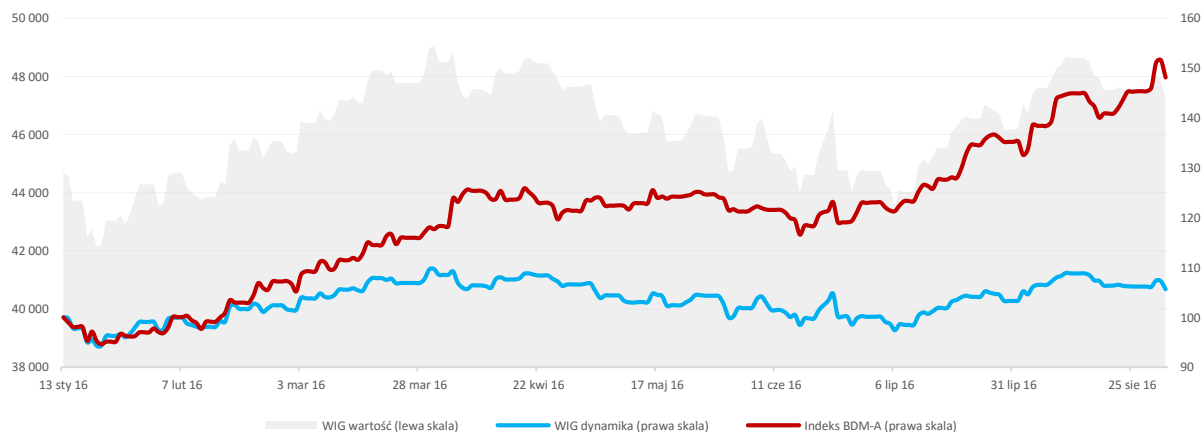
Lp	Spółka	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	JSW <i>(nowa)</i>	10,0%	25,01	37,10	48,3%
2	Stalprodukt	10,0%	359,00	408,00	13,6%
3	Bogdanka <i>(nowa)</i>	10,0%	53,60	55,00	2,6%
4	PKP Cargo	10,0%	34,10	42,20	23,8%
5	GPW	10,0%	33,86	35,00	3,4%
6	Arctic Paper	10,0%	4,96	5,08	2,4%
7	Stalprofil	10,0%	12,14	12,95	6,7%
8	Cognor	10,0%	1,42	1,21	-14,8%
9	MFO	10,0%	18,49	20,12	8,8%
10	Instal Kraków	10,0%	12,66	12,89	1,8%
	Gotówka	0,0%			
	Portfel akcji	100,0%			

Indeks BDM-A wzrósł w okresie 01.08.2016-01.09.2016 o **9,5%**.

Indeks WIG zyskał **2,16%**.

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 01.09.2016. Do portfela indeksu dodajemy PA NOVA, TransPolonia i Solar. Usuwamy walory JSW, LW Bogdanka i Artic Paper.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-A (stan na koniec sesji 01.09.2016)

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	Stalprodukt	408,00	2 277	1,27	15,0%	14%	39%	63%	11%	36%	6,1x	6,6x	3,8x	4,2x
2	PKP Cargo	42,20	1 890	4,22	15,0%	24%	29%	-9%	-39%	-38%	---	19,9x	4,7x	3,8x
3	GPW	35,00	1 469	1,74	15,0%	3%	0%	-10%	-18%	-3%	12,4x	12,3x	7,8x	7,7x
4	PA NOVA (nowa)	24,50	245	0,08	10,0%	14%	17%	28%	31%	7%	9,5x	9,5x	11,9x	10,8x
5	Stalprofil	12,95	227	0,09	10,0%	7%	11%	31%	5%	25%	16,5x	9,9x	9,3x	6,5x
6	Cognor	1,21	160	0,13	10,0%	-15%	12%	41%	-12%	51%	19,2x	6,9x	7,5x	5,9x
7	MFO	20,12	123	0,20	10,0%	9%	32%	68%	68%	61%	7,5x	9,4x	5,7x	6,4x
8	Instal Kraków	12,89	94	0,02	10,0%	2%	1%	16%	7%	20%	8,8x	7,8x	3,8x	3,0x
9	TransPolonia (nowa)	4,60	66	0,02	5,0%	3%	-4%	15%	53%	31%	12,8x	7,5x	6,5x	4,6x
10	Solar (nowa)	1,18	35	0,04	5,0%	10%	19%	20%	-17%	18%	56,1x	25,0x	4,9x	3,9x
Gotówka					0.0%									
Portfel akcji					100.0%									

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-A:

Stalprodukt <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdom.pl	Spółka pokazała bardzo mocne wyniki za 2Q'16. Liczymy, że również kolejne dwa kwartały będą udane dla Stalproduktu dzięki segmentowi cynku i profili. W obszarze blach transformatorowych spodziewamy się w 2H'16 tymczasowej erozji marż względem 1H'16. Jednocześnie bowiem zauważamy, że w Arcelor Mittal Kraków trwają inwestycje, które powinny zakończyć się w bieżącym roku. Tym samym liczymy, że Stalprodukt w 2017 roku będzie mógł poprawić strukturę sprzedaży blach (HiB), co powinno wpłynąć na odbudowę marż w tej dywizji.
	Spółka przełożyła publikację wyników za 2Q na wrzesień. Sądzymy, że okres intensywnych zawirowań PKP Cargo ma już za sobą. Od 4Q'16 w spółce powinna być odczuwalna poprawa w segmencie przewozów kruszyw i materiałów budowlanych, co może mieć pozytywne odzwierciedlenie w średnich stawkach za wykonywaną pracę przewozową. Na to nakładają się także lepsze cenniki za przewozy węgla. Stawki za pracę przewozową w ostatnich kontraktach z Eneą oraz PGNiG Termiką są o ponad 1/3 wyższe od wcześniejszych stawek za przewozy. Zwracamy też uwagę na ostatnie silne zwwyżki cen węgla energetycznego i koksowego i tym samym istotną poprawę sytuacji płynnościowej kopalń, czyli jednych z głównych kontrahentów spółki.
PKP Cargo <i>Analitik:</i> Marek Jurzec tel. (032) 20-81-435 e-mail: marek.jurzec@bdom.pl	Zakładamy, że rok 2016 finalnie przyniesie istotną poprawę klimatu inwestycyjnego na rynku akcji, co powinno stymulować przyszłe rezultaty segmentu rynku finansowego. W 2016 roku liczymy wreszcie na dobre rezultaty w segmencie rynku towarowego. Zwracamy też uwagę, że władze spółki duży akcent kładą na przyszłą dyscyplinę kosztową. Czekamy wreszcie na prezentację nowej strategii dla GPW jako jednego z filarów krajowego rynku kapitałowego, co zapowiedziała Pani Prezes.
	Czekamy wreszcie na prezentację nowej strategii dla GPW jako jednego z filarów krajowego rynku kapitałowego, co zapowiedziała Pani Prezes.
GPW <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdom.pl	Zakładamy, że rok 2016 finalnie przyniesie istotną poprawę klimatu inwestycyjnego na rynku akcji, co powinno stymulować przyszłe rezultaty segmentu rynku finansowego. W 2016 roku liczymy wreszcie na dobre rezultaty w segmencie rynku towarowego. Zwracamy też uwagę, że władze spółki duży akcent kładą na przyszłą dyscyplinę kosztową. Czekamy wreszcie na prezentację nowej strategii dla GPW jako jednego z filarów krajowego rynku kapitałowego, co zapowiedziała Pani Prezes.
	Czekamy wreszcie na prezentację nowej strategii dla GPW jako jednego z filarów krajowego rynku kapitałowego, co zapowiedziała Pani Prezes.
PA NOVA (nowa) <i>Analitik:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdom.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).
	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).

