



Dom Maklerski BDM S.A.

RAPORT MIESIĘCZNY

02.03.2016 Numer 3/2016

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:

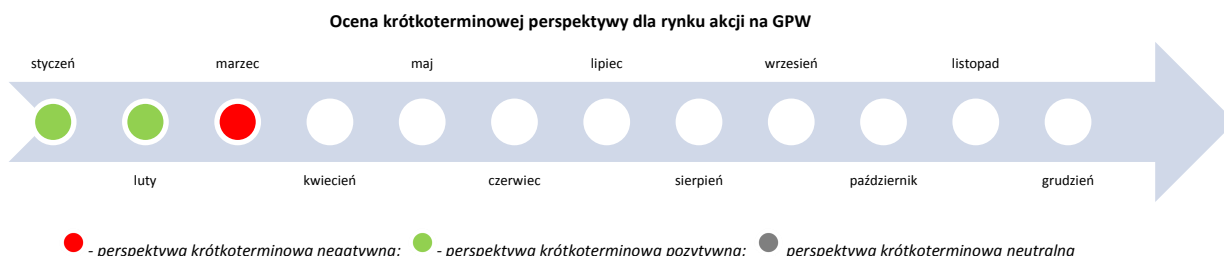
PODSUMOWANIE.....	3
INDEKS BDM AGRESYWNY (BDM-A)	5
INDEKS BDM ZRÓWNOWAŻONY (BDM-Z)	8
HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM	11
STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI	13
WYNIKI INDEKSÓW SEKTOROWYCH NA GPW.....	14
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI.....	15
PROGNOZY PKB DLA WYBRANYCH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

PODSUMOWANIE

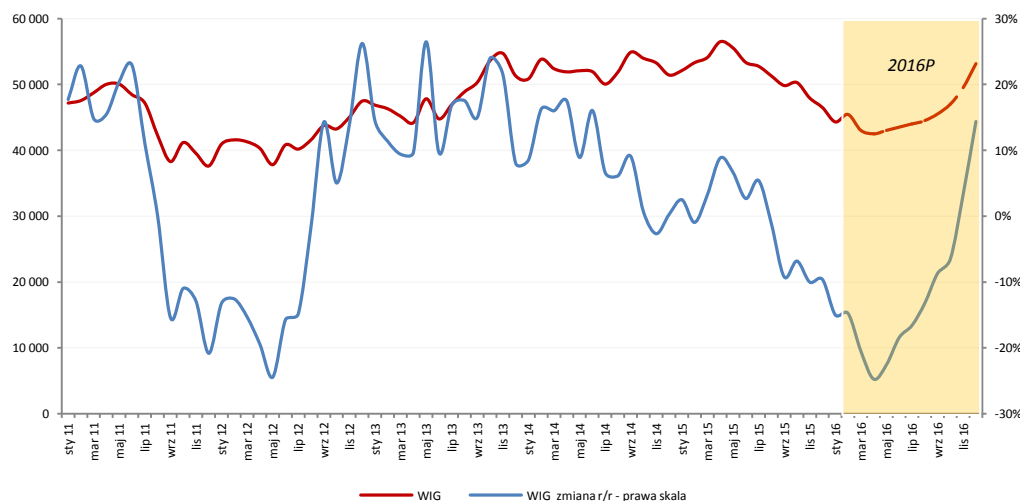
Warszawski parkiet ma za sobą mocny luty'16 i jesteśmy pod wrażeniem postępującej skali odbicia. Krajowy rynek wyróżniał się in plus na tle zagranicznych parkietów. Poprawa sytuacji na kluczowych podmiotach z WIG20 w naszym odczuciu sygnalizuje, że styczniowe minima zostały zinterpretowane jako pewien punkt przełomowy (przynajmniej do krótkoterminowego odreagowania).

Oceniamy, że jest jeszcze za wcześnie na trwałą poprawę klimatu inwestycyjnego na rynkach zagranicznych jak i w Polsce. Tym też tłumaczymy sygnalizowane ostrożne podejście w krótkim terminie. Dlatego uwzględniając skalę odbicia głównych indeksów (licząc od styczniowych minimów) oraz obecny bilans ciągle istotnych i aktualnych ryzyk zarówno zewnętrznych jak i wewnętrznych, **decydujemy się na zmianę krótkoterminowej oceny perspektywy dla zachowania rynku akcji z optymistycznej na pesymistyczną.** Obawiamy się, że marzec'16 przyniesie pogorszenie nastrojów na rynku i będzie znacznie bardziej wymagający niż luty'16. Dlatego nawet liczymy się z tym, że indeks WIG zejdzie jeszcze w okolice tegorocznych minimów.

W średnim i dłuższym horyzoncie czasowym podtrzymujemy nasze bycze podejście. Tak jak pisaliśmy w poprzednich edycjach, w trakcie 2016 roku spodziewamy się zwiększonej zmienności. 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.



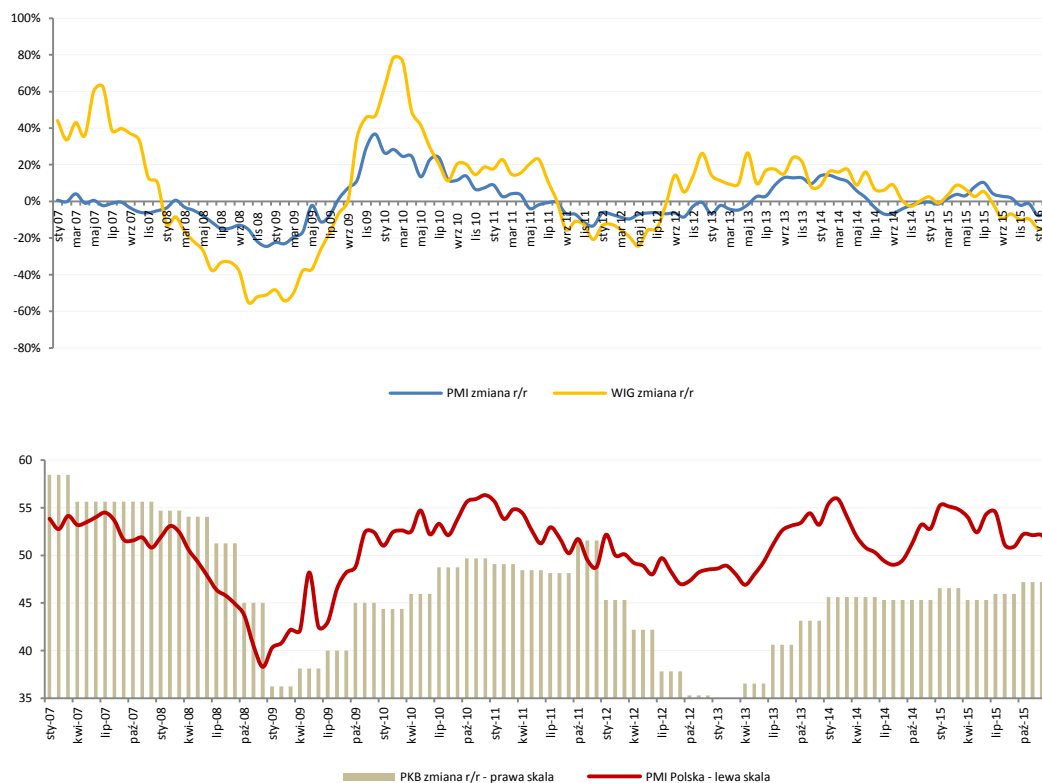
Oczekiwana ścieżka zachowania indeksu WIG na 2016 rok



Obawiamy się, że marzec'16 przyniesie pogorszenie nastrojów na rynku i będzie znacznie bardziej wymagający niż luty'16. Dlatego liczymy się z tym, że indeks WIG zejdzie jeszcze w okolice tegorocznych minimów. W kolejnych miesiącach oczekujemy jednak dalszej stopniowej poprawy klimatu inwestycyjnego z akcentem wyraźniejszej odbudowy wartości indeksu w 2H'16. Tym samym spodziewamy się, że na koniec 2016 roku WIG powróci ponad pułap 53 000 punktów.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Indeks WIG na tle odczytów PMI oraz PKB



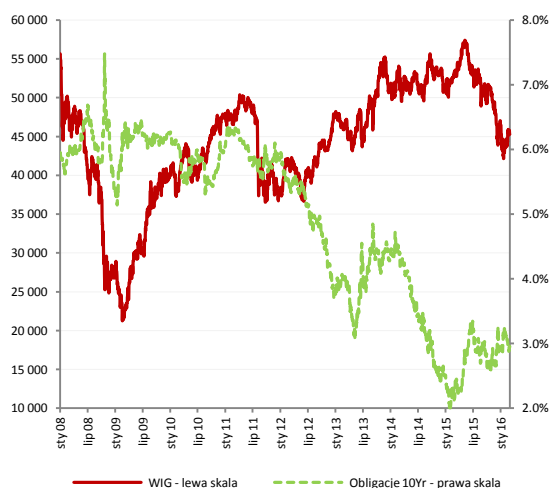
Zgodnie z projekcją przygotowaną przez NBP w listopadzie'15 w kolejnych kwartałach dynamika PKB w Polsce powinna pozostać relatywnie stabilna.

Prognoza NBP zakłada, że dynamika wzrostu PKB w latach 2016-2017 ma wynieść odpowiednio 3.3% oraz 3.5%.

Większość nowych członków RPP liczy na przyspieszenie dynamiki wzrostu w 2016 roku w kierunku 4%.

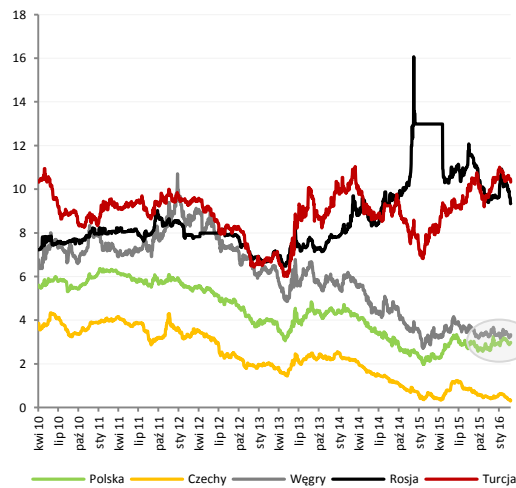
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

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]	02.03.2016 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-A	100.00	97.78	105.22
Wartość indeksu WIG	44 708.04	44 294.89	45 371.99

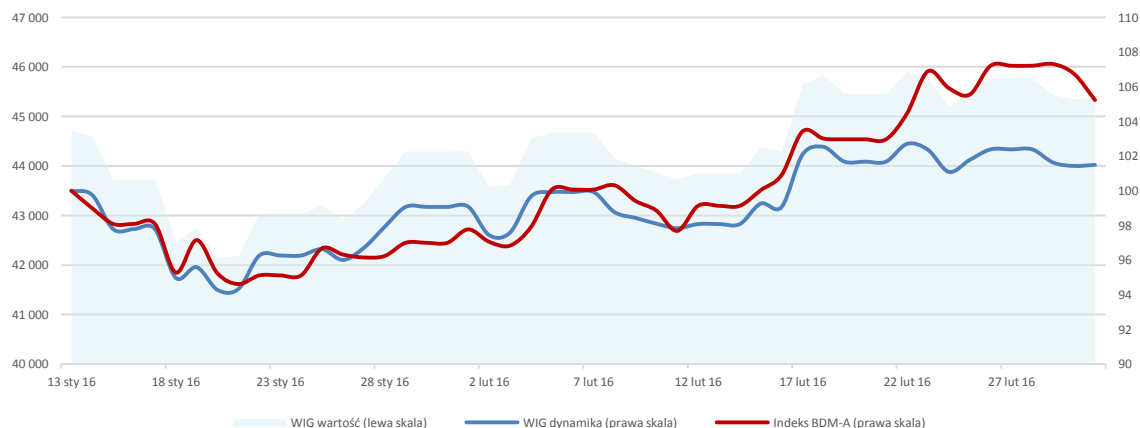
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-A w okresie 01.02.2016-02.03.2016

