



Dom Maklerski BDM S.A.

RAPORT MIESIĘCZNY

01.02.2016 Numer 2/2016

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

Krzysztof Brymora
krzysztof.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.

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 całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE.....	3
INDEKS BDM AGRESYWNY (BDM-A)	5
INDEKS BDM ZRÓWNOWAŻONY (BDM-Z)	8
HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM	11
STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI	13
WYNIKI INDEKSÓW SEKTOROWYCH NA GPW.....	14
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI.....	15
PROGNOZY PKB DLA WYBRANYCH KRAJÓW	22

PODSUMOWANIE

Styczeń 2016 roku na krajowym rynku akcji przyniósł pogłębienie spadków rozpoczętych w 2015 roku. Tym samym indeks WIG, licząc od początku bieżącego roku spadł o ok. 4.7%. W 2015 roku wpływ na pogłębiające się spadki na GPW miało kilka czynników. W naszej ocenie jednym z nich to długofalowy proces korekty premii z jakimi historycznie notowane były krajowe blue chipy 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 docelowo może zamienić się nawet w trwałe dyskonto. Drugim kluczowym aspektem były zmiany na krajowej scenie politycznej. Zapowiedzi wprowadzenia w życie pomysłów w obszarze banków czy spółek energetycznych znacząco negatywnie wpłynęły na notowania przedstawicieli tych sektorów, kluczowych przecież dla zachowania głównych indeksów na GPW.

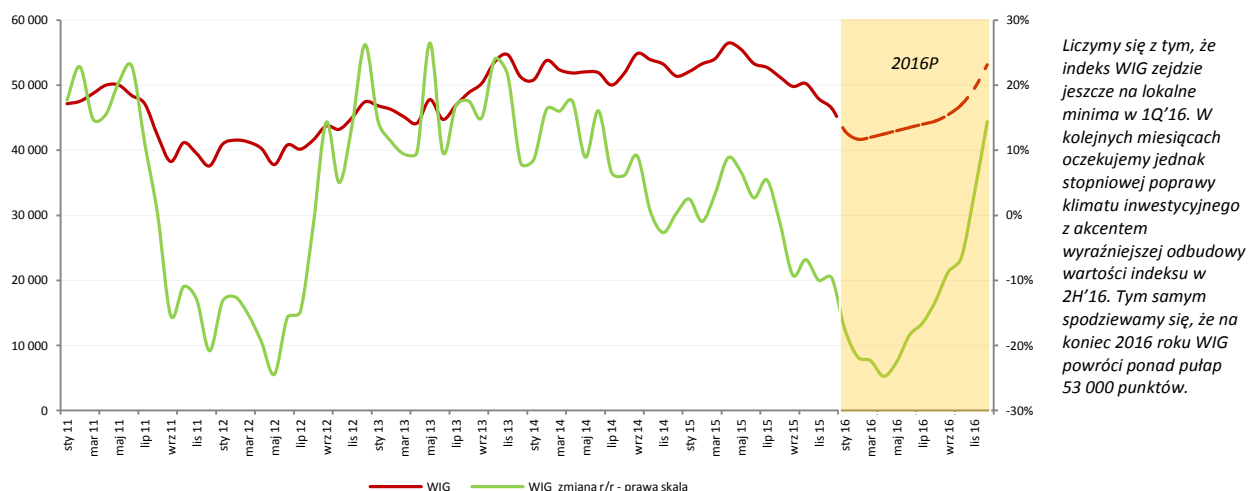
Z kolei w styczniu'16 znacząco pogorszył się sentyment inwestycyjny na zagranicznych rynkach akcyjnych. Dodatkowo w zbiorze czynników wewnętrznych o negatywnym zabarwieniu i dotyczących bezpośrednio GPW na początku 2016 roku należy wymienić m.in. informację o obniżce ratingu przez S&P, uchwalenie podatku bankowego czy zaprezentowanie prezydenckiego projektu ustawy o pomocy kredytobiorcom CHF. Należy też mieć na uwadze kolejne zmiany w organach nadzorczych i zarządzających w spółkach z udziałem Skarbu Państwa. W wielu przypadkach inwestorzy oczekują na komunikaty nowych władz spółek dotyczących polityki inwestycyjnej czy dywidendowej.

Uważamy, że słabo rozpoczęty 2016 rok na finiszu okaże się udany dla krajowego rynku kapitałowego. Pomimo wielu wyzwań dla gospodarki światowej, oceniamy, że bieżący sentyment inwestycyjny na warszawskim parkiecie jest wyjątkowo słaby. Zakładamy, że inwestorzy zdyskontowali już szereg negatywnych scenariuszy, które w wielu aspektach wg naszych analiz nie są uzasadnione. W trakcie 2016 roku spodziewamy się zwiększonej zmienności i nie wykluczamy zejścia poniżej ostatnich minimów (szczególnie w 1H'16). W scenariuszu bazowym przyjmujemy jednak, że rok 2016 finalnie będzie istotnie lepszy pod względem stóp zwrotu na warszawskim parkiecie aniżeli miniony 2015 rok. W trakcie kolejnych kwartałów liczymy na stopniową i powolną poprawę sentymentu inwestycyjnego wobec wybranych banków, wreszcie akcentujemy poprawiające się mnożniki rynkowe dla coraz większej liczby podmiotów. Dlatego oczekujemy, że indeks WIG na koniec 2016 roku powróci ponad pułap 53 000 punktów.

Na rynkach zagranicznych (w sferze gospodarczej) będziemy obserwowali dwa kluczowe procesy. Jednym z nich będzie rozpoczęty w końcu 2015 roku długofalowy cykl stopniowego podnoszenia kosztu pieniądza w USA. Pierwsze nieznaczne podniesienie stóp procentowych w USA nie wywołało dotychczas większych zawirowań (inwestorzy mieli dużo czasu do przygotowania/korekty swoich strategii). Ważne dla utrzymania dobrego klimatu inwestycyjnego powinny być odczyty wskazujące na siłę amerykańskiej gospodarki. Drugą, może i ważniejszą pod względem potencjalnego ryzyka inwestycyjnego dla rynków surowcowych i akcji, sceną wydarzeń będzie zachowanie chińskiej gospodarki.

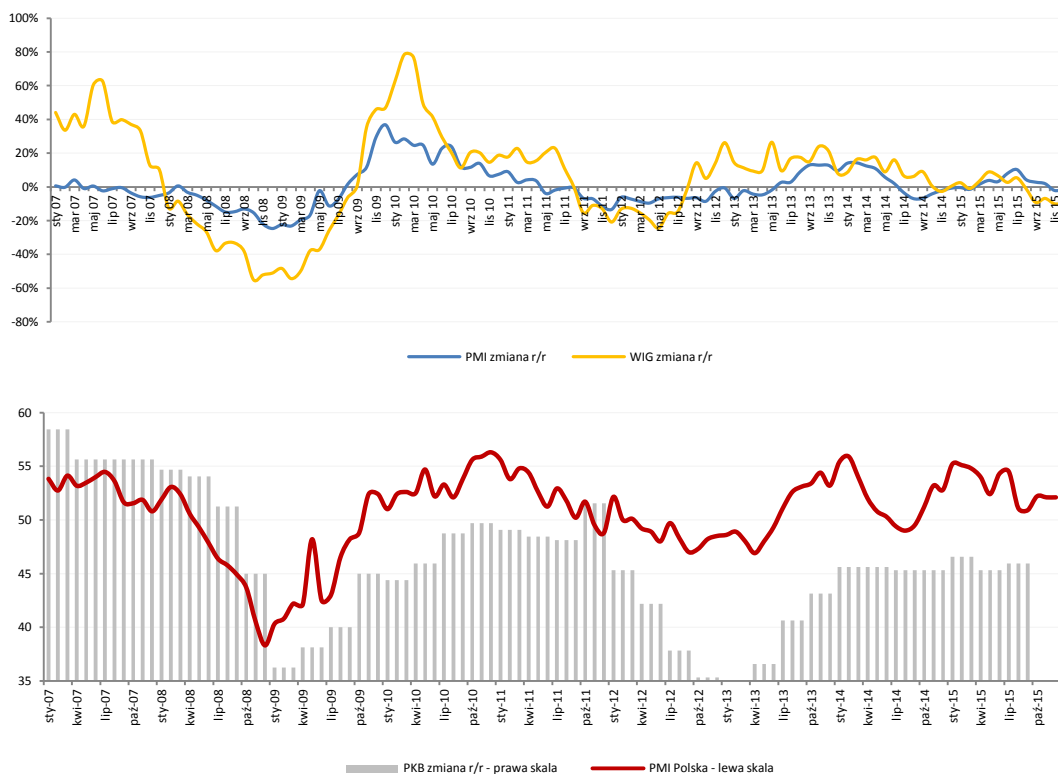
Trwałe przełamanie negatywnych tendencji wskazujących na spadek dynamiki wzrostu PKB może być wyjątkowo wymagające i inwestorzy coraz bardziej niecierpliwie będą oczekiwać na efekty wprowadzonych wcześniej działań stymulujących. Oceniamy, że ewentualne dalsze zaburzenie procesów utrzymujących dynamikę wzrostu w Chinach może okazać się poważnym wyzwaniem dla rynków. Na tym tle rok 2016, wg nas, może okazać się wymagający dla EBC. Obawiamy się, że aktywne dostosowywanie prowadzonej polityki na zachodzące zmiany w kluczowych obszarach gospodarczych będzie coraz trudniejsze, zważywszy na proces „opóźnionego” względem USA wdrożenia mechanizmów stymulujących (istotna częśći gospodarki strefy euro nadal notuje negatywne odczyty w zakresie konkurencyjności i innowacyjności; problematyczne są również dane o aktywności inwestycyjnej).

Oczekiwana ścieżka zachowania indeksu WIG na 2016 rok



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Indeks WIG na tle odczytów PMI oraz PKB

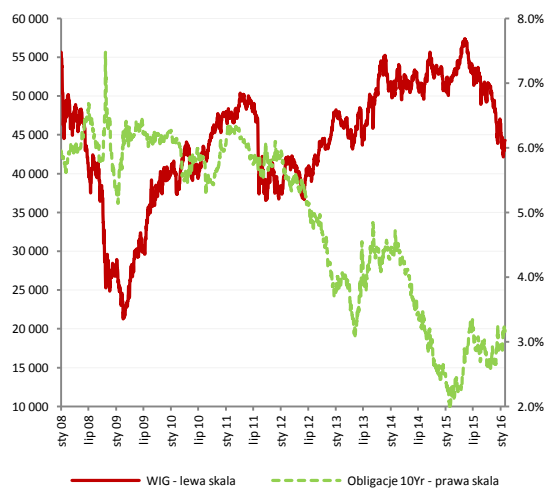


Zgodnie z projekcją przygotowaną przez NBP w listopadzie'15 w kolejnych kwartałach dynamika PKB w Polsce powinna pozostać relatywnie stabilna.

Prognoza NBP zakłada, że dynamika PKB w 2015 roku wyniesie 3.4%, w latach 2016-2017, wzrost PKB ma wynieść odpowiednio 3.3% oraz 3.5%.