Stalprofil	Dostrzegamy przełom na rynku wyrobów stalowych. Skala dokonanego odbicia na cenach stali jest bardzo dynamiczna i niespotykana od kilku lat. Tym samym po długofalowym procesie erozji cen stali doszło do przełamania długoterminowego wcześniejszego trendu. Ożywienie na rynku stali ma miejsce w sytuacji odbudowy cen na wielu ciężkich surowcach przemysłowych. Agresywnym podwyżkom sprzyjają także wprowadzane bariery ochronne na tanią stal (m.in. w USA i UE). Dodatkowo zwracamy uwagę, że w wyniku wyłączenia części produkcji, ostatnie miesiące pokazują powolny wzrost wykorzystania mocy w światowych hutach. Odwroćenie trendu spadających cen stali zasadniczo zmienia perspektywę dla dystrybutorów stali w najbliższych kwartałach (nawet w sytuacji nadejścia korekty tego ruchu). Tym samym według nas przed Stalprofilem pojawia się wyjątkowa szansa na trwałą odbudowę marż handlowych. Dla grupy kapitałowej kluczowe znaczenie może mieć również uporządkowanie struktury, czyli inkorporacja ZRUG Zabrze (ostatnie lata to bardzo dotkliwe straty jakie generował ten podmiot).
<i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-438 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Cognor Spółka pokazała mocne wyniki za 2Q'16. Jest to efekt materializacji podwyżki cen na wyroby stalowe. Na 3Q'16 konserwatywnie staramy się ująć efekt drożającego złomu, zatem oczekujemy erozji marż względem 2Q'16 (dodatkowo jest to kwartał z mniejszą produkcją z uwagi na czas remontów). Końcówka roku w naszych prognozach uwzględnia dokonaną od maja stopniową odbudowę spreadów. Ogółem na 2016 rok zakładamy EBITDA na pułapie 100 mln PLN. Na 2017 rok przyjmujemy dalszą stopniową poprawę osiąganych marż na produkcji za sprawą oczekiwanej poprawy konkurencyjności względem technologii BOF. Dodatkowo impulsem do odbudowy wyników powinna być dalsza modernizacja parku maszynowego (szczególnie w HSI) i zwiększenie wolumenów produkcji przetworzonych wyrobów. Zwracamy też uwagę na działania głównego akcjonariusza: i) w ostatnich miesiącach ogłosił on ofertę skupu przez siebie wszystkich notowanych akcji na rynku, ii) po tej inicjatywie dokonał kupna wyemitowanych obligacji Cognoru.
<i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-438 e-mail: bobrowski@bdm.pl	MFO Spółka od debiutu na GPW jest na ścieżce wzrostu wyników. Mocnym akcentem był zwłaszcza odczyt za 2Q'16, kiedy zmaterializowały się efekty podwyżek cennikowych na wyroby stalowe. W kolejnych dwóch kwartałach 2016 roku przyjmujemy korektę ceny dla blachy HDG. W skali całego 2016 roku zakładamy wypracowanie EBITDA na pułapie ok 24 mln PLN i zysku netto w kwocie 16,3 mln PLN. Na rok 2017 przyjmujemy ostrożne założenia spadku wyniku netto do ok 13,1 mln PLN i sygnalizujemy prawdopodobne przyszłe korekty w górę.
Instal Kraków	Dostrzegamy silny impuls wynikowy. Zwracamy bowiem uwagę, że w ofercie spółki znajduje się obecnie aż 400 mieszkań, z czego część jest już ukończona a część zostanie oddana w 4Q'16. Spółka ma 6 mln PLN gotówki netto po 2Q'16. Wartość nieruchomości inwestycyjnych to 60 mln PLN. Wartość zapasów jednostkowych to 96 mln PLN (co odpowiada obecnej kapitalizacji) – zdecydowana większość to projekty mieszkaniowe. Kapitalizacja spółki nadal wynosi wyraźnie poniżej 100 mln PLN. W 2Q'16 spółka pokazała skonsolidowane wyniki lepsze od naszych założeń. Dalsze straty w segmencie budowlanym zostały z nawiązką pokryte przez dobry wynik zależnego Frapolu. Zarząd zakłada, że podpisane już nowe kontrakty oraz toczące się przetargi przełożą się na poprawę ujemnego wyniku segmentu budowlanego w 2H'16 oraz 2017 roku.
Trans Polonia (nowa)	Spółka pokazała bardzo dobre wyniki 2Q'16, po słabym początku roku, kiedy rezultaty były zniekształcone przez koszty akwizycji. EBITDA w samym 2Q'16 wyniosła blisko 7,0 mln PLN (w 1Q'16 spółka miała stratę). Jest to efekt wysokiego obłożenia floty oraz pełnej konsolidacji Orlen Transport (OTP). Biorąc pod uwagę odczyty miesięczne publikowane przez spółkę oraz sezonowość (okres letni to szczyt sezonu transportowego), liczymy, że 3Q'16 będzie jeszcze lepszy vs 2Q'16. Naszym zdaniem fundamentalnie Trans Polonia w 2016 roku jest zupełnie innym podmiotem niż rok temu. W 2015 roku spółka miała 5,5 mln PLN EBITDA (w 2014: 8,5 mln PLN). OTP generował w minionych dwóch latach 18-20 mln PLN oczyszczonej EBITDA. Wskazujemy, że 2017 rok powinien być dla Trans Polonii lepszy niż 2016: OTP jest konsolidowane dopiero od III'16, odejdą koszty akwizycji (2,8 mln PLN), liczymy także na efekty synergii i rozwój biznesu. Dług netto po 2Q'16 to 95 mln PLN.
Solar (nowa)	Zwracamy uwagę na dobre wyniki za 2Q'16 i mocny cash flow operacyjny, co jest przełomem po wcześniejszych frustrujących odczytach. Pozytywnie zwłaszcza zapatrujemy się na przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, które w 2Q'16 wyniosły niemal 4 mln PLN, poprawiając pozycję gotówkową Solara. 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]
Wartość indeksu BDM-Z	100,00	99,71	104,87	113,06	116,15	105,59	106,05	113,09	122,06
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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-Z w okresie 01.08.2016-01.09.2016