Lp	Spółka	Kapitalizacja [mln PLN]	Średni obrót za 30 dni [mln PLN]	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	PKN Orlen	26 462	77.22	10.0%	61.43	61.87	0.7%
2	Cyfrowy Polsat	14 991	9.34	10.0%	21.99	23.44	6.6%
3	Stalprodukt	1 681	1.00	10.0%	230.50	250.00	8.5%
4	GPW	1 587	1.71	10.0%	34.88	37.82	8.4%
5	LW Bogdanka	1 132	1.46	10.0%	31.33	33.28	6.2%
6	Paged	863	0.07	10.0%	53.48	55.69	4.1%
7	Selena FM	353	0.01	10.0%	12.99	15.46	19.0%
8	Groclin	139	0.30	10.0%	10.80	12.01	11.2%
9	Instal Kraków	81	0.05	10.0%	11.50	11.08	-3.7%
10	Bumeh	44	0.21	10.0%	0.64	0.69	7.8%
				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 02.03.2016 zmieniamy skład indeksu BDM-A. Do portfela indeksu dodajemy Comarch oraz Wasko. Jednocześnie usuwamy walory PKN Orlen oraz Selena FM.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-A (stan na koniec sesji 02.03.2016)

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	Cyfrowy Polsat	23.44	14 991	9.34	10.0%	9%	-3%	5%	-3%	12%	13.5x	11.9x	6.9x	6.4x
2	Stalprodukt	250.00	1 681	1.00	10.0%	4%	-18%	-31%	-38%	-16%	13.1x	11.3x	5.3x	4.8x
3	GPW	37.82	1 587	1.71	10.0%	8%	-8%	-14%	-24%	5%	14.4x	13.3x	9.2x	8.6x
4	LW Bogdanka	33.28	1 132	1.46	10.0%	4%	-20%	-35%	-66%	0%	24.6x	18.0x	3.8x	3.5x
5	Comarch (nowa)	125.50	1 021	0.31	10.0%	9%	12%	0%	7%	10%	16.4x	10.3x	6.7x	4.6x
6	Paged	55.69	863	0.07	10.0%	5%	3%	8%	5%	8%	9.8x	8.6x	6.5x	5.6x
7	Wasko (nowa)	2.00	182	0.03	10.0%	5%	3%	8%	17%	2%	11.2x	8.1x	3.3x	3.0x
8	Groclin	12.01	139	0.30	10.0%	14%	-12%	1%	-8%	-4%	---	9.8x	9.2x	4.8x
9	Instal Kraków	11.08	81	0.05	10.0%	0%	4%	-7%	-32%	3%	7.9x	6.9x	2.6x	1.9x
10	Bumech	0.69	44	0.21	10.0%	11%	0%	-23%	-40%	-7%	13.2x	10.1x	4.4x	4.1x
Gotówka					0.0%									
Portfel akcji					100.0%									

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-A:

Cyfrowy Polsat

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

Spółka udanie przeprowadziła refinansowanie zadłużenia. Dodatkowo zakomunikowano przejęcie pakietu Midasa. Potencjalnym 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 ścieżkę wynikową na kolejne okresy, oceniamy że bieżące pułapy cenowe sprowadziły mnożniki rynkowe do wciąż interesujących poziomów. Dodatkowo w coraz bliżej perspektywie jest powrót do trwałej polityki dywidendowej.

Stalprodukt

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

Spółka pokazała bardzo dobre wyniki za 2015 rok. Z uwagi na słabszą rentowność w segmencie blach oraz niższe ceny cynku kolejne kwartały w 2016 roku mogą przynieść erozję EBITDA w ujęciu r/r. Akcentujemy w szczególności komfortową sytuację płynnościową na tle innych podmiotów z branży. Zgodnie z naszymi konserwatywnymi prognozami EV/EBITDA na 2016 rok jest w okolicy 5.3x i perspektywą spadku w 2017 roku.

GPW

Analitik:
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.

Podczas konferencji wynikowej, Pani Prezes poinformowała, że w pespektywie 1H'16 należy oczekiwać przedstawienia nowej inicjatywy (wspartej działaniami na szczeblu rządowym) wspierającej długoterminowe inwestowanie na GPW. Należy liczyć się także z korektami w strategii średnioterminowej spółki.

LW Bogdanka

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

Oceniamy że inwestorzy zdyskontowali już wiele ryzyk. Oczekujemy, że w 2016 roku powinno dojść do wzrostu udziału rynkowego Bogdanki w krajowym rynku dostaw mialów węglowych na potrzeby energetyczne (czemu sprzyja wejście do grupy Enea). Oceniamy, że w średnim i długim terminie Bogdanka nie tylko odzyska wolumeny 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).

Comarch (nowa)

Analitik:
Marek Jurzec
tel. (032) 20-81-435
e-mail: marek.jurzec@bdm.pl

Pomimo wyraźnego spowolnienia w segmencie administracji publicznej i dynamicznego wzrostu zatrudnienia w 3Q'15 Comarch zaprezentował rezultaty za 4Q'15 wyraźnie lepsze od oczekiwań rynkowych. Dzięki wyższemu o kilkanaście procent portfelowi zamówień wyniki w 2016 roku także powinny być zadowalające. Silnie dwucyfrowy wzrost powinien być utrzymany w segmencie handlowo usługowym, dużą szansą jest rozwijanie programów lojalnościowych dla sektora finansowego, gdzie do tej pory sprzedawane były głównie rozwiązania do bankowości internetowej. Nałożenie się na te czynniki przetargów z nowej perspektywy finansowej UE powinno skutkować powrotem do dwucyfrowej poprawy EBITDA w latach 2017 – 2018.

PageD <i>Analityk:</i> <i>Krystian Brymora</i> <i>tel. (032) 20-81-435</i> <i>e-mail: brymora@bdm.pl</i>	Spółka porozumiała się z inwestorem DTP, czego efektem jest wezwanie na 100% akcji wierzytelnościowej spółki przez PRA Group po 4.09 PLN/akcję. Wyższa od naszej wyceny (4.0 PLN) cena sprzedaży i perspektywa redukcji długu netto o ponad 110 mln PLN pozytywnie wpływa na naszą wycenę. Liczymy ponadto 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), korzystny kurs EUR/PLN i efekty nowej inwestycji w skleję mirror (zdecydowany wzrost wolumenów sprzedaży). Przy zmniejszonych nakładach inwestycyjnych wysoki OCF umożliwi znaczne odciążenie spółki.
Wasko <i>(nowa)</i> <i>Analityk:</i> <i>Marek Jurzec</i> <i>tel. (032) 20-81-435</i> <i>e-mail: marek.jurzec@bdm.pl</i>	Przy wskaźniku EV/EBITDA za 2015 rok na poziomie 2.4x jest to najtańszy podmiot z branży IT na GPW. Finalizacja dużych projektów związanych z budowa sieci światłowodowych skutkowała bardzo dobrymi przepływami pieniężnymi w 4Q'15, dzięki czemu Wasko posiada prawie 62 mln PLN gotówki netto, co stanowi 1/3 bieżącej kapitalizacji rynkowej. Oceniamy, że rozwój kompetencji w nowych obszarach powinien skutkować utrzymaniem rentowności w 2016 roku pomimo spowolnienia w administracji publicznej. Dzięki rekordowemu wynikowi netto za 2015 rok i komfortowej sytuacji płynnościowej spodziewamy się także wyższej dywidendy r/r.
Groclin <i>Analityk:</i> <i>Marek Jurzec</i> <i>tel. (032) 20-81-435</i> <i>e-mail: marek.jurzec@bdm.pl</i>	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>Analityk:</i> <i>Krzysztof Pado</i> <i>tel. (032) 20-81-432</i> <i>e-mail: pado@bdm.pl</i>	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 Sołtyśowska), 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. Zwracamy uwagę, że w ostatnich dniach spółka podpisała umowę z wykonawcą na realizację kolejnych pięciu budynków w inwestycji Nowy Przewóz w Krakowie, które mają być ukończone w 1Q'18. Historycznie, ze względu na tani grunt, spółka była w stanie realizować na tym projekcie bardzo wysokie marże !
Bumech <i>Analityk:</i> <i>Maciek Bobrowski</i> <i>tel. (032) 20-81-412</i> <i>e-mail: bobrowski@bdm.pl</i>	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 kilka umów handlowych zaraportowanych w 2016 roku. Liczymy na wzrost EBITDA w 2016 względem 2015 roku i znaczącą poprawę sytuacji płynnościowej.

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)

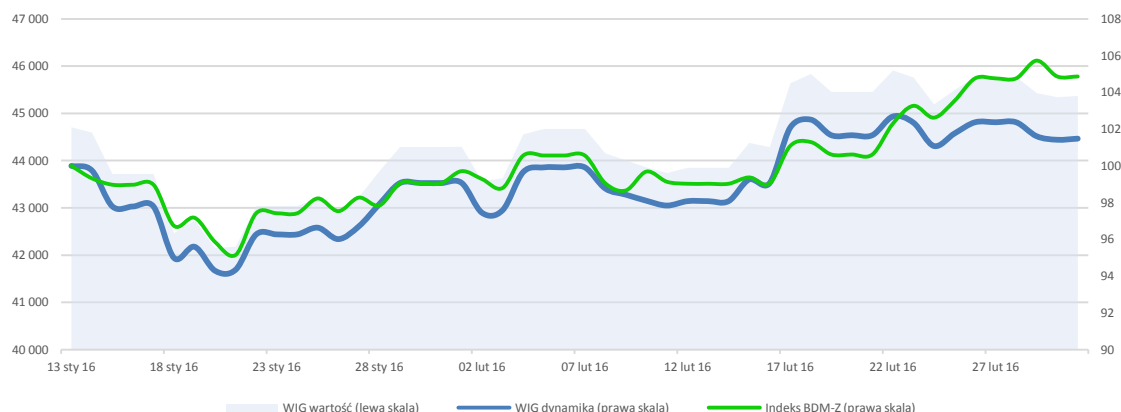
	13.01.2016 [na koniec sesji]	01.02.2016 [na koniec sesji]	02.03.2016 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-Z	100.00	99.71	104.87
Wartość indeksu WIG	44 708.04	44 294.89	45 371.99

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-Z w okresie 01.02.2016-02.03.2016