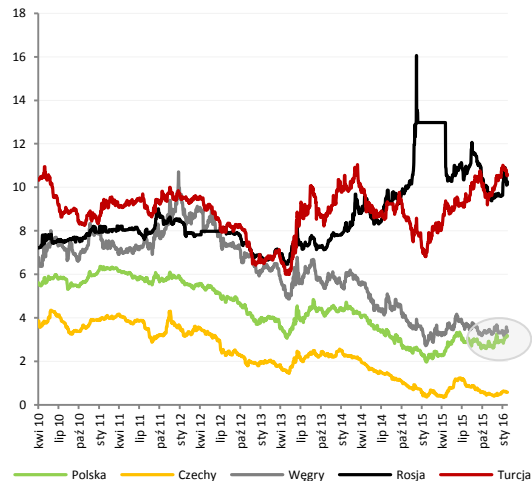
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Indeks WIG na tle zachowania rentowności obligacji (10Yr)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie rentowności obligacji w krajach regionu (10Yr)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

INDEKS BDM AGRESYWNY (BDM-A)

Indeks BDM Agresywny (BDM-A) jest obliczany od stycznia 2016 roku. Pierwsza wartość indeksu wynosiła 100 pkt (na koniec sesji 13.01.2016). Publikacja indeksu odbywa się w każdej edycji opracowania „Raport miesięczny” poprzez podawanie do publicznej wiadomości wartości zamknięcia indeksu w poszczególnych okresach rozliczeniowych. Wartość zamknięcia indeksu obliczana jest na podstawie kursów zamknięcia akcji po zakończeniu sesji giełdowej na GPW. Zadaniem indeksu jest ocena zachowania kursów akcji spółek, ze szczególnym uwzględnieniem podmiotów o średniej i małej kapitalizacji rynkowej. W indeksie BDM-A obowiązuje zasada dywersyfikacji, mająca na celu ograniczenie udziału pojedynczej spółki i sektora giełdowego. BDM-A jest indeksem dochodowym i przy jego obliczaniu uwzględnia się zarówno ceny zawartych w nim akcji, jak i dochody z dywidend i praw poboru. Publikowane odczyty BDM-A mają charakter historyczny i nie stanowią żadnej gwarancji, że przyszłe wartości indeksu będą charakteryzowały się podobną tendencją. Odczyty indeksu BDM-A nie powinny być traktowane jako 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]
Wartość indeksu BDM-A	100.00	97.78
Wartość indeksu WIG	44 708.04	44 294.89

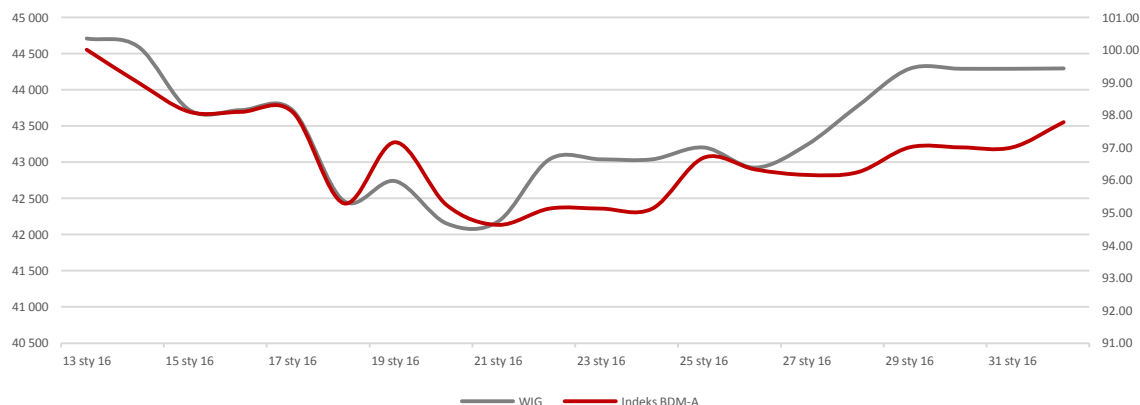
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-A w okresie 13.01.2016-01.02.2016

Lp	Spółka	Cena [PLN]	Kapitalizacja [mln PLN]	Średni obrót za 30 dni [mln PLN]	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	PKN Orlen	65.60	28 057.7	78.78	15.0%	65.60	61.43	-6.4%
2	LW Bogdanka	34.01	1 156.8	1.67	15.0%	34.01	31.33	-7.9%
3	Getin Holding	1.37	1 001.9	0.97	15.0%	1.37	1.35	-1.5%
4	Cyfrowy Polsat	21.06	13 468.8	15.17	10.0%	21.06	21.99	4.4%
5	GPW	36.25	1 521.5	1.66	10.0%	36.25	34.88	-3.8%
6	Arctic Paper	4.14	286.9	0.50	10.0%	4.14	4.20	1.4%
7	Instal Kraków	10.39	75.7	0.11	10.0%	10.39	11.50	10.7%
8	Open Finance	3.53	191.9	0.15	5.0%	3.53	2.90	-17.8%
9	Paged	52.06	806.9	0.15	5.0%	52.06	53.48	2.7%
10	Bumeh	0.70	45.1	0.07	5.0%	0.70	0.64	-8.6%
					Gotówka	0.0%		
					Portfel akcji	100.0%		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wartość indeksu BDM-A na tle indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W dniu 01.02.2016 zmieniamy skład indeksu BDM-A. Do portfela indeksu dodajemy Stalprodukt, Groclin oraz Selena FM. Usuwamy walory Getin Holding, Arctic Paper oraz Open Finance.

Szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-A (stan na koniec sesji 01.02.2016)

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	2015P	2016P	2015P	2016P
1	PKN Orlen	61.43	26 274	71.14	10.0%	-9%	-2%	-19%	12%	-9%	9.3x	8.3x	5.3x	4.2x
2	Cyfrowy Polsat	21.99	14 064	12.56	10.0%	5%	-12%	-5%	-8%	5%	13.0x	12.8x	6.8x	6.7x
3	Stalprodukt (nowa)	230.50	1 550	0.23	10.0%	-23%	-28%	-47%	-35%	-23%	6.9x	11.9x	3.5x	5.2x
4	GPW	34.88	1 464	1.66	10.0%	-3%	-15%	-29%	-25%	-3%	12.1x	12.8x	7.8x	8.1x
5	LW Bogdanka	31.33	1 066	1.29	10.0%	-6%	-24%	-40%	-68%	-6%	5.1x	17.1x	2.4x	3.5x
6	Paged	53.48	829	0.16	10.0%	4%	-1%	-2%	5%	4%	10.9x	9.4x	7.7x	6.3x
7	Selena FM (nowa)	12.99	297	0.03	10.0%	-9%	-28%	-34%	-22%	-9%	12.1x	6.8x	5.6x	4.8x
8	Groclin (nowa)	10.80	125	0.29	10.0%	-14%	-23%	-16%	-13%	-14%	---	---	---	9.2x
9	Instal Kraków	11.50	84	0.12	10.0%	7%	-5%	-22%	-28%	7%	14.2x	8.2x	5.2x	2.8x
10	Bumeh	0.64	41	0.09	10.0%	-14%	-20%	-29%	-51%	-14%	6.8x	5.8x	5.6x	4.3x
Gotówka					0.0%									
Portfel akcji					100.0%									

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-A:

PKN Orlen

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

Niskie ceny ropy oraz mocny kurs USD sprzyjają działalności operacyjnej spółki. Oczyszczona EBITDA LIFO w 4Q'15 wyniosła ponad 2 mld PLN, co postrzegać należy jako bardzo dobry wynik, biorąc pod uwagę sezonowość i awarię w Litvinowie. Obecne otoczenie będzie także sprzyjać wynikom w 2016 roku. Ostatnie spekulacje o konsolidacji polskiego sektora Oil&Gas wstępnie odbieramy pozytywnie. Zakładamy, że mogłyby pojawić się efekty synergii szczególnie na linii PKN – Lotos. Dodatkowo inwestorzy byłoby bardziej skłonni zaakceptować taki scenariusz wykorzystania mocnej pozycji finansowej spółki, niż angażowanie się w pomoc nierentownym sektorom gospodarki.

Cyfrowy Polsat

Analityk:
Maciek Bobrowski
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdom.pl

Kurs spółki spadł wg nas w związku dwoma potencjalnymi czynnikami ryzyka. Refinansowanie długu CPS przyspiesza bowiem prawdopodobny proces dalszej konsolidacji aktywów z grupy głównego właściciela. Kolejnym ryzykiem dla spółki jest ewentualna dodatkowa opłata audiowizualna na finansowanie mediów publicznych (na tym etapie w modelu nie ujmujemy istotnych płatności z tego tytułu). Uwzględniając powyższe, oceniamy że bieżące pułapy cenowe sprowadziły mnożniki rynkowe do interesujących poziomów. Dodatkowo w coraz bliżej perspektywie jest powrót do polityki dywidendowej.

Stalprodukt

Analityk:
Maciek Bobrowski
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdom.pl

Oczekujemy dobrych wyników za 4Q'15. Spółkę wyróżnia na tle innych podmiotów działających w branży związanej ze stałą wyjątkowo komfortową sytuacją płynnościową. Zgodnie z naszymi konserwatywnymi prognozami EV/EBITDA na 2016 rok jest w okolicy 5.2x i perspektywę spadku w 2017 roku.

GPW

Analityk:
Maciek Bobrowski
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdom.pl

Zwracamy uwagę na sporą przecenę kursu i historycznie niskie mnożniki EV/EBITDA. 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.

LW Bogdanka

Analityk:
Maciek Bobrowski
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdom.pl

Oceniamy że inwestorzy zdyskontowali już wiele ryzyk. Oczekujemy, że w 2016 roku powinno dojść do wzrostu udziału rynkowego Bogdanki w krajowym rynku dostaw miałow węglowych na potrzeby energetyczne (czemu sprzyja wejście do grupy Enea). Oceniamy, że w średnim i długim terminie Bogdanka nie tylko odzyska wolumen utracone w 2015 roku na krajowym rynku ale i prawdopodobnie docelowo znacznie je zwiększy (w modelu na obecnym etapie nie uwzględniamy wciąż możliwości produkcji powyżej 9.5 mln ton/rok).

Paged <i>Analitik:</i> Krystian Brymora tel. (032) 20-81-435 e-mail: brymora@bdm.pl	Liczymy na mocny wynik 4Q'15 i dalszą poprawę w 2016 roku, czego katalizatorem powinny być niższe koszty drewna (szacowany spadek cen o ok. 3% r/r wobec wcześniej oczekiwanych +2% r/r), korzystny kurs EUR/PLN i efekty nowej inwestycji w sklepę mirror (zdecydowany wzrost wolumenów sprzedaży). Przy zmniejszonych nakładach inwestycyjnych wysoki OCF umożliwi znaczne oddłużenie spółki.
Selena FM <i>Analitik:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Wycena rynkowa spółki od 2Q'15 spadła o połowę. Na sentyment negatywnie wpłynęły zawirowania na rynkach EM, na które spółka posiada sporą ekspozycję oraz objęcie 60 mln PLN obligacji od spółki powiązanej z głównym akcjonariuszem (2,6 PLN/akcję). Uważamy, że przy obecnych pułapach cenowych rynek zawiązką zdyskontował oba czynniki. Spółka handlowana jest na poziomie <5xEBITDA'16 (ujmując w EV dług związany z objęciem obligacji). W 4Q'15 spodziewamy się około 8% spadku sprzedaży, zakładamy, jednak że na EBITDA wynik będzie bardzo zbliżony r/r (po stronie kosztowej sprzyja spadek cen surowców oraz wewnętrzne działania spółki). Na niższym poziomie spółka odczuje zawirowanie walutowe poprzez różnice kursowe, jednak nie w tak dużej skali jak w 4Q'14. Rok 2016 to czas dalszych wyzwań na rynkach wschodnich (kolejna dewaluacja RUB w styczniu), co wiąże się z koniecznością rozwijania sprzedaży na rynki dojrzałe (Europa Zachodnia, USA). Dobrze może wyglądać rynek polski (efekt inwestycji mieszkaniowych), stopniowa poprawa odczuwalna jest także w Hiszpanii. Po stronie kosztowej sprzyjać powinny surowce, poprawa mixu produktowego czy spodziewane efekty wdrożenia systemu ERP.
Groclin <i>Analitik:</i> Marek Jurzec tel. (032) 20-81-435 e-mail: marek.jurzec@bdm.pl	Dzięki sprzedaży biznesu wiązkowego w lipcu 2015 roku Groclin pozbył się balastu związanego z zadłużeniem. W przepływach pieniężnych za 4Q'15 spółka powinna zaraportować sprzedaż zakładu w Nowej Soli, co miało związek z optymalizacją jej struktury organizacyjnej. Oczekujemy także dodatniego wyniku operacyjnego, gdyż rezerwy związane z kosztami transferu produkcji z Nowej Soli zostały zawiązane już w poprzednich okresach. Efekt wspomnianej restrukturyzacji może mieć odzwierciedlenie w wynikach za 2016 rok, a dobra kontrakcja pozwala z optymizmem patrzeć na perspektywę poprawy rezultatów w kolejnych okresach z akcentem na 2017 rok. Dodatkowo zwracamy na istotnie mniejsze ryzyko podaży akcji ze strony historycznego głównego akcjonariusza.
Instal Kraków <i>Analitik:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Kapitalizacja Instal Kraków w ostatnich miesiącach oscyluje w granicach 80 mln PLN. Po 3Q'15 spółka miała 11 mln PLN gotówki netto. Wartość zapasów na bilansie jednostkowym (a więc przede wszystkim deweloperka) to 78 mln PLN, wartość inwestycji w nieruchomości wynosi 56 mln PLN. Wartość bilansowa majątku netto znacząco przewyższa więc kapitalizację, nawet przyjmując założenie, że wartość rezydualna części budowlanej = 0. Wyniki 3Q'15 okazały się lepsze od naszych szacunków. W raporcie zarząd wskazał w ramach ugody zaakceptować część kar w kontraktach energetycznych, na które spółka zawiązała wcześniej rezerwy, co pozwoliło na akceptację robót dodatkowych (w efekcie ma to dać tylko nieznaczne zwiększenie strat na problematycznych kontraktach). W 2016 roku wyniki powinny być oparte o rentowne obszary biznesu: segment deweloperski (rozliczenie projektu Sołtysowska), Frapol (systemy klimatyzacyjne) oraz działalność podwykonawczą na rynku niemieckim. Biorąc pod uwagę obecny portfel zleceń działalność budowlana na rynku polskim zostanie istotnie ograniczona. Zakładamy, że skonsolidowany zysk netto powróci do poziomu >10 mln PLN.
Bumech <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Podmiot bardzo przeceniony. Doceniamy działania zarządu zmierzające do poprawy wyników spółki na trudnym rynku krajowym. Zwracamy uwagę na podany pod koniec grudnia'15 rosnący portfel zamówień na prawie 200 mln PLN i tym samym liczymy na wzrost EBITDA w 2016 względem 2015 roku.

