

RAPORT MIESIĘCZNY

04.04.2016 Numer 4/2016

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.



Dom Maklerski BDM S.A.



W okresie 02.03.2016-01.04.2016:

Indeks BDM-A wzrósł o **12.46%**

Indeks BDM-Z wzrósł o **7.71%**

Indeks WIG zyskał **6.91%**

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

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

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

SPIS TREŚCI:

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

PODSUMOWANIE

Marzec przyniósł silne umocnienie odbicia indeksów na GPW. Nasza dotychczasowa strategia na marzec cechowała się dużą wstrzemięźliwością. Ostatnie posiedzenie EBC, a później FED w istotny sposób stonowało jednak obawy o powrót dynamicznych spadków (podobnych z początku bieżącego roku). Akcentujemy również, że obszar CEE cechuje jedna z wyższych przewidywanych dynamik wzrostu aktywności gospodarczej (na lata 2016-2017) i poprawia się atrakcyjność inwestycyjna tego obszaru gospodarczego. Dodatkowo należy mieć na uwadze, że na innych rynkach rozwijających się widać także stopniową poprawę sentymentu wśród inwestorów, czemu sprzyjało silne odbicie cen na wielu surowcach przemysłowych.

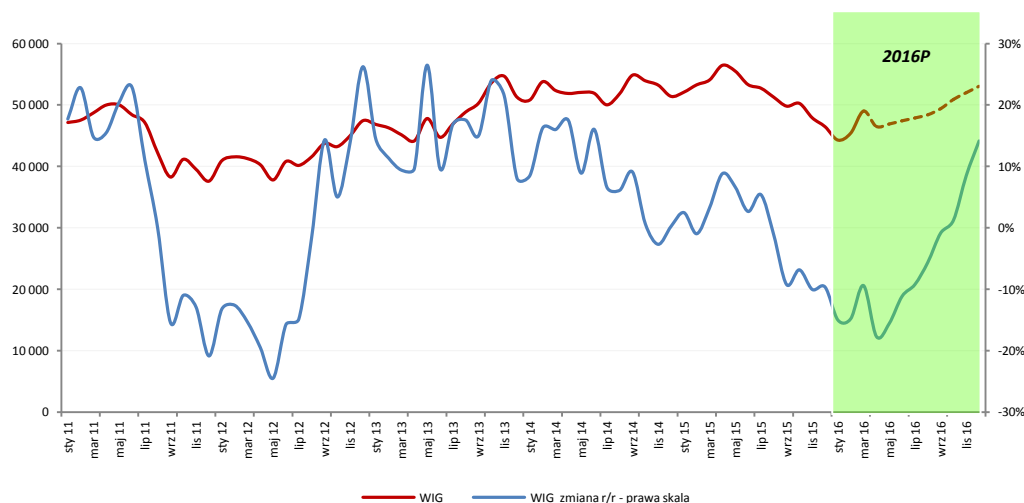
Poprawa sytuacji na kluczowych podmiotach z WIG30 w naszym odczuciu sygnalizuje, że styczniowe minima zostały zinterpretowane jako punkt przełomowy. Uwzględniając jednak skalę odbicia, oceniamy że **wzrasta ryzyko korekty. Nasze podejście na kwiecień uwzględnia scenariusz, że okres dynamicznej poprawy sytuacji na warszawskim parkiecie (w krótkim terminie) dobiegł właśnie końca.**

Podtrzymujemy tezę z poprzedniego raportu i oceniamy, że jest jeszcze za wcześnie na dalszą trwałą poprawę klimatu inwestycyjnego na rynkach zagranicznych jak i w Polsce. Tym też tłumaczymy utrzymane ostrożne podejście w krótkim terminie. Uwzględniając obecny bilans ciągle istotnych i aktualnych ryzyk (głównie zewnętrznych), **pozostawiamy w krótkim terminie negatywną ocenę perspektywy dla zachowania rynku akcji. Obawiamy się, że kwiecień'16 przyniesie pogorszenie nastrojów na rynku i będzie bardziej wymagający niż luty i marzec.**

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. Nie bez znaczenie dla odbudowy wartości indeksów mogą być również działania MSP związane z wygaszeniem obecnej formuły zarządczej nad spółkami, w których udziały ma Skarb Państwa. Dlatego w kolejnych miesiącach oczekujemy dalszej stopniowej poprawy klimatu inwestycyjnego z akcentem wyraźniejszej odbudowy wartości indeksu w 2H'16. Tym samym czujemy się komfortowo z założeniem całorocznym i spodziewamy się, że na koniec 2016 roku WIG powróci ponad pułap 53 000 punktów.



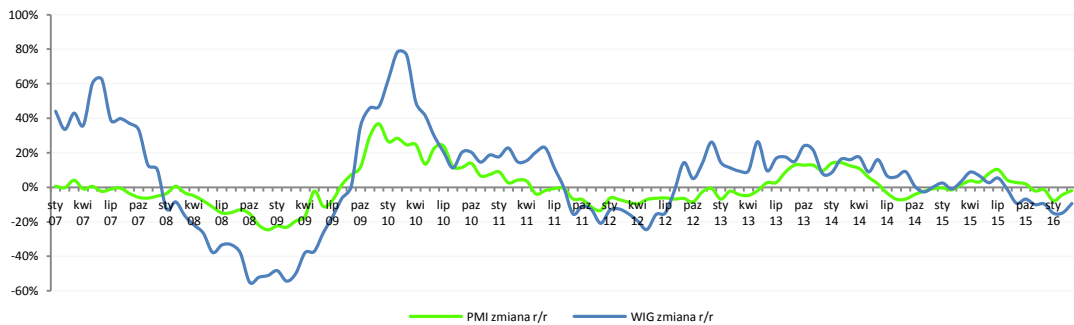
Oczekiwana ścieżka zachowania indeksu WIG na 2016 rok



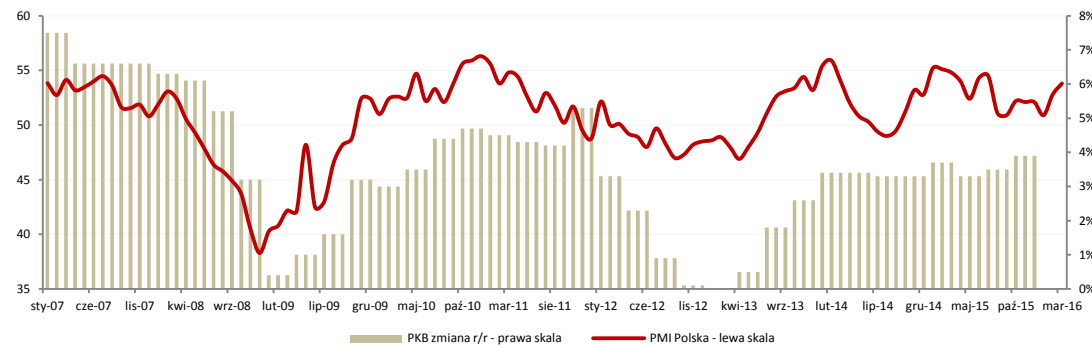
Obawiamy się, że kwiecień'16 przyniesie pogorszenie nastrojów na rynku i będzie znacznie bardziej wymagający niż luty i marzec'16. W kolejnych miesiącach oczekujemy jednak dalszej stopniowej poprawy klimatu inwestycyjnego z akcentem wyraźniejszej odbudowy wartości indeksu w 2H'16. Tym samym czujemy się komfortowo z założeniem całorocznym i 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

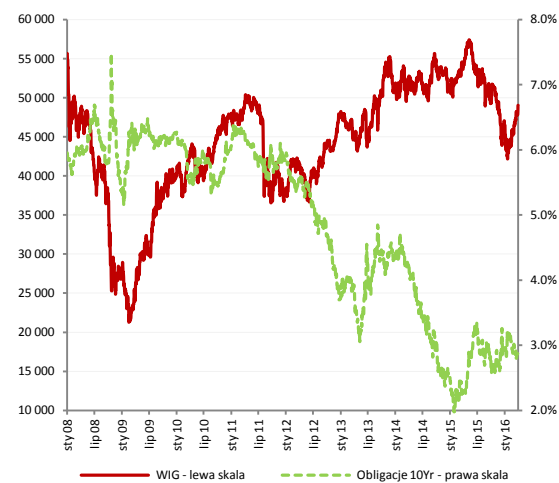


Marcowa prognoza NBP zakłada, że dynamika wzrostu PKB w latach 2016-2017 ma wynieść po 3.8%. Oznacza to podwyższenie oczekiwań w porównaniu do projekcji z listopada'15 odpowiednio o 0.5 pkt % i 0.3 pkt %. Główny wpływ na podwyższenie założeń dynamiki PKB w modelu miało ujęcie programu 500+.



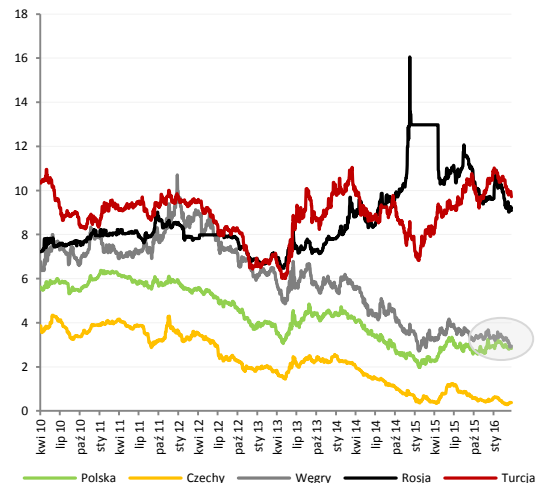
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Indeks WIG na tle zachowania rentowności obligacji (10Yr)



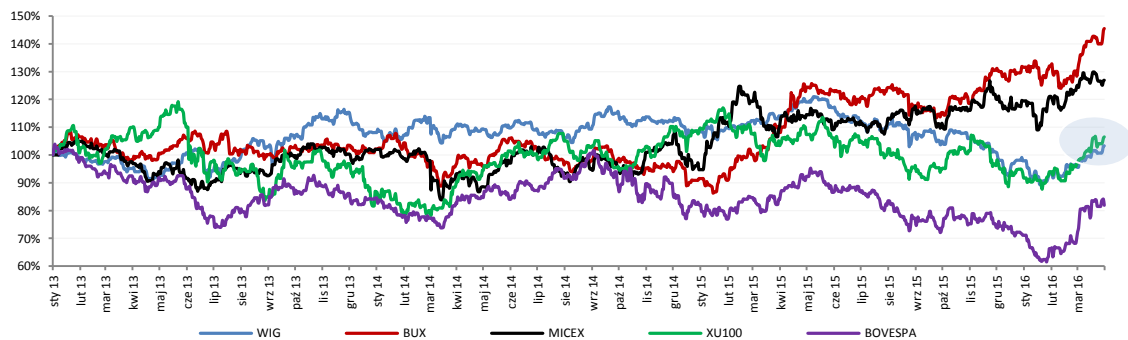
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie rentowności obligacji w krajach regionu (10Yr)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Indeks WIG na tle wybranych indeksów emerging markets od 2013 roku



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]	01.04.2016 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-A	100.00	97.78	105.22	118.31
Wartość indeksu WIG	44 708.04	44 294.89	45 371.99	48 506.46