Lp	Spółka	Kapitalizacja [mln PLN]	Średni obrót za 30 dni [mln PLN]	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	PKN Orlen	26 462	77.22	10.0%	61.43	61.87	0.7%
2	Cyfrowy Polsat	14 991	9.34	10.0%	21.99	23.44	6.6%
3	Budimex (nowa)	5 009	1.61	10.0%	196.95	196.20	-0.4%
4	CCC	5 637	12.59	10.0%	124.40	146.80	18.0%
5	Kruk (nowa)	3 169	4.64	10.0%	168.70	180.90	7.2%
6	Kęty	2 712	1.95	10.0%	281.75	281.85	0.0%
7	GPW	1 587	1.71	10.0%	34.88	37.82	8.4%
8	PCC Rokita	929	0.08	10.0%	44.60	46.81	5.0%
9	PA NOVA	192	0.03	10.0%	19.99	19.19	-4.0%
10	Polwax	173	0.05	10.0%	15.70	16.99	8.2%
	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 02.03.2016 zmieniamy skład indeksu BDM-Z. Do portfela indeksu dodajemy Eurocash, GTC, Synthos oraz Wasko. Usuwamy walory Budimex, CCC, Kruk, PA NOVA.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-Z (stan na koniec sesji 02.03.2016)

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	2015	2016P
1	PKN Orlen	61.87	26 462	77.22	10.0%	2%	-7%	-12%	11%	-9%	7.4x	6.9x	4.5x	3.9x	2.7%	3.2%
2	Cyfrowy Polsat	23.44	14 991	9.34	10.0%	9%	-3%	5%	-3%	12%	13.5x	11.9x	6.9x	6.4x	0.0%	0.0%
3	Eurocash (nowa)	49.40	6 861	32.62	10.0%	-5%	-8%	14%	50%	2%	19.5x	16.5x	11.3x	9.8x	1.6%	2.0%
4	Synthos (nowa)	4.00	5 293	3.64	10.0%	3%	10%	6%	-9%	5%	17.7x	13.3x	9.3x	8.5x	7.8%	6.3%
5	GTC (nowa)	6.86	3 157	1.12	10.0%	-3%	-4%	16%	45%	-4%	14.2x	4.4x	16.6x	6.5x	0.0%	0.0%
6	Kęty	281.85	2 712	1.95	10.0%	-2%	-3%	-6%	-12%	-10%	11.1x	13.9x	8.6x	8.2x	5.1%	4.7%
7	GPW	37.82	1 587	1.71	10.0%	8%	-8%	-14%	-24%	5%	14.4x	13.3x	9.2x	8.6x	6.3%	6.9%
8	PCC Rokita	46.81	929	0.08	10.0%	4%	6%	20%	24%	-3%	10.6x	10.8x	7.8x	7.7x	7.5%	7.8%
9	Wasko (nowa)	2.00	182	0.03	10.0%	5%	3%	8%	17%	2%	11.2x	8.1x	3.3x	3.0x	2.0%	4.7%
10	Polwax	16.99	173	0.05	10.0%	8%	8%	5%	-10%	18%	7.5x	7.4x	5.8x	5.6x	7.2%	6.9%
					Gotówka	0.0%										
					Portfel akcji	100.0%										

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-Z:
PKN Orlen

Analitik:
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 Litvinovie. Obecne otoczenie w rafinerii jest trochę słabsze niż w 2015 roku, natomiast w petrochemii nadal lepsze w ujęciu r/r. Zakładamy, że spółka będzie w stanie wypracować 7 mld PLN EBITDA LIFO. Spoglądając na historyczne notowania oceniamy natomiast, że rynek przy obecnym kursie szacuje wynik bardziej w okolicach 6 mld PLN. Zwracamy uwagę, że dodatkowo raportowane wyniki (w 2016 lub 2017) mogą być poprawiono przez odszkodowanie za awarię w Litvinovie a PKN jest wyceniany z wyraźnym dyskontem w stosunku do często benchmarkowanego tureckiego Tuprasa (EV/EBITDA'16>6x wg Bloombergu).

Cyfrowy Polsat

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

Spółka udanie przeprowadziła refinansowanie zadłużenia. Dodatkowo zakomunikowano przejęcie pakietu Midasa. Potencjalnym 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 ścieżkę wynikową na kolejne okresy, oceniamy że bieżące pułapy cenowe sprawdziły mnożniki rynkowe do wciąż interesujących poziomów. Dodatkowo w coraz bliżej perspektywie jest powrót do trwałej polityki dywidendowej.

Eurocash (nowa)	Przy obcych putach cenowych, spółka wydaje się być dobrym typem inwestycyjnym. Spodziewamy się, że Eurocash będzie jednym z beneficjentów rządowego programu „500+”. Spółka może również być jednym z podmiotów z sektora handlu, którego działalność nie zostanie w dużym stopniu objęta podatkiem od obrotu. Zwracamy uwagę, że grupa w ’15 zdecydowanie obniżyła zadłużenie netto, mocno pracując nad kapitałem obrotowym i liczymy, że spółka będzie kontynuowała ten trend (choć nie w tak dużej skali). Szacujemy, że gotówka netto pojawi się na przełomie 2/3Q’16, co stwarza pole do akwizycji i dalszej konsolidacji. Dostrzegamy również szanse na odbudowę pierwszej marży, która względem ’15 będzie miała niską bazę do przebicia.
Synthos (nowa)	Szacunki wyników za 4Q’15 okazały się zbliżne z naszymi oczekiwaniami. Pozytywnie zaskoczył niski poziom długu netto (1,06x EBITDA), co przy rezygnacji z dużego projektu inwestycyjnego w Brazylii daje szansę na wypłatę wysokiej dywidendy. Rok temu spółka wypłaciła 0,25 PLN/akcję czyli cały zysk z 2014 roku. Zysk netto za 2015 jest wyższy (0,32 EPS), przez co DY może sięgnąć nawet górnego przedziału 6-8%. Zwracamy uwagę, że na słabsze wyniki 2015/2016 wpływ miała awaria krakera w czeskim Litvinovie. Rozruch instalacji w 2H’15 umożliwi zdecydowaną poprawę wyników finansowych.
GTC (nowa)	Uważamy, że po pozyskaniu środków z emisji na przełomie 3/4Q’15 GTC ma duże szanse na rozbudowę portfolio, które pozwoli na istotne zwiększenie wartości posiadanych nieruchomości. Do tej pory spółka pozyskała biurowce Duna Tower w Budapeszcie oraz Pixel w Poznaniu. Spodziewamy się, że kolejne zakupy mogą mieć miejsce jeszcze w 1H’16, co mogłoby wesprzeć wyniki operacyjne grupy. Zwracamy także uwagę, że deweloper udanie zrestrukturyzował posiadany portfel nieruchomości i obecnie nie dostrzegamy ryzyka pojawienia się kolejnych odpisów, które w minionych latach istotnie obciążały rachunek wyników. Warto też zwrócić uwagę, że GTC nie ma ekspozycji na rynek biurowy w Warszawie (obecność jedynie w dużych miastach regionalnych), co ogranicza możliwość wzrostu pustostanów w posiadanych w Polsce biurach.
Kęty	Spółka oferuje inwestorom wzrostowy profil działalności przy wysokiej stopie dywidendy. Założona przez zarząd EBITDA na 2016 rok jest o 9% wyższa niż wykonanie 2015 roku. Zwracamy także uwagę, że obowiązująca na lata 2015-20 strategia implikowała poziom 360-370 mln PLN dopiero na 2017 rok. Zarząd zarekomendował wypłatę 60% zysku za 2015 rok w formie dywidendy, co daje DPS’16=13,2 PLN/akcję. Za 2014 rok wypłacono 14,4 PLN – uważamy, że ostatecznie dywidenda za 2015 może być podobna, pierwotna propozycja rok temu także została zrewidowana w górę. Zwracamy uwagę, że propozycja dywidendy ze strony zarządu kalkulowana jest na bazie raportowanego zysku netto (60% wg strategii), co przy wykonaniu prognozy spółki na 2016 implikowałoby DPS’17=15,6 PLN. Po stronie CAPEX-u 2016 rok powinien być najintensywniejszym z aktualnej strategii (zaawansowanie planu inwestycyjnego, który do 2020 roku ma zamknąć się w kwocie 930 mln PLN, przekroczy 60%). Ważna dla spółki branża budowlana w Polsce powinna stopniowo przyspieszać wraz z pojawieniem się w szerszym zakresie środków unijnych. Spółce sprzyja kombinacja wysokiego kursu EUR/PLN i niskiej ceny aluminium wyrażonej w PLN.
GPW	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	Podczas konferencji wynikowej, Pani Prezes poinformowała, że w pespektywie 1H’16 należy oczekiwać przedstawienia nowej inicjatywy (wspartej działaniami na szczeblu rządowym) wspierającej długoterminowe inwestowanie na GPW. Należy liczyć się także z korektami w strategii średnioterminowej spółki.
PCC Rokita	Liczymy na mocny raport 4Q’15 i w rezultacie rekordowy wynik w historii spółki zapowiadający sowiłą dywidendę. W segmencie alkaliów wzrost wyników będzie wynikać z nowej elektrolizy membranowej, natomiast poliolom sprzyja wysoki popyt w sektorze meblowym i tańsze surowce. W rezultacie spółka powinna utrzymać dwucyfrowe tempo wzrostu wyników w najbliższych kwartałach.
Wasko (nowa)	Przy wskaźniku EV/EBITDA za 2015 rok na poziomie 2.4x jest to najtańszy podmiot z branży IT na GPW. Finalizacja dużych projektów związanych z budowa sieci światłowodowych skutkowała bardzo dobrymi przepływami pieniężnymi w 4Q’15, dzięki czemu Wasko posiada prawie 62 mln PLN gotówki netto, co stanowi 1/3 bieżącej kapitalizacji rynkowej.
Wasko (nowa)	Oceniamy, że rozwój kompetencji w nowych obszarach powinien skutkować utrzymaniem rentowności w 2016 roku pomimo spowolnienia w administracji publicznej. Dzięki rekordowemu wynikowi netto za 2015 rok i komfortowej sytuacji płynnościowej spodziewamy się także wyższej dywidendy r/r.
Polwax	Wyniki 4Q’15 okazały się zdecydowanie lepsze od naszych oczekiwań (+30% EBITDA, +17% przychody). Zakładamy, że silny bilans (spodziewana gotówka netto po 1Q’16) umożliwi wypłatę wysokiej dywidendy (DY ponad 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.

HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.1 [stan na 02.03.2016]

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
Śnieżka	trzymaj	56.4	akumuluj	51.1	26.02.2016	55.7	45 991			56.00	45 372	0.5%	-1.3%	-1.9%	pado
Comarch	kupuj	139	---	---	24.02.2016	115	45 335			125.5	45 372	9.1%	0.1%	9.0%	jurzec
Agora	trzymaj	11.77	redukuj	11.2	23.02.2016	11.5	45 761			11.5	45 372	0.0%	-0.8%	-0.8%	bobrowski
ATM Grupa	trzymaj	3.62	kupuj	3.92	16.02.2016	3.84	44 288			3.71	45 372	-3.4%	2.4%	5.8%	bobrowski
Forte	akumuluj	59.2	redukuj	49.8	16.02.2016	50.4	44 106			54.55	45 372	8.2%	2.9%	5.4%	brymora
Lotos	akumuluj	27.1	akumuluj	33.5	15.02.2016	24.2	44 393			25.55	45 372	5.6%	2.2%	3.4%	pado
PKN Orlen	kupuj	69.1	akumuluj	80	15.02.2016	57	44 469			61.87	45 372	8.5%	2.0%	6.5%	pado
Selena FM	kupuj	18.8	trzymaj	22.3	15.02.2016	15	43 849			15.46	45 372	3.1%	3.5%	-0.4%	pado
Paged	kupuj	62.9	akumuluj	62	12.02.2016	52.3	44 017			55.69	45 372	6.5%	3.1%	3.4%	brymora
Cyfrowy Polsat	akumuluj	24.65	trzymaj	24.21	11.02.2016	21.6	43 687			23.44	45 372	8.5%	3.9%	4.7%	bobrowski
Kęty	akumuluj	310.6	trzymaj	305	11.02.2016	280.1	43 859			281.85	45 372	0.6%	3.4%	-2.8%	pado
PGNiG	redukuj	4.52	redukuj	4.7	01.02.2016	5.11	44 050			5.03	45 372	-1.6%	3.0%	4.6%	pado
Bogdanka	kupuj	39.8	kupuj	42.36	05.01.2016	32.55	45 357			33.28	45 372	2.2%	0.0%	2.2%	bobrowski
Qumak	redukuj	7.82	---	---	22.12.2015	9.07	46 247			9.24	45 372	1.9%	-1.9%	-3.8%	jurzec
Bytom	redukuj	2.77	redukuj	2.7	18.12.2015	3.05	45 684	tak	13.01.2016	2.70	44 585	-11.5%	-2.4%	9.1%	górnjak
Wasko	kupuj	2.51	---	---	18.12.2015	1.92	45 684			2.00	45 372	4.2%	-0.7%	4.8%	jurzec
Arctic Paper	kupuj	5.6	kupuj	5.5	11.12.2015	3.4	44 808			3.77	45 372	10.9%	1.3%	9.6%	brymora
GPW	akumuluj	41	akumuluj	52.7	10.12.2015	36.81	44 670			37.82	45 372	2.7%	1.6%	1.2%	bobrowski
Elektrobudowa	trzymaj	147.8	kupuj	138.8	09.12.2015	136	45 624			121.30	45 372	-10.8%	-0.6%	10.3%	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%	górnjak
PGNiG	redukuj	4.7	sprzedaj	5.54	04.12.2015	5.15	46 544	tak	14.01.2016	4.68	44 220	-9.1%	-5.0%	4.1%	pado
PCC Rokita	akumuluj	49.9	akumuluj	45.1	03.12.2015	44	47 102			46.81	45 372	6.4%	-3.7%	10.1%	brymora
CCC	akumuluj	165.4	---	---	02.12.2015	149	47 826			146.80	45 372	-1.5%	-5.1%	3.7%	górnjak
Stalprodukt	redukuj	290	redukuj	374.2	27.11.2015	319	48 418	tak	14.12.2015	280.0	44 100	-12.2%	-8.9%	3.3%	bobrowski
Kruk	trzymaj	182.4	---	---	26.11.2015	188	48 213			180.9	45 372	-3.8%	-5.9%	-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%	górnjak
PA NOVA	kupuj	25.82	kupuj	23.74	18.11.2015	19.8	48 944			19.19	45 372	-3.1%	-7.3%	4.2%	górnjak
Orbis	trzymaj	60	akumuluj	59.3	09.11.2015	61.13	49 550	tak	11.12.2015	59.75	45 280	-2.3%	-8.6%	-6.4%	bobrowski
Grupa Azoty	sprzedaj	60.2	sprzedaj	44.7	08.11.2015	93	51 106			93.50	45 372	0.5%	-11.2%	-11.8%	brymora
Police	trzymaj	23	sprzedaj	12.9	08.11.2015	24	51 106			24.40	45 372	1.7%	-11.2%	-12.9%	brymora
ZA Puławy	trzymaj	175	akumuluj	161	08.11.2015	178	51 106			235.00	45 372	32.0%	-11.2%	-43.2%	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			11.08	45 372	-1.9%	-11.9%	9.9%	pado
Intersport	kupuj	3.55	---	---	12.10.2015	2.00	51 445			2.09	45 372	4.5%	-11.8%	16.3%	górnjak
Comp	kupuj	69.5	---	---	23.09.2015	55	50 525			51.70	45 372	-6.0%	-10.2%	4.2%	jurzec
PGNiG	sprzedaj	5.54	---	---	03.09.2015	6.61	50 808	tak	04.12.2015	5.15	46 544	-22.1%	-8.4%	13.7%	pado
Bogdanka	kupuj	42.36 (+3.5 DPS)	(wznowienie)	---	28.08.2015	37.8	50 037	tak	04.09.2015	49.7	50 847	31.5%	1.6%	29.9%	bobrowski
Kęty	trzymaj	305	trzymaj	193.9	17.08.2015	325	52 500	nie; update	11.02.2016	280.1	43 859	-13.8%	-16.5%	-2.6%	pado
Śnieżka	akumuluj	51.1	akumuluj	48.8	13.08.2015	46.3	52 555	tak	11.09.2015	55.65	51 553	20.2%	-1.9%	22.1%	pado
Paged	akumuluj	62	---	---	12.08.2015	55.5	52 934	nie; update	12.02.2016	52.3	44 017	-5.8%	-16.8%	11.1%	brymora
Forte	redukuj	49.8	redukuj	49.5	12.08.2015	60	52 934	tak	20.01.2016	48.1	42 300	-19.8%	-20.1%	-0.3%	brymora
Eurocash	redukuj	38	---	---	10.08.2015	42.5	52 638			49.4	45 372	16.2%	-13.8%	-30.0%	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

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.2 [stan na 02.03.2016]

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 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			51.50	45 372	2.0%	-15.9%	-17.9%	górnjak
Cognor	kupuj	2.06	kupuj	2.01	10.06.2015	1.35	53 576			0.89	45 372	-34.1%	-15.3%	-18.8%	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			26.7	45 372	-20.8%	-18.5%	-2.3%	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	20.05.2014	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
Marvipoł	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
GCH	kupuj	52.1	kupuj	40.2	22.12.2014	41.49	51 297	nie	wywcofani e z obrotu	47.2	53 200	13.8%	3.7%	10.1%	bobrowski

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI

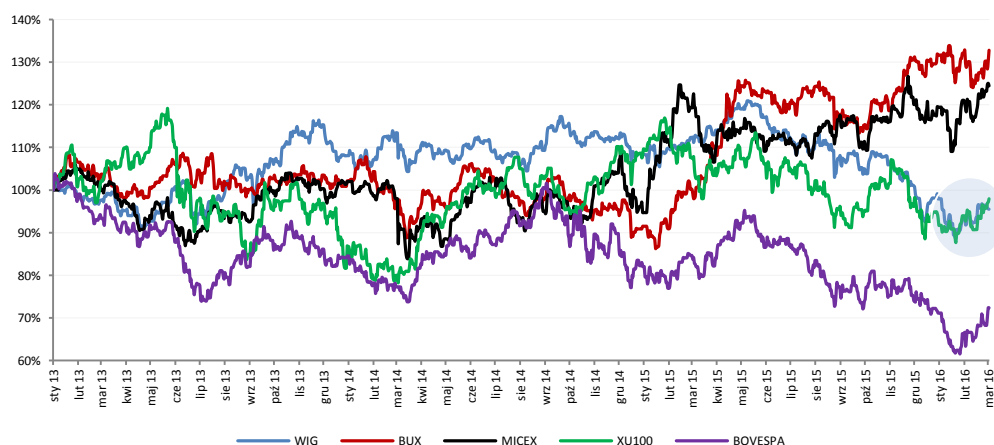
Styczeń 2016 roku przyniósł gwałtowną przecenę niemal na wszystkich rynkach akcji. Statystycznie pierwsze dni handlu nowego roku w 2016 roku należały do jednych ze słabszych okresów w historii odczytów (zarówno dla giełd amerykańskich jak i europejskich). Stopniowo zmiana nastrojów na głównych rynkach była odczuwalna w lutym '16. Ciągłe jeszcze stopy zwrotu wielu kluczowych indeksów akcyjnych znajdują się na minusach licząc od początku bieżącego roku.

Zmiany wybranych indeksów akcyjnych

	1M	3M	6M	1Yr	YTDr
WIG	4.2%	-3.5%	-9.5%	-14.9%	-2.4%
BUX	2.3%	1.7%	13.8%	33.8%	0.7%
Micex	4.2%	3.5%	8.4%	2.8%	4.1%
Istanbul Turkish100	5.9%	0.5%	4.3%	-8.5%	7.1%
DAX	2.0%	-12.6%	-2.7%	-14.3%	-9.0%
FTSE100	3.8%	-4.3%	1.0%	-11.4%	-1.5%
CAC40	3.3%	-9.8%	-2.9%	-10.0%	-4.6%
Ibex	2.8%	-15.3%	-11.8%	-21.6%	-8.2%
Mediolan	1.6%	-19.3%	-15.8%	-18.3%	-15.0%
SP&500	3.7%	-5.1%	1.2%	-6.8%	-3.5%
Bovespa	15.3%	-0.9%	-4.2%	-12.8%	2.7%

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 zasługują odbudowa indeksu węgierskiego (po wcześniejszych słabszych odczytach). Okres sty'16-lut'16 przyniósł także wyraźną poprawę w Brazylii.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

MSCI Poland na tle innych indeksów w okresie od 2013 roku



Na głównych rynkach światowych na widok 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. Luty '16 przyniósł zniwelowanie styczniowych spadków.

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.

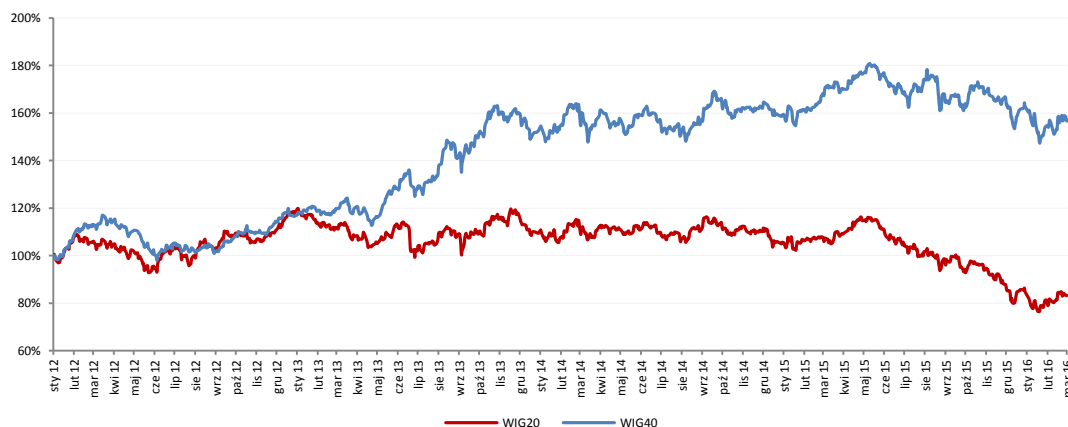
W 2015 roku najsłabsze odczyty notowały indeksy WIG Banki, WIG Energetyka oraz WIG Surowce, czyli trzy kluczowe segmenty w istotny sposób wpływające na zachowanie WIG20. Na przeciwnym biegunie, czyli najlepsze stopy zwrotu notuje indeks WIG Chemia, WIG Paliwa czy WIG Ukraina (odrabiając wcześniejsze spadki). Okres styczeń-luty 2016 przyniósł wyraźne odreagowanie WIG Surowce, WIG Media, czy WIG Banki (szczególnie w lutym na tle jeszcze słabego stycznia).