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]
Wartość indeksu BDM-Z	100.00	99.71
Wartość indeksu WIG	44 708.04	44 294.89

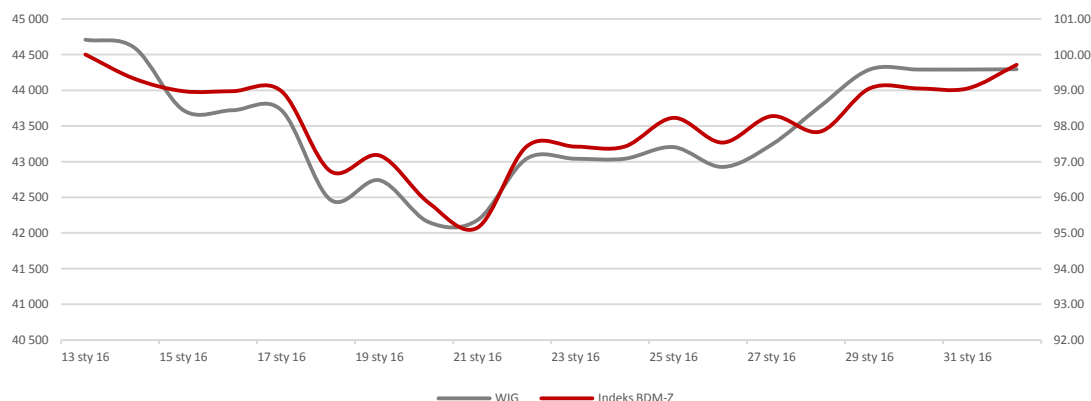
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-Z w okresie 13.01.2016-01.02.2016

Lp	Spółka	Cena [PLN]	Kapitalizacja [mln PLN]	Średni obrót za 30 dni [mln PLN]	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	PZU	32.33	27 918	68.61	10.0%	32.90	32.33	-1.7%
2	PKN Orlen	61.43	26 274	71.14	10.0%	65.60	61.43	-6.4%
3	Energa	13.48	5 582	12.59	10.0%	11.88	13.48	13.5%
4	CCC	124.40	4 777	12.26	10.0%	123.70	124.40	0.6%
5	Cyfrowy Polsat	21.99	14 064	12.56	10.0%	21.06	21.99	4.4%
6	Kęty	281.75	2 711	3.53	10.0%	291.50	281.75	-3.3%
7	GPW	34.88	1 464	1.66	10.0%	36.25	34.88	-3.8%
8	PCC Rokita	44.60	885	0.11	10.0%	45.50	44.60	-2.0%
9	Polwax	15.70	160	0.05	10.0%	15.38	15.70	2.1%
10	PA NOVA	19.99	200	0.04	10.0%	21.40	19.99	-6.6%
Gotówka					0.0%			
Portfel akcji					100.0%			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wartość indeksu BDM-Z na tle indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W dniu 01.02.2016 zmieniamy skład indeksu BDM-A. Do portfela indeksu dodajemy Budimex oraz Kruk. Usuamy walory PZU i Energa.

Szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-Z

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	2015P	2016P	2015P	2016P	2015	2016P
1	PKN Orlen	61.43	26 274	71.14	10.0%	-9%	-2%	-19%	12%	-9%	9.3x	8.3x	5.3x	4.2x	2.7%	3.3%
2	Cyfrowy Polsat	21.99	14 064	12.56	10.0%	5%	-12%	-5%	-8%	5%	13.0x	12.8x	6.8x	6.7x	0.0%	2.5%
3	Budimex (nowa)	196.95	5 028	2.19	10.0%	2%	-6%	6%	27%	2%	22.2x	16.9x	9.4x	6.8x	3.1%	4.1%
4	CCC	124.40	4 777	12.26	10.0%	-10%	-26%	-36%	-19%	-10%	20.9x	18.4x	20.2x	14.5x	2.4%	2.4%
5	Kruk (nowa)	168.70	2 935	6.25	10.0%	-3%	-8%	-3%	47%	-3%	15.9x	14.6x	15.4x	13.2x	0.8%	1.5%
6	Kęty	281.75	2 711	3.53	10.0%	-10%	1%	-7%	2%	-10%	12.9x	13.3x	8.8x	8.9x	5.1%	5.1%
7	GPW	34.88	1 464	1.66	10.0%	-3%	-15%	-29%	-25%	-3%	12.1x	12.8x	7.8x	8.1x	6.9%	7.5%
8	PCC Rokita	44.60	885	0.11	10.0%	-7%	11%	11%	21%	-7%	12.3x	10.1x	8.7x	7.5x	7.8%	8.2%
9	PA NOVA	19.99	200	0.04	10.0%	-13%	6%	5%	33%	-13%	10.2x	6.7x	14.9x	9.5x	2.5%	7.8%
10	Polwax	15.70	160	0.05	10.0%	9%	3%	-10%	-8%	9%	7.5x	7.1x	6.2x	5.6x	7.7%	7.8%
					Gotówka	0.0%										
					Portfel akcji	100.0%										

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-Z:

PKN Orlen

Niskie ceny ropy oraz mocny kurs USD sprzyjają działalności operacyjnej spółki. Oczyszczona EBITDA LIFO w 4Q'15 wyniosła ponad 2 mld PLN, co postrzegać należy jako bardzo dobry wynik, biorąc pod uwagę sezonowość i awarię w Litvinowie. Obecne otoczenie będzie także sprzyjać wynikom w 2016 roku. Ostatnie spekulacje o konsolidacji polskiego sektora Oil&Gas wstępnie odbieramy pozytywnie. Zakładamy, że mogłyby pojawić się efekty synergii szczególnie na linii PKN – Lotos. Dodatkowo inwestorzy byłoby bardziej skłonni zaakceptować taki scenariusz wykorzystania mocnej pozycji finansowej spółki, niż angażowanie się w pomoc nierentownym sektorom gospodarki.

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

Cyfrowy Polsat <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Kurs spółki spadł wg nas w związku dwoma potencjalnymi czynnikami ryzyka. Refinansowanie długu CPS przyspiesza bowiem prawdopodobny proces dalszej konsolidacji aktywów z grupy głównego właściciela. Kolejnym ryzykiem dla spółki jest ewentualna dodatkowa opłata audiowizualna na finansowanie mediów publicznych (na tym etapie w modelu nie ujmujemy istotnych płatności z tego tytułu). Uwzględniając powyższe, oceniamy że bieżące pułapy cenowe sprowadziły mnożniki rynkowe do interesujących poziomów. Dodatkowo w coraz bliżej perspektywie jest powrót do polityki dywidendowej.
Budimex <i>Analityk:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	W 4Q'15 spodziewamy się dobrych wyników wspieranych przez pogodę, spadającą bazę kosztową oraz rekordową liczbę przekazanych mieszkań. Rok 2016 a szczególnie 2017 powinny pokazać efekty zebranych w ostatnich kwartałach kontraktów drogowych a dodatkowo rosnące wolumeny przekazanych mieszkań będzie notował w tym czasie segment deweloperski. Polem do pozytywnych zaskoczeń powinien być poziom rentowności. Marże na już podpisanych kontraktach wspierane są m.in. przez spadające ceny ropy (koszty asfaltu i transportu) oraz stali - spółka w momencie ofertowania jest w stanie zabezpieczyć jedynie część strony kosztowej, co w obecnym otoczeniu działa na jej korzyść. Przyszłe wyniki księgowe posiadają ponadto „poduszkę bezpieczeństwa” w postaci dużego salda rezerw na straty. Wraz z poprawą wyników na ścieżce wzrostowej znajdzie się także dywidenda.
CCC <i>Analityk:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-412 e-mail: gorniak@bdm.pl	Obuwniczy gigant zaraportował wysoką, dwucyfrową dynamikę przychodów w styczniu (ponad 173 mln PLN obrotów, w tym 157 mln PLN w sklepach stacjonarnych). Dodatkowo spółka odnotowała dodatnie odczyty sprzedaży porównywalnej na wszystkich rynkach, co stanowi dużą poprawę względem danych z 4Q'15. Liczymy, że w kolejnych miesiącach „stare” CCC będzie kontynuować odbudowę wyników, będąc wspierane przez konsolidację eobuwie.pl oraz rządowy program 500+ (istotne wsparcie konsumpcji gospodarstw domowych).
Kruk <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	W perspektywie kilku kolejnych kwartałów spodziewamy się dobrych wiadomości ze spółki. W modelu uwzględniamy istotny przyrost nowych pakietów wierzytelności na bilansie i dlatego oczekujemy, że spółka będzie w stanie utrzymać ambitną ścieżkę wzrostu wyników r/r. Pozytywne aspekty budowy wartości grupy powinny zneutralizować wyższą dynamikę wzrostu kosztów związaną z działalnością na rynkach zagranicznych.
Kęty <i>Analityk:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Spółka oferuje inwestorom wzrostowy profil działalności przy wysokiej stopie dywidendy. Według wstępnych szacunków w 4Q'15 Kęty pokazały już dziesiąty z rzędu przyrost EBITDA w ujęciu r/r. Spółka nieznacznie przekroczyła oficjalną prognozę rocznej na 2015 na tym poziomie (ok. 332 mln PLN vs 321 mln PLN). Kęty wyceniane są z premią do szerokiego rynku (9x EBITDA'16), jednak zwracamy uwagę, że w 2016 roku przypadnie szczyt wydatków inwestycyjnych w bieżącej strategii. Jednocześnie przy wskaźniku dług netto/EBITDA'15=0,8x oraz wzroście EBITDA widzimy realną szansę, by spółka przynajmniej powtórzyła dywidendę z 2015 roku (136 mln PLN, 14,4 PLN/akcję).
GPW <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Zwracamy uwagę na sporą przecenę kursu i historycznie niskie mnożniki EV/EBITDA. 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.
PCC Rokita <i>Analityk:</i> Krystian Brymora tel. (032) 20-81-435 e-mail: brymora@bdm.pl	Po słabszym 1H'15, związanym z uruchomieniem kluczowej inwestycji, w 3Q'15 spółka powróciła na ścieżkę dynamicznego wzrostu wyników (EBITDA +42% r/r, +7% vs oczek.), na której powinna pozostać w najbliższych kwartałach (szczególnie w 1H'16). Szacujemy, iż rekordowe wyniki w 2015 roku (powyżej 140 mln PLN EBITDA) umożliwią wypłatę dywidendy nie niższej niż za 2014 rok (DY blisko 8%). Oprócz ponad przeciętnej dywidendy spośród krajowych spółek chemicznych PCC Rokitę wyróżnia duży stopień integracji pionowej biznesu i w konsekwencji najmniejszy współczynnik zmienności wyników finansowych.
PA NOVA <i>Analityk:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-412 e-mail: gorniak@bdm.pl	Spółka udanie zakończyła proces budowy i komercjalizacji największej dotychczasowej inwestycji, czyli galerii handlowej w Jaworznie. Deweloper planuje zwiększyć obecne portfolio o kilka mniejszych obiektów, jednak nie będą one wymagały tak dużych nakładów jak projekt w Jaworznie. Liczymy jednocześnie, że PA Nova uda się sprzedać część hal magazynowo-produkcyjnych, co wygenerowałoby kilkanaście mln PLN wolnej gotówki oraz stworzyłoby możliwość zwiększenia dotychczasowego poziomu dywidendy (w '15 DPS = 0,5 PLN; w przypadku zrealizowania transakcji DPS >1 PLN). Dodatkowo spółka jest jednym z tańszych wskaźnikowo podmiotu z sektora.
Polwax <i>Analityk:</i> Krystian Brymora tel. (032) 20-81-435 e-mail: brymora@bdm.pl	Spółka przedstawiła szacunki wyników za 4Q'15, według których przychody wzrosły o 23% r/r (rekordowy poziom w historii), a EBITDA o 40% r/r. Szacunki okazały się zdecydowanie wyższe od naszych oczekiwań o ok. 17% na poziomie przychodów i 30% EBITDA. Zakładamy, że silny bilans (spodziewana gotówka netto po 1Q'16) umożliwi wypłatę sówitej dywidendy (DY blisko 7%). W ostatnich kwartałach spółka konsekwentnie realizowała strategię zwiększania sprzedaży wosków o zastosowaniach przemysłowych. Liczymy, iż będzie ona realizowana w kolejnych okresach, co umożliwi dalszy wzrost realizowanej marży. Obecnie spółka handlowana jest przy atrakcyjnych mnożnikach 7,2x P/E'16 i 5,6x EV/EBITDA'16.

HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.1 [stan na 01.02.2016]

Spółka	rekomendacja	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG	realizacja	data realizacji	kurs realizacji / kurs bieżący	WIG przy realizacji / WIG aktualnie	stopa zwrotu u spółki	stopa zwrotu u WIG	względna stopa zwrotu	analityk
PGNIG	redukuj	4.52	redukuj	4.7	01.02.2016	5.11	44 050			5.04	44 295	-1.4%	0.6%	1.9%	pado
Bogdanka	kupuj	39.8	kupuj	42.36	05.01.2016	32.55	45 357			31.33	44 295	-3.7%	-2.3%	-1.4%	bobrowski
Qumak	redukuj	7.82	---	---	22.12.2015	9.07	46 247			8.8	44 295	-3.1%	-4.2%	-1.1%	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%	górniki
Wasko	kupuj	2.51	---	---	18.12.2015	1.92	45 684			1.90	44 295	-1.0%	-3.0%	2.0%	jurzec
Arctic Paper	kupuj	5.6	kupuj	5.5	11.12.2015	3.4	44 808			4.20	44 295	23.5%	-1.1%	24.7%	brymora
GPW	akumuluj	41	akumuluj	52.7	10.12.2015	36.81	44 670			34.9	44 295	-5.2%	-0.8%	-4.4%	bobrowski
Elektrobudowa	trzymaj	147.8	kupuj	138.8	09.12.2015	136	45 624			114.0	44 295	-16.2%	-2.9%	13.3%	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%	górniki
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			44.6	44 295	1.4%	-6.0%	7.3%	brymora
CCC	akumuluj	165.4	---	---	02.12.2015	149	47 826			124.4	44 295	-16.5%	-7.4%	-9.1%	górniki
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			168.7	44 295	-10.3%	-8.1%	2.1%	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%	górniki
PA NOVA	kupuj	25.82	kupuj	23.74	18.11.2015	19.8	48 944			20.0	44 295	1.0%	-9.5%	10.5%	górniki
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			104.00	44 295	11.8%	-13.3%	-25.2%	brymora
Police	trzymaj	23	sprzedaj	12.9	08.11.2015	24	51 106			26.00	44 295	8.3%	-13.3%	-21.7%	brymora
ZA Puławy	trzymaj	175	akumuluj	161	08.11.2015	178	51 106			254.00	44 295	42.7%	-13.3%	-56.0%	brymora
Cyfrowy Polsat	trzymaj	24.21	redukuj	20.11	26.10.2015	24.81	51 157			21.99	44 295	-11.4%	-13.4%	-2.0%	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			11.50	44 295	1.8%	-13.9%	15.7%	pado
Intersport	kupuj	3.55	---	---	12.10.2015	2.00	51 445			1.71	44 295	-14.5%	-13.9%	-0.6%	górniki
Comp	kupuj	69.5	---	---	23.09.2015	55	50 525			53.00	44 295	-3.6%	-12.3%	8.7%	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			291.5	44 295	-10.3%	-15.6%	-5.3%	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			53.5	44 295	-3.6%	-16.3%	12.7%	brymora
Forte	redukuj	49.8	redukuj	49.5	12.08.2015	60	52 934	tak	20.01.2016	48.1	42 300	-19.8%	-20.1%	-0.3%	brymora
Eurocash	redukuj	38	---	---	10.08.2015	42.5	52 638			53.74	44 295	26.4%	-15.8%	-42.3%	górniki
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%	górniki
Lotos	akumuluj	33.5	akumuluj	28.5	16.07.2015	30.4	53 400			25.63	44 295	-15.7%	-17.1%	1.4%	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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.2 [stan na 01.02.2016]

Spółka	rekomendacja	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG	realizacja	data realizacji	kurs realizacji / kurs bieżący	WIG przy realizacji / WIG aktualnie	stopa zwrotu spółki	stopa zwrotu WIG	względna stopa zwrotu	analityk
Selena	trzymaj	22.3	kupuj	26.4	06.07.2015	20.3	52 467			12.99	44 295	-36.0%	-15.6%	20.4%	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			52	44 295	3.0%	-17.9%	-20.9%	górnjak
Cognor	kupuj	2.06	kupuj	2.01	10.06.2015	1.35	53 576			0.68	44 295	-49.6%	-17.3%	-32.3%	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			25.95	44 295	-23.0%	-20.4%	-2.6%	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	20.05.2014	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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI

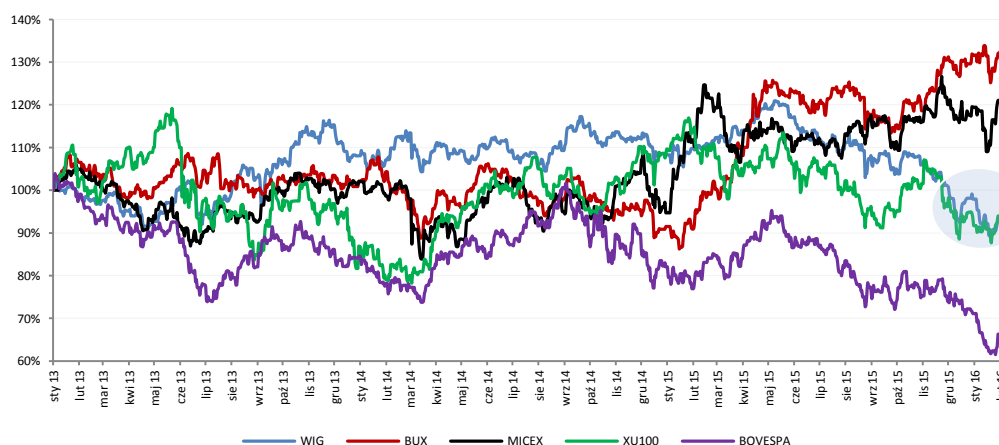
Styczeń 2016 roku przyniósł gwałtowną przecenę niemal na wszystkich rynkach akcji. Statystycznie pierwsze dni handlu nowego roku w 2016 roku należały do jednych ze słabszych okresów w historii odczytów (zarówno dla giełd amerykańskich jak i europejskich). Tym samym stopy zwrotu wielu kluczowych indeksów akcyjnych znajdują się na minusach niwelując często udane statystyki za miniony 2015 rok.

Zmiany wybranych indeksów akcyjnych

	1M	3M	6M	1Yr	YTDr
WIG	-4.7%	-11.9%	-16.0%	-15.0%	-4.7%
BUX	0.9%	11.9%	6.8%	45.9%	0.9%
Micex	0.7%	3.6%	6.2%	7.6%	0.7%
Istanbul Turkish100	2.4%	-7.5%	-8.1%	-17.4%	2.4%
DAX	-9.2%	-10.1%	-13.7%	-8.8%	-9.2%
FTSE100	-2.9%	-4.7%	-9.5%	-10.2%	-2.9%
CAC40	-5.3%	-10.3%	-13.6%	-4.6%	-5.3%
Ibex	-7.9%	-15.2%	-21.4%	-15.5%	-7.9%
Mediolan	-13.7%	-17.6%	-21.5%	-9.8%	-13.7%
SP&500	-5.5%	-7.1%	-8.1%	-3.1%	-5.5%
Bovespa	-6.9%	-12.1%	-20.7%	-14.0%	-6.9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Indeks WIG na tle wybranych indeksów emerging markets od 2013 roku

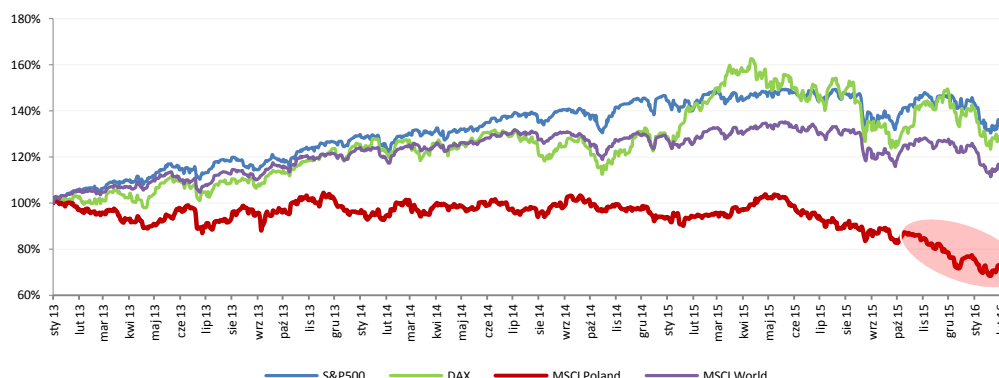


Licząc od początku 2013 roku, indeks WIG notuje podobną stopę zwrotu co turecki XU100 (oba indeksy należały liderów spadków w regionie CEE w 2015 roku).

Na uwagę zasługuje odbudowa indeksu węgierskiego (po wcześniejszych słabszych odczytach).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

MSCI Poland na tle innych indeksów w okresie od 2013 roku



Na głównych rynkach światowych na widać wyraźne wyhamowanie dynamiki wzrostowej i wejście w okres korekty.

Indeks MSCI Poland zanotował bardzo słaby odczyt za 2015 rok i rozpoczął styczeń '16 od zejścia na jeszcze niższe pułapy.

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 blue chipy 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 docelowo może zamienić się nawet w trwałe dyskonto. Drugim kluczowym aspektem były zmiany na krajowej scenie politycznej. Zapowiedzi wprowadzenia w życie pomysłów w obszarze banków czy spółek energetycznych znacząco negatywnie wpłynęły na notowania przedstawicieli tych sektorów, kluczowych przecież dla zachowania głównych indeksów na GPW.

W 2015 roku najsłabsze odczyty notują indeksy WIG Banki, WIG Energetyka oraz WIG Surowce, czyli trzy kluczowe segmenty w istotny sposób wpływające na zachowanie WIG20. Na przeciwnym biegunie, czyli najlepsze stopy zwrotu notuje indeks WIG Chemia, WIG Paliwa czy WIG Ukraina (odrabiając wcześniejsze spadki).