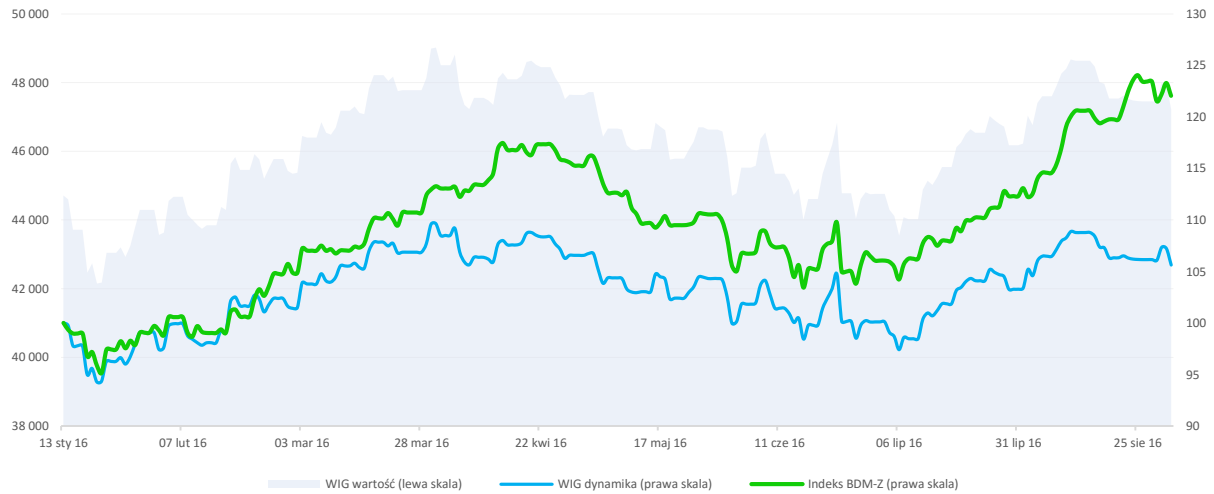
Lp	Spółka	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	PKN Orlen <i>(nowa)</i>	11,1%	62,81	65,20	3,8%
2	ING Bank	11,1%	129,00	149,00	15,5%
3	Cyfrowy Polsat	11,1%	24,20	24,85	2,7%
4	Kruk	11,1%	211,00	231,00	9,5%
5	GTC	11,1%	7,18	7,01	-2,4%
6	Ciech	11,1%	58,50	64,20	9,7%
7	PKP Cargo	11,1%	34,10	42,20	23,8%
8	GPW	11,1%	33,86	35,00	3,4%
9	PCC Rokita	11,1%	59,48	62,00	4,2%
10					
	Gotówka	0.0%			
	Portfel akcji	100.0%			

Indeks BDM-Z zyskał **7,93%**
w okresie 01.08.2016-01.09.2016.

Indeks WIG wzrósł o **2,16%**.

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 01.09.2016 zmieniamy skład indeksu BDM-Z. Do portfela indeksu dodajemy PKO BP, Orange, Lotos i Enea. Jednocześnie usuwamy walory PKN Orlen, ING Bank i PCC Rokita.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-Z (stan na koniec sesji 01.09.2016)

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	2017P	2018P
1	PKO BP <i>(nowa)</i>	26,38	32 975	59,24	10,0%	11%	10%	6%	-8%	-3%	12,5x	11,9x	---	---	3,4%	3,5%
2	Cyfrowy Polsat	24,85	15 893	8,38	10,0%	3%	16%	10%	11%	19%	16,1x	12,8x	7,3x	6,6x	4,6%	7,9%
3	Orange <i>(nowa)</i>	5,31	6 969	7,36	10,0%	0%	-6%	-15%	-25%	-19%	---	---	4,3x	4,2x	4,8%	4,8%
4	Lotos <i>(nowa)</i>	28,30	5 232	6,91	10,0%	-3%	-5%	12%	-3%	5%	10,2x	13,9x	4,9x	5,9x	0,0%	0,0%
5	Enea <i>(nowa)</i>	9,63	4 251	5,76	10,0%	-11%	4%	-11%	-31%	-15%	5,5x	4,9x	4,5x	4,5x	4,0%	5,0%
6	Kruk	231,00	4 099	6,93	10,0%	9%	24%	28%	34%	33%	17,2x	15,1x	16,5x	14,9x	1,4%	1,8%
7	Ciech	64,20	3 383	3,42	10,0%	10%	5%	-9%	-10%	-25%	7,9x	7,6x	5,9x	5,3x	2,8%	2,8%
8	GTC	7,01	3 226	0,82	10,0%	-2%	9%	4%	19%	-2%	67,6x	19,4x	46,5x	17,1x	0,0%	0,0%
9	PKP Cargo	42,20	1 890	4,22	10,0%	24%	29%	-9%	-39%	-38%	---	19,9x	4,7x	3,8x	0,0%	0,0%
10	GPW	35,00	1 469	1,74	10,0%	3%	0%	-10%	-18%	-3%	12,4x	12,3x	7,8x	7,7x	5,7%	6,0%
Gotówka					0,0%											
Portfel akcji					100,0%											

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-Z:

PKO BP (nowa) <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Oceniamy, że w kolejnych dwóch kwartałach powinno być widać większy optymizm dotyczący sektora. PKO BP po wcześniejszej przecenie jest handlowany przy atrakcyjnych mnożnikach i daje dobrą ekspozycję na spodziewane ożywienie w inwestycjach. W poprzednich edycjach reprezentantem banków w naszym indeksie był ING Bank jako jeden bezpieczniejszych podmiot z rosnącym udziałem w rynku.
Cyfrowy Polsat <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	W 2H'16 liczymy na stopniową poprawę dynamiki ARPU, z przełożeniem na 2017 rok. Spółce sprzyja również silny rynek reklamowy w telewizji. Uwzględniając ścieżkę wynikową na kolejne okresy, oceniamy że mnożniki rynkowe są nadal na interesujących poziomach.
Orange (nowa) <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Orange jest obok CPS drugim reprezentantem obszaru telco w indeksie. Zakładamy, że wachlarz negatywnych zaskoczeń jest już wyczerpany i dlatego wykorzystujemy silną przecenę spółki. 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 (nowa) <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Obecne poziomy kursów oraz zachowanie marż na podstawowych produktach oraz ścieżka wynikowa w 3Q'16 skłaniają nas (do przynajmniej krótkoterminowej) zamiany w portfelu akcji PKN Orlen na Lotos. W ostatnich dniach relatywnie lepiej radzi sobie crack na dieslu niż na benzynie (która jest nadal wyraźnie słabsza r/r). Oczyszczone wyniki na poziomie EBITDA LIFO w 3Q'16 wg naszych założeń będą słabsze r/r w przypadku obu spółek – zakładamy jednak, że w Lotosie jest większe pole do pozytywnego zaskoczeń (upstream) a spadek r/r nie będzie aż tak dotkliwy. Potencjalny powrót do projektu Yme nie musi być tak kosztowny, jak może obawiać się część rynku (ostatnie lata przyniosły mocny spadek kosztów zagospodarowania czy późniejszej obsługi), powrót do aktywności na projekcie stwarza też okazję do ewentualnej jego sprzedaży.
Enea (nowa) <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Decydujemy się na dodanie reprezentanta z sektora energetyki. Wyniki za 2Q'16 oceniamy neutralnie i dostrzegamy sygnały świadczące o możliwej poprawie odczytów w obszarze m.in. dystrybucji. Spółka ma według nas najlepszą pozycję do odbudowy wartości dla akcjonariuszy na tle innych reprezentantów sektora obecnych na GPW. W szczególności wysoko oceniamy przejście kontroli nad Bogdanką (najlepiej zarządzaną dużą kopalnią węgla energetycznego w Polsce). Czekamy również na publikację nowej strategii działania, co zapowiedziały władze spółki.
Kruk <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Wyniki za 2Q'16 były pod wpływem zdarzeń jednorazowych na poziomie kosztów. Władze spółki zakomunikowały, że w kolejnych kwartałach nie spodziewają się podobnej deformacji wyników. W naszym ostatnim raporcie analitycznym mieliśmy założenie dla wyniku netto na poziomie 250 mln PLN za 2016 rok. Po wynikach za 2Q'16 sądzimy, że jest to ambitny pułap, choć ciągle osiągalny. Kluczowe znaczenie mają zrealizowane inwestycje w nowe pakiety wierzytelności na rynkach zagranicznych, które będą determinowały wyniki na kolejne lata.
Ciech <i>Analitik:</i> Krystian Brymora tel. (032) 20-81-435 e-mail: brymora@bdm.pl	Wyniki 2Q'16 okazały się wyższe od naszych oczekiwań na każdym poziomie z rekordowym wynikiem w segmencie sodowym. Spółka pokazała przy tym bardzo dobre przepływy pieniężne. Liczymy, na kontynuację tych trendów w 2H'16 i 2017 roku.
GTC <i>Analitik:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	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. Wsparciem dla kursu akcji GTC byłoby zapewne szybkie uzyskanie pozwolenia na rozpoczęcie prac budowlanych w na Wilanowie (zakładamy, że obiekt zostanie otwarty w 2020 roku). Zwracamy uwagę, że nie dostrzegamy obecnie istotnego ryzyka pojawienia się odpisów na posiadanym portfolio inwestycji.

PKP Cargo	Spółka przełożyła publikację wyników za 2Q na wrzesień. Sądzimy, że okres intensywnych zawirowań PKP Cargo ma już za sobą. Od 4Q'16 w spółce powinna być odczuwalna poprawa w segmencie przewozów kruszyw i materiałów budowlanych, co może mieć pozytywne odzwierciedlenie w średnich stawkach za wykonywaną pracę przewozową. Na to nakładają się także lepsze cenniki za przewozy węgla. Stawki za pracę przewozową w ostatnich kontraktach z Eneą oraz PGNiG Termiką są o ponad 1/3 wyższe od wcześniejszych stawek za przewozy. Zwracamy też uwagę na ostatnie silne wzrosty cen węgla energetycznego i koksowego i tym samym istotną poprawę sytuacji płynnościowej kopalń, czyli jednych z głównych kontrahentów spółki.
<i>Analitik:</i> Marek Jurzec tel. (032) 20-81-435 e-mail: marek.jurzec@bdm.pl	
GPW	Zakładamy, że rok 2016 finalnie przyniesie istotną poprawę klimatu inwestycyjnego na rynku akcji, co powinno stymulować przyszłe rezultaty segmentu rynku finansowego. W 2016 roku liczymy wreszcie na dobre rezultaty w segmencie rynku towarowego. Zwracamy też uwagę, że władze spółki duży akcent kładą na przyszłą dyscyplinę kosztową. Czekamy wreszcie na prezentację nowej strategii dla GPW jako jednego z filarów krajowego rynku kapitałowego, co zapowiedziała Pani Prezes.
<i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	

HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.1 [stan na koniec sesji 01.09.2016]

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
Bytom	akumuluj	3,23	redukuj	2,98	01.08.2016	11:59 CEST	2,83	46 323			2,95	47 221	4,2%	1,9%	2,3%	górniki
Trakcja	akumuluj	12,5	wznawienie	---	01.08.2016	10:59 CEST	11,2	46 233			11,36	47 221	1,4%	2,1%	-0,7%	pado
Grupa Azoty	redukuj	65,8	sprowadzaj	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	47 221	-7,0%	0,8%	7,8%	brymora
ZA Puławy	akumuluj	239	trzymaj	165	28.07.2016	14:41 CEST	206	46 854			213,00	47 221	3,4%	0,8%	2,6%	brymora
Cognor	kupuj	1,73	kupuj	1,66	21.07.2016	11:05	1,18	46 480			1,21	47 221	2,5%	1,6%	0,9%	bobrowski
Śnieżka	redukuj	56,4	trzymaj	56,4	18.07.2016	08:59	61,2	45 541			53,94	47 221	-11,9%	3,7%	15,6%	pado
Selena FM	kupuj	21,3	kupuj	18,8	15.07.2016	08:49	17,05	45 246			20,82	47 221	22,1%	4,4%	17,7%	pado
Comp	kupuj	69,5	kupuj	69,5	06.07.2016	10:19	52,26	43 959			53	47 221	1,4%	7,4%	-6,0%	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			20,65	47 221	51,2%	6,8%	44,4%	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	6,1	kupuj	5,6	13.06.2016		5	45 022			5,08	47 221	1,6%	4,9%	-3,3%	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			64,2	47 221	3,5%	2,0%	1,5%	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%	górniki
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			13,14	47 221	10,1%	2,5%	7,5%	pado
Stalprofil	kupuj	14,6	wznawienie	18,2	09.05.2016		11,99	46 664			12,95	47 221	8,0%	1,2%	6,8%	bobrowski
PKN Orlen	akumuluj	72,3	trzymaj	73	06.05.2016		65,5	46 240			65,2	47 221	-0,5%	2,1%	-2,6%	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%	górniki
Robyg	akumuluj	3,55	akumuluj	2,84	04.05.2016		3,17	47 102			3,03	47 221	-4,4%	0,3%	-4,7%	górniki
Budimex	redukuj	170,1	trzymaj	125,6	29.04.2016		196	47 654			193,7	47 221	-1,2%	-0,9%	0,3%	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			33	47 221	6,5%	-1,4%	7,8%	brymora
Wasko	akumuluj	2,51	kupuj	2,51	27.04.2016		1,97	47 914			1,39	47 221	-29,4%	-1,4%	-28,0%	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%	górniki
LPP	akumuluj	6412,7	redukuj	5658,7	18.03.2016		5835	47 833			4308	47 221	-26,2%	-1,3%	-24,9%	górniki
Synthos	trzymaj	3,9	akumuluj	4,6	08.03.2016		3,76	46 707			3,84	47 221	2,1%	1,1%	-1,0%	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			11,93	47 221	3,7%	3,2%	-0,5%	bobrowski

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.2 [stan na koniec sesji 01.09.2016]