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

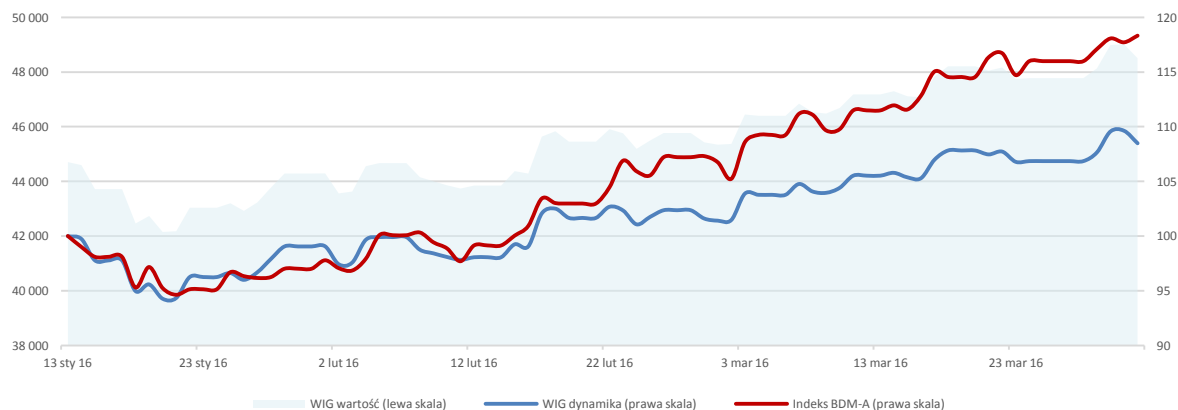
Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-A w okresie 02.03.2016-01.04.2016

Lp	Spółka	Kapitalizacja [mln PLN]	Średni obrót za 30 dni [mln PLN]	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	Cyfrowy Polsat	15 490	11.11	10.0%	23.44	24.22	3.3%
2	Stalprodukt	1 944	1.37	10.0%	250.00	289.00	15.6%
3	GPW	1 627	1.83	10.0%	37.82	38.77	2.5%
4	LW Bogdanka	1 273	2.84	10.0%	33.28	37.42	12.4%
5	Comarch	1 065	0.41	10.0%	125.50	131.00	4.4%
6	Paged	827	0.11	10.0%	55.69	53.37	-4.2%
7	Wasko	202	0.09	10.0%	2.00	2.22	11.0%
8	Groclin	176	0.58	10.0%	12.01	15.23	26.8%
9	Instal Kraków	88	0.03	10.0%	11.08	12.10	9.2%
10	Bumeh	64	0.43	10.0%	0.69	0.99	43.5%
				Gotówka	0.0%		
				Portfel akcji	100.0%		

Indeks BDM-A wzrósł w okresie 02.03.2016-01.04.2016 o **12.46%**.
Indeks WIG zyskał **6.91%**.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wartość indeksu BDM-A na tle indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W dniu 01.04.2016 zmieniamy skład indeksu BDM-A. Do portfela indeksu dodajemy Solar, Redan, Cognor, ZUK Stąporków oraz Selena FM. Jednocześnie usuwamy walory LW Bogdanka, Cyfrowy Polsat, Comarch, Paged oraz Bumech.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-A (stan na koniec sesji 01.04.2016)

Lp	Spółka	Cena [PLN]	Kapitalizacja [mln PLN]	Średni obrót za 30 dni [mln PLN]	Udział w indeksie	Zmiana kursu					P/E		EV/EBITDA	
						1M	3M	6M	1Yr	YTD	2016P	2017P	2016P	2017P
1	Stalprodukt	289.00	1 944	1.37	10.0%	15%	-3%	4%	-36%	-3%	11.4x	10.1x	5.4x	4.6x
2	GPW	38.77	1 627	1.83	10.0%	3%	8%	-2%	-20%	8%	14.8x	13.6x	9.4x	8.7x
3	Selena FM (nowa)	15.57	356	0.08	10.0%	1%	9%	-16%	-35%	9%	8.2x	7.9x	5.7x	4.7x
4	Wasko	2.22	202	0.09	10.0%	3%	13%	25%	28%	13%	12.3x	8.3x	3.8x	3.4x
5	Groclin	15.23	176	0.58	10.0%	18%	21%	10%	24%	21%	87.3x	10.6x	13.9x	7.5x
6	Instal Kraków	12.10	88	0.03	10.0%	8%	12%	13%	-17%	12%	8.5x	7.4x	3.3x	2.6x
7	Cognor (nowa)	1.20	126	0.06	10.0%	26%	50%	-4%	-27%	50%	---	---	8.0x	5.6x
8	Redan (nowa)	2.04	73	0.04	10.0%	8%	28%	-16%	-41%	28%	13.2x	7.4x	7.0x	4.7x
9	Solar (nowa)	1.26	38	0.07	10.0%	27%	26%	-8%	-40%	26%	26.2x	11.9x	3.8x	2.7x
10	ZUK Stąporków (nowa)	4.74	21	0.01	10.0%	10%	4%	7%	-35%	4%	11.0x	7.0x	4.2x	3.5x
Gotówka					0.0%									
Portfel akcji					100.0%									

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-A:

Stalprodukt

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

Zujemy się komfortowo z przyjętą ścieżką powrotu EBITDA w latach 2017-2018 do przedziału 350-400 mln PLN przy bardzo ograniczonym poziomie inwestycji. Zwracamy uwagę na bardzo dobrą sytuację płynnościową grupy na koniec 2015 roku, co wyróżnia Stalprodukt na tle innych firm działających w branży. Ten aspekt istotnie zwiększa bezpieczeństwo inwestycyjne, szczególnie w okresie dość sporych zawirowań rynkowych dotyczących działalności głównych segmentów grupy.

GPW

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

Zwracamy uwagę na sporą przecenę kursu i wciąż 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 (w tym polityki dywidendowej).

Selena FM (nowa)

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

Wycena rynkowa spółki w ujęciu r/r spadła o około 1/3. Uważamy, że przy obecnych pułapach cenowych rynek z nawiązką zdyskontował negatywne czynniki, które wpływały na sentyment do spółki w ostatnich kwartałach (słabość rynków wschodnich, objęcie obligacji od głównego akcjonariusza).

Wyniki za 4Q'15 były nieco lepsze od naszych oczekiwań (marża brutto ze sprzedaży blisko 33%) i lepsze r/r na poziomie oczyszczonej EBITDA, mimo wyraźnego spadku przychodów. W liście prezesa do akcjonariuszy podkreślono, że w grudniu 2015 operacyjnie uruchomiono w spółkach w Polsce system ERP wspierający zarządzanie procesami (efekty spodziewane są od 2H'16). Spółka w związku z wciąż panującą bardzo trudną sytuacją na rynkach wschodnich przenosi także większy nacisk na rynki rozwinięte. Zakładamy, że w 2016 roku EBITDA powróci w okolice roku 2014 (ok 90 mln PLN) – przestrzeń do poprawy jest m.in. na marży brutto ze sprzedaży (niska baza z 1H'16). Zwracamy także uwagę na umacniające się w ostatnich tygodniach rosyjskiego rubla (korzystny efekt na rentowność sprzedaży oraz różnice kursowe). Przy dalszym odbiciu emerging markets spółka może być postrzegana jako ciekawa ekspozycja na ten obszar.

Wasko

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

Wasko pozostaje jednym z najtańszych podmiotów w branży. Oceniamy, że rozwój kompetencji w nowych obszarach powinien skutkować utrzymaniem rentowności w 2016 roku pomimo spowolnienia w administracji publicznej i powrotu do wzrostowej ścieżki wynikowej już w 2017 roku.

Dobra sytuacja płynnościowa (gotówka netto na poziomie 62 mln PLN) powinna skutkować wypłatą godziwej dywidendy.

Groclin <i>Analityk:</i> Marek Jurzec tel. (032) 20-81-435 e-mail: marek.jurzec@bdm.pl	Pierwsze efekty restrukturyzacji wdrażanej zaczyna już być widoczne. W 4Q'15 Groclinowi udało się zaraportować dodatni wynik EBIT na poziomie 0,5 mln PLN, ponadto dzięki znacznej redukcji zadłużenie spółka chce wypłacić 0,5 PLN dywidendy na akcję z zysku za 2015 i zamierza dzielić się zyskiem z akcjonariuszami również w kolejnych latach. Oceniamy że przeprowadzona optymalizacja struktury grupy kapitałowej (sprzedaż działalności hotelowej, biznesu wiązkowego, oraz zakładu w Nowej Soli) powinna skutkować trwałym powrotem do dodatniej rentowności. Spodziewamy się również, że w 2017 roku Groclin w pełni odczuje efekt podpisanych w 3Q'15 kontraktów z Oplem i Volkswagenem i wygeneruje wyraźnie lepsze wyniki r/r Dodatkowo zwracamy na istotnie mniejsze ryzyko podaży akcji ze strony historycznego głównego akcjonariusza.
Instal Kraków <i>Analityk:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Kapitalizacja Instal Kraków w ostatnich miesiącach oscyluje w granicach 80-90 mln PLN. Wyniki 4Q'15 zgodnie z naszymi założeniami okazały się lekko dodatnie przy dobrym CFO. Spółka ma obecnie 28 mln PLN gotówki netto. Wartość zapasów na bilansie jednostkowym (a więc przede wszystkim deweloperka) to 72 mln PLN, wartość nieruchomości inwestycyjnych wynosi 57 mln PLN. Wartość bilansowa majątku netto znacząco przewyższa więc kapitalizację, nawet przyjmując założenie, że wartość rezydualna części budowlanej = 0. Podsumowując rok zarząd wskazał, że do czynników, które w 2015 wpływały negatywnie na wyniki, należały kontrakty energetyczne. 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 ograniczona. zakładamy, że skonsolidowany zysk netto powróci do poziomu ok. 10 mln PLN.
Cognor (nowa) <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-438 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Spółka ma za sobą trudny rok 2015. Spadające ceny wyrobów stalowych oraz niekorzystny spread (wyrób/złom) skutkowały silną erozją EBITDA. Oceniamy, że już w 1Q'16 spółka wykaże odbudowę rentowności względem 3Q'15 i 4Q'15 i EBITDA za 1Q'16 powinna być niewiele niższa niż wykazana w 1Q'16. Z obecnej perspektywy dostrzegamy dalszy silny wzrost wyniku w 2Q'16, czemu powinny sprzyjać niskie ceny złomu oraz podwyżki cennikowe wyrobów gotowych.
Redan (nowa) <i>Analityk:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Kurs spółki w ostatnim czasie zaczął odbijać po mocnej przecenie, która miała miejsce w 2H'15. Naszym zdaniem było to skutkiem ciągle utrzymujących się słabych wyników w segmencie modowym. Zwracamy jednak uwagę, że pod koniec '15 Redan prowadził istotne działania marketingowe, które miały wypromować markę Top Secret. Cały czas pozytywnie kontrybuuje segment dyskontowy, który utrzymuje rentowność operacyjną w przedziale 7-8%. Zakładamy, że detaliście uda się w znacznym stopniu ograniczyć straty w części modowej, co powinno pozwolić na zdecydowany wzrost EBITDA w '16.
Solar (nowa) <i>Analityk:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Jeden z najmocniej przecenionych detalistów odzieżowych. Odczyt wynikowy za 4Q'15 traktujemy jako moment, od którego nastąpi odbudowa wyników spółki w ujęciu r/r (począwszy już od 1Q'16). W perspektywie '16 oczekujemy bowiem, że Solarowi uda się poprawić marżę brutto ze sprzedaży. Liczymy także, że zgodnie ze wskazaniami zarządu spółka będzie w stanie zwiększyć obroty. Zakładamy ostrożnie, że skonsolidowany EBITDA wzrośnie w bieżącym roku do ponad 5 mln PLN.
ZUK Stąporków (nowa) <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Spółka jest niszową propozycją. Po długim okresie erozji wyników dostrzegamy pierwsze pozytywne efekty podjętej restrukturyzacji. Tym samym zakładamy, że przy sprzyjającym otoczeniu rynkowym ZUK Stąporków powinien w kolejnych okresach wykazywać dodatnią dynamikę wzrostu EBITDA. Zwracamy też uwagę na silny odczyt wynikowy za 4Q'15. Dla projekcji czterech kwartałów narastająco oczyszczamy również stratę z 1Q'15 (efekt zdarzeń jednorazowych). Tym samym spółka już po wynikach za 1Q'16 powinna w ujęciu czterech kwartałów wykazywać atrakcyjne wskaźniki rynkowe. Zwracamy też uwagę na przesłanie Prezesa, który w liście do akcjonariuszy liczy, że wraz z poprawą sytuacji finansowej ZUK Stąporków wróci do modelu dywidendowego wynagradzania akcjonariuszy.

