

RAPORT MIESIĘCZNY

02.06.2016 Numer 6/2016

ANALITYCY:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-12

Krzysztof Pado
krzysztof.pado@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-35

Krystian Brymora
krystian.brymora@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-32

Adrian Górniak
adrian.gorniak@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-38

Marek Jurzec
marek.jurzec@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-32

Dom Maklerski BDM S.A.



Dom Maklerski BDM S.A.



W okresie 02.05.2016-01.06.2016:

Indeks BDM-A **-1,57%**

Indeks BDM-Z **-9,09%**

Indeks WIG **-6,33%**

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:

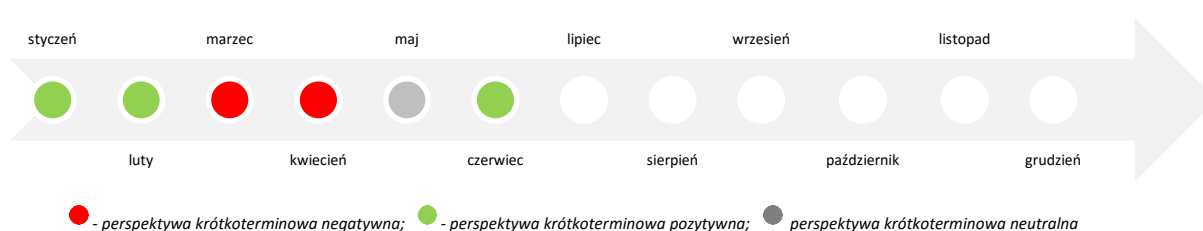
PODSUMOWANIE.....	3
POZYCJA GPW W REGIONIE EUROPY ŚRODKOWEJ	5
INDEKS BDM AGRESYWNY (BDM-A)	6
AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-A.....	7
INDEKS BDM ZRÓWNOWAŻONY (BDM-Z)	9
AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-Z.....	10
HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM	12
STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI	14
WYNIKI INDEKSÓW SEKTOROWYCH NA GPW	15
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI.....	16

PODSUMOWANIE

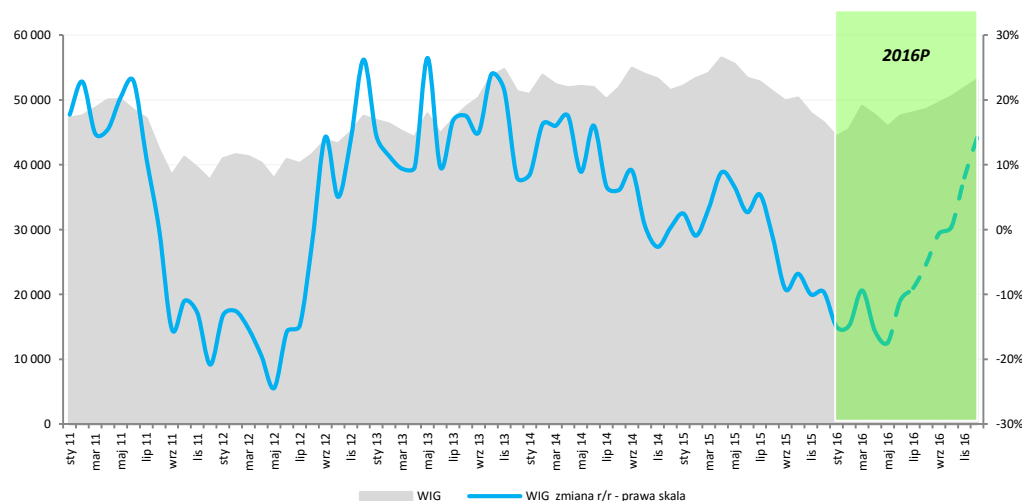
Zakończony właśnie maj okazał się wyjątkowo trudny dla krajowego rynku akcji i fala realizacji zysków (zapoczątkowana już w kwietniu) nabrała siły. Należy zauważyć, że na rynek napłynęło szereg danych makro sugerujących, że w 1Q'16 mieliśmy do czynienia w Polsce z okresowym spowolnieniem dynamiki wzrostu PKB. Wreszcie zakończyliśmy dość przeciętny sezon publikacji wyników finansowych (raporty obejmujące 1Q'16 przyniosły, wg nas, mało pozytywnych zaskoczeń). Dodatkowo pesymizm inwestorów nasilał się w związku z planowanym przedstawieniem w czerwcu prezydenckiej propozycji pomocy dla frankowiczów oraz medialnymi spekulacjami dotyczącymi przyszłych zmian w sposobie działania OFE.

Utrzymujemy nasze główne tezy z poprzedniej edycji. Spodziewamy się w średnim okresie poprawy sytuacji na warszawskim parkiecie. **Zakładamy, że rozpoczęta w kwietniu'16 realizacja zysków właśnie się kończy (czy wręcz skończyła). W bieżącej edycji podnosimy zatem dotychczasową NEUTRALNĄ ocenę krótkoterminowej perspektywy dla zachowania krajowego rynku akcji na POZYTYWNA.**

Ocena krótkoterminowej perspektywy dla rynku akcji na GPW



Oczekiwana ścieżka zachowania indeksu WIG na 2016 rok



Zakładamy, że rozpoczęta w kwietniu'16 realizacja zysków właśnie się kończy (lub wręcz dobiegła końca).

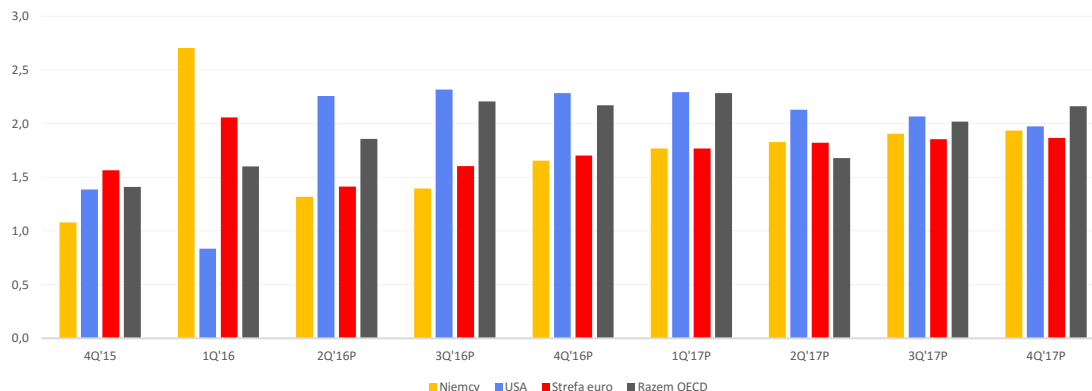
W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszej stopniowej poprawy klimatu inwestycyjnego z akcentem wyraźniejszej odbudowy wartości indeksu w 2H'16. Podtrzymujemy założenia całoroczne i spodziewamy się, że na koniec 2016 roku WIG powróci ponad pułap 53 000 punktów.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Nasze obecne bycie nastawienie związane jest z bliską perspektywą coraz bardziej budujących odczytów makro dla polskiej gospodarki (po dość przeciętnych danych za 1Q). Wreszcie spodziewamy się, że kolejny kwartał wynikowy przyniesie więcej optymizmu na szerokim rynku, szczególnie w obszarze przyszłych oczekiwań zarządów poszczególnych spółek. W scenariuszu bazowym zakładamy, że ostateczna forma pomocy frankowiczom (prawdopodobnie w czerwcu poznamy ostateczny kształt propozycji prezydenckiej) nie będzie destrukcyjna dla systemu bankowego. Nie uwzględniamy również Brexitu. W dalszym horyzoncie bieżącego roku kluczowym wewnętrznym czynnikiem ryzyka jest ewentualna niezrozumiała zmiana w przyszłym sposobie działania OFE, szczególnie pomijająca skuteczny i efektywny mechanizm ochronny dla GPW (w mediach pod koniec maja pojawiły się nowe spekulacje opisujące forsowane scenariusze; strona rządowa deklaruje przedstawienie swoich kompleksowych propozycji do końca roku; władze GPW pracują nad nowymi rozwiązaniami promującymi aktywność inwestycyjną).