Zmiany wybranych indeksów krajowego rynku akcji

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG30	5.1%	-3.0%	-12.3%	-20.3%	-1.7%
WIG20	5.4%	-3.3%	-13.4%	-22.6%	-1.8%
mWIG40	1.6%	-3.9%	-4.5%	-6.7%	-3.6%
sWIG80	2.4%	-4.0%	-2.9%	-5.0%	-3.7%
WIGdiv	3.4%	-0.9%	-10.3%	-20.2%	-0.5%
WIG	4.2%	-3.5%	-9.5%	-14.9%	-2.4%
Respect	3.8%	-2.8%	-12.5%	-20.1%	-1.6%
	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG Banki	9.9%	4.8%	-9.1%	-20.1%	-0.4%
WIG Budownictwo	1.8%	-6.5%	0.1%	11.5%	-1.6%
WIG Chemia	-5.4%	-6.2%	4.5%	16.0%	-6.5%
WIG Deweloperzy	1.2%	0.6%	10.6%	12.1%	-1.8%
WIG Energetyka	-6.8%	-6.0%	-20.6%	-37.2%	-5.5%
WIG Informatyka	2.0%	-1.2%	4.8%	10.7%	2.1%
WIG Media	7.3%	-4.4%	4.1%	4.4%	8.3%
WIG Paliwa	2.4%	-6.1%	-14.3%	11.0%	-6.4%
WIG Spożywczy	10.7%	1.0%	3.7%	30.4%	1.2%
WIG Surowce	21.0%	-1.5%	-12.9%	-45.7%	6.8%
WIG Telekom	-6.8%	-6.5%	-13.1%	-29.3%	-7.3%
WIG CEE	0.4%	-2.3%	-2.6%	6.2%	-2.2%
WIG Poland	4.1%	-3.5%	-9.8%	-15.5%	-2.4%
WIG Ukraina	10.2%	0.7%	15.8%	39.9%	1.8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana WIG20 i WIG40 od 2012 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI

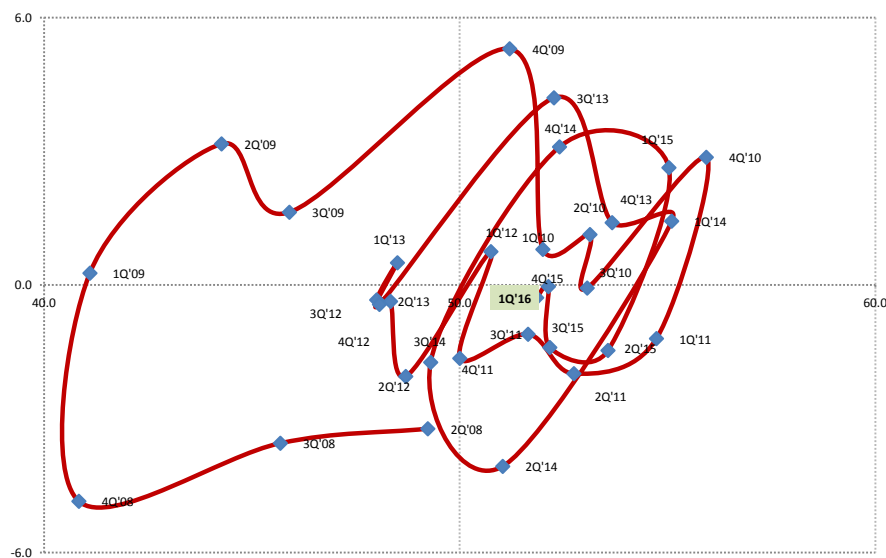
Zgodnie z projekcją przygotowaną przez NBP w listopadzie'15 (model NECMOD) w kolejnych kwartałach dynamika PKB powinna pozostać relatywnie stabilna. W naszym scenariuszu bazowym oczekujemy, że dynamika wzrostu w szczególności od 2H'16 będzie mocniej wspierana przez silny popyt konsumpcyjny, a od 2017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

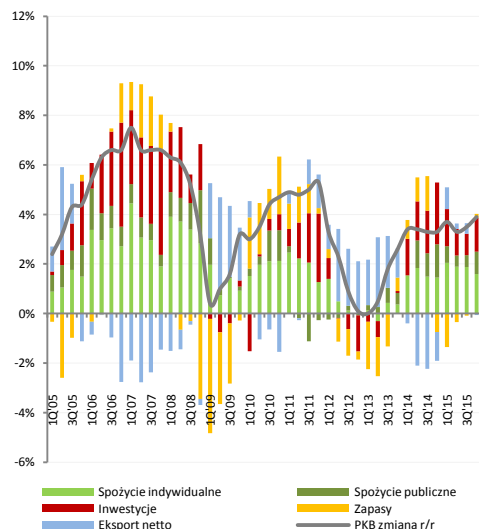
Źródło: NBP

Zegar koniunktury w oparciu o odczyty PMI dla Polski



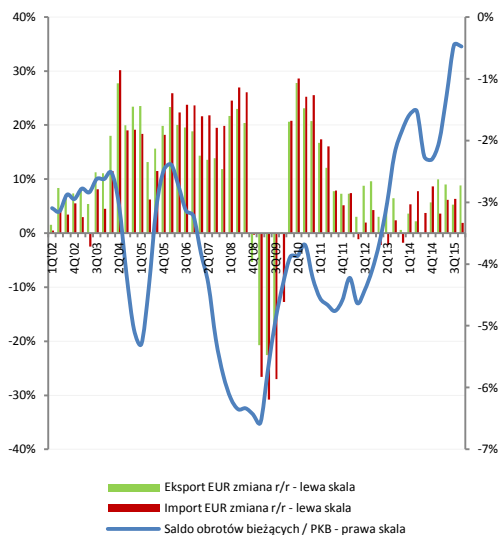
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dekompozycja PKB



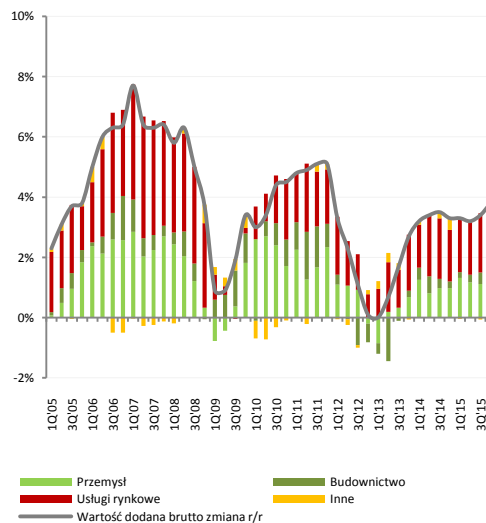
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika eksportu i importu w EUR oraz saldo obrotów bieżących



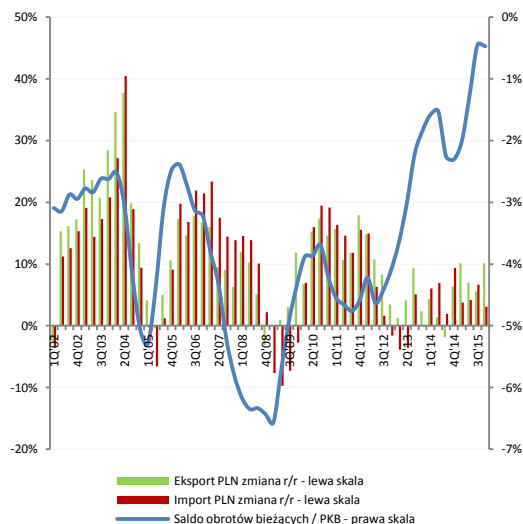
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dekompozycja wartości dodanej brutto



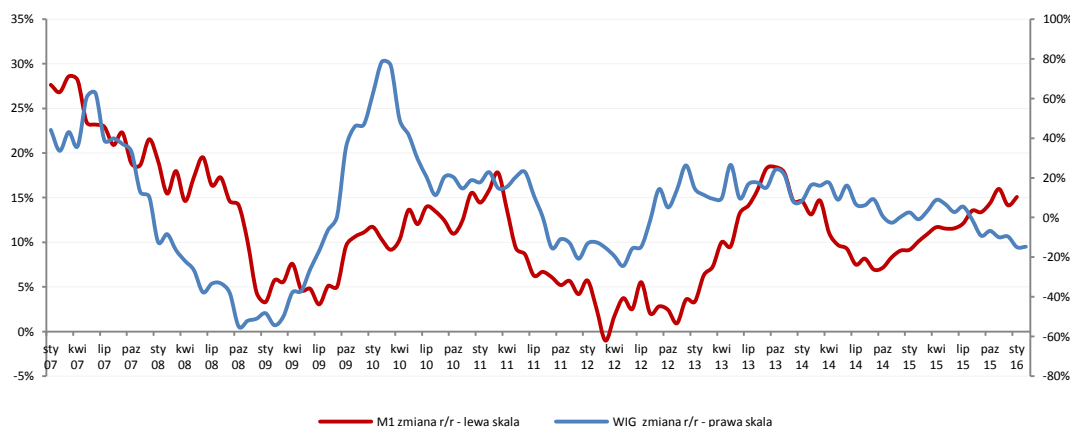
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika eksportu i importu w PLN oraz saldo obrotów bieżących



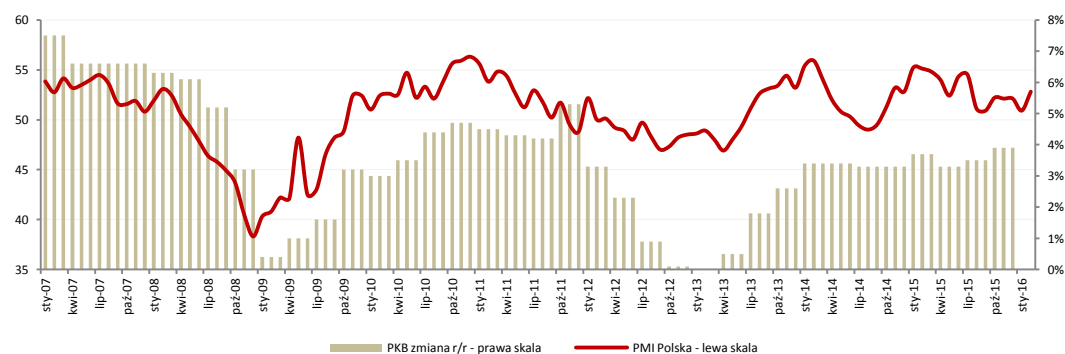
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika zmian indeksu WIG oraz M1 w Polsce