INDEKS BDM ZRÓWNOWAŻONY (BDM-Z)

Indeks BDM Zrównoważony (BDM-Z) jest obliczany od stycznia 2016 roku. Pierwsza wartość indeksu wynosiła 100 pkt (na koniec sesji 13.01.2016). Publikacja indeksu odbywa się w każdej edycji opracowania „Raport miesięczny” poprzez podawanie do publicznej wiadomości wartości zamknięcia indeksu w poszczególnych okresach rozliczeniowych. Wartość zamknięcia indeksu obliczana jest na podstawie kursów zamknięcia akcji po zakończeniu sesji giełdowej na GPW.

Zadaniem indeksu jest ocena zachowania kursów akcji spółek, które charakteryzują się wysoką stopą dywidendy lub wysoką płynnością obrotu. Warunkiem udziału w indeksie jest spełnienie przynajmniej jednego z poniższych dwóch kryteriów.

Według pierwszego kryterium do indeksu kwalifikują się podmioty, które spełniają łącznie następujące warunki:

- stopa dywidendy w najbliższym roku obrotowym przewyższa o przynajmniej 1 pkt % rentowność polskich obligacji 10Y,
- zakładane jest co najmniej utrzymanie poziomu dywidendy w kolejnym roku obrotowym,
- spółka wypłaciła dywidendę w co najmniej dwóch z poprzednich trzech lat kalendarzowych,
- tegoroczny wskaźnik dług netto/EBITDA < 3.0x.

Według drugiego kryterium do indeksu mogą wejść podmioty, które spełniają co najmniej jeden z następujących warunków:

- wchodzą w skład indeksu WIG30,
- średnia wartość obrotów za ostatnie 30 sesji przekracza 4 mln PLN.

W indeksie BDM-Z obowiązuje zasada dywersyfikacji, mająca na celu ograniczenie udziału pojedynczej spółki i sektora giełdowego. BDM-Z jest indeksem dochodowym i przy jego obliczaniu uwzględnia się zarówno ceny zawartych w nim akcji, jak i dochody z dywidend i praw poboru. Publikowane odczyty indeksu BDM-Z mają charakter historyczny i nie stanowią żadnej gwarancji, że przyszłe wartości indeksu będą charakteryzowały się podobną tendencją. Odczyty indeksu BDM-Z nie powinny być traktowane jako sugestie do podjęcia jakiegokolwiek konkretnej decyzji na rynku kapitałowym.

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

Wartość indeksu BDM Zrównoważony (BDM-Z)

	13.01.2016 [na koniec sesji]	01.02.2016 [na koniec sesji]	02.03.2016 [na koniec sesji]	01.04.2016 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-Z	100.00	99.71	104.87	113.06
Wartość indeksu WIG	44 708.04	44 294.89	45 371.99	48 506.46

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-Z w okresie 02.03.2016-01.04.2016

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	31 013	90.50	10.0%	61.87	72.51	17.2%
2	Cyfrowy Polsat	15 490	11.11	10.0%	23.44	24.22	3.3%
3	Eurocash	7 418	26.55	10.0%	49.40	53.40	8.1%
4	Synthos	5 108	7.94	10.0%	4.00	3.86	-3.5%
5	GTC	3 258	2.18	10.0%	6.86	7.08	3.2%
6	Kęty	3 069	2.30	10.0%	281.85	319.00	13.2%
7	GPW	1 627	1.83	10.0%	37.82	38.77	2.5%
8	PCC Rokita	1 085	0.11	10.0%	46.81	54.65	16.7%
9	Wasko	202	0.09	10.0%	2.00	2.22	11.0%
10	Polwax	182	0.08	10.0%	16.99	17.90	5.4%
	Gotówka			0.0%			
	Portfel akcji			100.0%			

Indeks BDM-Z wzrósł w okresie 02.03.2016-01.04.2016 o **7.71%**.
Indeks WIG zyskał **6.91%**.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wartość indeksu BDM-Z na tle indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W dniu 01.04.2016 zmieniamy skład indeksu BDM-Z. Do portfela indeksu dodajemy LPP. Usuwamy walory PKN Orlen.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-Z (stan na koniec sesji 01.04.2016)

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	Cyfrowy Polsat	24.27	15 522	10.89	10.0%	6%	16%	4%	-3%	16%	13.9x	12.3x	7.0x	6.6x	0.0%	1.8%
2	LPP (nowa)	5 500	10 094	14.70	10.0%	9%	-1%	-30%	-22%	-1%	20.2x	13.7x	12.1x	8.7x	0.7%	2.0%
3	Eurocash	53.35	7 411	25.41	10.0%	7%	10%	19%	63%	10%	22.7x	19x	12.8x	11.1x	1.9%	2.6%
4	Synthos	3.84	5 081	7.48	10.0%	-3%	1%	2%	-13%	1%	17.5x	12.8x	8.5x	7.9x	6.6%	0.0%
5	GTC	7.06	3 249	1.72	10.0%	5%	-1%	13%	28%	-1%	16.6x	4.8x	17.6x	6.8x	0.0%	0.0%
6	Kęty	320.00	3 079	2.28	10.0%	13%	2%	10%	7%	2%	12.4x	15.4x	9.6x	9.1x	4.5%	4.2%
7	GPW	39.20	1 645	1.82	10.0%	2%	9%	3%	-19%	9%	14.8x	13.6x	9.4x	8.7x	6.2%	6.7%
8	PCC Rokita	54.75	1 087	0.10	10.0%	17%	14%	44%	37%	14%	12.4x	12.7x	8.7x	8.7x	6.4%	8.2%
9	Wasko	2.20	201	0.08	10.0%	15%	12%	21%	26%	12%	12.3x	8.3x	3.8x	3.4x	1.8%	4.3%
10	Polwax	17.90	182	0.08	10.0%	9%	24%	11%	-7%	24%	7.7x	7.5x	6.3x	5.9x	6.7%	5.8%
					Gotówka	0.0%										
					Portfel akcji	100.0%										

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-Z:

LPP (nowa)

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

Detalista zaprezentował w 1Q'16 bardzo dobre odczyty sprzedażowe, co w naszej ocenie stanowi „światło w tunelu”. Uważamy, że pomimo iż są to miesiące wyprzedawcze LPP może powrócić do pozytywnych odczytów Ifl. Zwracamy także uwagę, że obecne kursy walutowe stwarzają możliwość do powolnej odbudowy pierwszej marży (mocniej w 2H'16), a także do oszczędności na poziomie kosztów około sklepowych (spółka prowadzi dalej prace nad obniżeniem kosztów najmu, co ma zrównoważyć wzrost pensji w przeliczeniu na mkw.). Według naszych założeń LPP powinno wypracować powyżej 820 mln PLN EBITDA. Warto podkreślić, że spółka zmieniła nieco strategię rozwoju – wolniejsze tempo otwarć niż w minionych latach (ok. 11-13% w '16) ma przełożyć się na zmniejszenie efektu kanibalizacji sklepów, a tym samym pozwolić na poprawę sprzedaży Ifl oraz rentowności sieci (po poprawie tych wskaźników możliwy jest powrót do szybszego tempa rozwoju powierzchni handlowej).

Cyfrowy Polsat

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

Spółka udanie przeprowadziła refinansowanie zadłużenia. Dodatkowo zakomunikowano przejęcie pakietu Midasa. 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.

Eurocash	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 (biorąc pod uwagę dotychczasowe założenia ustawy). Dostrzegamy również szanse na odbudowę pierwszej marży, która względem ‘15 będzie miała niską bazę do przebicia. Zwracamy uwagę, że grupa w ‘15 mocno pracowała nad kapitałem obrotowym i liczymy, że spółka będzie kontynuowała ten trend (choć nie w tak dużej skali), co pozwoliło wypracować dobrą pozycję gotówkową i stworzyło okazję do dużych akwizycji. Niedawno Eurocash opublikował komunikat, że zawarł przedwstępną umowę nabycia 100% udziałów w EKO Holding (podmiot posiada ok. 250 sklepów i generuje blisko 1,0 mld PLN przychodów).
Synthos	Inwestorzy negatywnie zareagowali na rekomendację zarządu zakładającą brak wypłaty dywidendy z zysku za 2015 rok. Zarząd nie podał uzasadnienia, choć w naszej opinii nie wiąże się ona z trudniejszą sytuacją spółki, wysokim CAPEX czy planowanymi akwizycjami. Spółka utrzymuje satysfakcjonujące wyniki w okresie dekoniumunkture w latach 2012-2015, zrealizowała kosztowne inwestycje (SSBR), których efekty powinny być widoczne w latach 2017-2018. W 1Q’16 oczekujemy wzrostu EBITDA o ok. 30% r/r (niska baza) wskazując na poprawiające się otoczenie w branży kauczukowej (dobry popyt, wzrosty cen butadienu i kauczuku naturalnego w Azji). Poprawę zakładamy również w 2H’16, kiedy planowane jest uruchomienie krakera w Litwinowie.
GTC	Deweloper przeprowadził już kilka akwizycji z pozyskanych środków. Przede wszystkim zostały nabyte biurowce Pixel w Poznaniu oraz Duna Tower w Budapeszcie za kwotę ok. 84 mln EUR. Dodatkowo GTC dokupiło udziały w projekcie City Gate w Bukareszcie za 18,1 mln EUR (41% udziałów). W planach inwestycyjnych jest także zakończenie budowy drugiego etapu UBP w Łodzi (2Q’16; ok. 19,2 tys. mkw.) oraz drugiej fazy Forty One w Belgradzie (3Q’16; ok. 7,5 tys. mkw.). W ‘17 do użytku ma być oddana Galeria Północna. Władze spółki pracują jednocześnie nad dalszymi akwizycjami, co ma wzbogacić portfolio grupy. W naszej ocenie po przeprowadzonej w minionym roku restrukturyzacji nie ma ryzyka kolejnych odpisów, które wcześniej obciążały wyniki GTC. Warto zauważyć, że poprawie uległy także wskaźniki operacyjne w segmencie biurowym (m.in. spadek pustostanów), który odpowiada za ok. 56% portfolio.
Kęty	Spółka oferuje inwestorom wzrostowy profil działalności przy wysokiej stopie dywidendy. Opublikowane już wstępne wyniki za 1Q’16 są powyżej naszych oczekiwań - poprawa EBITDA r/r to ponad 14 mln PLN, w prognozie rocznej spółka założyła wzrost z 336 mln PLN do 360 mln PLN, czyli o 24 mln PLN r/r – po 1Q’16 wypracowała więc ponad połowę zakładanej poprawy. 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=13,3 PLN/akcję. Za 2014 rok wypłacono 14,4 PLN – uważamy, że ostatecznie dywidenda za 2015 może być przynajmniej podobna, pierwotna propozycja rok temu także została zrewidowana w górę, wyniki za 1Q’16 są bardzo dobre.
GPW	Zwracamy uwagę na sporą przecenę kursu i wciąż 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 (w tym polityki dywidendowej).
PCC Rokita	Spółka pokazała rekordowy wynik w 4Q’15 (EBITDA +25% vs oczek.), a zarząd zarekomendował przeznaczenie 100% zysku na dywidendę, co daje DY na poziomie 8,2%. W ostatnich miesiącach spółce sprzyja sytuacja na rynku polioli, których ceny, z uwagi na wysoki popyt z branży meblarskiej, spadają wolniej niż notowania kluczowych surowców jak propylen/tlenek propylenu. Ponadto baza wynikowa w 1H’16 jest bardzo niska, obciążona uruchomieniem wówczas kluczowej inwestycji w obszarze alkaliów, dlatego oczekujemy dalszych, pozytywnych zaskoczeń wyników.
Wasko	Wasko pozostaje jednym z najtańszych podmiotów w branży. Oceniamy, że rozwój kompetencji w nowych obszarach powinien skutkować utrzymaniem rentowności w 2016 roku pomimo spowolnienia w administracji publicznej i powrotu do wzrostowej ścieżki wynikowej już w 2017 roku. Dobra sytuacja płynnościowa (gotówka netto na poziomie 62 mln PLN) powinna skutkować wypłatą godziwej dywidendy.
Polwax	Wyniki 4Q’15 okazały się zdecydowanie lepsze od naszych oczekiwań (+30% EBITDA, +17% przychody) zaskakując wysokim wolumenem sprzedaży (+17% r/r w zniczach, +18% r/r w woskach), jak również cenami (+3% r/r w zniczach, +11% r/r w woskach). Spółka ma silny bilans (spodziewana gotówka netto na koniec 1Q’16), a zarząd zdecydował o wypłacie kolejnej, wysokiej dywidendy (DPS 1,06 PLN, DY 5,8%). 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 31.03.2016]