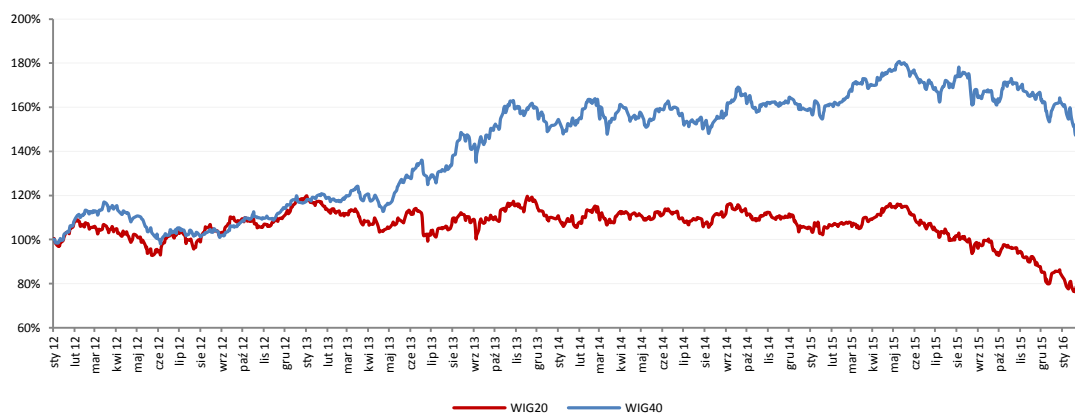
Zmiany wybranych indeksów krajowego rynku akcji

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG30	-4.3%	-13.4%	-19.3%	-21.2%	-4.3%
WIG20	-4.4%	-13.7%	-20.2%	-24.1%	-4.4%
mWIG40	-5.0%	-7.9%	-11.1%	-4.2%	-5.0%
sWIG80	-5.8%	-8.5%	-6.3%	-0.5%	-5.8%
WIGdiv	-2.6%	-13.3%	-17.9%	-19.1%	-2.6%
WIG	-4.7%	-11.9%	-16.0%	-15.0%	-4.7%
Respect	-3.8%	-14.5%	-19.9%	-19.1%	-3.8%

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG Banki	-6.3%	-13.1%	-16.4%	-26.1%	-6.3%
WIG Budownictwo	-3.3%	-8.9%	-2.0%	22.4%	-3.3%
WIG Chemia	0.5%	9.3%	8.1%	32.3%	0.5%
WIG Deweloperzy	-3.3%	0.7%	5.4%	13.5%	-3.3%
WIG Energetyka	2.6%	-9.7%	-23.7%	-30.0%	2.6%
WIG Informatyka	-0.3%	-5.3%	-4.6%	10.2%	-0.3%
WIG Media	2.8%	-10.1%	-3.4%	1.6%	2.8%
WIG Paliwa	-6.8%	-10.4%	-18.9%	15.6%	-6.8%
WIG Spożywczy	-9.1%	-13.8%	-2.2%	21.9%	-9.1%
WIG Surowce	-11.6%	-36.4%	-40.1%	-49.7%	-11.6%
WIG Telekom	0.1%	-6.4%	-16.6%	-18.4%	0.1%
WIG CEE	-2.2%	-4.4%	-7.1%	9.5%	-2.2%
WIG Poland	-4.6%	-11.9%	-16.2%	-15.5%	-4.6%
WIG Ukraina	-7.9%	-13.0%	-4.4%	26.4%	-7.9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana WIG20 i WIG40 od 2012 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI

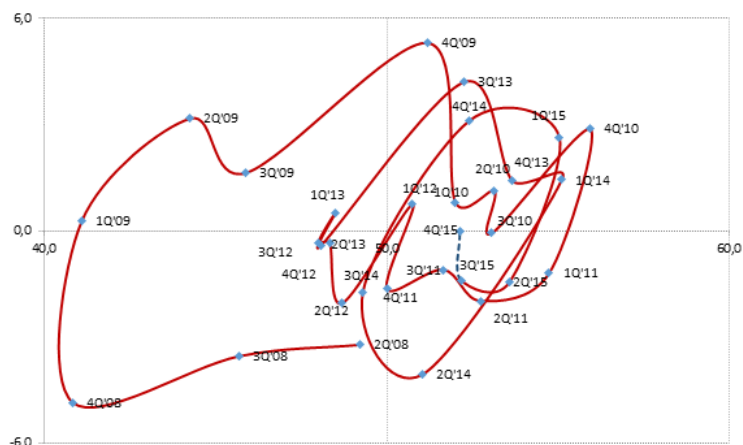
Zgodnie z projekcją przygotowaną przez NBP w listopadzie'15 (model NECMOD) w kolejnych kwartałach dynamika PKB powinna pozostać relatywnie stabilna. W naszym scenariuszu bazowym oczekujemy, że dynamika wzrostu w szczególności od 2H'16 będzie mocniej wspierana przez silny popyt konsumpcyjny, a od 2017 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 z ekspozycją na Chiny.

Projekcja inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce opracowana przez NBP na podstawie modelu NECMOD (listopad 2015)

	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	0.9	0.0	-0.8	1.1	1.5
Ceny żywności (% r/r)	2.0	-0.9	-1.4	2.1	1.7
Ceny energii (% r/r)	-1.5	-1.0	-4.0	0.0	1.1
Wskaźnik cen inflacji baz. po wyłączeniu żywności i energii (% r/r)	1.2	0.6	0.4	1.0	1.4
PKB (% r/r)	1.7	3.4	3.4	3.3	3.5
Popyt krajowy (% r/r)	0.4	4.9	3.4	3.9	4.4
Spożycie indywidualne (% r/r)	1.2	3.1	3.0	3.3	3.5
Spożycie zbiorowe (% r/r)	1.9	4.5	3.3	2.2	3.6
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	1.1	9.2	7.3	6.1	6.1
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	1.3	-1.4	0.0	-0.6	-0.9
Eksport (% r/r)	4.8	5.7	5.6	6.3	6.7
Import (% r/r)	1.8	9.1	5.7	7.5	8.4
Place brutto (% r/r)	3.4	3.6	3.7	4.9	6.0
Liczba pracujących (% r/r)	-0.1	1.9	0.9	0.0	0.0
Stopa bezrobocia (%)	10.3	9.0	7.4	6.8	6.7
NAWRU (%)	8.5	8.3	7.8	7.5	7.0
Stopa aktywności zawodowej (%)	55.9	56.3	56.0	56.0	56.1
Wydajność pracy (% r/r)	1.9	1.6	2.5	3.3	3.5
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	2.1	1.7	1.1	1.5	2.4
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2011=1,00)	1.04	0.93	0.88	0.89	0.90
Indeks cen surowców energetycznych (EUR; 2011=1,00)	0.81	0.72	0.52	0.47	0.48
Poziom cen za granicą (% r/r)	1.5	1.1	1.5	1.3	1.5
PKB za granicą (% r/r)	0.2	1.3	1.7	1.8	1.7
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	1.0	0.4	1.9	0.8	-0.6
WIBOR 3M (%)	3.03	2.52	1.75	1.72	1.72

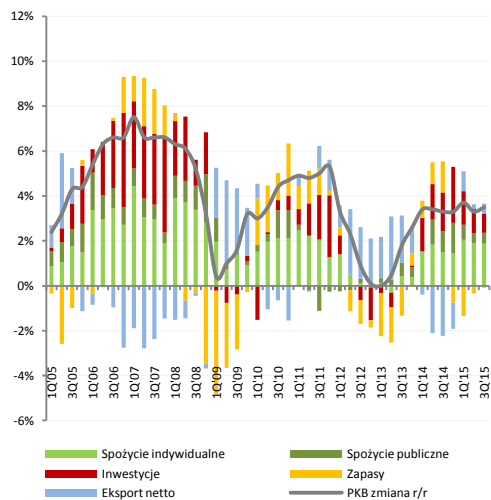
Źródło: NBP

Zegar koniunktury w oparciu o odczyty PMI dla Polski



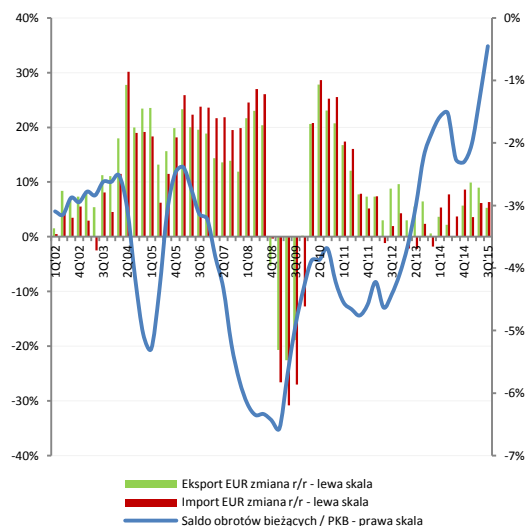
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dekompozycja PKB



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika eksportu i importu w EUR oraz saldo obrotów bieżących



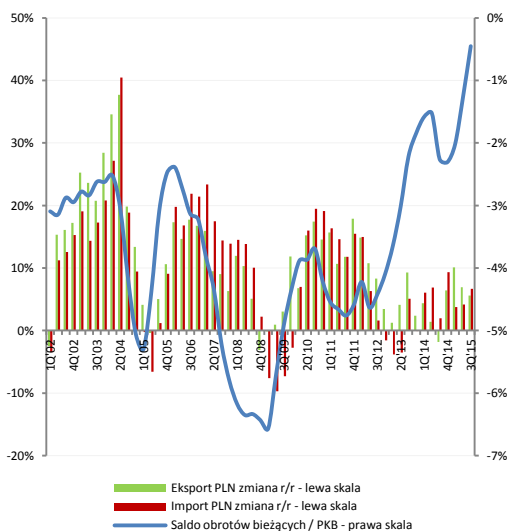
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dekompozycja wartości dodanej brutto



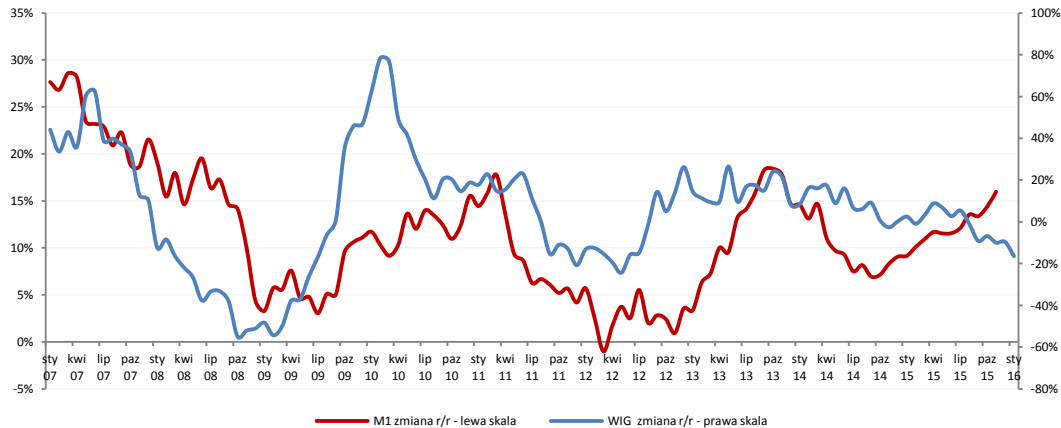
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika eksportu i importu w PLN oraz saldo obrotów bieżących



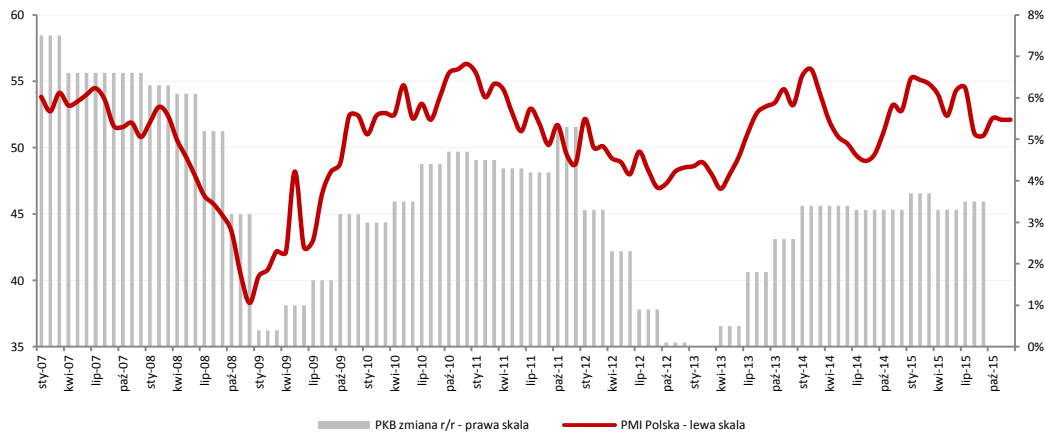
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika zmian indeksu WIG oraz M1 w Polsce