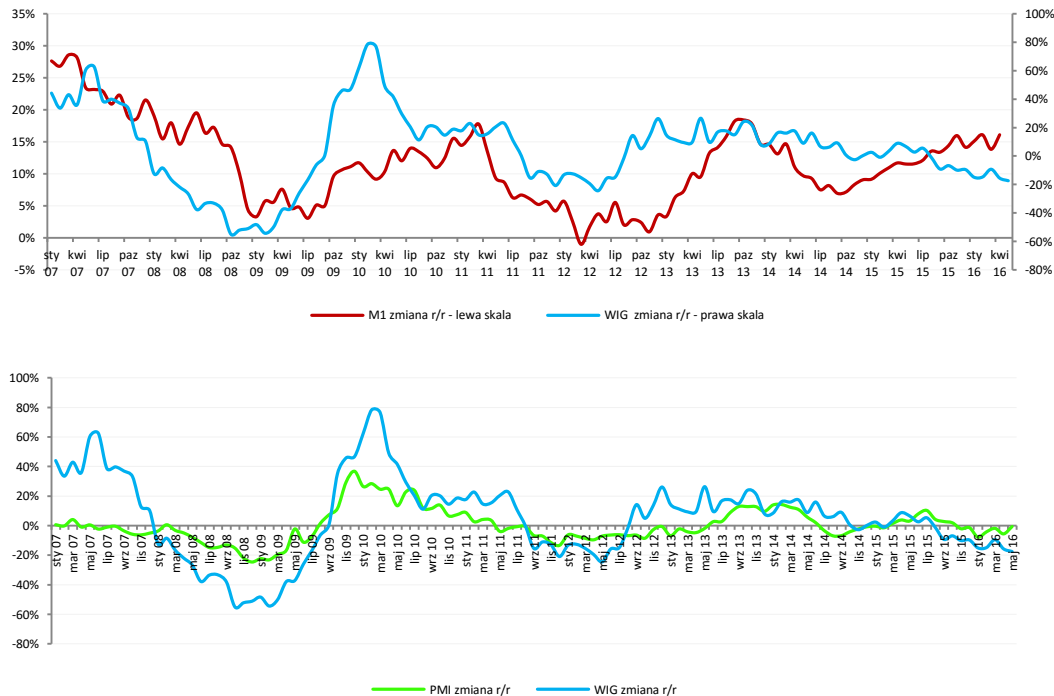
Z zewnętrznych czynników ryzyka akcentujemy przeciętne odczyty PMI dla poszczególnych krajów (m.in. pewne rozczarowanie danymi z Chin). Zauważamy choćby, że na początku czerwca br. OECD zaprezentowała swoje zaktualizowane założenia dla światowej gospodarki. Najnowsze przesłanie jest wyraźnie mniej optymistyczne dla perspektyw wzrostu w kolejnych kwartałach, aniżeli wynikało to z poprzednich prognoz. OECD spodziewa się, że wzrost PKB w USA w 2016 roku wyniesie jedynie 1.8%, podczas gdy jeszcze kwietniowe założenia uwzględniały wzrost o 2%, a z listopada nawet 2.5%. Korekta in plus w nowych prognozach objęła z kolei m.in. Japonię oraz obszar UE. Ogółem światowa gospodarka wg OECD ma rosnąć w 2016 roku w tempie ok 3% (podtrzymano założenia). Szczególnie akcentujemy fakt, że w najnowszym raporcie OECD wyraźnie postuluje potrzebę zdecydowanego działania banków centralnych i rządów w celu pobudzenia światowej gospodarki, której proces odbudowy jest zdecydowanie zbyt powolny. Spodziewamy się, że najbliższe komunikaty z EBC, czy FED w istotny sposób będą tonowały obawy inwestorów dotyczące kształtowania ich przyszłej polityki.

Projekcja OECD dotycząca dynamiki PKB dla wybranych obszarów gospodarczych



Źródło: na podstawie założeń OECD z 01.06.2016 r.

Dynamika zmian indeksu WIG, PMI oraz M1 w Polsce



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, NBP, Bloomberg, Merkit

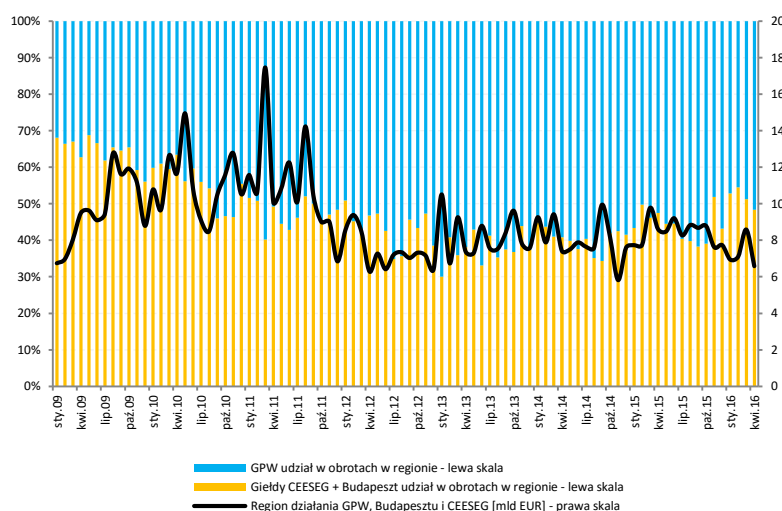
POZYCJA GPW W REGIONIE EUROPY ŚRODKOWEJ

Okres styczeń-maj 2016 jest trudny dla krajowego rynku akcji. Poza spadającymi indeksami (szczególnie bolesna jest obserwowana erozja kapitalizacji na największych podmiotach z kluczowym udziałem Skarbu Państwa) inwestorów niepokoić może także coraz niższa płynność obrotów. Należy mieć na uwadze, że odczuwalny spadek wartości obrotów jest jednak również odczuwalny na innych rynkach obszaru CEE oraz na Zachodzie Europy (m.in. w Niemczech).