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
LPP	akumuluj	6412.7	redukuj	5658.7	18.03.2016	5835	47 833			5500	49 017	-5.7%	2.5%	-8.2%	bobrowski
Synthos	trzymaj	3.9	akumuluj	4.6	08.03.2016	3.76	46 707			3.84	49 017	2.1%	4.9%	2.8%	brymora
Stalprodukt	akumuluj	315.8	redukuj	290	08.03.2016	272.7	46 843			290	49 017	6.3%	4.6%	1.7%	bobrowski
Synthos	akumuluj	4.6	akumuluj	4.75	03.03.2016	4.00	45 747	nie; update	08.03.2016	3.76	46 707	-6.0%	2.1%	-8.1%	brymora
Śnieżka	trzymaj	56.4	akumuluj	51.1	26.02.2016	55.7	45 991			58.99	49 017	5.9%	6.6%	0.7%	pado
Comarch	kupuj	139	---	---	24.02.2016	115	45 335			128	49 017	11.3%	8.1%	3.2%	jurzec
Agora	trzymaj	11.77	redukuj	11.2	23.02.2016	11.5	45 761			12.64	49 017	9.9%	7.1%	-2.8%	bobrowski
ATM Grupa	trzymaj	3.62	kupuj	3.92	16.02.2016	3.84	44 288			3.80	49 017	-1.0%	10.7%	11.7%	bobrowski
Forte	akumuluj	59.2	redukuj	49.8	16.02.2016	50.4	44 106			57.50	49 017	14.1%	11.1%	3.0%	brymora
Lotos	akumuluj	27.1	akumuluj	33.5	15.02.2016	24.2	44 393	tak	18.03.2016	27.43	47 811	13.3%	7.7%	5.6%	pado
PKN Orlen	kupuj	69.1	akumuluj	80	15.02.2016	57.0	44 469			73.90	49 017	29.6%	10.2%	19.4%	pado
Selena FM	kupuj	18.8	trzymaj	22.3	15.02.2016	15.0	43 849			15.15	49 017	1.0%	11.8%	-10.8%	pado
Paged	kupuj	62.9	akumuluj	62	12.02.2016	52.3	44 017			53.50	49 017	2.3%	11.4%	-9.1%	brymora
Cyfrowy Polsat	akumuluj	24.65	trzymaj	24.21	11.02.2016	21.6	43 687			24.27	49 017	12.4%	12.2%	0.2%	bobrowski
Kęty	akumuluj	310.6	trzymaj	305	11.02.2016	280.1	43 859			320.00	49 017	14.2%	11.8%	2.5%	pado
PGNIG	redukuj	4.52	redukuj	4.7	01.02.2016	5.11	44 050			5.32	49 017	4.1%	11.3%	7.2%	pado
Bogdanka	kupuj	39.8	kupuj	42.36	05.01.2016	32.55	45 357	tak	29.03.2016	39.82	47 925	22.3%	5.7%	16.7%	bobrowski
Qumak	redukuj	7.82	---	---	22.12.2015	9.07	46 247			8.60	49 017	-5.2%	6.0%	11.2%	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			2.20	49 017	14.6%	7.3%	7.3%	jurzec
Arctic Paper	kupuj	5.6	kupuj	5.5	11.12.2015	3.4	44 808			4.20	49 017	23.5%	9.4%	14.1%	brymora
GPW	akumuluj	41.0	akumuluj	52.7	10.12.2015	36.81	44 670			39.20	49 017	6.5%	9.7%	-3.2%	bobrowski
Elektrobudowa	trzymaj	147.8	kupuj	138.8	09.12.2015	136	45 624			110.00	49 017	-19.1%	7.4%	26.6%	pado
LPP	redukuj	5658.7	redukuj	6618.1	09.12.2015	6415.2	45 609	tak	16.12.2015	5365.0	44 428	-16.4%	-2.6%	13.8%	górnjak
PGNIG	redukuj	4.7	sprzedaj	5.54	04.12.2015	5.15	46 544	tak	14.01.2016	4.68	44 220	-9.1%	-5.0%	4.1%	pado
PCC Rokita	akumuluj	49.9	akumuluj	45.1	03.12.2015	44	47 102	tak	23.02.2016	55.78	48 202	26.8%	2.3%	24.4%	brymora
CCC	akumuluj	165.4	---	---	02.12.2015	149	47 826			159.75	49 017	7.2%	2.5%	4.7%	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			182.0	49 017	-3.2%	1.7%	4.9%	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			19.50	49 017	-1.5%	0.1%	-1.7%	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			96.30	49 017	3.5%	-4.1%	-7.6%	brymora
Police	trzymaj	23	sprzedaj	12.9	08.11.2015	24	51 106			26.50	49 017	10.4%	-4.1%	-14.5%	brymora
ZA Puławy	trzymaj	175	akumuluj	161	08.11.2015	178	51 106			240.00	49 017	34.8%	-4.1%	-38.9%	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			12.20	49 017	8.0%	-4.8%	12.7%	pado
Intersport	kupuj	3.55	---	---	12.10.2015	2.00	51 445			1.66	49 017	-17.0%	-4.7%	-12.3%	górnjak
Comp	kupuj	69.5	---	---	23.09.2015	55	50 525			58.00	49 017	5.5%	-3.0%	8.4%	jurzec

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.2 [stan na 31.03.2016]

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
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			53.35	49 017	25.5%	-6.9%	-32.4%	górnjak
Bytom	redukuj	2.70	akumuluj	2.45	23.07.2015	3.04	51 842	nie; update	18.12.2015	3.05	45 684	0.3%	-11.9%	-12.2%	górnjak
Lotos	akumuluj	33.5	akumuluj	28.5	16.07.2015	30.4	53 400	nie; update	15.02.2016	24.2	44 393	-20.4%	-16.9%	-3.5%	pado
GPW	akumuluj	52.7	akumuluj	54.4	15.07.2015	47	52 700	nie; update	10.12.2015	36.81	44 670	-21.7%	-15.2%	-6.4%	bobrowski
PKN Orlen	akumuluj	80	trzymaj	70	10.07.2015	72.5	52 173	tak	12.08.2015	84.7	52 777	16.8%	1.2%	15.7%	pado
Stalprodukt	redukuj	374.2	kupuj	292.1	09.07.2015	440	51 659	tak	28.08.2015	355	50 502	-19.3%	-2.2%	17.1%	bobrowski
Selena FM	trzymaj	22.3	kupuj	26.4	06.07.2015	20.3	52 467	nie; update	15.02.2015	15	43 849	-26.1%	-16.4%	9.7%	pado
ATM Grupa	akumuluj	4.11	trzymaj	3.62	01.07.2015	3.74	53 200	nie; update	26.10.2015	3.3	51 157	-11.8%	-3.8%	-7.9%	bobrowski
Agora	redukuj	11.2	kupuj	10.78	18.06.2015	12.09	53 408	tak	01.09.2015	10.8	50 500	-10.6%	-5.4%	5.1%	bobrowski
Dom Development	trzymaj	46.99	redukuj	41.78	16.06.2015	50.48	53 962			51.50	49 017	2.0%	-9.2%	-11.2%	górnjak
Cognor	kupuj	2.06	kupuj	2.01	10.06.2015	1.35	53 576			1.22	49 017	-9.6%	-8.5%	-1.1%	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			29.7	49 017	-11.9%	-11.9%	0.0%	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
Marvipol	kupuj	9.99	kupuj	9.42	19.01.2015	7.58	50 325	nie	14.09.2015	6.97	51 484	-8.0%	2.3%	-10.4%	górnjak

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI

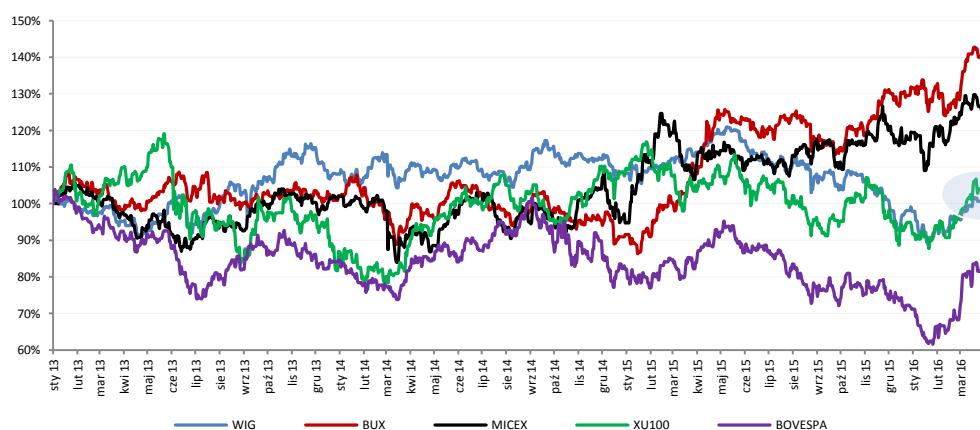
Styczeń 2016 roku przyniósł gwałtowną przecenę niemal na wszystkich rynkach akcji. Statystycznie pierwsze dni handlu nowego roku w 2016 roku należały do jednych ze słabszych okresów w historii odczytów (zarówno dla giełd amerykańskich jak i europejskich). Stopniowo zmiana nastrojów na głównych rynkach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

Zmiany wybranych indeksów akcyjnych

	1M	3M	6M	1Yr	YTDr
WIG	7.9%	5.5%	-1.6%	-9.4%	5.5%
BUX	13.4%	10.6%	26.6%	34.3%	10.6%
Micex	1.7%	6.2%	13.9%	15.1%	6.2%
Istanbul Turkish100	9.8%	16.1%	12.2%	3.0%	16.1%
DAX	5.0%	-7.2%	3.2%	-16.7%	-7.2%
FTSE100	1.3%	-1.1%	1.9%	-8.8%	-1.1%
CAC40	0.7%	-5.4%	-1.6%	-12.9%	-5.4%
Ibex	3.1%	-8.6%	-8.8%	-24.3%	-8.6%
Mediolan	2.8%	-15.4%	-14.9%	-21.8%	-15.4%
SP&500	6.6%	0.8%	7.3%	-0.4%	0.8%
Bovespa	16.9%	15.4%	11.0%	-2.2%	15.4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Indeks WIG na tle wybranych indeksów emerging markets od 2013 roku



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

Na uwagę zasługuje odbudowa indeksu węgierskiego (po wcześniejszych słabszych odczytach). Okres sty'16-marzec'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 widać wyraźne wyhamowanie dynamiki wzrostowej i wejście w okres korekty. Należy mieć jednak na uwadze, że po słabym początku 2016 roku wiele indeksów jest już na tegorocznych maksimach.

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

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.