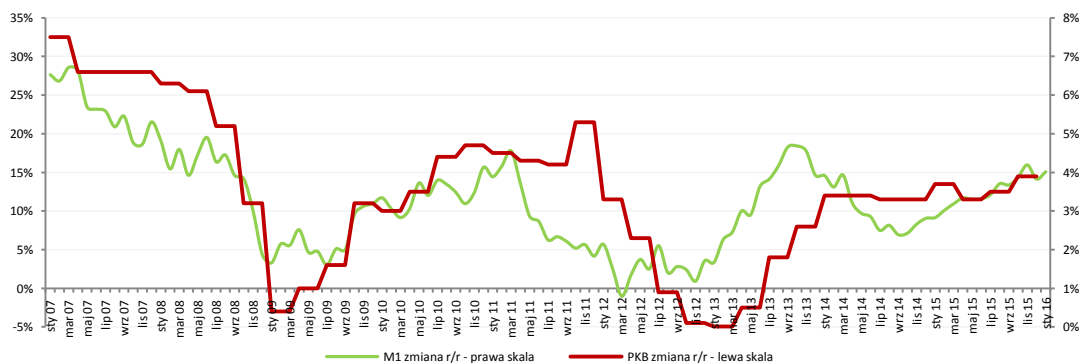
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Dynamika PKB oraz odczyty PMI dla Polski



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

Dynamika PKB oraz M1 dla Polski

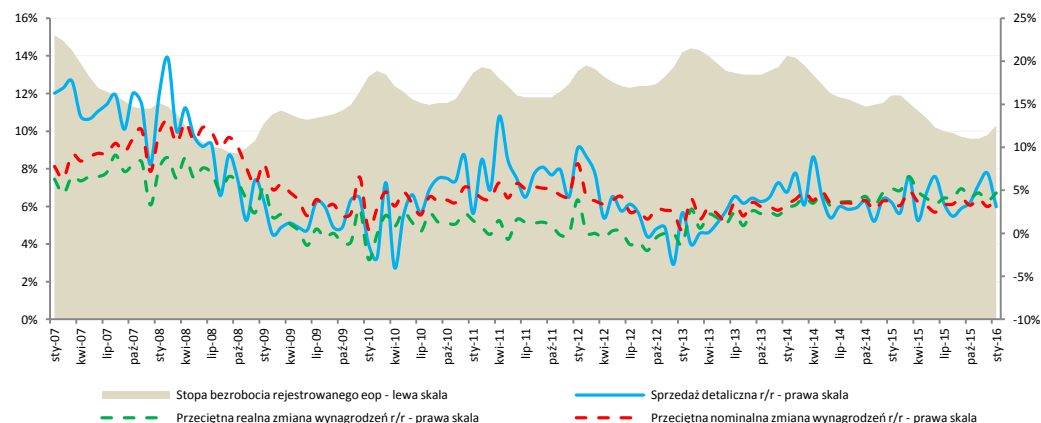
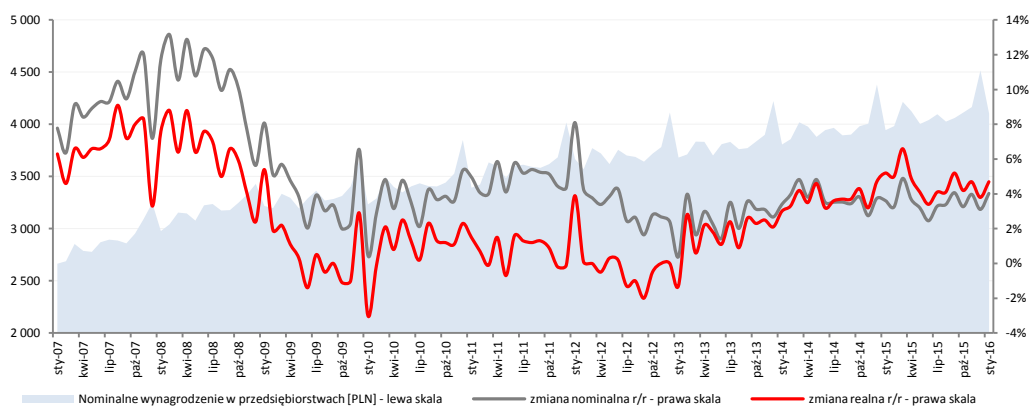
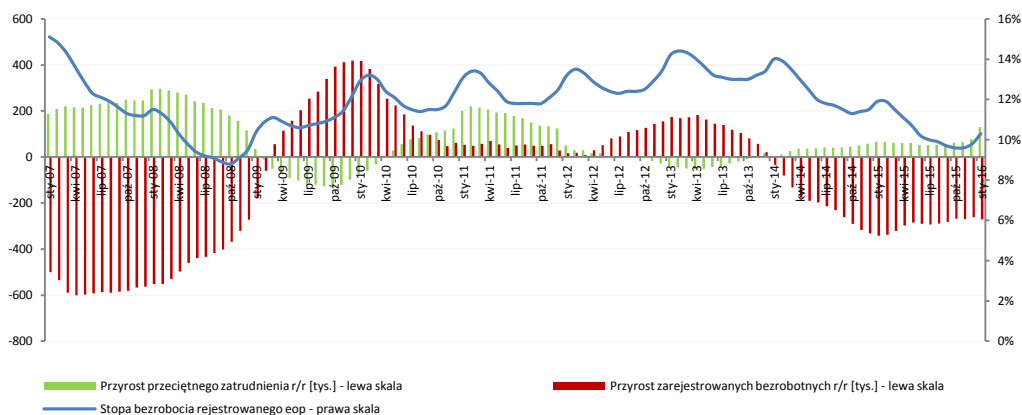
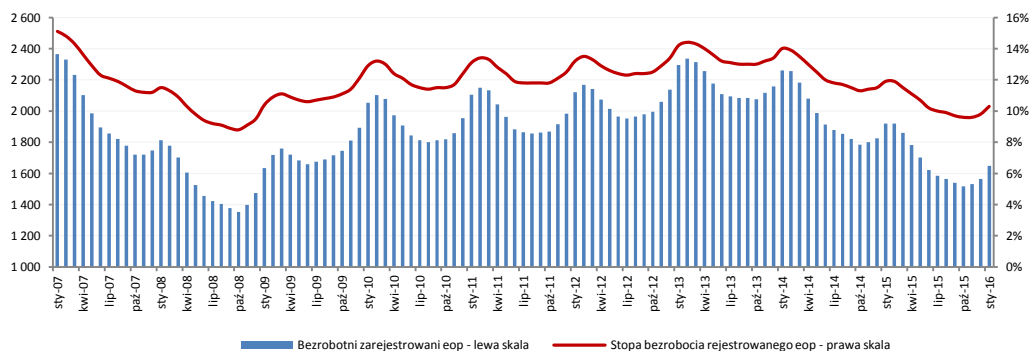


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Od początku 2014 roku sytuacja na rynku pracy ulega systematycznej poprawie i rok 2015 przyniósł umocnienie pozytywnych tendencji w tym zakresie. Z danych GUS wynika, że stopa bezrobocia w styczniu'16 wyniosła 10.3% (w styczniu'15 było to 11.9%). Liczba bezrobotnych zarejestrowanych spadła do 1.65 mln osób. Oznacza to, że mc/mc zarejestrowało się 84 tys. osób, a jednocześnie w ujęciu r/r wyrejestrowało się ponad 271 tys. osób. Wg danych GUS w styczniu'16 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 styczniu'16 wg GUS odnotowano ożywienie w sprzedaży detalicznej o 3.1% r/r (w 4Q'15 było to średnio ok. 5.4%). Liczymy na kolejny silny impuls wzrostowy w 2H'16 wraz z uruchomieniem programu 500+.

Sytuacja na rynku pracy oraz sprzedaż detaliczna w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

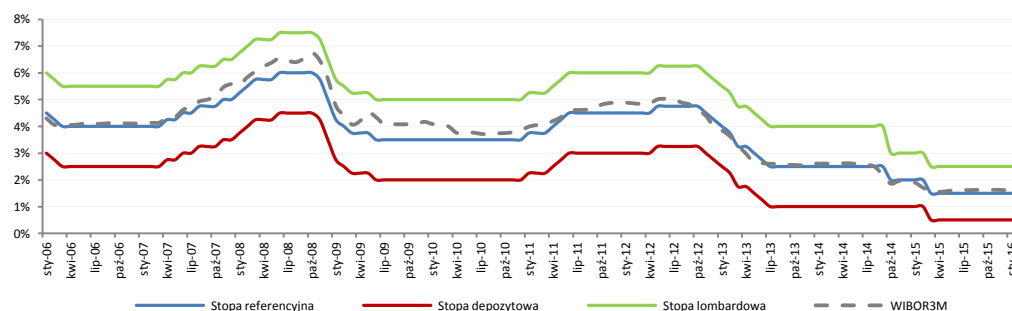
Na lutowym posiedzeniu RPP pozostawiła stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Jak zapisano w komunikacie, Rada postanowiła utrzymać dotychczasowe poziomy stóp, które mają sprzyjać utrzymaniu krajowej gospodarki na ścieżce zrównoważonego rozwoju. Z komunikatu opisującego posiedzenie wynika także, że lepsza ocena perspektyw kształtowania się dynamiki cen oraz wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach będzie możliwa po zapoznaniu się z marcową projekcją inflacji i PKB. Dla części członków, istotny wpływ na przyszłe decyzje będzie miała również ocena wpływu zmian w polityce fiskalnej na popyt i ceny w Polsce. Oceniamy, że zmiany w składzie RPP jakie nastąpiły 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

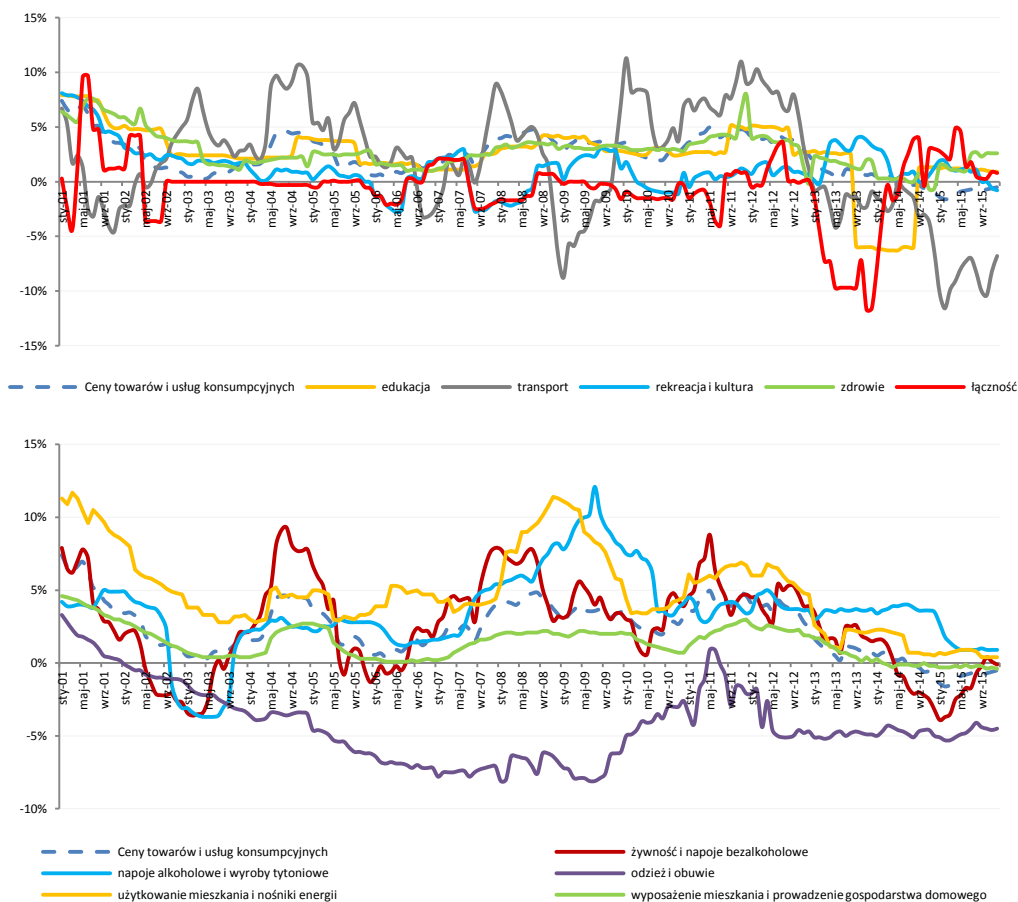
Inflacja pozostaje wyraźnie poniżej celu inflacyjnego RPP. Na ostatnich posiedzeniach RPP dominowały głosy, że w najbliższych kwartałach dynamika cen będzie powoli rosła, czemu ma sprzyjać oczekiwany stabilny wzrost gospodarczy. Jesteśmy bardziej ostrożni, niż komunikat RPP, w zakresie kreślenia ścieżki 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