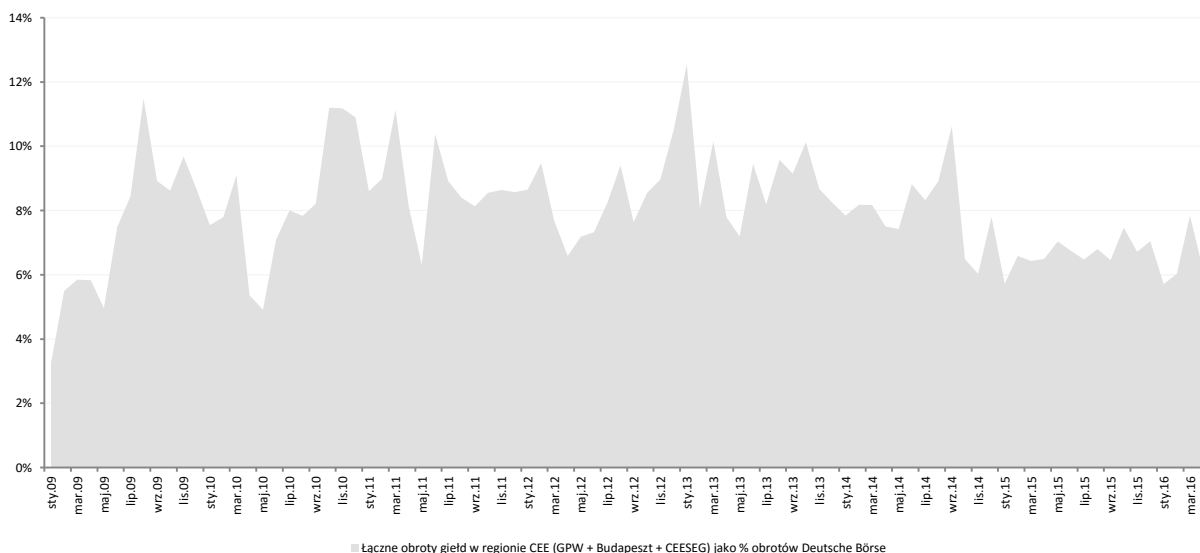
* do gield regionu Europy Środkowej zaliczamy giełdy w Polsce, Czechach, Słowacji, Austrii, na Węgrzech, w Rumunii, Bułgarii i Słowenii

Obroty na giełdach w regionie Europy Środkowej [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., FESE

Łączne obroty giełd w regionie CEE (GPW + Budapeszt + CEESEG) jako % obrotów Deutsche Börse



Łączne obroty giełd w regionie CEE (GPW + Budapeszt + CEESEG) jako % obrotów Deutsche Börse

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., FESE

INDEKS BDM AGRESYWNY (BDM-A)

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

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

Wartość indeksu BDM Agresywny (BDM-A)

	13.01.2016 [na koniec sesji]	01.02.2016 [na koniec sesji]	02.03.2016 [na koniec sesji]	01.04.2016 [na koniec sesji]	02.05.2016 [na koniec sesji]	01.06.2016 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-A	100,00	97,78	105,22	118,31	123,45	121,51
Wartość indeksu WIG	44 708,04	44 294,89	45 371,99	48 506,46	47 720,21	44 700,67

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-A w okresie 02.05.2016-01.06.2016

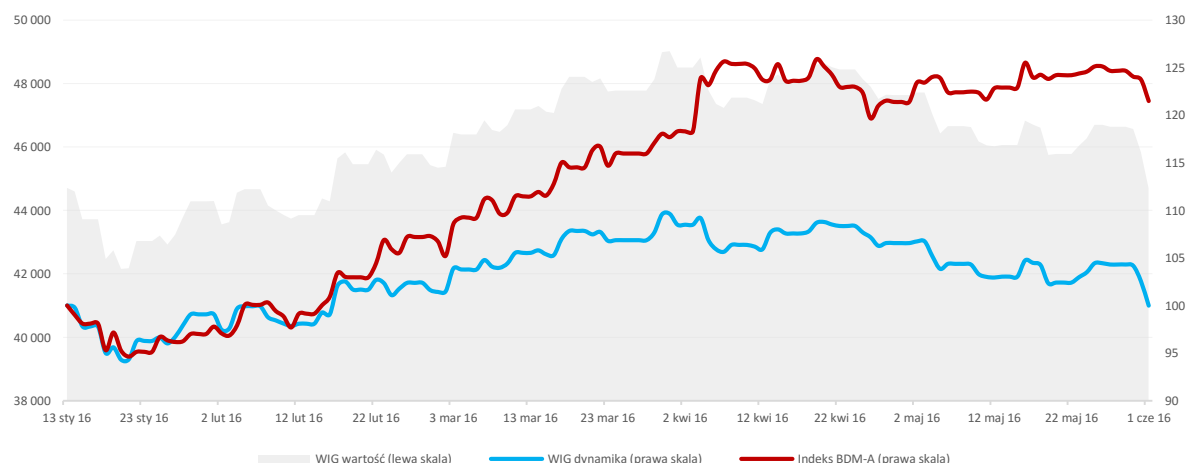
Lp	Spółka	Kapitalizacja [mln PLN]	Średni obróć za 30 dni [mln PLN]	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	Stalprodukt	1 977	0,28	12,5%	291,90	294,00	0,7%
2	GPW	1 469	1,44	12,5%	38,30	35,00	-8,6%
3	Selena FM (nowa)	361	0,02	10,0%	16,00	15,80	-1,3%
4	Arctic Paper (nowa)	345	0,58	10,0%	4,72	4,98	5,5%
5	Konsorcjum Stali (nowa)	233	0,05	10,0%	37,05	39,50	6,6%
6	Stalprofil (nowa)	205	0,15	10,0%	12,03	11,70	-2,7%
7	Cognor	143	0,07	10,0%	1,23	1,08	-12,2%
8	Redan	81	0,09	10,0%	2,64	2,27	-14,0%
9	Instal Kraków	93	0,04	10,0%	11,80	12,80	8,5%
10	Drozapol Profiol (nowa)	15	0,02	5,0%	2,38	2,50	5,0%
	Gotówka			0,0%			
	Portfel akcji			100,0%			

Indeks BDM-A spadł w
okresie 02.05.2016-
01.06.2016 o **1,57%**.

Indeks WIG stracił **6,33%**.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wartość indeksu BDM-A na tle indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-A

Zmieniamy skład indeksu BDM-A na koniec sesji 01.06.2016. Do portfela indeksu dodajemy PKP Cargo oraz MFO. Jednocześnie usuwamy walory Selena FM oraz Redan.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-A (stan na koniec sesji 01.06.2016)

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	294,00	1 977	0,28	12,5%	1%	18%	-4%	-36%	-2%	8,0x	10,0x	4,6x	4,8x
2	GPW	35,00	1 469	1,44	12,5%	-7%	-10%	-15%	-33%	-3%	12,4x	11,8x	7,7x	7,3x
3	PKP Cargo <i>(nowa)</i>	32,71	1 465	1,98	12,5%	-21%	-29%	-49%	-65%	-52%	43,0x	30,2x	5,1x	4,7x
4	Arctic Paper	4,98	345	0,58	10,0%	6%	33%	38%	36%	25%	6,0x	3,9x	2,4x	2,0x
5	Konsorcjum Stali	39,50	233	0,05	10,0%	6%	30%	17%	-4%	22%	7,1x	5,6	6,4x	4,8x
6	Stalprofil	11,70	205	0,15	10,0%	-4%	19%	10%	-24%	13%	10,8x	7,9x	7,4x	5,7x
7	Cognor	1,08	143	0,07	10,0%	-13%	26%	20%	-22%	35%	30,4x	6,8x	5,4x	4,3x
8	MFO <i>(nowa)</i>	15,20	93	0,03	10,0%	5%	27%	27%	16%	22%	7,6x	6,2x	5,6x	4,5x
9	Instal Kraków	12,80	93	0,04	7,5%	7%	16%	19%	-10%	19%	8,9x	7,8x	3,8x	3,0x
10	Drozapol Profil	2,50	15	0,02	5,0%	5%	44%	28%	-21%	45%	6,5x	6,2x	4,0x	2,8x
Gotówka					0,0%									
Portfel akcji					100,0%									