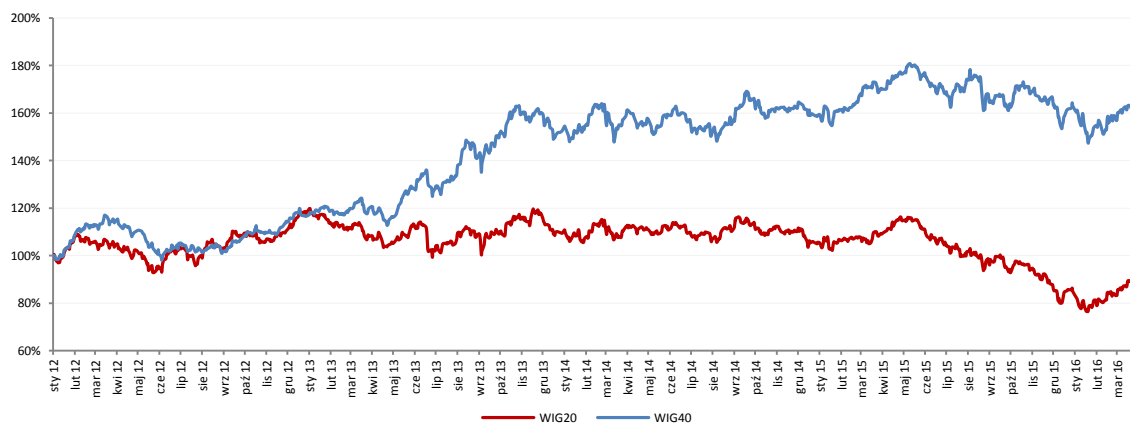
W 2015 roku najsłabsze odczyty notowały indeksy WIG Banki, WIG Energetyka oraz WIG Surowce, czyli trzy kluczowe segmenty w istotny sposób wpływające na zachowanie WIG20. Na przeciwnym biegunie, czyli najlepsze stopy zwrotu notuje indeks WIG Chemia, WIG Paliwa czy WIG Ukraina (odrabiając wcześniejsze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

Zmiany wybranych indeksów krajowego rynku akcji

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG30	8.9%	6.9%	-2.9%	-14.8%	6.9%
WIG20	9.5%	7.5%	-3.3%	-16.6%	7.5%
mWIG40	4.1%	1.3%	1.0%	-3.2%	1.3%
sWIG80	6.8%	3.0%	3.8%	1.2%	3.0%
WIGdiv	8.1%	8.0%	-1.7%	-14.3%	8.0%
WIG	7.9%	5.5%	-1.6%	-9.4%	5.5%
Respect	8.0%	6.9%	-3.6%	-14.5%	6.9%
	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG Banki	10.2%	6.8%	-1.3%	-15.2%	6.8%
WIG Budownictwo	-2.4%	-1.0%	-0.7%	11.8%	-1.0%
WIG Chemia	0.2%	-5.7%	4.7%	13.2%	-5.7%
WIG Deweloperzy	8.7%	4.9%	15.0%	15.6%	4.9%
WIG Energetyka	9.1%	6.3%	-5.6%	-30.5%	6.3%
WIG Informatyka	9.6%	10.0%	9.5%	12.8%	10.0%
WIG Media	5.6%	12.6%	3.4%	8.5%	12.6%
WIG Paliwa	12.7%	7.4%	2.0%	17.9%	7.4%
WIG Spożywczy	5.8%	3.5%	4.3%	25.9%	3.5%
WIG Surowce	13.4%	20.0%	-9.6%	-36.3%	20.0%
WIG Telekom	4.2%	2.1%	-6.6%	-20.7%	2.1%
WIG CEE	5.6%	2.2%	6.7%	10.3%	2.2%
WIG Poland	7.9%	5.5%	-1.9%	-9.9%	5.5%
WIG Ukraina	10.6%	10.1%	24.1%	51.0%	10.1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana WIG20 i WIG40 od 2012 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI

W marcowej projekcji NBP podwyższył oczekiwania dotyczące dynamiki PKB w Polsce do 3.8% w 2016. Jest to skutek uwzględnienia w modelu programu 500+. Jednocześnie obniżono oczekiwania inflacyjne ze względu spadające ceny energii (spadek cen ropy, niższe niż oczekiwano koszty energii szczególnie po stronie opłat dystrybucyjnych).

Za szybszym wzrostem PKB w Polsce przemawia wyższa dynamika spożycia indywidualnego (program 500+) oraz w niewielkim stopniu eksport netto. Ujemna rewizja względem listopadowej projekcji dotyczyła wkładu inwestycji (były one wcześniej zawyżone i nie uwzględniono luki wpływu środków unijnych na 2016 rok). Marcowy model NECMOD zakłada efekt wyższej konsumpcji na poziomie ok +0.7 pkt % w 2016 roku i +0.5 pkt % w 2017 roku. Ścieżka wzrostu PKB z uwagi na mnożnik rozłoży się bardziej płasko w tym okresie i jest to odpowiednio +0.3 pkt % w 2016 roku i +0.5 pkt % w 2017 roku (zatem łącznie efekt wyliczono na +0.8 pkt % PKB).

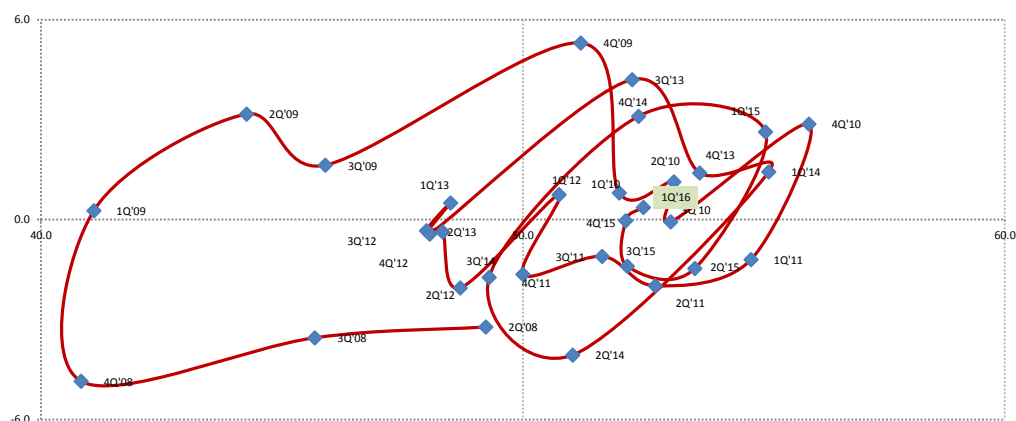
W naszym scenariuszu bazowym oczekujemy, że dynamika wzrostu w szczególności od 2H'16 będzie mocniej wspierana przez silny popyt konsumpcyjny, a od 2017 roku także przez inwestycje. Głównym ryzykiem, w naszym odczuciu, dla projekcji w perspektywie 2016 roku jest ewentualne osłabienie makro w kluczowych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

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P		2016P zmiana względem listopada'15	2017P zmiana względem listopada'15
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	0.9	0.0	-1	-0.4	1.3	1.7		-1.50	-0.20
Ceny żywności (% r/r)	2.0	-0.9	-1.6	1	1.6	1.5		-1.10	-0.10
Ceny energii (% r/r)	-1.5	-1.0	-4.2	-4.9	0.7	1.6		-4.90	-0.40
Wskaźnik cen inflacji baz. po wyłączeniu żywności i energii (% r/r)	1.2	0.6	0.3	0.5	1.3	1.8		-0.50	-0.10
PKB (% r/r)	1.7	3.4	3.6	3.8	3.8	3.4		0.50	0.30
Popyt krajowy (% r/r)	0.4	4.9	3.4	4.3	4.8	3.9		0.40	0.40
Spożycie indywidualne (% r/r)	1.2	3.1	3.1	4.1	4.2	3.4		0.80	0.70
Spożycie zbiorowe (% r/r)	1.9	4.5	3.2	2.8	3.7	3		0.60	0.10
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	1.1	9.2	6.1	5.1	5.1	5.2		-1.00	-1.00
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	1.3	-1.4	0.3	-0.5	-1	-0.6		0.10	-0.10
Eksport (% r/r)	4.8	5.7	5.3	6.3	6.6	5.8		0.00	-0.10
Import (% r/r)	1.8	9.1	4.8	7.4	8.6	6.9		-0.10	0.20
Place brutto (% r/r)	3.4	3.6	3.3	3.9	4.9	5.5		-1.00	-1.10
Liczba pracujących (% r/r)	-0.1	1.9	1.4	0.7	0.5	0.1		0.70	0.50
Stopa bezrobocia (%)	10.3	9.0	7.5	6.8	6.1	5.8		0.00	-0.60
NAWRU (%)	8.5	8.3	7.1	6.7	6.4	6.1		-0.80	-0.60
Stopa aktywności zawodowej (%)	55.9	56.3	56.2	56.3	56.3	56.3		0.30	0.20
Wydajność pracy (% r/r)	1.9	1.6	2.4	3.1	3.3	3.3		-0.20	-0.20
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	2.1	1.7	1.2	0.9	1.5	2.1		-0.60	-0.90
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2011=1,00)	1.04	0.93	0.88	0.85	0.9	0.89		-0.04	0.00
Indeks cen surowców energetycznych (EUR; 2011=1,00)	0.81	0.72	0.51	0.38	0.38	0.38		-0.09	-0.10
Poziom cen za granicą (% r/r)	1.5	1.1	1.4	1.3	1.4	1.5		0.00	-0.10
PKB za granicą (% r/r)	0.2	1.3	1.6	1.5	1.7	1.6		-0.30	0.00
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	1.0	0.4	1.4	2.6	1	0.7		1.80	1.60
WIBOR 3M (%)	3.03	2.52	1.75	1.73	1.73	1.73		0.01	0.01

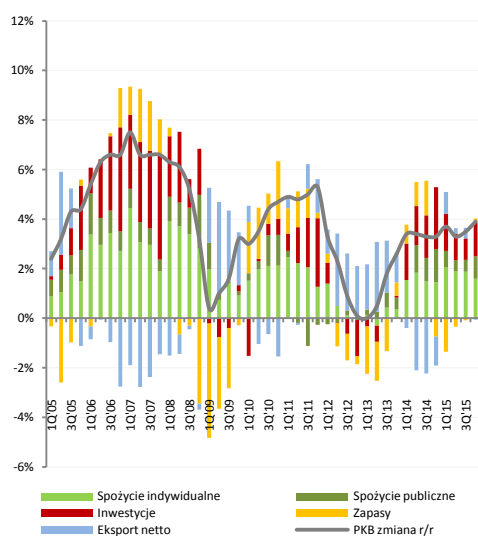
Źródło: NBP

Zegar koniunktury w oparciu o odczyty PMI dla Polski



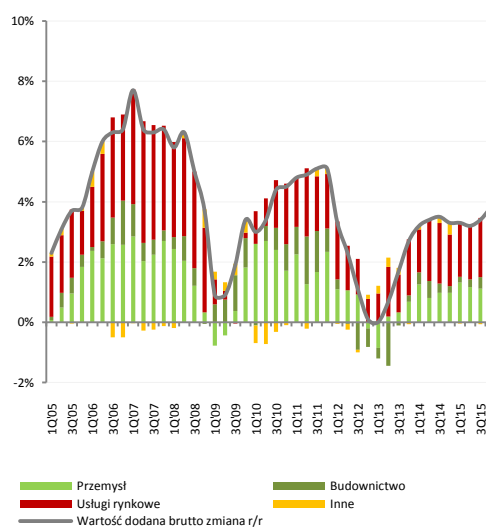
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dekompozycja PKB