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	trzymaj	3,62	kupuj	3,92	16.02.2016		3,84	44 288			3,92	47 221	2,1%	6,6%	4,5%	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			52,05	47 221	-0,5%	7,3%	-7,8%	brymora
Cyfrowy Polsat	akumuluj	24,65	trzymaj	24,21	11.02.2016		21,6	43 687			24,85	47 221	15,0%	8,1%	7,0%	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			5,29	47 221	3,5%	7,2%	3,7%	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%	górniak
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%	górniak
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%	górniak
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%	górniak
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%	górniak
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
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%	górniak
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

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.3 [stan na koniec sesji 01.09.2016]

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
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
LPP	redukuj	6618,1	---	---	19.05.2015		7580,2	57 209	tak	03.07.2015	6455	52 277	-14,8%	-8,6%	6,2%	górnjak
GPW	akumuluj	56,8	akumuluj	43,3	13.05.2015		50,1	57 255	nie; update	15.07.2015	49,4	52 450	-1,4%	-8,4%	7,0%	bobrowski
Grajewo	kupuj	35,9	akumuluj	35,2	30.04.2015		29,1	56 510	nie	02.11.2015	26,5	50 650	-8,9%	-10,4%	1,4%	brymora
Elektrobudowa	kupuj	138,8	kupuj	116,5	28.04.2015		117,1	56 908	tak	10.08.2015	143,8	52 585	22,8%	-7,6%	30,4%	pado
MS Zabrze	trzymaj	2,32	akumuluj	2,53	28.04.2015		2,39	56 969	nie	02.11.2015	1,74	50 650	-27,2%	-11,1%	16,1%	pado
Bytom	akumuluj	2,45	---	---	28.04.2015		2,14	56 960	tak	12.05.2015	2,59	57 228	21,0%	0,5%	20,6%	górnjak
Arctic Paper	akumuluj	4,05	kupuj	3,5	15.04.2015		3,6	56 648	nie; update	27.05.2015	3,25	55 746	-9,7%	-1,6%	-8,1%	brymora
Cognor	kupuj	2,01	---	---	31.03.2015		1,39	54 000	nie; update	10.06.2015	1,35	53 576	-2,9%	-0,8%	-2,1%	bobrowski
Śnieżka	akumuluj	48,8	akumuluj	43,5	19.03.2015		44,1	53 816	tak	25.05.2015	49,99	55 790	13,4%	3,7%	9,7%	pado
Lotos	akumuluj	28,5	trzymaj	25,8	17.03.2015		25,3	53 119	tak	10.04.2015	30,70	55 150	21,3%	3,8%	17,5%	pado
GTC	akumuluj	5,73	---	---	16.03.2015		4,82	52 729	tak	17.05.2015	5,96	56 000	23,7%	6,2%	17,4%	górnjak
Elektrobudowa	kupuj	116,5	akumuluj	130	23.02.2015		99,3	52 793	tak	24.04.2015	122,8	56 485	23,7%	7,0%	16,7%	pado
Ciech	redukuj	43,2	sprzedaj	25,4	19.02.2015		48,6	52 518	nie	15.09.2015	72,5	51 264	49,1%	-2,4%	-51,5%	brymora
Selena	kupuj	26,4	zawieszenie	---	16.02.2015		18,3	52 561	nie; update	06.07.2015	20,4	52 467	11,5%	-0,2%	11,7%	pado
Agora	kupuj	10,78	kupuj	10	03.02.2015		9,01	52 078	tak	28.04.2015	11,38	57 027	26,3%	9,5%	16,8%	bobrowski
Cyfrowy Polsat	redukuj	20,11	akumuluj	18,7	19.01.2015		22,13	50 230	nie	01.09.2015	22,00	50 300	-0,6%	0,1%	0,7%	bobrowski
Marvipol	kupuj	9,99	kupuj	9,42	19.01.2015		7,58	50 325	nie	14.09.2015	6,97	51 484	-8,0%	2,3%	-10,4%	górnjak

STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI

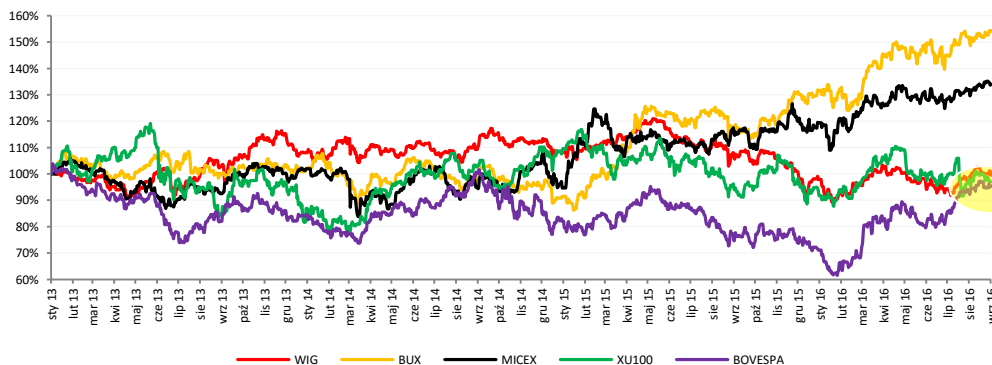
Styczeń 2016 roku przyniósł gwałtowną przecenę niemal na wszystkich rynkach akcji. Statystycznie pierwsze dni handlu nowego roku w 2016 roku należały do jednych ze słabszych okresów w historii odczytów (zarówno dla giełd amerykańskich jak i europejskich). Stopniowo zmiana nastrojów na głównych rynkach 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). 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	2,2%	5,6%	4,1%	-6,1%	1,6%
BUX	2,1%	3,9%	18,5%	32,8%	17,2%
Micex	1,5%	4,4%	7,2%	16,4%	12,2%
Istanbul Turkish100	-1,1%	-1,5%	-0,1%	3,1%	5,8%
DAX	2,0%	3,2%	8,4%	5,2%	-1,9%
FTSE100	0,8%	8,9%	9,6%	11,3%	8,1%
CAC40	0,7%	-0,8%	0,7%	-2,2%	-4,3%
Ibex	2,9%	-1,7%	1,8%	-12,3%	-8,2%
Mediolan	2,2%	-5,0%	-6,0%	-21,1%	-21,0%
SP&500	-0,3%	3,1%	9,4%	13,1%	5,9%
Bovespa	2,5%	18,7%	31,8%	27,9%	34,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Indeks WIG na tle wybranych indeksów emerging markets od 2013 roku

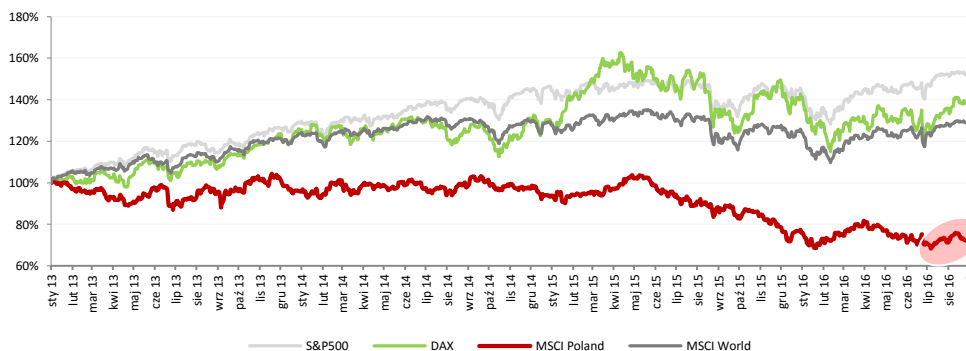


Licząc od początku 2013 roku, indeks WIG notuje podobną stopę zwrotu co turecki XU100 (oba indeksy należały liderów spadków w regionie CEE w 2015 roku).