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-A:

Stalprodukt <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Nasze wcześniejsze obawy związane z wyraźną erozją wyników w 2016 roku względem odczytów z 2015 roku mogły okazać się zbyt wyolbrzymione. Uwzględnienie w modelu wyższych niż wcześniej założyliśmy cen cynku oraz perspektywa istotnej poprawy rezultatów w obszarze profili (od 2Q'16) sugeruje, że EBITDA za 2016 rok może być tuż pod progiem 400 mln PLN. Otoczenie rynkowe segmentu profili giętych uległo zdecydowanej poprawie na przełomie 1/2Q'16 i nastąpił silny impuls do wzrostu cen wyrobów gotowych. Dlatego w segmencie profili zdecydowaliśmy się na istotny wzrost założeń na 2016 rok począwszy od 2Q'16. Tym samym po długim okresie niskiej rentowności tej dywizji powinien nastąpić gwałtowny (!) skok marż. Akcentujemy również proces odbudowy cen cynku, co także może wpłynąć na lepsze odczyty wynikowe szczególnie w 3Q i 4Q.
GPW <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Dokonana przecena kursu spółki determinuje sytuację, że obecnie GPW cechują historycznie niskie mnożniki EV/EBITDA (od momentu debiutu na rynku). Zakładamy że rok 2016 finalnie przyniesie istotną poprawę klimatu inwestycyjnego na rynku akcji, co powinno stymulować przyszłe rezultaty segmentu rynku finansowego. W 2016 roku liczymy wreszcie na dobre rezultaty w segmencie rynku towarowego. Zwracamy uwagę, że zarząd GPW zmienił kształt polityki dywidendowej. Korekta proponowanej wypłaty z zysku za 2015 rok nie jest istotna. Większe znaczenie ma ustalenie pułapu 60% zysku jako pewnego punktu odniesienia do ustalania dywidendy w kolejnych latach.
PKP Cargo <i>(nowa)</i> <i>Analitik:</i> Marek Jurzec tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Sądzymy, że okres intensywnych i negatywnych zawirowań spółka ma już za sobą. Skala przeceny doprowadziła do sytuacji, że kurs znalazł się na atrakcyjnych poziomach (EV/EBITDA na 2016 rok wynosi 5,1x). Ponadto jeszcze w tym roku (w 2H) powinna być odczuwalna poprawa w segmencie przewozów kruszyw i materiałów budowlanych, co może mieć pozytywne odzwierciedlenie w stawkach za wykonywaną pracę przewozową. Dodatkowym czynnikiem wpływającym na spodziewana poprawę rezultatów w kolejnych okresach będzie zapewne odbudowa cenników za przewozy węgla i zakończenie wojny cenowej na rynku przewozów.
Arctic Paper <i>Analitik:</i> Krzysztof Brymora tel. (032) 20-81-435 e-mail: brymora@bdm.pl	Wyniki 1Q'16 okazały się istotnie wyższe od naszych oczekiwań (EBITDA +37% vs oczek.), a w 2Q'16 będzie widoczny efekt znacznie niższych cen celulozy. Notowania kluczowej BHKP spadły do ok. 685 USD/t i mimo ogłoszenia podwyżek, otoczenie surowcowe powinno pozostać sprzyjające dla spółki (otwarcie największej na świecie fabryki w Indonezji na przełomie 2016/2017). W rezultacie od 2Q'16 oczekujemy istotnej poprawy wyników r/r przy zmianie struktury EBITDA w kierunku podstawowej dywizji papierniczej. W krótkim terminie oczekujemy informacji o refinansowaniu zadłużenia, co pozwoli na obniżkę kosztów finansowych.

Konsorcjum Stali <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-438 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Akcentujemy dystrybutorów stali ze względu na bardzo silne podwyżki cen wyrobów stalowych widoczne od marca br. Obecny ruch cenowy traktujemy jako przełamanie kilkuletniego trendu erozji cen stali. Tym samym po jeszcze przeciętnych wynikach za 1Q od 2Q 2016 roku oczekujemy dynamicznej poprawy marż i rezultatów.
Stalprofil <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-438 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Akcentujemy dystrybutorów stali ze względu na bardzo silne podwyżki cen wyrobów stalowych widoczne od marca br. Obecny ruch cenowy traktujemy jako przełamanie kilkuletniego trendu erozji cen stali. Tym samym po jeszcze przeciętnych wynikach za 1Q od 2Q 2016 roku oczekujemy dynamicznej poprawy marż i rezultatów.
Cognor <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-438 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Po bardzo wymagającym 2015 roku, na przełomie 1/2Q'16 doszło do istotnych zmian na rynku wyrobów stalowych. Dokonane dynamiczne zwwyżki cen stali naszym zdaniem zasadniczo zmieniają perspektywę dla hut w najbliższych kwartałach (nawet w sytuacji nadejścia korekty tego ruchu). Tym samym wg nas przed Cognorem pojawia się wyjątkowa szansa na trwałą odbudowę marż produkcyjnych i istotne obniżenie wskaźnika dług netto/EBITDA.
MFO (nowa) <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-438 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Spółka w 2015 roku poprawiała wyniki finansowe przy wymagającym otoczeniu (silna konkurencja i spadające ceny stali w 2015 roku). Doceniamy działania władz spółki i jej specjalizację. Dodatkowo zwracamy uwagę, że otoczenie rynkowe dla producentów profili uległo zdecydowanej poprawie na przełomie 1/2Q'16 i nastąpił silny impuls do wzrostu cen wyrobów gotowych. Tym samym liczymy w kolejnych kwartałach na mocne wolumeny oraz poprawę marż.
Instal Kraków <i>Analitik:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Kapitalizacja spółki nadal wynosi wyraźnie poniżej 100 mln PLN. Spółka ma 16 mln PLN gotówki netto po 1Q'16. Wartość nieruchomości inwestycyjnych to 58 mln PLN. Wartość zapasów 93 mln PLN (z tego 85 mln PLN zaksięgowane jest na bilansie jednostkowym – zdecydowana większość to ukończone i realizowane projekty deweloperskie). Zaraportowany wynik za 1Q'16 był nawet powyżej naszych prognoz. Zwracamy uwagę, że w 2015 roku spółka pokazała aż 16,4 mln PLN straty na sprzedaży w krajowym segmencie budowlanym. Wyeliminowanie dużej części tego rezultatu (ekspozycja na budownictwo w Polsce uległa już istotnemu ograniczeniu), nawet przy zejściu rentowności segmentu deweloperskiego do poziomów „rynkowych”, powinno zaowocować pozytywną ścieżką wyników w 2016 roku (zwracamy uwagę m.in. na niską bazę wynikową w bieżącym 2Q'16).
Drozapol Profil <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Akcentujemy dystrybutorów stali ze względu na bardzo silne podwyżki cen wyrobów stalowych widoczne od marca br. Obecny ruch cenowy traktujemy jako przełamanie kilkuletniego trendu erozji cen stali. Tym samym po jeszcze przeciętnych wynikach za 1Q od 2Q 2016 roku oczekujemy dynamicznej poprawy marż i rezultatów. Dług netto na koniec 2015 roku wynosił ok. 1.8 mln PLN (spółka znacznie zredukowała zadłużenie w trakcie minionego roku). Na bilansie spółki znajdują się 2 nieruchomości na sprzedaż o wartości ok 28 mln PLN. W raporcie spółka zakomunikowała, że będzie starała się sprzedaż projekt budowy elektrowni wiatrowej (raczej nie ma ryzyka dalszego spalania gotówki).