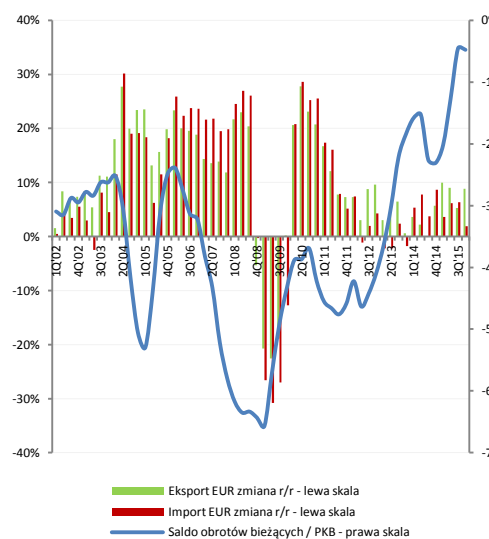
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dekompozycja wartości dodanej brutto



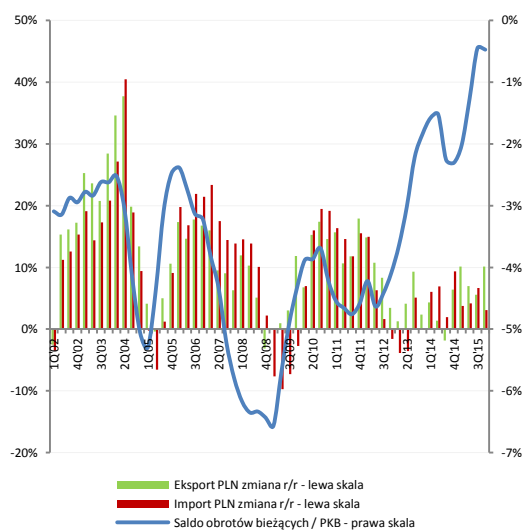
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika eksportu i importu w EUR oraz saldo obrotów bieżących



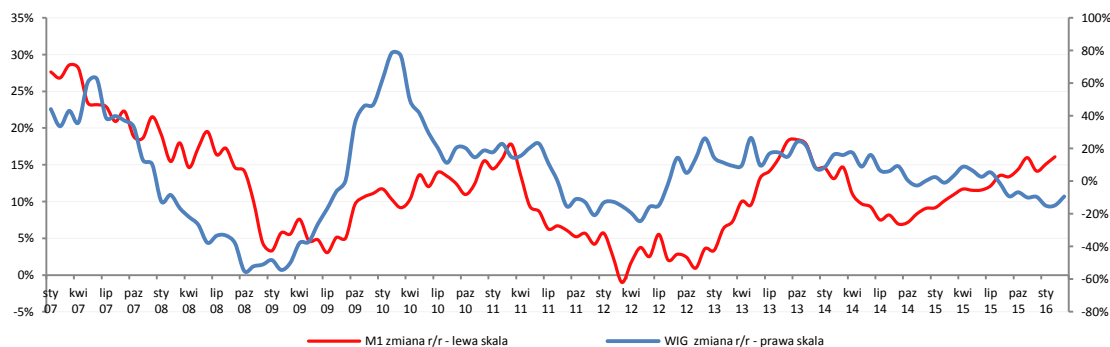
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika eksportu i importu w PLN oraz saldo obrotów bieżących



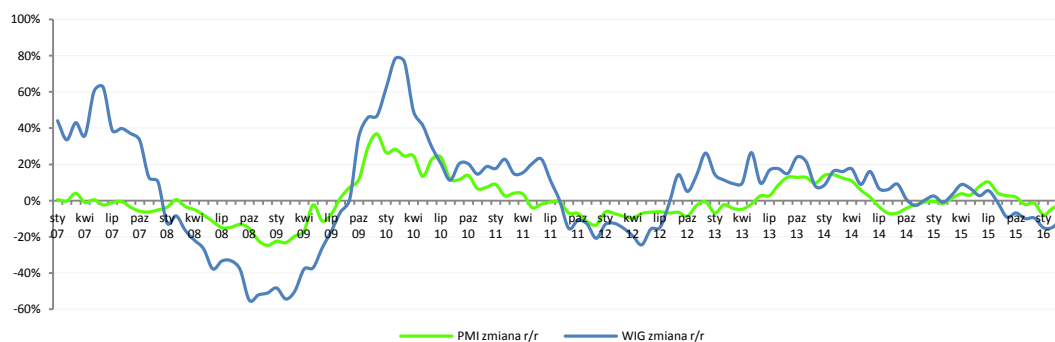
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika zmian indeksu WIG oraz M1 w Polsce

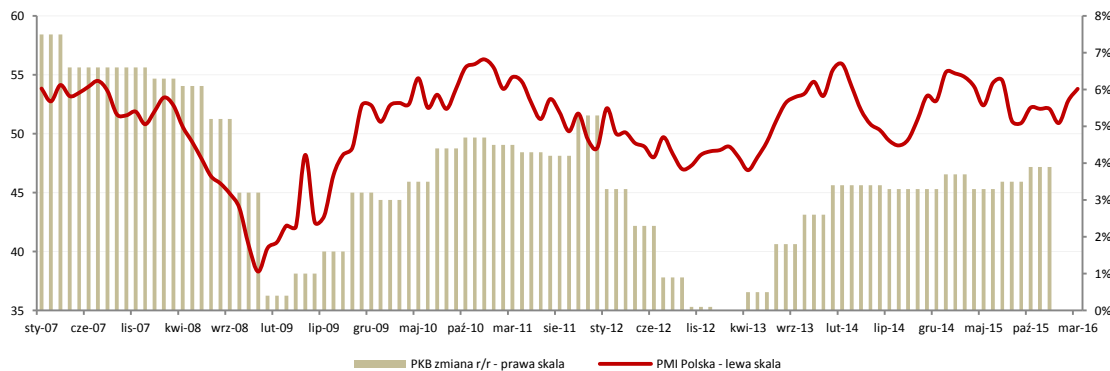


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Dynamika zmian indeksu WIG oraz PMI dla Polski

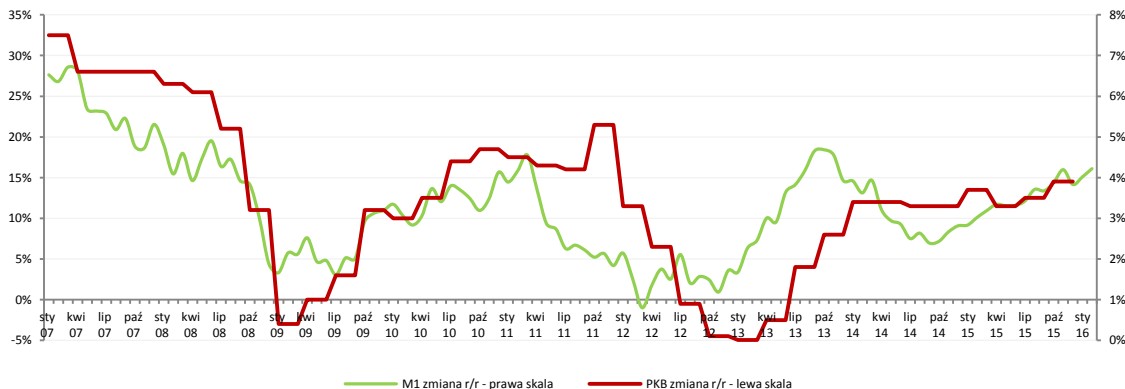


Dynamika PKB oraz odczyty PMI dla Polski



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

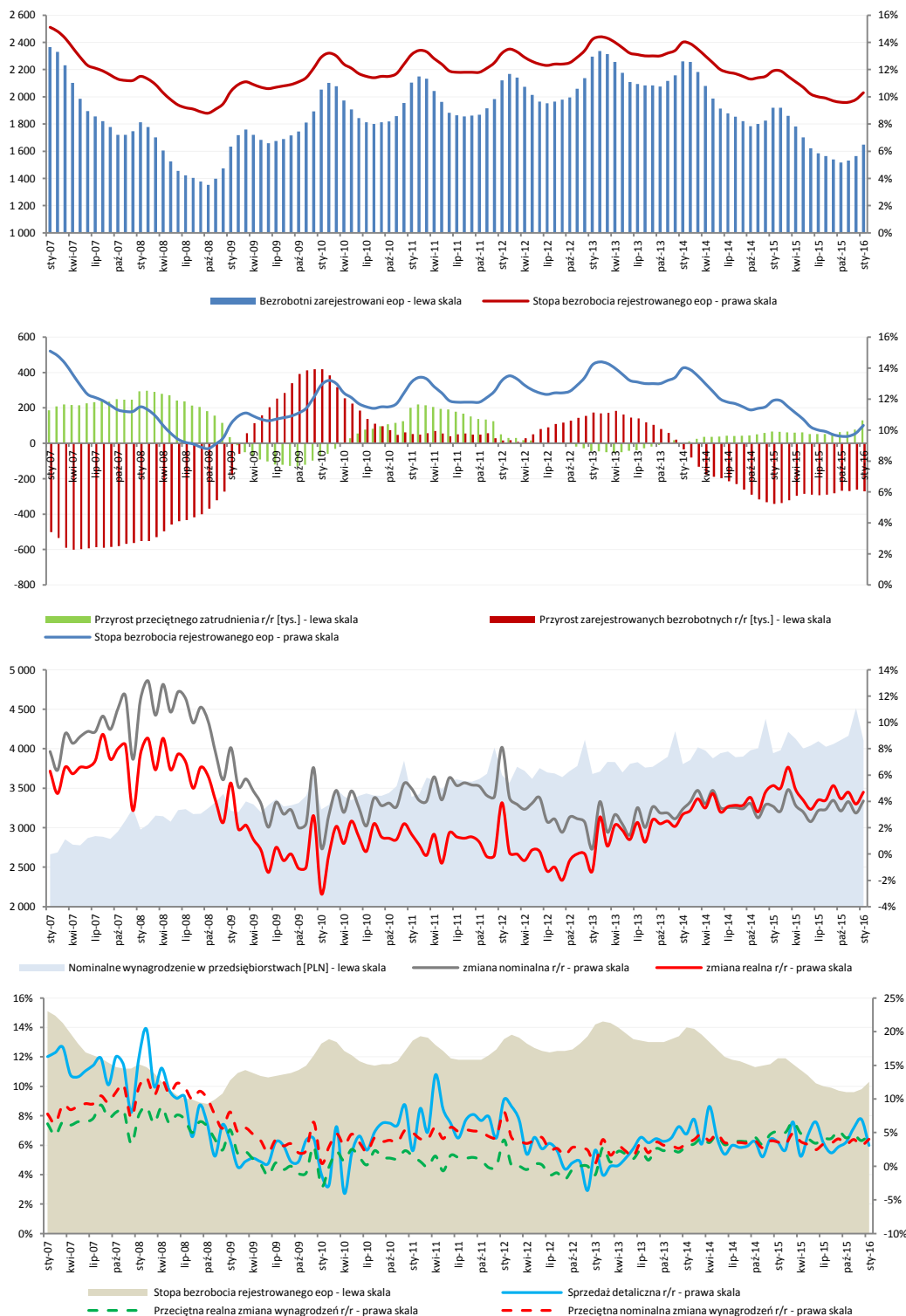
Dynamika PKB oraz M1 dla Polski



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

Mocny rynek pracy zatem cały czas zaskakuje pozytywnie. Stopa bezrobocia równowagi stale się obniża i jest ona na obecnie na niższym poziomie niż w okresie przed kryzysem 2006-2007. Od początku 2014 roku sytuacja na rynku pracy ulega odczuwalnej 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.