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 światowych widać odczyty blisko tegorocznych szczytów.

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).

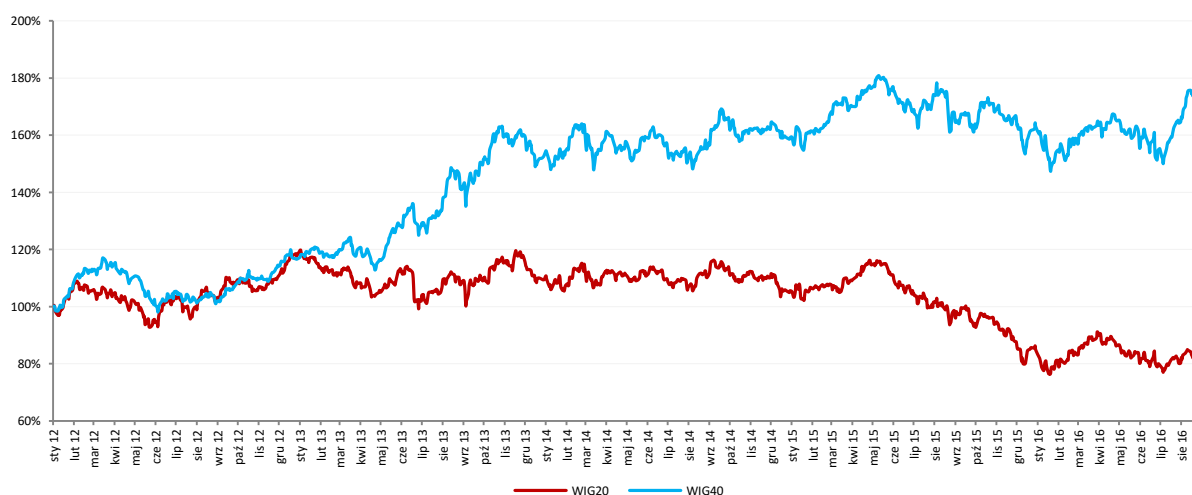
Zmiany wybranych indeksów krajowego rynku akcji

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

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG Banki	9,2%	8,7%	3,5%	-7,1%	1,2%
WIG Budownictwo	4,7%	4,0%	-3,3%	-0,8%	-3,3%
WIG Chemia	-5,0%	1,7%	-16,9%	-13,5%	-21,9%
WIG Deweloperzy	0,4%	8,2%	12,1%	22,5%	9,5%
WIG Energetyka	-10,7%	-5,2%	-9,7%	-27,8%	-13,4%
WIG Informatyka	7,7%	16,8%	21,0%	28,7%	24,6%
WIG Media	2,1%	12,0%	10,7%	11,4%	16,0%
WIG Paliwa	1,9%	-0,1%	7,9%	-8,6%	2,3%
WIG Spożywczy	-4,2%	4,2%	14,1%	14,5%	10,8%
WIG Surowce	-2,5%	40,9%	24,0%	7,6%	31,0%
WIG Telekom	0,4%	-0,5%	-7,0%	-17,2%	-11,8%
WIG CEE	-1,2%	5,9%	18,8%	14,6%	14,5%
WIG Poland	2,2%	5,5%	3,7%	-6,8%	1,2%
WIG Ukraina	-2,2%	13,4%	33,1%	51,8%	32,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana WIG20 i WIG40 od 2012 roku

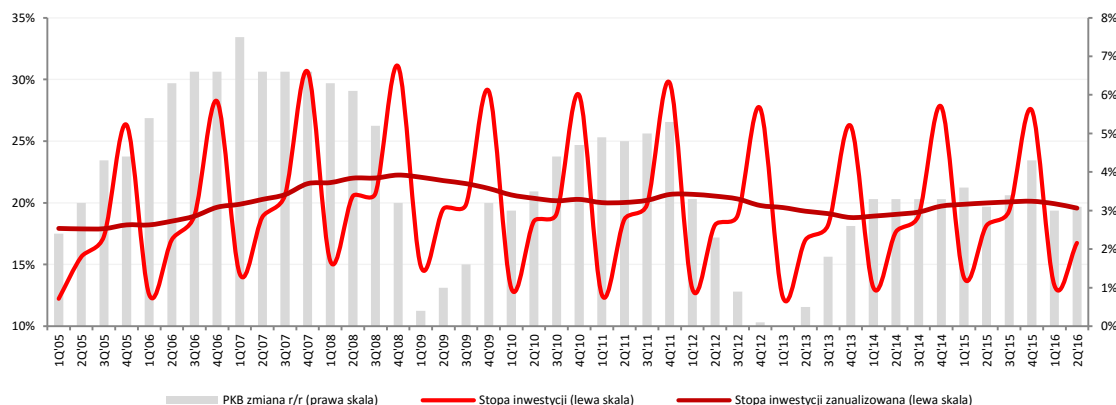


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI

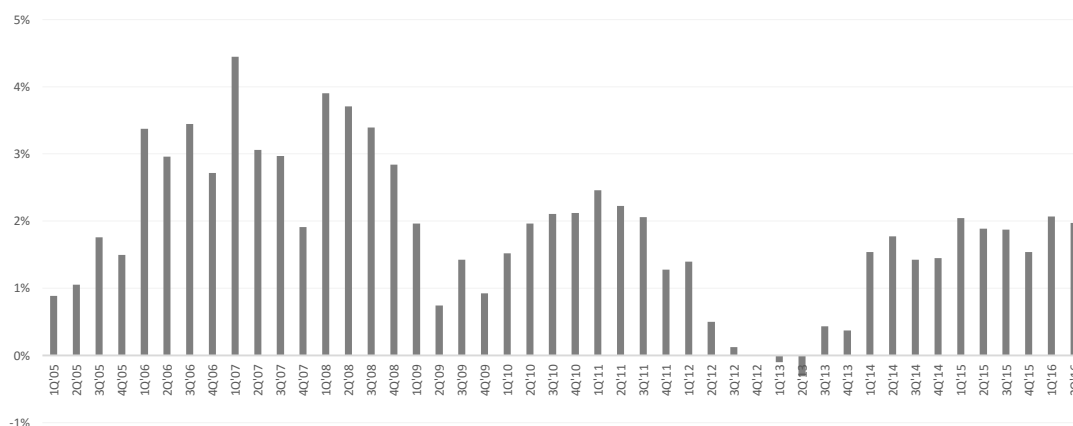
Odczyt PKB za 1Q'16 w Polsce okazał się niższy niż oczekiwania (wyhamowanie dynamiki wzrostu do ok 3%). Również wstępny szacunek za 2Q'16 na poziomie 3,1% był poniżej wcześniejszych oczekiwań. Z dekompozycji PKB wyraźnie widać negatywny wpływ inwestycji na dynamikę wzrostu krajowej gospodarki w 1H'16. 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). Wcześniejszych trudny okres pod względem inwestycji 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 efektem eksportu netto.