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

Dynamika PKB oraz odczyty PMI dla Polski

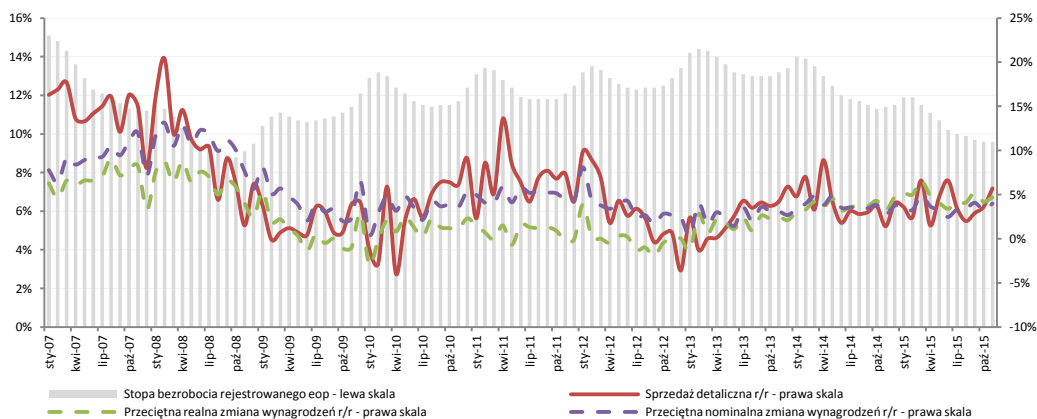
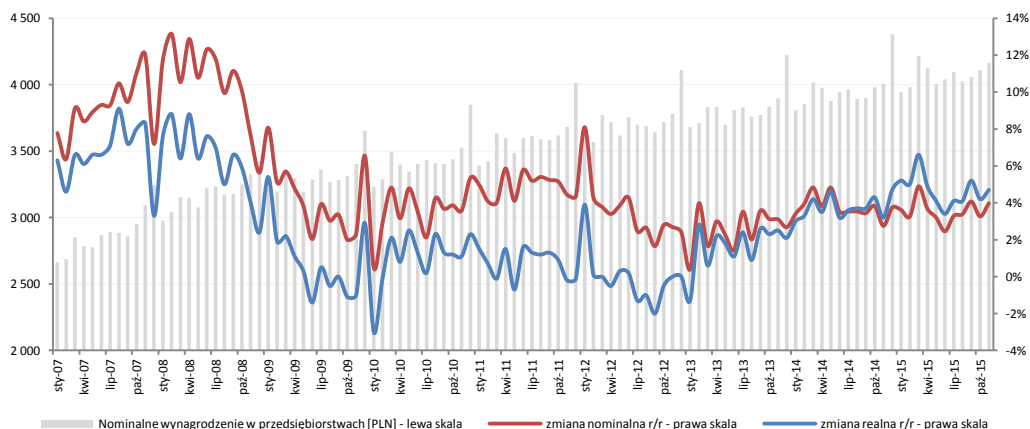
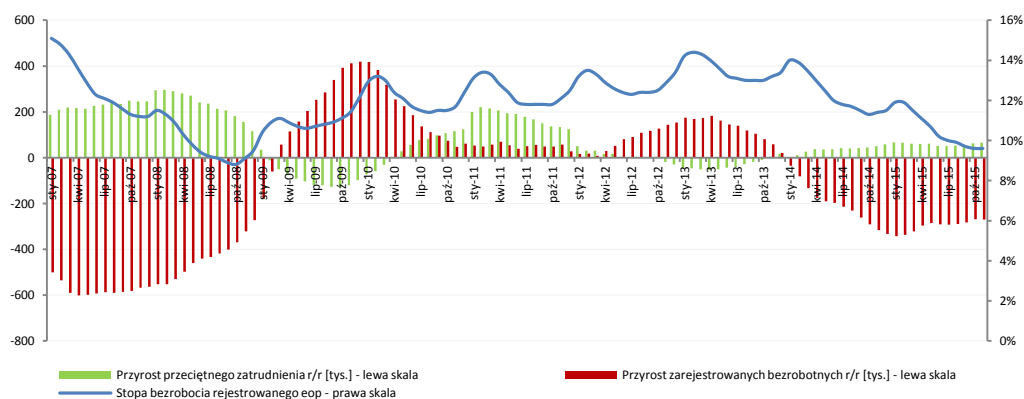
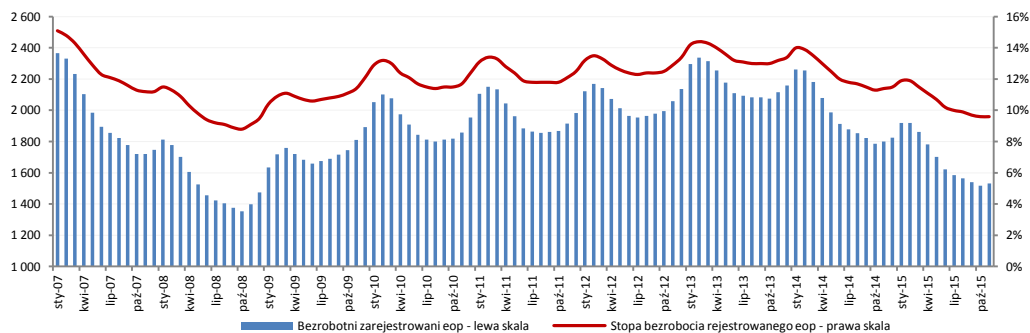


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Od początku 2014 roku sytuacja na rynku pracy ulega stopniowej poprawie i rok 2015 przyniósł umocnienie pozytywnych tendencji w tym zakresie. Jak podało MPIPS stopa bezrobocia w listopadzie'15 wyniosła 9.6%. Liczba bezrobotnych zarejestrowanych spadła do 1.53 mln osób. Oznacza to, że mc/mc zarejestrowało się prawie 13.8 tys. osób, a jednocześnie w ujęciu r/r wyrejestrowało się ponad 269 tys. osób. Wg danych GUS w listopadzie'15 nominalne i realne wynagrodzenia wzrosły odpowiednio o 4% i 4.7% r/r. Tym samym widać od kilku kwartałów, że dochodzi do odczuwalnego rozluźnienia dyscypliny płac.

Poprawa sytuacji na rynku pracy przekłada się na dobre odczyty o sprzedaży detalicznej. W listopadzie'15 wg GUS odnotowano ożywienie w sprzedaży detalicznej o 5.7% r/r. Tym samym odczyt ten był bardziej optymistyczny niż dwa poprzednie, kiedy dynamika wzrostu była na poziomie 2.9% i 3.6%.

Sytuacja na rynku pracy oraz sprzedaż detaliczna w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

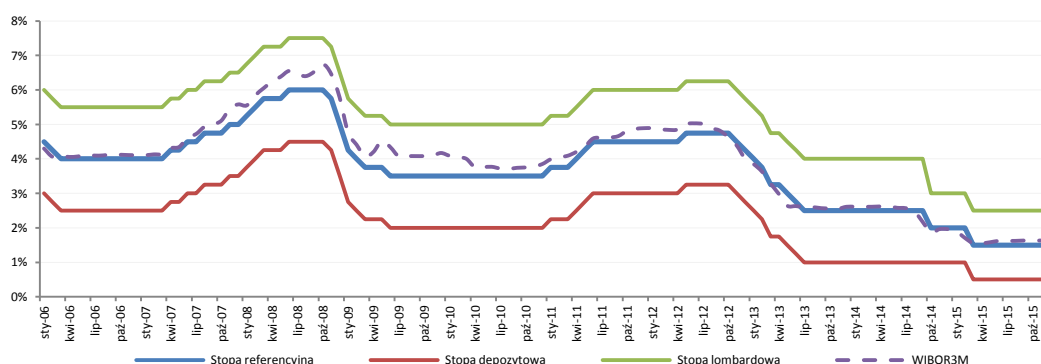
Na grudniowym i styczniowym posiedzeniu RPP pozostawiła stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Jak zapisano w komunikacie, Rada postanowiła utrzymać dotychczasowe poziomy stóp, które mają sprzyjać utrzymaniu krajowej gospodarki na ścieżce zrównoważonego rozwoju. Oceniamy, że zmiany w składzie RPP jakie nastąpią w 1Q'16 mogą stworzyć perspektywę utrzymywania stóp procentowanych na dotychczasowym pułapie lub wprowadzenia kolejnych obniżek. Znacznie mniej prawdopodobne, naszym zdaniem, będą ruchy podnoszące koszt pieniądza.

Koszt pieniądza w Polsce w latach 2012-2015

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15
Stopa referencyjna	4.5%	4.8%	4.8%	4.3%	3.3%	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Stopa depozytowa	3.0%	3.3%	3.3%	2.8%	1.8%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Stopa lombardowa	6.0%	6.3%	6.3%	5.8%	4.8%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
WIBOR3M	4.8%	5.0%	4.8%	4.0%	3.3%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.2%	2.0%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
WIBOR6M	4.9%	5.0%	4.8%	4.0%	3.3%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.2%	2.0%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
10 letnie obligacje	5.5%	5.1%	4.7%	3.7%	3.9%	4.3%	4.5%	4.3%	4.2%	3.4%	3.0%	2.5%	2.3%	3.3%	2.8%	2.9%

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

Podstawowe stopy określające koszt pieniądza Polsce



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

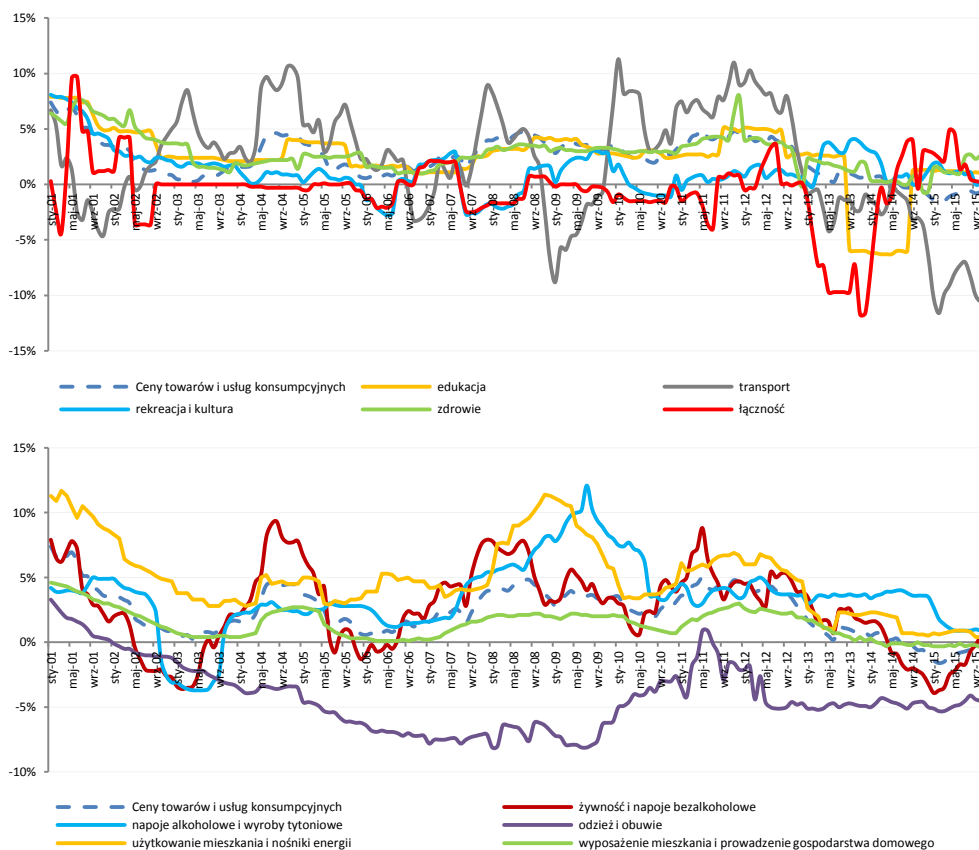
Inflacja pozostaje wyraźnie poniżej celu inflacyjnego RPP. Na grudniowym posiedzeniu RPP dominowały głosy, że w najbliższych kwartałach dynamika cen będzie powoli rosnąć, czemu ma sprzyjać oczekiwany stabilny wzrost gospodarczy. Jesteśmy bardziej ostrożni, niż komunikat RPP, w zakresie kreślenia ścieżki wzrostu inflacji. Akcentujemy w szczególności dokonane na przełomie 2015/2016 istotne dalsze spadki cen nośników energetycznych oraz niską presję cen produkcji przemysłu w kluczowych krajach gospodarki światowej. Z drugiej strony działania rządu w kierunku uruchomienia programu 500 PLN będą w istotny sposób wpływać na sferę konsumpcji w Polsce. W perspektywie kilku kwartałów nie należy również lekceważyć presji płacowej wraz ze spadającym poziomem bezrobocia.