	sty-15	lut-15	mar-15	kwi-15	maj-15	cze-15	lip-15	sie-15	wrz-15	paź-15	lis-15	gru-15
Ceny towarów i usług kons.	-1.4%	-1.6%	-1.5%	-1.1%	-0.9%	-0.8%	-0.7%	-0.6%	-0.8%	-0.7%	-0.6%	-0.5%
żywność i napoje bezalkoholowe	-3.9%	-3.7%	-3.5%	-2.5%	-2.2%	-1.7%	-1.7%	-0.7%	-0.2%	0.4%	0.1%	-0.1%
napoje alkoholowe i tytoń	2.7%	1.8%	1.4%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
odzież i obuwie	-5.1%	-5.3%	-5.3%	-5.1%	-4.9%	-4.8%	-4.5%	-4.1%	-4.4%	-4.5%	-4.6%	-4.5%
użytkowanie mieszkania i energia	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
wyposażenie mieszkania	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.4%
zdrowie	1.5%	1.5%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	2.5%	2.7%	2.3%	2.6%	2.6%	2.6%
transport	-10.2%	-11.6%	-9.9%	-9.1%	-8.0%	-7.3%	-7.0%	-8.3%	-10.0%	-10.4%	-8.2%	-6.8%
łącznie	2.8%	2.4%	2.1%	4.9%	4.6%	1.4%	1.8%	0.5%	0.3%	0.3%	0.9%	0.8%
rekreacja i kultura	1.9%	1.9%	1.2%	1.0%	1.1%	1.2%	0.9%	1.1%	0.0%	0.0%	-0.6%	-0.8%
edukacja	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%
Ceny produkcji w przemyśle	-2.8%	-2.8%	-2.5%	-2.7%	-2.1%	-1.4%	-1.8%	-2.7%	-2.8%	-2.3%	-1.8%	-0.8%
górnictwo i wydobywanie	-4.5%	-2.9%	1.6%	1.8%	-1.0%	-1.4%	-5.8%	-7.3%	-7.2%	-5.9%	-7.2%	-7.1%
przetwórstwo przemysłowe	-3.3%	-3.4%	-3.2%	-3.4%	-2.7%	-1.9%	-2.0%	-3.1%	-3.1%	-2.5%	-1.9%	-0.7%
wytwarzanie energii, gazu	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	0.8%	0.1%	-0.1%	-0.2%	0.0%
dostawa wody; odpady	1.3%	1.3%	1.1%	1.5%	1.8%	1.9%	1.5%	1.5%	0.6%	0.4%	0.5%	0.6%

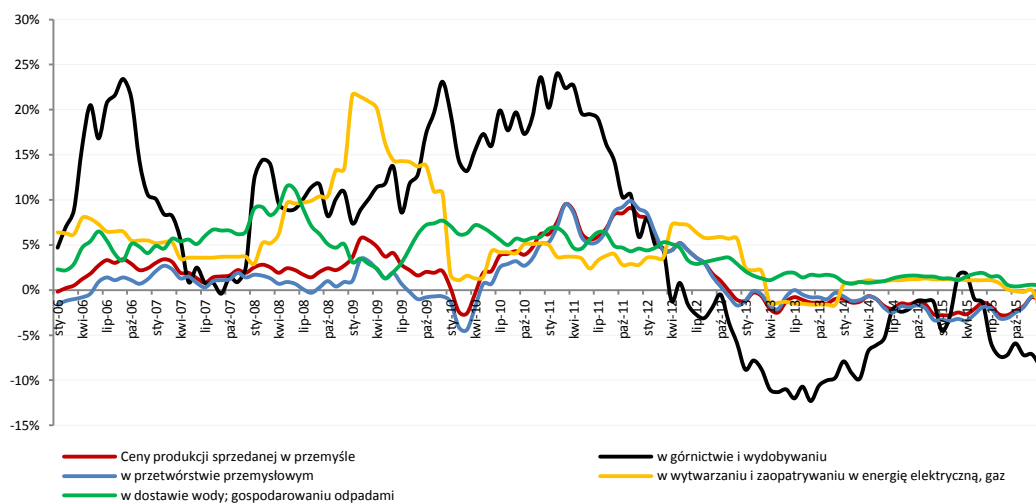
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Zachowanie cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce



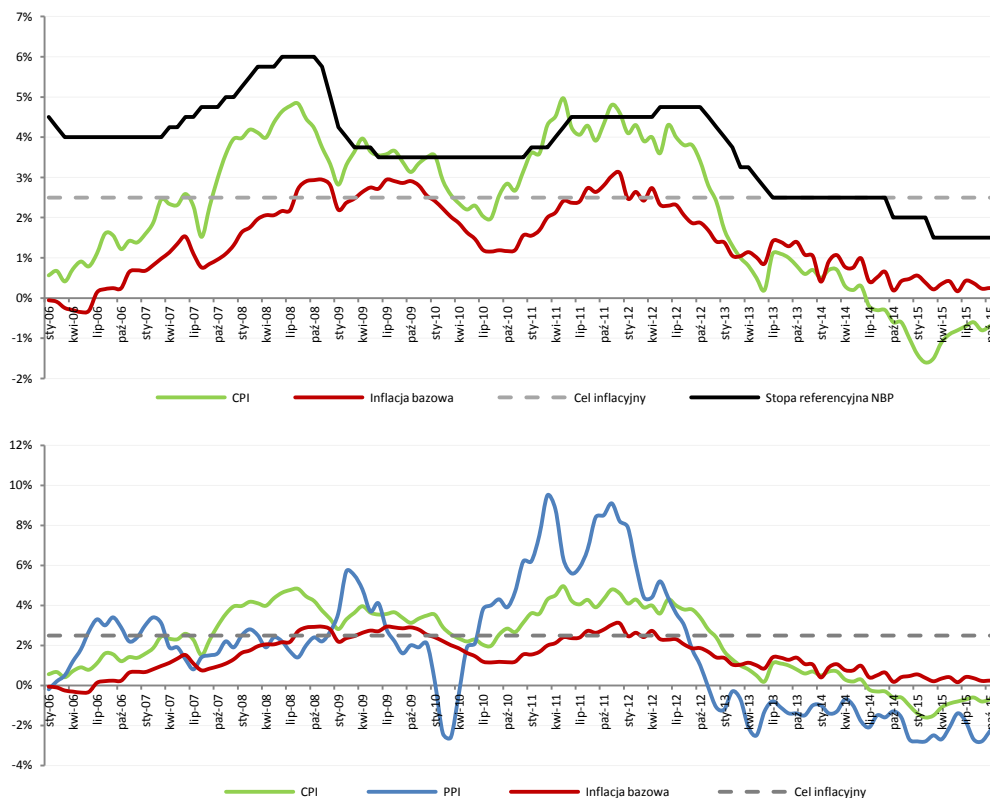
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Zachowanie cen produkcji sprzedanej w przemyśle w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Zachowanie cen oraz koszty pieniądza w Polsce



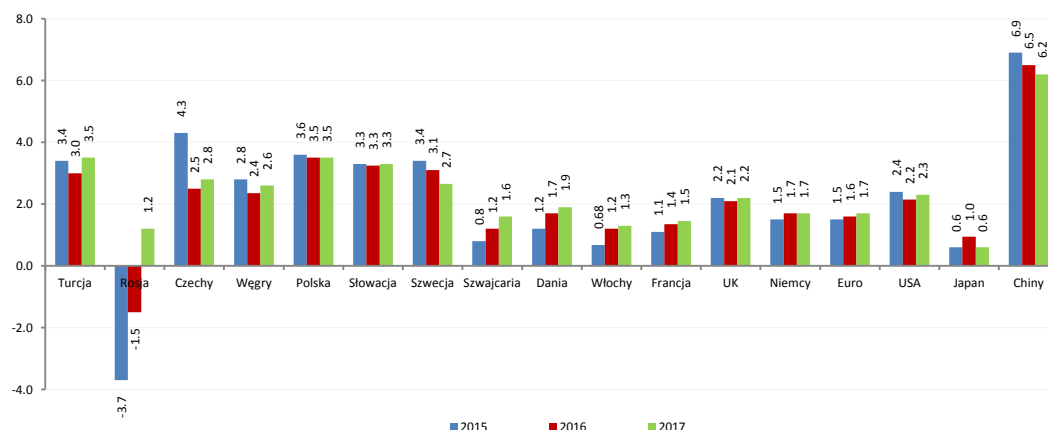
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

PROGNOZY PKB DLA WYBRANYCH KRAJÓW

Na rynkach zagranicznych będziemy obserwowali dwa kluczowe procesy. Jednym z nich będzie rozpoczęty w końcu 2015 roku długofalowy cykl stopniowego podnoszenia kosztu pieniądza w USA. Pierwszy symboliczny ruch w górę stóp procentowych w USA nie wywołał dotychczas większych zawirowań (inwestorzy mieli dużo czasu do przygotowania/korekty swoich strategii). Ważne dla utrzymania dobrego klimatu inwestycyjnego są odczyty wskazujące na siłę amerykańskiej gospodarki. Należy zauważyć, że szefowa FED po głębokich styczniowych spadkach na S&P500 wyraziła zaniepokojenie rozchwianiem na rynkach finansowych, gdyż może to skutkować mniej korzystną perspektywą wzrostu gospodarczego w USA i na świecie. Prezes Yellen podkreśliła też, że będzie zaniepokojona dłuższym okresem słabej koniunktury na rynkach finansowych. Tym samym traktujemy ten przekaz jako złagodzenie wcześniejszego tonu o rozpoczętym już cyklu podwyżek stóp procentowych w USA (na grudniowym posiedzeniu sugerowano cztery podwyżki w 2016 roku). Oceniamy, że jesteśmy w okresie kiedy będziemy obserwowali wahadło zmian nastrojów i oczekiwań związanych z decyzjami o podwyżkach stóp procentowych w USA. Po styczniowych spadkach na S&P500 nadeszły szybkie głosy uspokajające ze strony przedstawicieli FED. Obecne odraogowanie na rynkach wg nas ponownie istotnie zwiększa prawdopodobieństwo nadejścia kolejnego etapu obaw dotyczących nieuchronnych podwyżek kosztu pieniądza.