INDEKS BDM ZRÓWNOWAŻONY (BDM-Z)

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

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

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

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

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

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

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

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

Wartość indeksu BDM Zrównoważony (BDM-Z)

	13.01.2016 [na koniec sesji]	01.02.2016 [na koniec sesji]	02.03.2016 [na koniec sesji]	01.04.2016 [na koniec sesji]	02.05.2016 [na koniec sesji]	01.06.2016 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-Z	100,00	99,71	104,87	113,06	116,15	105,59
Wartość indeksu WIG	44 708,04	44 294,89	45 371,99	48 506,46	47 720,21	44 700,67

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-Z w okresie 01.04.2016-02.05.2016

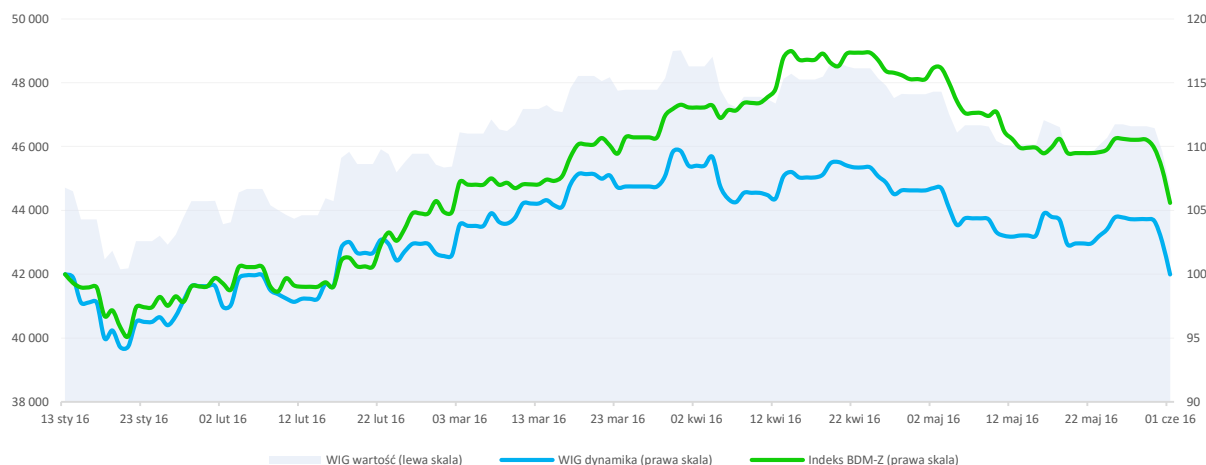
Lp	Spółka	Kapitalizacja [mln PLN]	Średni obrot za 30 dni [mln PLN]	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	Cyfrowy Polsat	13 750	7,15	10.0%	24,49	21,50	-12,2%
2	LPP	9 472	12,57	10.0%	5 800,00	5 161,05	-11,0%
3	Eurocash	6 849	17,71	10.0%	54,09	49,24	-7,1%*
4	Synthos	4 750	4,69	10.0%	4,01	3,59	-10,5%
5	Kruk (nowa)	3 275	6,66	10.0%	188,50	187,00	-0,8%
6	GTC	2 968	2,20	10.0%	7,10	6,45	-9,2%
7	Kęty	2 978	1,10	10.0%	322,00	315,00	-2,2%
8	GPW	1 469	1,44	10.0%	38,30	35,00	-8,6%
9	PCC Rokita	1 140	0,21	10.0%	59,89	57,40	-4,2%
10	Wasko	143	0,14	10.0%	2,12	1,57	-25,9%
	Gotówka			0.0%			
	Portfel akcji			100.0%			

Indeks BDM-Z stracił
9,09%
w okresie 02.05.2016-
01.06.2016.
Indeks WIG spadł o **6,33%**.

* - stopa zwrotu obejmuje dywidendę (Eurocash = 1,0 PLN/akcję)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wartość indeksu BDM-Z na tle indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-Z

Na koniec sesji 01.06.2016 zmieniamy skład indeksu BDM-Z. Do portfela indeksu dodajemy PKN Orlen oraz PKP Cargo, z kolei usuwamy Wasko oraz GPW.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-Z (stan na koniec sesji 02.05.2016)

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 <i>(nowa)</i>	69,00	29 512	61,82	10.0%	0%	9%	2%	-3%	2%	7,0x	7,5x	4,6x	4,4x	2,4%	2,9%
2	Cyfrowy Polsat	21,50	13 750	7,15	10.0%	-11%	-4%	-12%	-14%	3%	13,9x	11,1x	6,9x	6,3x	0,0%	2,9%
3	LPP	5 161,05	9 472	12,57	10.0%	-8%	1%	-24%	-29%	-7%	25,6x	19,8x	13,1x	11,0x	0,6%	0,6%
4	Eurocash	49,24	6 849	17,71	10.0%	-10%	-2%	-7%	32%	2%	22,3x	19,1x	12,5x	10,7x	1,6%	2,0%
5	Synthos	3,59	4 750	4,69	10.0%	-12%	-11%	-1%	-25%	-6%	13,0x	13,5x	7,7x	8,0x	7,0%	0,0%
6	Kruk	187,00	3 275	6,66	10.0%	-2%	3%	0%	15%	7%	14,0x	12,8x	13,0x	12,2x	1,1%	2,1%
7	Kęty	315,00	2 978	1,10	10.0%	-4%	11%	8%	-3%	1%	12,1x	14,8x	9,5x	9,0x	4,6%	5,7%
8	GTC	6,45	2 968	2,20	10.0%	-9%	-5%	-10%	12%	-10%	14,2x	4,1x	15,9x	6,0x	0,0%	0,0%
9	PKP Cargo <i>(nowa)</i>	32,71	1 465	1,98	10.0%	-21%	-29%	-49%	-65%	-52%	43,0x	30,2x	5,1x	4,7x	7,5%	0,0%
10	PCC Rokita	57,40	1 140	0,21	10.0%	-3%	22%	31%	39%	19%	11,9x	11,8x	8,6x	8,8x	6,1%	7,8%
					Gotówka	0.0%										
					Portfel akcji	100.0%										

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-Z:

PKN Orlen
(nowa)

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

Obecne poziomy kursu zachęcają nas do przychylnego spojrzenia na akcje spółki. Zdajemy sobie sprawę, że spółka ma przed sobą okres wysokiej bazy wynikowej za 2/3Q'16 i dynamiki w ujęciu r/r na poziomie oczyszczonej EBITDA LIFO będą ujemne. Jednak EBITDA'16 na poziomie 7,4 mld PLN, która jest ujęta w konsensusie jest naszym zdaniem dość ostrożnym scenariuszem i dostrzegamy pole do pozytywnych zaskoczeń. Dodatkowo zwracamy uwagę, że po raz pierwszy od wielu lat wyniki raportowane w 2016 roku mogą nie być obciążone przez zdarzenia jednorazowe (a nawet jest szans na plus ze strony odszkodowania) czy wycenę zapasów. Wysoki raportowany EPS i niski poziom zadłużenia może być podstawą do dobrej dywidendy za 2016 rok. Ryzykiem pozostaje oczywiście nadal niewyklarowana strategia głównego właściciela względem sektora paliwowego.