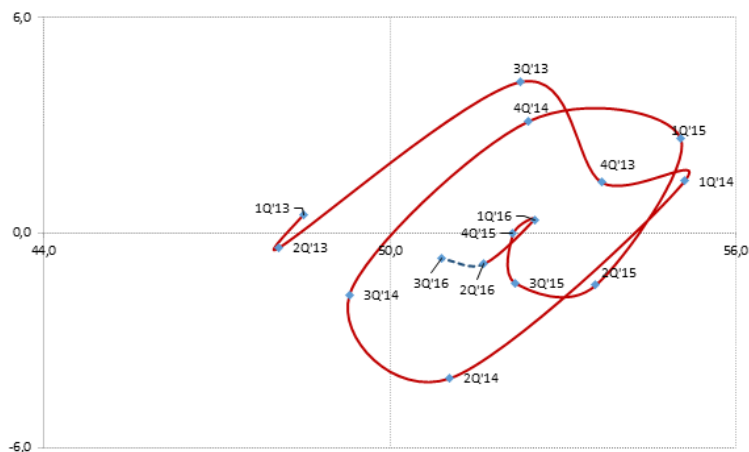
W naszym scenariuszu bazowym oczekujemy, że dynamika wzrostu w szczególności od 2H'16 będzie mocniej wspierana przez silny popyt konsumpcyjny, a od 2017 roku także przez inwestycje. Głównym ryzykiem, w naszym odczuciu, dla projekcji w perspektywie 2016 roku jest ewentualne osłabienie makro w kluczowych 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

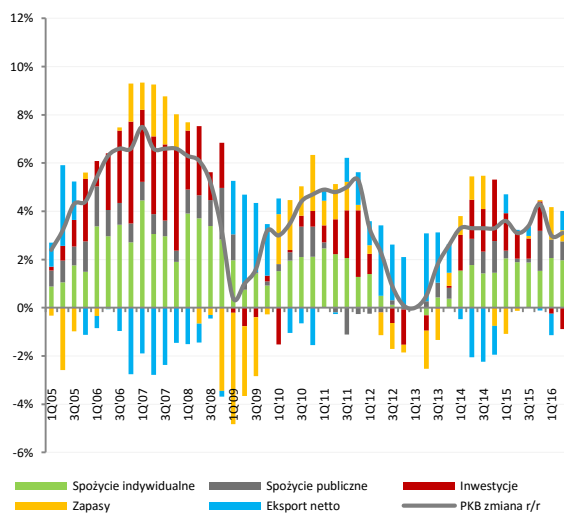
Źródło: NBP

Zegar koniunktury w oparciu o odczyty PMI dla Polski



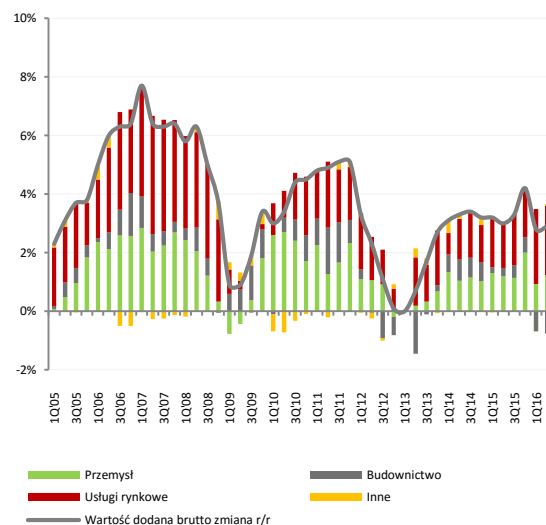
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dekompozycja PKB



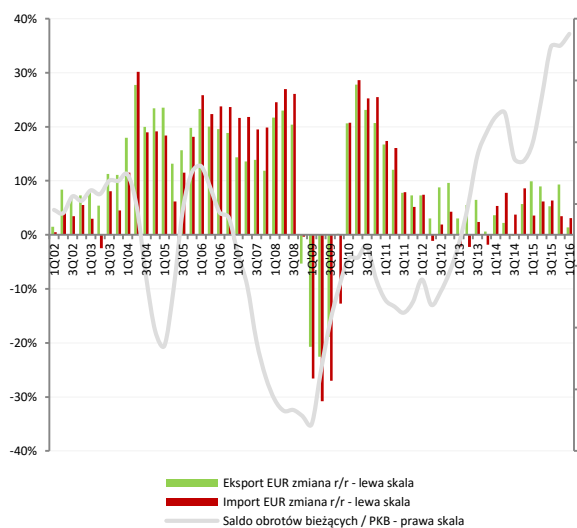
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dekompozycja wartości dodanej brutto



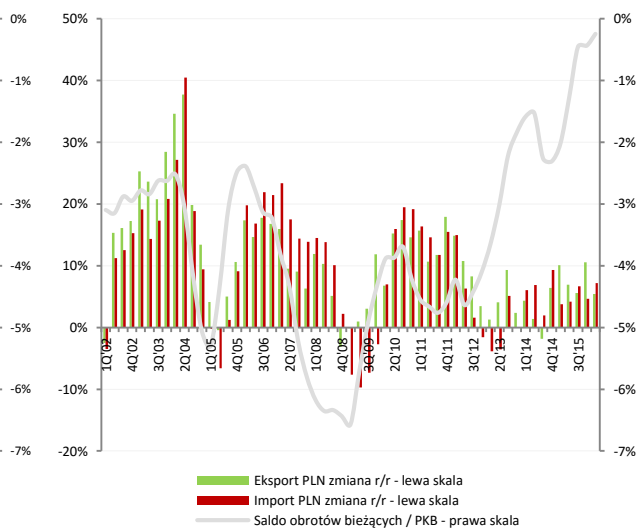
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika eksportu i importu w EUR oraz saldo obrotów bieżących



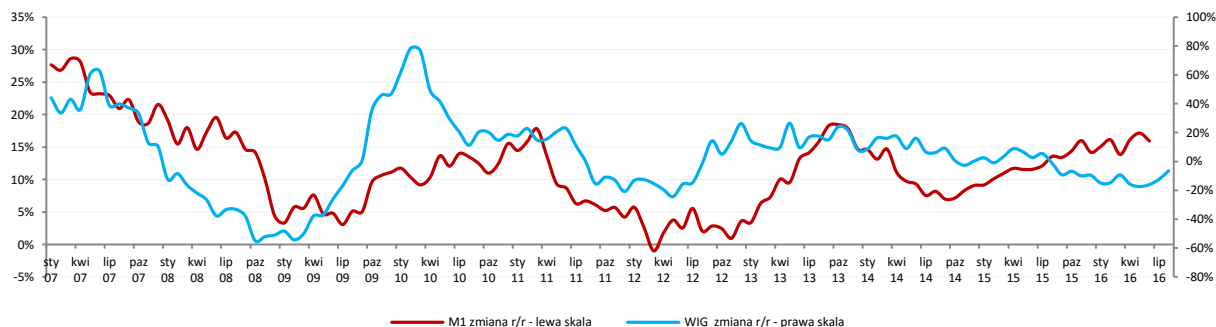
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika eksportu i importu w PLN oraz saldo obrotów bieżących