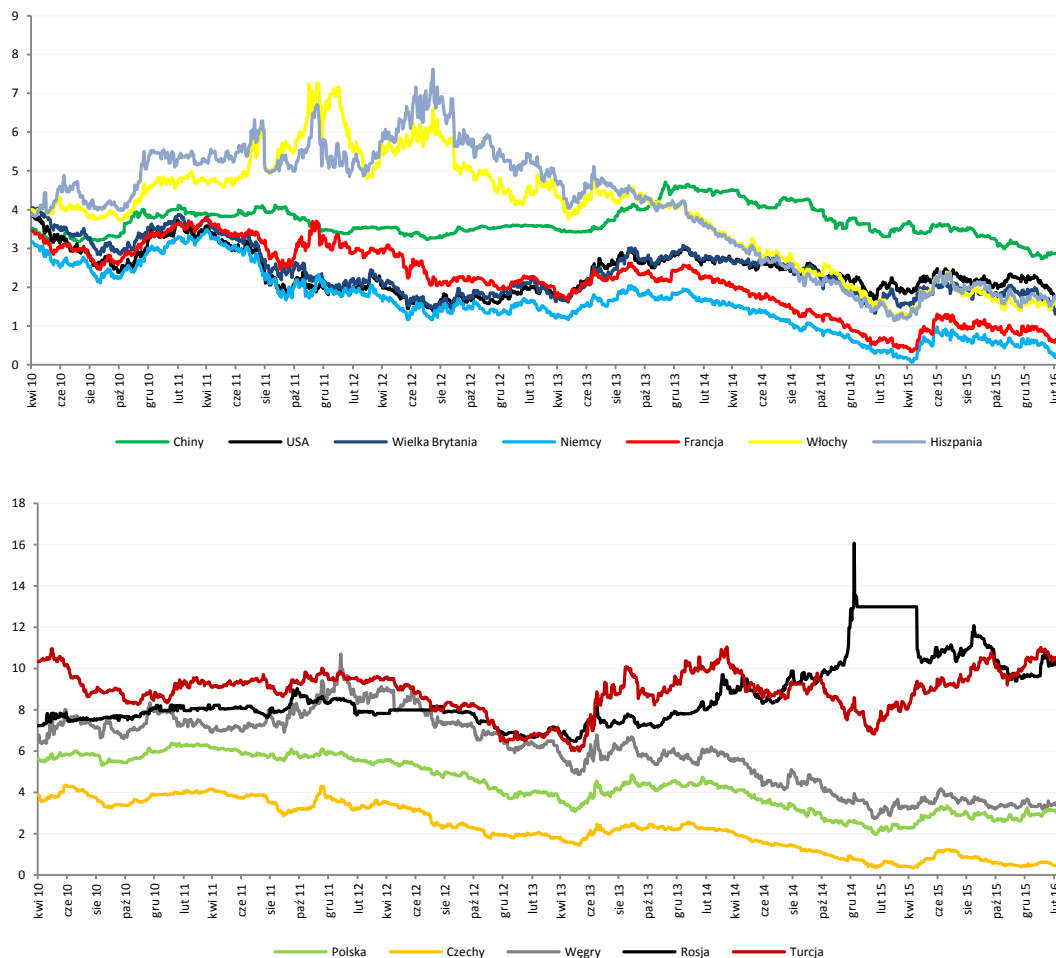
Drugą, może i ważniejszą pod względem potencjalnego ryzyka inwestycyjnego dla rynków surowcowych i akcji, sceną wydarzeń będzie zachowanie chińskiej gospodarki. Oceniamy, że ewentualne dalsze zaburzenie procesów utrzymujących dynamikę wzrostu w Chinach może okazać się poważnym wyzwaniem dla inwestorów. Na tym tle, rok 2016 wg nas może okazać się wyjątkowo wymagający dla EBC, gdyż prawdopodobnie nasili się dywergencja polityki pieniężnej FED i EBC. Inwestorzy zakładają, że EBC w marcu może podjąć kolejne kroki stymulujące. Taką sugestię prezes Draghi zasygnalizował już w styczniu i powtórzył w lutym. Warunkiem wdrożenia nowych działań mają być odczyty CPI wskazujące na obniżenie oczekiwań inflacyjnych w strefie euro oraz słabnące ożywienie aktywności gospodarczej. 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 kolejnego 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 na lata 2015-2017 (konsensus)

	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.	0.1	0.2	2.5	26.2	39.3	25.9	6.8	7.5	7.6	-5.4	-5.4
Argentyna	1.4	-0.2	3.4	19.0	33.5	18.0	7.2	7.5	7.6	-5.2	-4.4
Brazylia	-3.7	-3.2	1.0	9.0	8.0	6.0	6.9	9.8	10.9	-10.0	-8.0
Chile	2.1	2.0	2.7	4.3	4.0	3.3	6.5	7.0	7.0	-3.2	-3.3
Kolumbia	3.0	2.6	3.2	4.9	5.7	3.6	9.0	9.3	9.3	-3.0	-3.7
Meksyk	2.5	2.6	3.0	2.7	3.1	3.2	4.3	4.3	4.1	-3.5	-3.0
Peru	3.0	3.5	4.0	3.5	3.6	3.1	6.5	6.4	6.1	-2.3	-3.0
Wenezuela	-7.5	-5.8	0.0	140.0	217.0	144.1	7.5	8.5	8.0	-10.5	-12.2
CEE	2.5	2.4	2.8	3.5	3.3	3.9	7.8	7.3	7.1	-2.3	-2.3
Czechy	4.3	2.5	2.8	0.4	0.9	2.0	6.4	5.6	5.3	-1.6	-1.3
Węgry	2.8	2.4	2.6	0.0	1.3	2.7	6.9	6.5	6.2	-2.4	-2.2
Polska	3.6	3.5	3.5	-0.9	0.4	1.8	10.5	9.3	9.0	-2.9	-3.0
Słowacja	3.3	3.3	3.3	-0.3	0.6	1.9	11.5	10.5	9.8	-2.7	-2.1
Rosja	-3.7	-1.5	1.2	15.6	8.5	6.8	5.6	6.0	5.9	-2.8	-3.7
Turcja	3.4	3.0	3.5	7.7	8.6	7.4	10.5	10.1	10.0	-1.2	-1.8
Iceland	4.1	3.8	2.7	1.7	3.1	4.7	3.5	3.3	3.5		
MEA	3.0	2.6	3.0	3.1	3.6	3.7	14.7	14.4	15.6	-8.0	-7.4
Izrael	2.5	3.0	3.5	-0.6	0.4	1.4	5.4	5.4	5.2	-2.7	-2.9
Ameryka Płd	1.3	0.9	1.5	4.6	6.3	6.3	25.7	25.8	26.0	-3.9	-3.5
Bahrain	3.0	2.6	2.9	2.0	2.4	2.5				-13.9	-12.6
Egipt	4.0	3.5	4.0	10.4	9.9	9.0	13.0	12.0		-11.0	-10.0
Kuwejt	1.0	1.5	2.5	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	4.5	1.7	2.4	3.0				-0.7	-2.3
Arabia Saudyjska	3.4	1.5	2.1	2.3	2.7	2.9				-19.4	-14.6
Zjed. Emiraty	3.7	3.0	3.4	4.1	3.5	3.0				-4.0	-2.1
Azja	4.3	4.4	4.5	1.8	2.3	2.9	3.5	3.5	3.5	-1.8	-1.9
Chiny	6.9	6.5	6.2	1.4	1.6	2.0	4.1	4.1	4.2	-3.2	-3.0
Hong Kong	2.4	2.2	2.5	3.0	2.5	3.0	3.3	3.4	3.4	3.0	1.2
Indie	7.4	7.4	7.7	6.2	5.0	5.3				-4.0	-3.9
Indonezja	4.8	5.1	5.4	6.4	4.6	5.0	6.0	6.0	5.9	-2.4	-2.5
Korea Płd	2.6	2.8	3.0	0.7	1.5	2.0	3.7	3.5	3.5	-0.4	0.2
Malezja	5.0	4.4	4.5	2.1	2.9	2.9	3.1	3.3	3.1	-3.2	-3.1
Filipiny	5.8	5.8	5.8	1.4	2.5	3.0	6.4	6.3	6.1	-0.8	-1.8
Singapur	2.0	2.1	2.5	-0.5	0.5	1.5	2.0	2.0	2.0	-0.1	0.4
Tajwan	0.9	1.8	2.5	-0.3	0.8	1.2	3.8	3.9	4.0	-1.5	-1.4
Tajlandia	2.8	3.2	3.4	-0.9	1.0	2.0	0.8	0.9	0.9	-2.3	-2.5
Wietnam	6.7	6.7	6.5	0.6	2.5	3.5	2.1	2.1	2.1	-5.4	-5.0
G-10	1.6	1.8	1.9	0.4	1.0	1.7	6.6	6.4	6.2	-1.5	-1.4
USA	2.4	2.2	2.3	0.1	1.3	2.2	5.3	4.8	4.7	-2.6	-2.7
Japonia	0.6	1.0	0.6	0.8	0.5	2.0	3.4	3.3	3.1	-6.5	-6.0
Euro	1.5	1.6	1.7	0.0	0.5	1.5	10.9	10.2	9.8	-2.1	-1.9
UK	2.2	2.1	2.2	0.0	0.8	1.8	5.4	5.1	5.0	-4.0	-3.2
Kanada	1.2	1.5	2.1	1.1	1.7	2.0	6.9	7.2	7.0	-0.2	-0.7
Australia	2.3	2.6	2.9	1.5	2.0	2.5	6.1	5.9	5.7	-2.6	-2.5
Szwecja	3.4	3.1	2.7	0.0	1.0	1.8	7.4	7.0	6.8	-1.0	-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	1.6	-1.1	-0.4	0.3	3.3	3.5	3.5	-0.1	-0.2
Dania	1.2	1.7	1.9	0.5	1.2	1.7	4.7	4.4	4.1	-2.4	-2.7
Norwegia	1.4	1.3	1.8	2.2	2.5	2.1	4.4	4.5	4.5	7.0	6.3
Niemcy	1.5	1.7	1.7	0.1	0.6	1.7	6.4	6.4	6.5	0.3	0.1
Francja	1.1	1.4	1.5	0.1	0.5	1.3	10.5	10.3	9.9	-3.8	-3.4
Włochy	0.7	1.2	1.3	0.1	0.4	1.3	11.9	11.2	10.7	-2.8	-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 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 obciążona 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 02.03.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 01.04.2016 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 02.03.2016 roku:

Portfel indeksu BDM-A	COMARCH	CYFROWY POLSAT	STALPRODUKT	GPW	LW BOGDANKA	PAGED	WASKO	GROCLIN	INSTAL KRAKÓW	BUMECH
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	NIE	TAK	TAK	TAK	NIE	NIE	TAK	TAK	TAK	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	NIE	NIE	NIE	TAK	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	TAK	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	PKN ORLEN	CYFROWY POLSAT	EUROCASH	GTC	WASKO	KĘTY	GPW	PCC ROKITA	SYNTHOS	POLMAX
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	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	TAK	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	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.	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	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.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE
BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	TAK	NIE	TAK	TAK	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	TAK*	NIE

*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki KĘTY.

*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki SYNTHOS.

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.