Sytuacja na rynku pracy oraz sprzedaż detaliczna w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

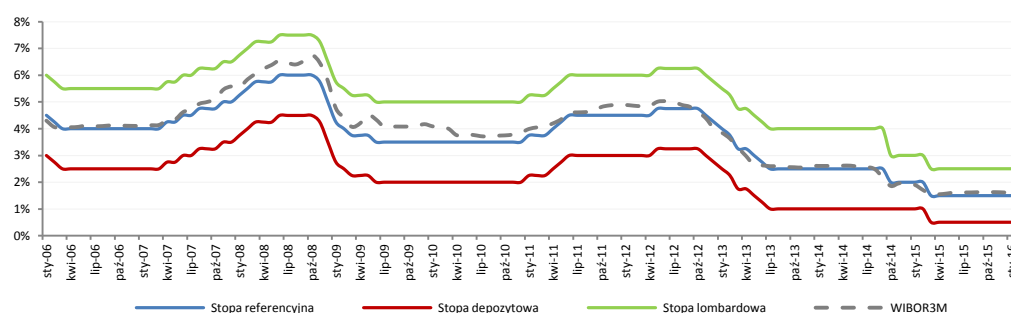
Na marcowym posiedzeniu RPP pozostawiła stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Jak zapisano w komunikacie, Rada „podtrzymała ocenę, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną”. Większość członków RPP wyraziła ocenę, że pozostawianie poziomu stóp procentowych bez zmian pozwala zachować przestrzeń do przyszłego poluzowania polityki pieniężnej w razie wystąpienia negatywnych wstrząsów, które miałyby prowadzić do pogorszenia koniunktury i obniżenia dynamiki cen.

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

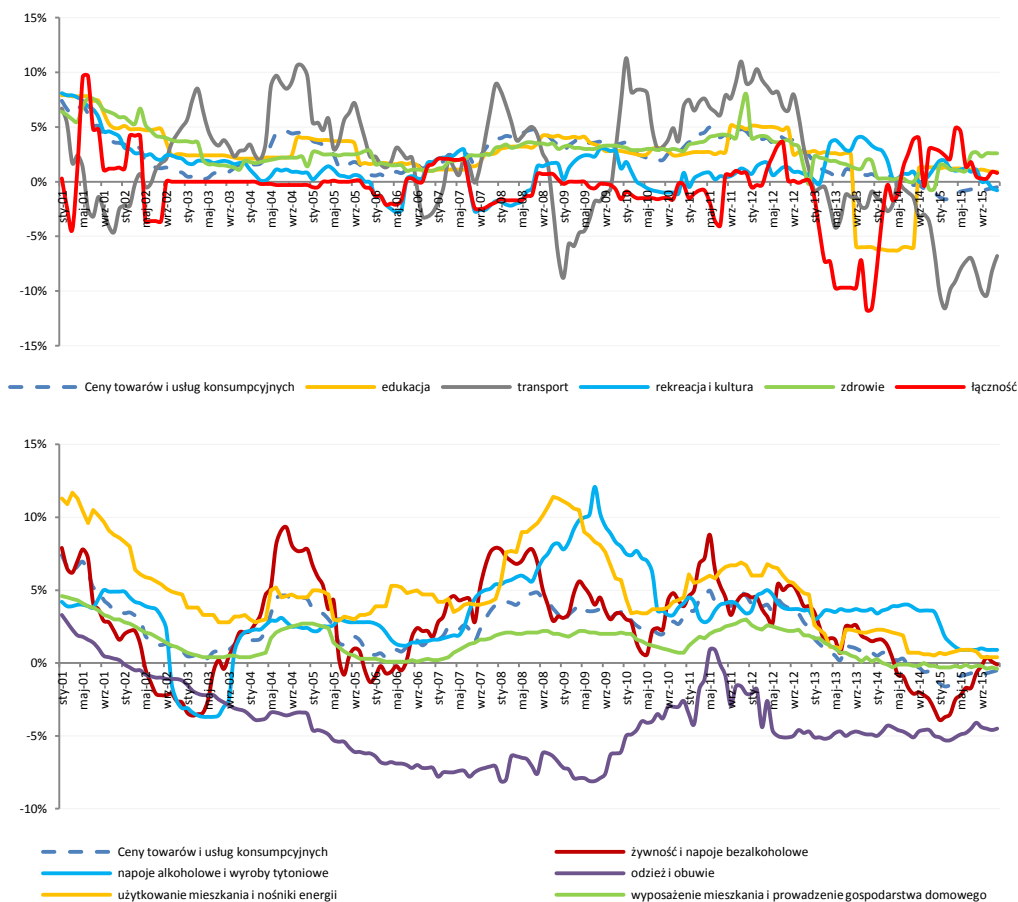
Inflacja pozostaje wyraźnie poniżej celu inflacyjnego RPP. Ostatni model NECMOD z marca'16 zakłada deflację w 2016 roku na poziomie 0.4%. Oznacza to obniżenie ścieżki inflacji aż o 1.5 pkt % w porównaniu z listopadem'15. Obecne założenia dotyczące inflacji przyjmują w 2017 roku pułap ok. 1.3%. Wpływ na to ma przyszły wzrost cen energii od 3/4Q'16, efekty wzrostu konsumpcji (program 500+) oraz silny rynek pracy, dzięki czemu presja płacowa powinna odczuwalnie wpływać na wzrost CPI.

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%
łączność	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%
	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 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%

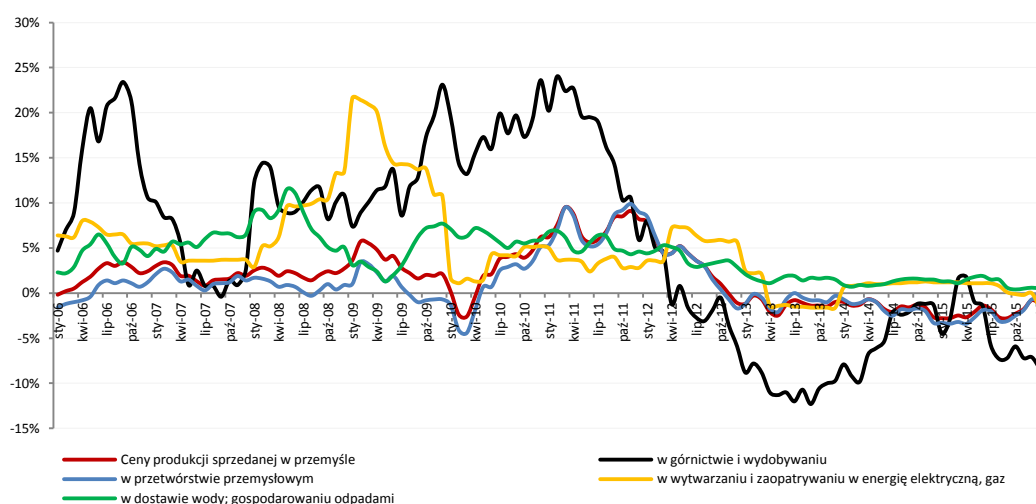
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Zachowanie cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce



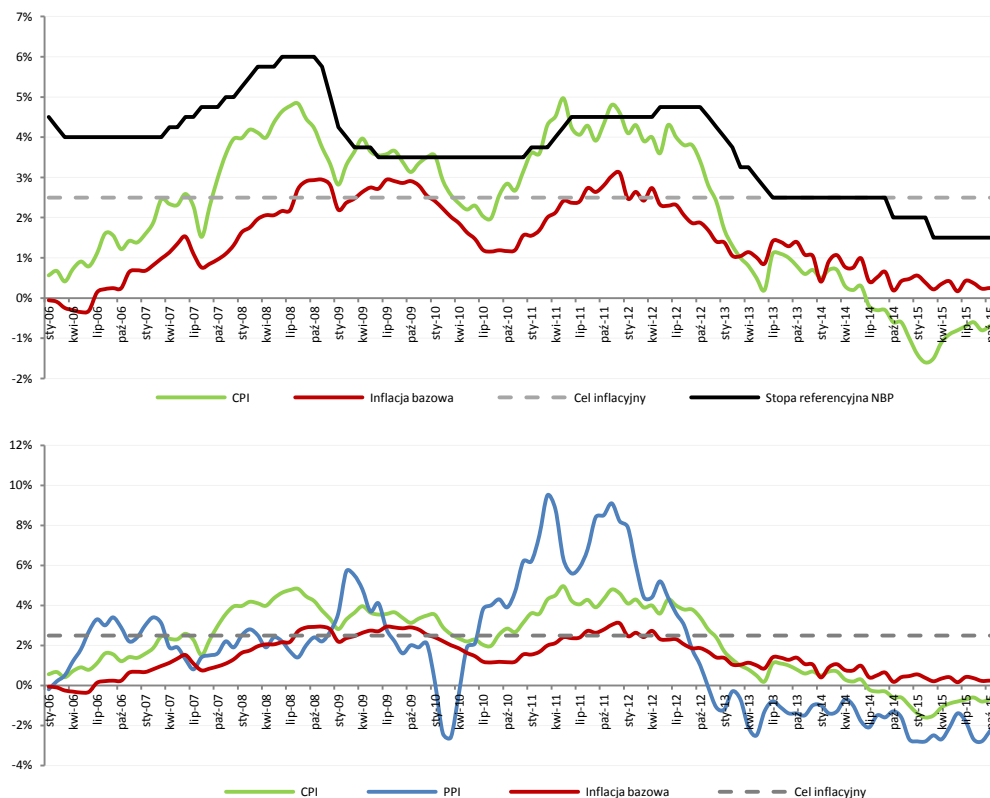
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

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

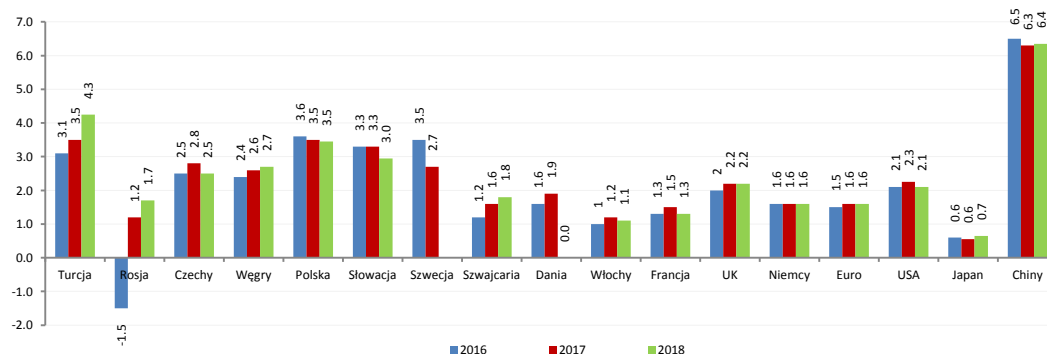
PROGNOZY PKB DLA WYBRANYCH KRAJÓW

Na rynkach zagranicznych będziemy obserwowali dwa kluczowe procesy. Jednym z nich to 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; obecnie na 2016 rok konsensus zakłada jeszcze jedną lub dwie podwyżki). 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 odreagowanie i wyjście indeksów na tegoroczne maksima, 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 nasila się dywergencja polityki pieniężnej FED i EBC. Europejski Bank Centralny w marcu'16 (zgodnie z wcześniejszymi sugestiami Prezesa) obniżył stopy procentowe oraz ponownie zwiększył skalę luzowania ilościowego. Warunkiem wdrożenia nowych działań były odczyty CPI wskazujące na obniżenie oczekiwań inflacyjnych w strefie euro oraz słabnące ożywienie aktywności gospodarczej.