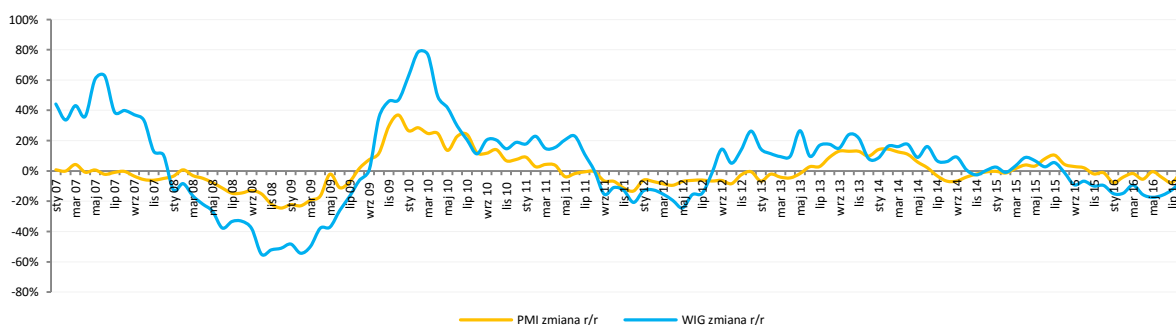
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika zmian indeksu WIG oraz M1 w Polsce



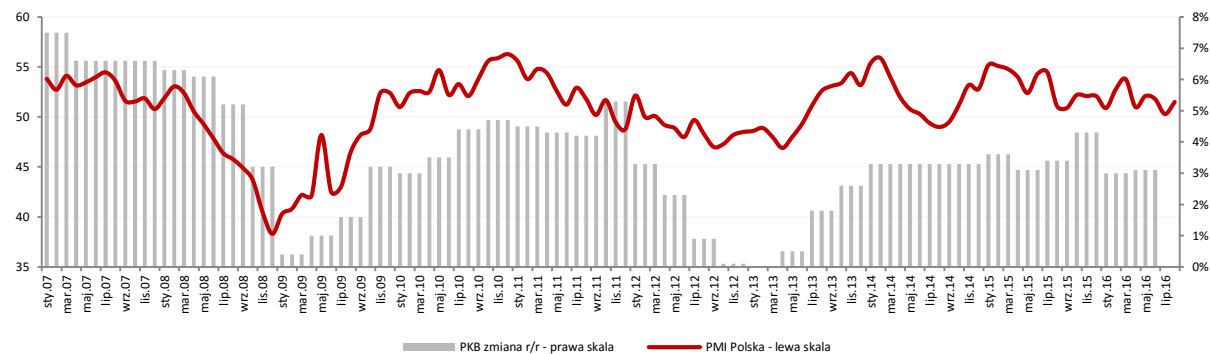
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Dynamika zmian indeksu WIG oraz PMI dla Polski



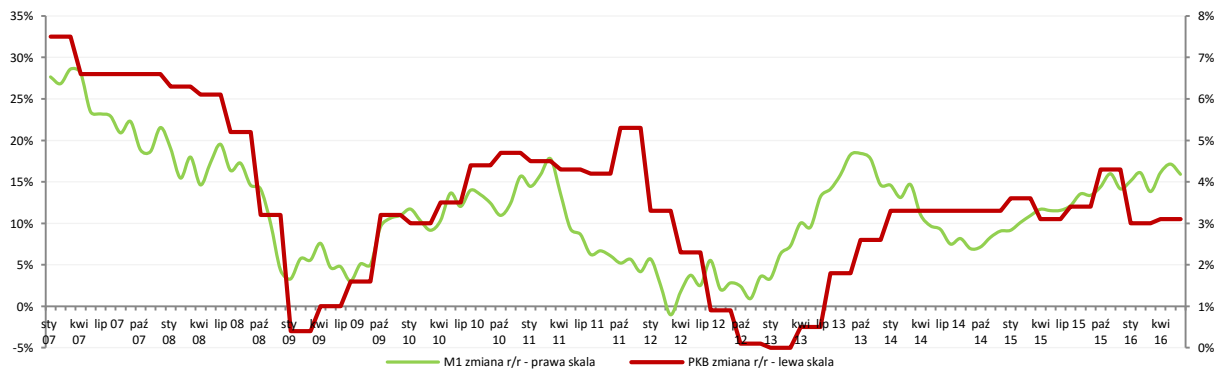
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, Merkit

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, węgiel i 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 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. Periodyzacja materiału „Raport miesięczny” jest ustalona w odstępach miesięcznych. W opracowaniu zawieramy też odczyty indeksu BDM-A oraz BDM-Z, które odzwierciedlają koniunkturę na GPW. Składają się one z podmiotów notowanych na GPW, wchodzących w skład indeksu WIG. Odczyty wartości indeksów mają taką samą częstotliwość jak publikacje opracowania „Raport miesięczny”. W każdej edycji podajemy szczegółowy skład indeksów, obliczenia wpływające na zmianę wartości oraz ewentualne zmiany składowych wpływających na indeksy w kolejnym okresie. Publikowane odczyty mają charakter historyczny i nie stanowią żadnej gwarancji, że przyszłe wartości indeksu będą charakteryzowały się podobną tendencją.

Nota prawna:

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest 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 02.09.2016 roku, 08:59 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 01.10.2016 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 02.09.2016 roku:

Portfel indeksu BDM-A	STALPRODUKT	PKP CARGO	GPW	PA NOVA	STALPROFIL	COGNOR	MFO	INSTAL KRAKÓW	TRANS POLONIA	SOLAR
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE
BDM i podmioty z nim powiązane posiadają akcje emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	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 funkcję 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 funkcję podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM i podmioty z nim powiązane pełnią funkcję animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	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	NIE	NIE	TAK*	TAK**	NIE	NIE	NIE	NIE

* Przewodniczący Rady Nadzorczej DM BDM S.A. pełni jednocześnie funkcję Wiceprezesa Zarządu spółki STALPROFIL

**BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki

Portfel indeksu BDM-Z	PKO BP	CYFROWY POLSAT	ORANGE	LOTOS	ENEA	KRUK	CIECH	GTC	PKP CARGO	GPW
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	TAK	TAK
BDM i podmioty z nim powiązane posiadają akcje emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	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 funkcję 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	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE
W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane pełniły funkcję podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	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	TAK	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	NIE	NIE	NIE
Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, 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.