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. W 2H'16 liczymy na poprawę dynamiki ARPU, z przełożeniem na 2017 rok. Uwzględniając ścieżkę wynikową na kolejne okresy, oceniamy że bieżące pułapy cenowe sprowadziły mnożniki rynkowe do wciąż interesujących poziomów.

LPP	Kurs LPP uległ odbudowie po gwałtownej przecenie wywołanej słabymi wynikami w 1Q'16 i informacjach o powrocie problemów w marce Reserved na terenie Polski. Zauważamy światło w tunelu w postaci wysokich dynamik sprzedaży skonsolidowanej, którą grupa zawdzięcza m.in. rynkowi rosyjskiemu (w walucie lokalnej obroty na mkw. rosły cały czas po 30-40% r/r) i pozytywnej kontrybucji pozostałych marek w Polsce. W perspektywie 2H'16 liczymy, że spółka będzie w stanie istotnie załagodzić erozję marży brutto, co połączeniu z prowadzoną ścisłą kontrolą kosztów SG&A może przynieść pozytywne rezultaty. Spodziewamy się także, dużym wsparciem dla przychodów w Polsce okaże się program 500+.
<i>Analitik:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	
Eurocash	Po przeciętnym 1Q'16 na poziomie przychodów, liczymy, że spółka powróci do mocniejszych dynamik sprzedaży w kolejnych kwartałach. Przede wszystkim istotnym wsparciem dla wyników grupy może okazać się program 500+, po drugie od 2Q'16 spółka zamierza mocniej popracować nad rozbudową sieci sklepów Delikatesy Centrum (w dużej mierze to wraz ze słabym odczytem w formacie C&C obciążało wyniki). Eurocash planuje także utrzymać pozytywne tendencje związane z kapitałem obrotowym, co dalej dawałoby pole do kolejnych akwizycji. Oczekujemy, że jeszcze w wynikach 4Q'16 możemy spodziewać się rozpoczęcia konsolidacji Eko Holdingu (perspektywa 1 mld PLN przychodów rocznie) oraz PDA, dzięki czemu EBITDA spółki mogłaby oscylować w przedziale 520-540 mln PLN.
<i>Analitik:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	
Synthos	Oczyszczone wyniki za 1Q'16 okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami. Spółka pokazała rekordowy wolumen sprzedaży kaucuków, niestety na niskiej marży, co jest zapewne efektem przestoju krakera w Litwinowie. Jego otwarcie przewidziane w lipcu'16 pozwoli na skokowy wzrost wyników kluczowego segmentu. W segmencie styrenowym spółka dokonała akwizycji 3 fabryk polistyrenu spienionego od Ineos. Biorąc pod uwagę kupno pozycji lidera europejskiego rynku kwota inwestycji rzędu 80 mln EUR wydaje się relatywnie niewielka.
<i>Analitik:</i> Krystian Brymora tel. (032) 20-81-435 e-mail: brymora@bdm.pl	
Kruk	Spółka podała dobre wyniki za 1Q (istotny wpływ aktualizacji, bardzo dobre spłaty). Liczymy, że również w kolejnych kwartałach będzie widoczny efekt wyższej krzywej spłat. W 2H'16 wyższe koszty mogą być związane z portfelem PRESCO. Jednocześnie obniżamy w modelu efektywną stopę podatkową na 2016 rok do niespełna 7%. Tym samym spodziewamy się, że dynamika EPS w 2016 roku wyraźnie przekroczy pułap 13% (zapisany w programie motywacyjnym).
<i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	
Kęty	Spółka oferuje inwestorom wzrostowy profil działalności przy wysokiej stopie dywidendy. Wyniki za 1Q'16 były powyżej naszych oczekiwań – spółka wypracowała znaczną część zakładanej na 2016 rok w prognozie zarządu poprawy r/r EBITDA w ujęciu wartościowym. Oczekiwania zarządu na 2Q'16 także są pozytywne. Zwracamy także uwagę, że obowiązująca na lata 2015-20 strategia implikowała poziom 360-370 mln PLN dopiero na 2017 rok, a obecny ścieżka wynikowa wskazuje, że górny próg tego przedziału może udać się osiągnąć już w bieżącym roku.
<i>Analitik:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	
GTC	Deweloper konsekwentnie realizuje zapowiedzi rozbudowy portfolio o interesujące aktywa. Po zakupie udziałów w projekcie City Gate oraz biurów Pixel, Duna Tower i dwóch obiektów w Bukareszcie, możliwe są dalsze akwizycje w Budapeszcie lub na rynkach miast regionalnych w Polsce (w części ze środków z emisji akcji, w części z refinansowania nabytych inwestycji). GTC ma w planach budowę kolejnych dużych inwestycji: biurowca White House oraz galerii Ada Mall. W naszej ocenie po przeprowadzonej w minionym roku restrukturyzacji portfolio, nie ma ryzyka pojawienia się kolejnych odpisów, które w minionych latach najmocniej obciążały wyniki spółki (poprawie uległo nie tylko otoczenie makroekonomiczne, ale też wskaźniki operacyjne największych aktywów).
<i>Analitik:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	
PKP Cargo <i>(nowa)</i>	Sądzymy, że okres intensywnych i negatywnych zawirowań spółka ma już za sobą. Skala przeceny doprowadziła do sytuacji, że kurs znalazł się na atrakcyjnych poziomach (EV/EBITDA na 2016 rok wynosi 5,1x). Ponadto jeszcze w tym roku (w 2H) powinna być odczuwalna poprawa w segmencie przewozów kruszyw i materiałów budowlanych, co może mieć pozytywne odzwierciedlenie w stawkach za wykonywaną pracę przewozową. Dodatkowym czynnikiem wpływającym na spodziewana poprawę rezultatów w kolejnych okresach będzie zapewne odbudowa cenników za przewozy węgla i zakończenie wojny cenowej na rynku przewozów.
<i>Analitik:</i> Marek Jurzec tel. (032) 20-81-435 e-mail: marek.jurzec@bdm.pl	
PCC Rokita	Wyniki 1Q'16 o ponad 20% na poziomie EBITDA przekroczyły nasze oczekiwania. Dwucyfrowa ścieżka poprawy wyników powinna być także utrzymana w 2Q'16, czemu sprzyja wysoki popyt w segmencie polioli i wyższe od naszych oczekiwań oszczędności produkcyjne alkaliów na nowej elektrolizie.
<i>Analitik:</i> Krystian Brymora tel. (032) 20-81-435 e-mail: brymora@bdm.pl	

HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.1 [stan na 02.06.2016]