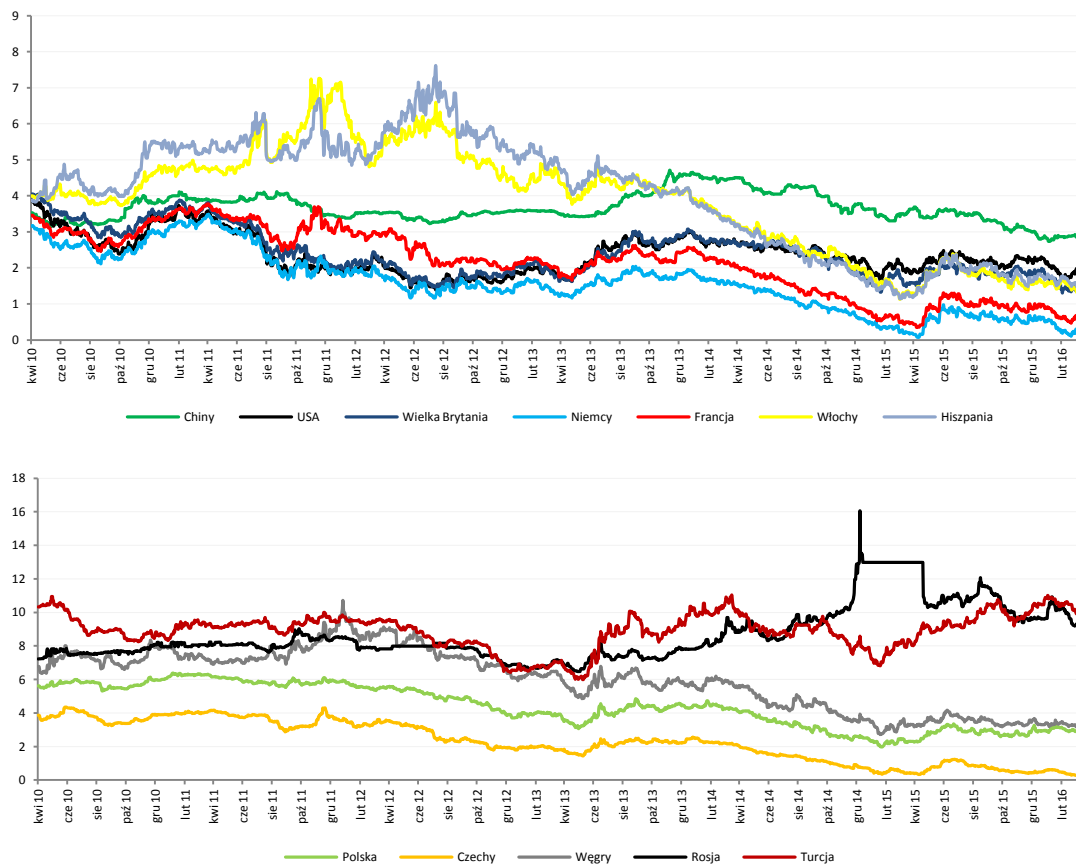
Obawiamy się, że aktywne dostosowywanie prowadzonej polityki na zachodzące zmiany w kluczowych obszarach gospodarczych będzie coraz trudniejsze, zważywszy na proces „opóźnionego” względem USA wdrożenia mechanizmów stymulujących (istotna część gospodarki strefy euro nadal notuje negatywne odczyty w zakresie konkurencyjności i innowacyjności; problematyczne są również dane o aktywności inwestycyjnej i dynamika PKB jest w dużej mierze efektem kontrybucji konsumpcji). Podstawowym czynnikiem ryzyka dla koniunktury w obszarze euro jest dalsze spowolnienie wzrostu w gospodarkach wschodzących (m.in. duże ryzyko dla gospodarki niemieckiej). Oceniamy, że strefa euro posiada większą ekspozycję na dłuższe spowolnienie w krajach rozwijających się aniżeli gospodarka USA. W krajach z ekspozycją na surowce, czyli m.in. w Rosji i Brazylii trwa nadal recesja. 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 2016-2018 (konsensus)

	PKB zmiana r/r [%]			CPI zmiana r/r [%]			Stopa bezrobocia [%]			Deficyt budżetowy [% PKB]	
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017
Ameryka Płd.	0.0	2.4	2.4	47.2	41.3	3.9	7.4	7.5	10.9	-5.9	-4.6
Argentyna	-0.2	3.2		34.2	19.7		7.5	7.6		-4.5	-3.1
Brazylia	-3.6	1.0	1.5	8.5	6.3	5.5	9.4	10.2	10.9	-8.7	-7.5
Chile	1.9	2.7	2.7	4.0	3.1	3.2	6.6	7.0		-3.0	-2.7
Kolumbia	2.4	3.1		6.7	3.7		9.3	9.3		-3.7	-3.4
Meksyk	2.4	3.0	3.0	3.1	3.2	3.2	4.3	4.2		-3.0	-2.5
Peru	3.5	4.0		3.7	3.0		6.4	6.1		-3.0	-2.6
Wenezuela	-6.4	0.0		270.6	250.0		8.5	8.0		-15.8	-10.4
CEE	2.5	2.8	2.9	3.2	3.9	3.6	7.3	7.0	7.3	-2.4	-2.1
Czechy	2.5	2.8	2.5	0.9	2.0	2.2	5.0	5.0	4.5	-1.4	-1.2
Węgry	2.4	2.6	2.7	1.3	2.7	2.8	6.5	6.2	5.9	-2.1	-2.1
Polska	3.6	3.5	3.5	0.0	1.7	2.1	9.2	8.7	8.0	-3.0	-3.0
Słowacja	3.3	3.3	3.0	0.5	1.8	2.3	10.5	9.8	9.3	-2.1	-1.8
Rosja	-1.5	1.2	1.7	8.4	6.6	5.5	6.3	6.0	6.0	-3.8	-2.9
Turcja	3.1	3.5	4.3	8.6	7.6	6.9	10.3	10.1	10.2	-1.9	-1.9
Iceland	3.8	2.7		3.1	4.7		3.3	3.5			
MEA	2.5	2.8	2.8	3.6	3.8	4.0	14.3	15.5		-9.9	-5.7
Izrael	2.8	3.3		0.3	1.4		5.4	5.2		-2.9	-2.7
Ameryka Płd	0.7	1.4	2.0	6.4	6.4	5.7	25.6	25.8		-3.5	-3.3
Bahrain	2.6	2.7		2.5	2.5					-16.3	-12.0
Egipt	3.6	4.0		10.0	9.7		12.0			-11.0	-9.9
Kuwejt	1.9	2.5		3.3	3.4					-10.9	-1.2
Oman	2.2	2.4		1.3	2.0					-18.3	-11.3
Katar	4.5	4.5		2.4	3.0					-5.2	-2.2
Arabia Saudyjska	1.5	1.9	3.1	3.3	3.0	3.3				-14.2	-7.7
Zjed. Emiraty	2.7	2.8	3.4	3.4	3.0	3.1				-6.8	-0.9
Azja	4.2	4.5	4.8	2.2	2.8	3.1	3.6	3.5	3.1	-2.1	-1.9
Chiny	6.5	6.3	6.4	1.7	1.9	2.2	4.2	4.2	4.3	-3.0	-3.2
Hong Kong	1.7	2.1		2.4	2.5		3.4	3.4		0.8	0.8
Indie	7.5	7.7	7.8	4.9	5.3	5.3				-3.9	-3.5
Indonezja	5.1	5.4	5.8	4.5	4.9	5.0	6.0	5.9		-2.5	-2.4
Korea Płd	2.6	2.9	2.9	1.4	2.0	2.2	3.5	3.5	3.5	0.1	0.5
Malezja	4.3	4.5	5.0	2.8	3.0	3.0	3.3	3.1	3.1	-3.2	-3.0
Filipiny	5.9	5.9	5.8	2.4	3.0	3.4	6.3	6.1		-1.9	-2.0
Singapur	1.9	2.2		-0.2	1.2		2.2	2.3		0.3	0.6
Tajwan	1.5	2.3	1.7	0.8	1.2	1.3	4.0	4.0	4.0	-1.4	-1.6
Tajlandia	3.1	3.3	3.2	0.7	2.0	2.5	0.9	0.9	0.9	-2.5	-2.2
Wietnam	6.5	6.5		2.5	4.0		2.1	2.1		-5.3	-4.8
G-10	1.7	1.9	1.8	0.9	1.7	1.7	6.4	6.3	6.3	-1.5	-1.2
USA	2.1	2.3	2.1	1.3	2.2	2.2	4.8	4.6	4.7	-2.9	-2.9
Japonia	0.6	0.6	0.7	0.3	1.8	1.8	3.2	3.1	3.5	-6.1	-5.0
Euro	1.5	1.6	1.6	0.3	1.4	1.7	10.2	9.8	9.3	-1.9	-1.7
UK	2.0	2.2	2.2	0.7	1.8	2.1	5.0	4.9	5.0	-3.1	-2.2
Kanada	1.4	2.0	2.1	1.6	2.0	2.0	7.2	7.0	6.7	-0.9	-0.8
Australia	2.6	2.9	3.0	1.9	2.5	2.6	6.0	5.8	5.6	-2.5	-2.2
Szwecja	3.5	2.7		0.9	1.8		6.9	6.8		-0.9	-0.8
Nowa Zelandia	2.4	2.6		1.3	2.0		6.1	5.8		0.0	0.2
Szwajcaria	1.2	1.6	1.8	-0.5	0.3	0.6	3.6	3.6	3.4	-0.1	0.0
Dania	1.6	1.9		1.1	1.7		4.4	4.1		-2.8	-2.0
Norwegia	1.0	1.8	1.9	2.5	2.3	1.7	4.6	4.8	4.8	5.8	6.0
Niemcy	1.6	1.6	1.6	0.4	1.7	1.6	6.3	6.5	6.4	0.1	0.2
Francja	1.3	1.5	1.3	0.3	1.3	1.5	10.3	10.0	9.6	-3.4	-3.2
Włochy	1.0	1.2	1.1	0.2	1.3	1.5	11.3	10.9	10.5	-2.4	-2.0

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: $GAPt = \frac{GDPt}{GDP_{POTt}} - 1$

System rekomendacji:

Kupuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;

Trzymaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do

bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj — inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj — proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj — inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj — proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj — inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wycen:

DCF — najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Wyceny mnożnikowe (porównawcze) — bazują na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Materiał „Raport miesięczny” jest dokumentem przedstawiającym sytuację rynków akcji z uwzględnieniem wybranych czynników makroekonomicznych charakteryzujących gospodarki poszczególnych regionów, ze szczególnym uwzględnieniem Polski i Giełdy Papierów Wartościowych. Opracowanie zawiera szereg zestawień i statystyk, a także opinie analityków dotyczące przebiegu bieżących i przyszłych procesów makroekonomicznych mogących wpływać na gospodarkę a przez to również na koniunkturę na rynkach akcji. Periodyzacja materiału „Raport miesięczny” jest ustalona w odstępach miesięcznych. W opracowaniu zawieramy też odczyty indeksu BDM-A oraz BDM-Z, które odzwierciedlają koniunkturę na GPW. Składają się one z podmiotów notowanych na GPW, wchodzących w skład indeksu WIG. Odczyty wartości indeksów mają taką samą częstotliwość jak publikacje opracowania „Raport miesięczny”. W każdej edycji podajemy szczegółowy skład indeksów, obliczenia wpływające na zmianę wartości oraz ewentualne zmiany składowych wpływających na indeksy w kolejnym okresie. Publikowane odczyty mają charakter historyczny i nie stanowią żadnej gwarancji, że przyszłe wartości indeksu będą charakteryzowały się podobną tendencją.

Nota prawna:

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 04.04.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 01.05.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia raportu informacje w nim zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w raporcie to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności.

Materiał analityczny nie został przekazany do emitenta/ów przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z ewentualną wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 01.04.2016 roku:

Portfel indeksu BDM-A	STALPRODUKT	GPW	SELEMA FM	WASKO	GROCLIN	INSTAL KRAKÓW	COGNOR	REDAN	SOLAR	ZUK STAPORKÓW
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	TAK	NIE	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	TAK	NIE	NIE	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	NIE	NIE	NIE
BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	TAK	NIE	NIE
Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK*	NIE	NIE	NIE

*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki

Portfel indeksu BDM-Z	CYFROWY POLSAT	LPP	EUROCASH	SYNTHOS	GTC	KETV	GPW	PCC ROKITA	WASKO	POLWAX
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 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	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.	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	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	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	TAK	NIE	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	TAK*	NIE	TAK*	NIE	NIE	NIE	NIE

*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki

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 świadomym, 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.