Zachowanie CPI oraz PPI w Polsce

	gru-14	sty-15	lut-15	mar-15	kwi-15	maj-15	cze-15	lip-15	sie-15	wrz-15	paź-15	lis-15
Ceny towarów i usług kons.	-1.0%	-1.4%	-1.6%	-1.5%	-1.1%	-0.9%	-0.8%	-0.7%	-0.6%	-0.8%	-0.7%	-0.6%
żywność i napoje bezalkoholowe	-3.2%	-3.9%	-3.7%	-3.5%	-2.5%	-2.2%	-1.7%	-1.7%	-0.7%	-0.2%	0.4%	0.1%
napoje alkoholowe i tytoń	3.5%	2.7%	1.8%	1.4%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%
odzież i obuwie	-5.0%	-5.1%	-5.3%	-5.3%	-5.1%	-4.9%	-4.8%	-4.5%	-4.1%	-4.4%	-4.5%	-4.6%
użytkowanie mieszkania i energia	0.5%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%
wyposażenie mieszkania	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.3%
zdrowie	-0.6%	1.5%	1.5%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	2.5%	2.7%	2.3%	2.6%	2.6%
transport	-6.5%	-10.2%	-11.6%	-9.9%	-9.1%	-8.0%	-7.3%	-7.0%	-8.3%	-10.0%	-10.4%	-8.2%
łączność	3.0%	2.8%	2.4%	2.1%	4.9%	4.6%	1.4%	1.8%	0.5%	0.3%	0.3%	0.9%
rekreacja i kultura	1.3%	1.9%	1.9%	1.2%	1.0%	1.1%	1.2%	0.9%	1.1%	0.0%	0.0%	-0.6%
edukacja	1.3%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%	0.9%
Ceny produkcji w przemyśle	-2.7%	-2.8%	-2.8%	-2.5%	-2.7%	-2.1%	-1.4%	-1.8%	-2.7%	-2.8%	-2.3%	-1.8%
górnictwo i wydobywanie	-1.3%	-4.5%	-2.9%	1.6%	1.8%	-1.0%	-1.4%	-5.8%	-7.3%	-7.2%	-5.9%	-6.9%
przetwórstwo przemysłowe	-3.3%	-3.3%	-3.4%	-3.2%	-3.4%	-2.7%	-1.9%	-2.0%	-3.1%	-3.1%	-2.5%	-1.8%
wytwarzanie energii, gazu	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	0.8%	0.1%	-0.1%	-0.2%
dostawa wody; odpady	1.5%	1.3%	1.3%	1.1%	1.5%	1.8%	1.9%	1.5%	1.5%	0.6%	0.4%	0.6%

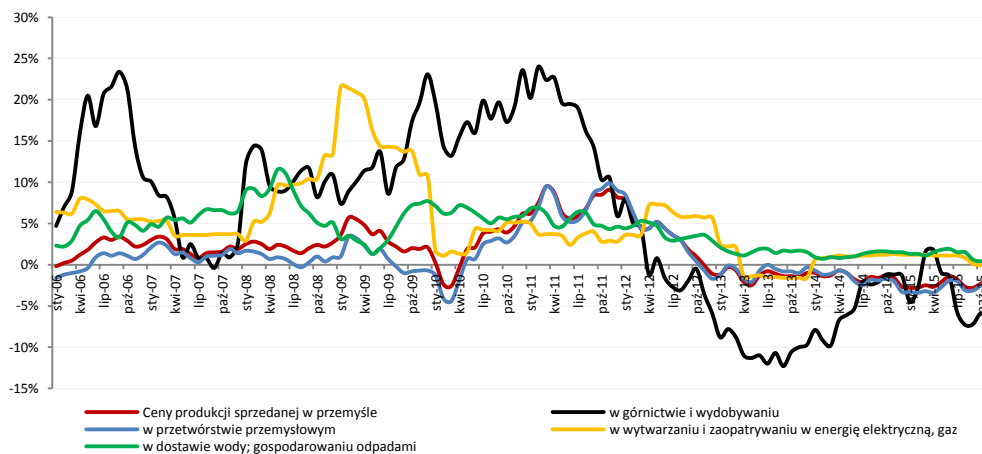
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Zachowanie cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce



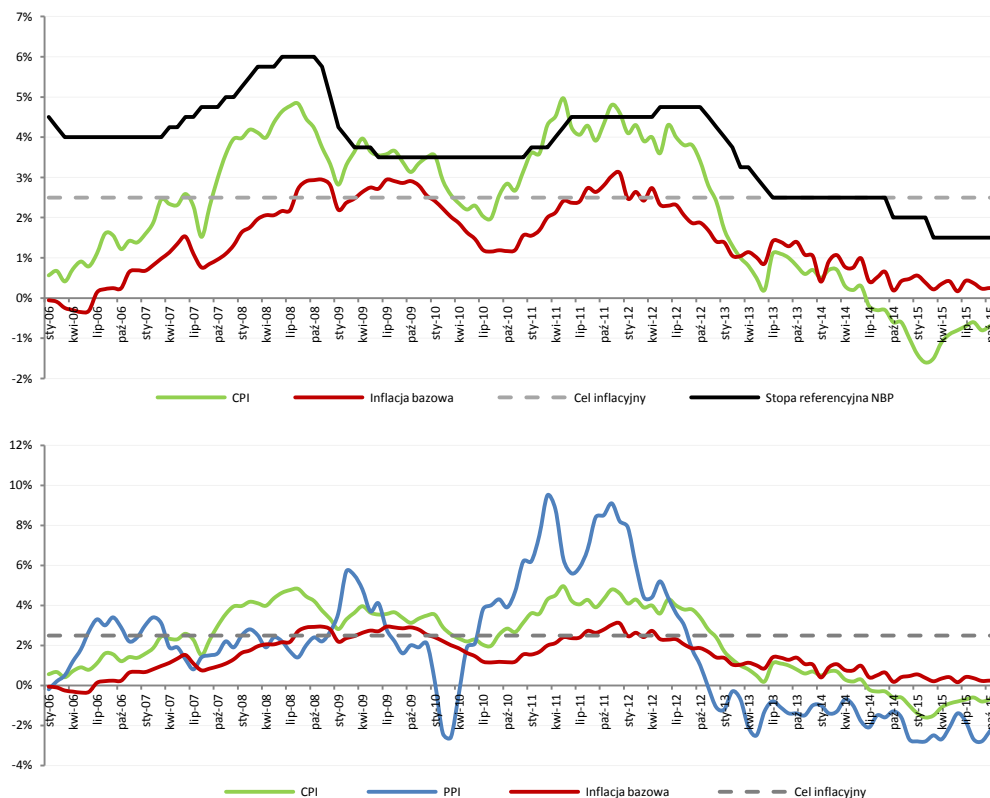
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Zachowanie cen produkcji sprzedanej w przemyśle w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Zachowanie cen oraz koszty pieniądza w Polsce