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
Stalprodukt	kupuj	349,2	akumuluj	315,8	24.05.2016	292	46 042			294	44 701	0,7%	-2,9%	3,6%	bobrowski
Instal Kraków	kupuj	19,1	kupuj	18,6	16.05.2016	11,94	46 064			12,8	44 701	7,2%	-3,0%	10,2%	pado
Stalprofil	kupuj	14,6	wznowienie	18,2	09.05.2016	11,99	46 664			11,7	44 701	-2,4%	-4,2%	1,8%	bobrowski
PKN Orlen	akumuluj	72,3	trzymaj	73	06.05.2016	65,5	46 240			69	44 701	5,3%	-3,3%	8,7%	pado
Dom Development	trzymaj	58,3	trzymaj	58,3	04.05.2016	56,7	47 102			55,01	44 701	-3,0%	-5,1%	-2,1%	górnjak
Robyg	akumuluj	3,55	akumuluj	2,84	04.05.2016	3,17	47 102			2,84	44 701	-10,4%	-5,1%	-5,3%	górnjak
Budimex	redukuj	170,1	trzymaj	125,6	29.04.2016	196	47 654			184	44 701	-6,1%	-6,2%	-0,1%	pado
Cognor	kupuj	1,66	kupuj	2,06	28.04.2016	1,15	47 514			1,08	44 701	-6,1%	-5,9%	-0,2%	bobrowski
Grajewo	kupuj	40,5	kupuj	35,9	27.04.2016	31	47 871			29,33	44 701	-5,4%	-6,6%	1,2%	brymora
Wasko	akumuluj	2,51	kupuj	2,51	27.04.2016	1,97	47 914			1,6	44 701	-18,8%	-6,7%	-12,1%	jurzec
PKN Orlen	trzymaj	73	kupuj	69,1	13.04.2016	71,9	47 888	nie; update	06.05.2016	65,5	46 240	-8,9%	-3,4%	5,5%	pado
Bytom	redukuj	2,98	redukuj	2,77	11.04.2016	3,29	47 556			3,05	44 701	-7,3%	-6,0%	1,3%	górnjak
LPP	akumuluj	6412,7	redukuj	5658,7	18.03.2016	5835	47 833			5161	44 701	-11,6%	-6,5%	-5,0%	górnjak
Synthos	trzymaj	3,9	akumuluj	4,6	08.03.2016	3,76	46 707			3,59	44 701	-4,5%	-4,3%	0,2%	brymora
Stalprodukt	akumuluj	315,8	redukuj	290	08.03.2016	272,7	46 843	nie; update	24.05.2016	292	46 042	7,1%	-1,7%	8,8%	bobrowski
Synthos	akumuluj	4,6	akumuluj	4,75	03.03.2016	4,00	45 747	nie; update	08.03.2016	3,76	46 707	-6,0%	2,1%	-8,1%	brymora
Śnieżka	trzymaj	56,4	akumuluj	51,1	26.02.2016	55,7	45 991			63,50	44 701	14,0%	-2,8%	-16,8%	pado
Comarch	kupuj	139	---	---	24.02.2016	115	45 335	tak	19.04.2016	142,0	48 384	23,5%	6,7%	16,8%	jurzec
Agora	trzymaj	11,77	redukuj	11,2	23.02.2016	11,5	45 761			12,21	44 701	6,2%	-2,3%	-8,5%	bobrowski
ATM Grupa	trzymaj	3,62	kupuj	3,92	16.02.2016	3,84	44 288			3,80	44 701	-1,0%	0,9%	2,0%	bobrowski
Forte	akumuluj	59,2	redukuj	49,8	16.02.2016	50,4	44 106	tak	13.04.2016	59,80	47 845	18,7%	8,5%	10,2%	brymora
Lotos	akumuluj	27,1	akumuluj	33,5	15.02.2016	24,2	44 393	tak	18.03.2016	27,43	47 811	13,3%	7,7%	5,6%	pado
PKN Orlen	kupuj	69,1	akumuluj	80	15.02.2016	57,0	44 469	tak	01.04.2016	73,50	48 745	28,9%	9,6%	19,3%	pado
Selena FM	kupuj	18,8	trzymaj	22,3	15.02.2016	15,0	43 849			16,10	44 701	7,3%	1,9%	5,4%	pado
Paged	kupuj	62,9	akumuluj	62	12.02.2016	52,3	44 017			50,29	44 701	-3,8%	1,6%	-5,4%	brymora
Cyfrowy Polsat	akumuluj	24,65	trzymaj	24,21	11.02.2016	21,6	43 687			21,50	44 701	-0,5%	2,3%	-2,8%	bobrowski
Kęty	akumuluj	310,6	trzymaj	305	11.02.2016	280,1	43 859	tak	04.04.2016	318,00	48 560	13,5%	10,7%	2,8%	pado
PGNiG	redukuj	4,52	redukuj	4,7	01.02.2016	5,11	44 050			5,13	44 701	0,4%	1,5%	1,1%	pado
Bogdanka	kupuj	39,8	kupuj	42,36	05.01.2016	32,55	45 357	tak	29.03.2016	39,82	47 925	22,3%	5,7%	16,7%	bobrowski
Qumak	redukuj	7,82	---	---	22.12.2015	9,07	46 247	tak	23.05.2016	6,66	45 886	-26,6%	-0,8%	25,8%	jurzec
Bytom	redukuj	2,77	redukuj	2,7	18.12.2015	3,05	45 684	tak	13.01.2016	2,70	44 585	-11,5%	-2,4%	9,1%	górnjak
Wasko	kupuj	2,51	---	---	18.12.2015	1,92	45 684	nie; update	27.04.2016	1,97	47 914	2,6%	4,9%	-2,3%	jurzec
Arctic Paper	kupuj	5,6	kupuj	5,5	11.12.2015	3,4	44 808			4,98	44 701	46,5%	-0,2%	46,7%	brymora
GPW	akumuluj	41,0	akumuluj	52,7	10.12.2015	36,81	44 670			35,00	44 701	-4,9%	0,1%	-5,0%	bobrowski
Elektrobudowa	trzymaj	147,8	kupuj	138,8	09.12.2015	136	45 624			95,00	44 701	-30,1%	-2,0%	28,1%	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	sprzedaż	5,54	04.12.2015	5,15	46 544	tak	14.01.2016	4,68	44 220	-9,1%	-5,0%	4,1%	pado
PCC Rokita	akumuluj	49,9	akumuluj	45,1	03.12.2015	44	47 102	tak	23.02.2016	55,78	48 202	26,8%	2,3%	24,4%	brymora
CCC	akumuluj	165,4	---	---	02.12.2015	149	47 826	tak	22.04.2016	171,95	48 527	15,4%	1,5%	13,9%	górnjak
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

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.2 [stan na 02.06.2016]