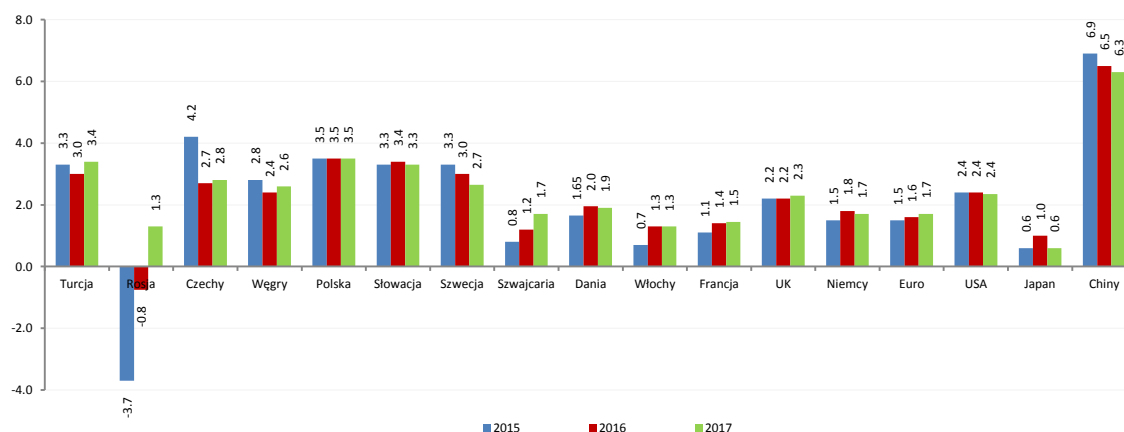


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

PROGNOZY PKB DLA WYBRANYCH KRAJÓW

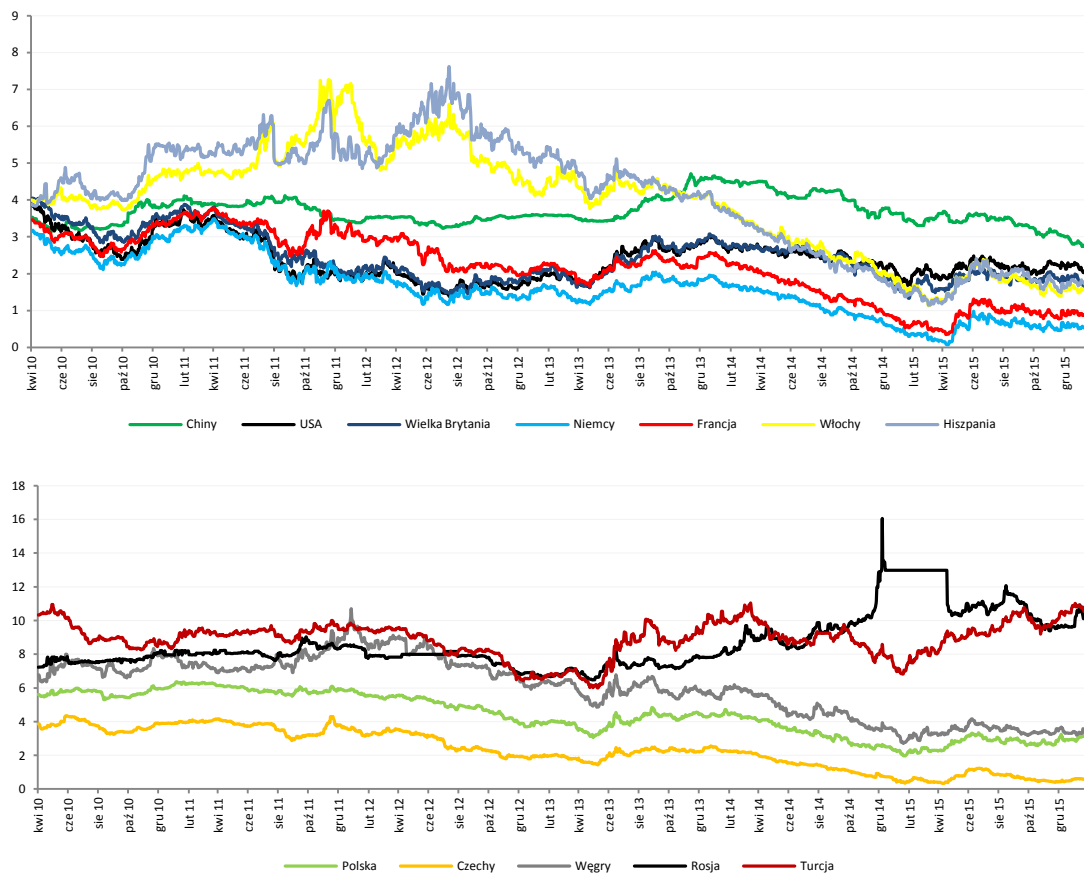
Na rynkach zagranicznych (w sferze gospodarczej) będziemy obserwowali dwa kluczowe procesy. Jednym z nich będzie rozpoczęty w końcówce 2015 roku długofalowy cykl stopniowego podnoszenia kosztu pieniądza w USA. Pierwsze nieznaczne podniesienie stóp procentowych w USA nie wywołało dotychczas większych zawirowań (inwestorzy mieli dużo czasu do przygotowania/korekty swoich strategii). Ważne dla utrzymania dobrego klimatu inwestycyjnego powinny być odczyty wskazujące na siłę amerykańskiej gospodarki. Drugą, może i ważniejszą pod względem potencjalnego ryzyka inwestycyjnego dla rynków surowcowych i akcji, sceną wydarzeń będzie zachowanie chińskiej gospodarki. Produkcja w tym kraju w listopadzie'15 wzrosła o 6.2%, co oznaczało przekroczenie konsensusu przewidującego wzrost o ok. 5.7%. Tym samym nastąpiło przełamanie negatywnych tendencji z poprzednich miesięcy i widać było pod koniec ubiegłego roku nadzieję na pierwsze efekty wprowadzonych wcześniej działań stymulujących. Problematiczny już jednak okazały się odczyty o aktywności przedsiębiorców podane na początku stycznia'16 (co jest m.in. powodem głębokich spadków na rynkach akcji). Oceniamy, że ewentualne dalsze zaburzenie procesów utrzymujących dynamikę wzrostu w Chinach może okazać się poważnym wyzwaniem dla inwestorów. Na tym tle, rok 2016 wg nas może okazać się wymagający dla EBC, gdyż prawdopodobnie nasili się dywergencja polityki pieniężnej FED i EBC. Obawiamy się, że aktywne dostosowywanie prowadzonej polityki na zachodzące zmiany w kluczowych obszarach gospodarczych będzie coraz trudniejsze, zważywszy na proces „opóźnionego” względem USA wdrożenia mechanizmów stymulujących (istotna częśći gospodarki strefy euro nadal notuje negatywne odczyty w zakresie konkurencyjności i innowacyjności; problematyczne są również dane o aktywności inwestycyjnej i kontrybucja inwestycji do wzrostu PKB). Mamy świadomość, że w strefie euro głównym czynnikiem wzrostu wciąż jest popyt konsumpcyjny. Podstawowym czynnikiem ryzyka dla koniunktury w obszarze euro jest dalsze spowolnienie wzrostu w gospodarkach wschodzących (m.in. duże ryzyko dla gospodarki niemieckiej). W krajach z ekspozycją na surowce, czyli m.in. w Rosji i Brazylii trwa recesja (oczekujemy obniżenia prognoz dotyczących PKB dla tych krajów w najbliższych miesiącach). Zatem potencjalne istotne osłabienie w gospodarkach wschodzących pozostaje aktualnie podstawowym ryzykiem dla reszty obszarów gospodarczych.

Prognozy zmiany PKB r/r w wybranych krajach (konsensus)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Rentowność obligacji wybranych krajów



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Prognozy makro dla wybranych państw (konsensus) na lata 2014-2016

	PKB zmiana r/r [%]			CPI zmiana r/r [%]			Stopa bezrobocia [%]			Deficyt budżetowy [% PKB]	
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016
Ameryka Płd.	0.0	0.6	2.5	24.9	34.0	17.3	6.9	7.4	7.5	-5.4	-4.7
Argentyna	1.0	0.2	3.1	15.9	31.4	18.5	7.3	7.5	7.6	-5.2	-4.5
Brazylia	-3.7	-2.8	1.2	9.0	7.4	5.5	6.9	9.6	10.3	-10.0	-7.5
Chile	2.1	2.3	3.0	4.3	3.7	3.3	6.5	7.0	7.0	-3.2	-3.3
Kolumbia	3.0	2.8	3.3	4.9	5.2	3.4	9.1	9.4	9.4	-3.1	-3.7
Meksyk	2.5	2.8	3.0	2.7	3.1	3.2	4.3	4.2	4.0	-3.5	-3.0
Peru	2.8	3.5	4.3	3.5	3.4	3.0	6.5	6.5	6.0	-2.2	-2.2
Wenezuela	-8.0	-4.8	0.0	134.0	184.0	84.3	7.5	7.7	8.0	-10.5	-8.7
CEE	2.5	2.6	2.8	3.4	3.5	3.9	7.8	7.5	7.3	-2.3	-2.4
Czechy	4.2	2.7	2.8	0.4	1.4	2.0	6.4	6.0	5.8	-1.6	-1.4
Węgry	2.8	2.4	2.6	0.0	2.1	2.9	6.9	6.8	6.4	-2.4	-2.2
Polska	3.5	3.5	3.5	-0.9	0.7	1.9	10.5	9.4	9.0	-3.0	-3.0
Słowacja	3.3	3.4	3.3	-0.3	0.8	2.0	11.5	10.6	9.8	-2.7	-2.1
Rosja	-3.7	-0.8	1.3	15.5	8.5	6.5	5.6	6.0	6.0	-2.8	-3.2
Turcja	3.3	3.0	3.4	7.7	8.2	7.2	10.5	10.6	10.3	-1.3	-2.3
Iceland	4.1	3.8	2.7	1.7	3.1	4.7	3.5	3.3	3.5		
MEA	3.0	2.7	3.0	3.1	3.6	3.7	14.6	14.5	15.4	-8.0	-7.3
Izrael	2.5	3.0	3.5	-0.6	0.5	1.3	5.4	5.4	5.2	-2.8	-2.9
Ameryka Płd	1.3	1.1	1.8	4.6	6.0	6.1	25.5	26.0	25.7	-3.9	-3.5
Bahrain	3.0	2.9	2.9	2.0	2.5	2.5				-13.9	-12.6
Egipt	4.0	3.5	4.0	10.4	10.0	9.0	13.0	12.0		-11.0	-10.0
Kuwejt	1.0	1.5	2.2	3.3	3.0	3.0				-1.6	-3.8
Oman	3.3	2.6	2.9	0.4	2.0	2.0				-14.9	-14.7
Katar	4.5	4.5	4.7	1.7	2.4	3.0				-0.7	-2.1
Arabia Saudyjska	3.3	1.9	2.3	2.3	2.7	3.0				-19.4	-14.3
Zjed. Emiraty	3.8	3.0	3.2	4.1	3.5	3.4				-4.0	-2.1
Azja	4.3	4.4	4.6	1.8	2.4	2.8	3.5	3.5	3.5	-1.8	-1.9
Chiny	6.9	6.5	6.3	1.4	1.7	2.0	4.1	4.1	4.2	-2.6	-2.9
Hong Kong	2.4	2.3	2.6	3.0	2.6	2.9	3.3	3.4	3.3	3.0	1.2
Indie	7.4	7.4	7.8	6.2	5.0	5.3				-4.0	-3.9
Indonezja	4.7	5.2	5.5	6.4	4.9	5.0	6.0	6.0	5.8	-2.4	-2.3
Korea Płd	2.6	2.9	3.0	0.7	1.5	2.0	3.7	3.5	3.5	-0.4	0.3
Malezja	4.8	4.5	4.9	2.1	3.0	2.7	3.1	3.2	3.1	-3.2	-3.1
Filipiny	5.7	6.0	6.0	1.5	2.8	3.2	6.4	6.2	6.2	-0.8	-1.6
Singapur	2.0	2.3	2.5	-0.5	0.5	1.3	2.0	2.0	2.0	-0.1	0.4
Tajwan	0.9	2.0	2.5	-0.3	0.8	1.1	3.8	3.9	4.0	-1.5	-1.4
Tajlandia	2.7	3.2	3.5	-0.8	1.4	2.0	0.8	0.8	0.9	-2.2	-2.5
Wietnam	6.7	6.7	6.5	0.6	2.6	3.4	2.1	2.1	2.1	-5.4	-5.0
G-10	1.6	1.9	2.0	0.4	1.2	1.7	6.6	6.4	6.2	-1.4	-1.4
USA	2.4	2.4	2.4	0.1	1.6	2.2	5.3	4.8	4.7	-2.5	-2.5
Japonia	0.6	1.0	0.6	0.8	0.8	2.0	3.4	3.2	3.1	-6.5	-5.9
Euro	1.5	1.6	1.7	0.0	0.8	1.5	10.9	10.4	9.9	-2.1	-1.9
UK	2.2	2.2	2.3	0.0	1.0	1.9	5.4	5.1	5.0	-4.2	-3.0
Kanada	1.2	1.8	2.2	1.1	1.7	2.0	6.9	7.0	6.8	-0.2	-0.6
Australia	2.3	2.6	3.0	1.5	2.2	2.5	6.1	6.0	5.9	-2.6	-2.3
Szwecja	3.3	3.0	2.7	0.0	1.1	1.8	7.4	7.0	6.9	-1.1	-1.0
Nowa Zelandia	2.4	2.4	2.6	0.4	1.4	2.0	5.9	6.1	5.8	0.2	0.0
Szwajcaria	0.8	1.2	1.7	-1.1	-0.4	0.4	3.3	3.5	3.5	-0.1	-0.2
Dania	1.7	2.0	1.9	0.5	1.4	1.8	4.7	4.4	4.0	-1.9	-2.5
Norwegia	1.4	1.4	2.0	2.2	2.5	2.0	4.4	4.6	4.5	7.0	6.4
Niemcy	1.5	1.8	1.7	0.1	1.0	1.7	6.4	6.4	6.5	0.6	0.1
Francja	1.1	1.4	1.5	0.1	0.8	1.3	10.5	10.3	10.0	-3.8	-3.4
Włochy	0.7	1.3	1.3	0.1	0.8	1.3	11.9	11.3	10.9	-2.7	-2.4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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, handel stała

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 oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV — suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S — stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

EV/EBITDA — stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

P/EBIT — stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej

MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

ROE — stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA - stosunek zysku netto do aktywów

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów

marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

NAWRU — stopa bezrobocia równowagi (Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment)

luka popytowa - jest zdefiniowana jako względna różnica pomiędzy rzeczywistym PKB

a PKB potencjalnym: $GAP_t = \frac{GDP_t}{GDP_{POT_t}} - 1$

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. 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 jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy czy oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. 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.

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 jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej 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 01.02.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 01.03.2016 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 zbliżone 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 01.02.2016 roku:

Portfel indeksu BDM-A	PKN Orlen	LW Bogdanka	Stalprodukt	Cyfrowy Polsat	GPW	Groclin	Instal Kraków	Selena FM	Paged	Bumetech
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	NIE	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	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 funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM i podmioty z nim powiązane pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM wykonuje i wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM i podmioty z nim powiązane pełnią funkcję animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	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

Portfel indeksu BDM-Z	Kruk	PKN Orlen	Budimex	CCC	Cyfrowy Polsat	Kęty	GPW	PCC Rokita	Polwax	PA NOVA
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	TAK	NIE	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	TAK
BDM i podmioty z nim powiązane posiadają akcje emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Emitent instrumentów finansowych posiada udziały stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Osoba przygotowująca rekomendację jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM i podmioty z nim powiązane pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM wykonuje i wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	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.	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	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	TAK	NIE	NIE
BDM i podmioty z nim powiązane pełnią funkcję animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE
W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE
BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE
Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK*	NIE	NIE	NIE	NIE

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.