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	analitik
Kruk	trzymaj	182,4	---	---	26.11.2015	188	48 213			187,0	44 701	-0,5%	-7,3%	-6,8%	bobrowski
Robyg	akumuluj	2,84	akumuluj	2,68	25.11.2015	2,51	48 064	tak	20.01.2016	2,87	42 393	14,3%	-11,8%	26,1%	górnjak
PA NOVA	kupuj	25,82	kupuj	23,74	18.11.2015	19,8	48 944			21,00	44 701	6,1%	-8,7%	14,7%	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			65,00	44 701	-30,1%	-12,5%	17,6%	brymora
Police	trzymaj	23	sprzedaj	12,9	08.11.2015	24	51 106			22,30	44 701	-7,1%	-12,5%	-5,5%	brymora
ZA Puławy	trzymaj	175	akumuluj	161	08.11.2015	178	51 106			213,50	44 701	19,9%	-12,5%	-32,5%	brymora
Cyfrowy Polsat	trzymaj	24,21	redukuj	20,11	26.10.2015	24,81	51 157	nie; update	11.02.2016	21,60	43 687	-12,9%	-14,6%	-1,7%	bobrowski
ATM Grupa	kupuj	3,92	akumuluj	4,11	26.10.2015	3,3	51 157	tak	05.01.2016	4,3	45 570	30,3%	-10,9%	41,2%	bobrowski
Instal Kraków	kupuj	18,6	kupuj	22,9	19.10.2015	11,3	51 475	nie; update	16.05.2016	11,94	46 064	5,7%	-10,5%	16,2%	pado
Intersport	kupuj	3,55	---	---	12.10.2015	2,00	51 445	nie	01.06.2016	1,83	44 701	-8,5%	-13,1%	4,6%	górnjak
Comp	kupuj	69,5	---	---	23.09.2015	55	50 525	nie	01.06.2016	51,00	44 701	-7,3%	-11,5%	4,3%	jurzec
PGNiG	sprzedaj	5,54	---	---	03.09.2015	6,61	50 808	tak	04.12.2015	5,15	46 544	-22,1%	-8,4%	13,7%	pado
Bogdanka	kupuj	42,36 (+3.5 DPS)	(wznowienie)	---	28.08.2015	37,8	50 037	tak	04.09.2015	49,7	50 847	31,5%	1,6%	29,9%	bobrowski
Kęty	trzymaj	305	trzymaj	193,9	17.08.2015	325	52 500	nie; update	11.02.2016	280,1	43 859	-13,8%	-16,5%	-2,6%	pado
Śnieżka	akumuluj	51,1	akumuluj	48,8	13.08.2015	46,3	52 555	tak	11.09.2015	55,65	51 553	20,2%	-1,9%	22,1%	pado
Paged	akumuluj	62	---	---	12.08.2015	55,5	52 934	nie; update	12.02.2016	52,3	44 017	-5,8%	-16,8%	11,1%	brymora
Forte	redukuj	49,8	redukuj	49,5	12.08.2015	60	52 934	tak	20.01.2016	48,1	42 300	-19,8%	-20,1%	-0,3%	brymora
Eurocash	redukuj	38	---	---	10.08.2015	42,5	52 638	nie	01.06.2016	50,24	44 701	18,2%	-15,1%	-33,3%	górnjak
Bytom	redukuj	2,70	akumuluj	2,45	23.07.2015	3,04	51 842	nie; update	18.12.2015	3,05	45 684	0,3%	-11,9%	-12,2%	górnjak
Lotos	akumuluj	33,5	akumuluj	28,5	16.07.2015	30,4	53 400	nie; update	15.02.2016	24,2	44 393	-20,4%	-16,9%	-3,5%	pado
GPW	akumuluj	52,7	akumuluj	54,4	15.07.2015	47	52 700	nie; update	10.12.2015	36,81	44 670	-21,7%	-15,2%	-6,4%	bobrowski
PKN Orlen	akumuluj	80	trzymaj	70	10.07.2015	72,5	52 173	tak	12.08.2015	84,7	52 777	16,8%	1,2%	15,7%	pado
Stalprodukt	redukuj	374,2	kupuj	292,1	09.07.2015	440	51 659	tak	28.08.2015	355	50 502	-19,3%	-2,2%	17,1%	bobrowski
Selena FM	trzymaj	22,3	kupuj	26,4	06.07.2015	20,3	52 467	nie; update	15.02.2015	15	43 849	-26,1%	-16,4%	9,7%	pado
ATM Grupa	akumuluj	4,11	trzymaj	3,62	01.07.2015	3,74	53 200	nie; update	26.10.2015	3,3	51 157	-11,8%	-3,8%	-7,9%	bobrowski
Agora	redukuj	11,2	kupuj	10,78	18.06.2015	12,09	53 408	tak	01.09.2015	10,8	50 500	-10,6%	-5,4%	5,1%	bobrowski
Dom Development	trzymaj	46,99	redukuj	41,78	16.06.2015	50,48	53 962	nie; update	04.05.2016	56,70	47 102	12,3%	-12,7%	-25,0%	górnjak
Cognor	kupuj	2,06	kupuj	2,01	10.06.2015	1,35	53 576	nie; update	28.04.2016	1,15	47 514	-14,8%	-11,3%	-3,5%	bobrowski
Robyg	akumuluj	2,68	akumuluj	2,45	02.06.2015	2,37	55 547	nie; update	25.11.2015	2,51	48 064	5,9%	-13,5%	19,4%	górnjak
Erbud	akumuluj	37,7	akumuluj	28,4	01.06.2015	33,7	55 641	nie	01.06.2016	27,5	44 701	-18,4%	-19,7%	1,3%	pado
PA NOVA	kupuj	23,74	kupuj	19,1	01.06.2015	17,5	55 687	nie; update	18.11.2015	19,8	48 944	13,1%	-12,1%	25,3%	górnjak
Arctic Paper	kupuj	5,5	akumuluj	4,05	27.05.2015	3,25	55 746	nie; update	11.12.2015	3,4	44 808	4,6%	-19,6%	24,2%	brymora
PCC Rokita	akumuluj	45,1	---	---	22.05.2015	40,8	56 689	nie; update	03.12.2015	44	47 102	7,8%	-16,9%	24,8%	brymora
PKN Orlen	trzymaj	70	akumuluj	40,8	21.05.2015	73	56 900	nie; update	10.07.2015	72,5	52 173	-0,7%	-8,3%	-7,6%	pado
Orbis	akumuluj	60,8	akumuluj	44,9	20.05.2014	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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI

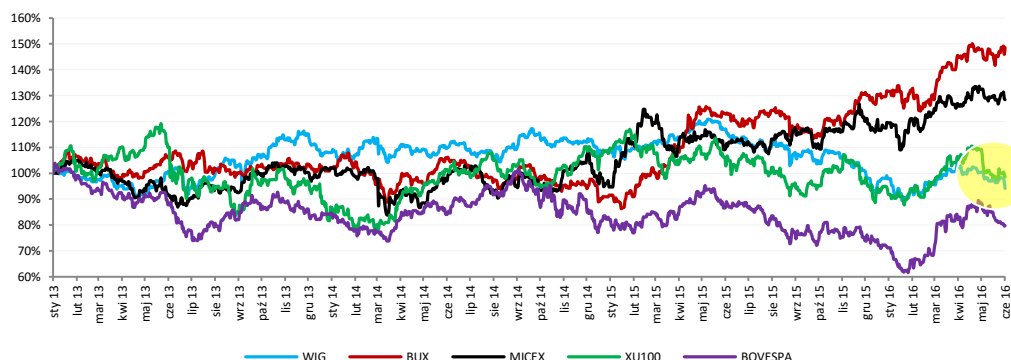
Styczeń 2016 roku przyniósł gwałtowną przecenę niemal na wszystkich rynkach akcji. Statystycznie pierwsze dni handlu nowego roku w 2016 roku należały do jednych ze słabszych okresów w historii odczytów (zarówno dla giełd amerykańskich jak i europejskich). Stopniowo zmiana nastrojów na głównych rynkach 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 ciężkich surowcach przemysłowych). Kwiecień '16 był miesiącem wyhamowania dynamiki wcześniejszych wzrostów. Bardzo trudny dla wielu rynków rozwijających się okazał się maj '16 (m.in. głębokie spadki w Polsce, Turcji czy Brazylii)

Zmiany wybranych indeksów akcyjnych

	1M	3M	6M	1Yr	YTDr
WIG	-6,2%	-1,4%	-6,5%	-19,6%	-3,8%
BUX	0,4%	14,0%	13,2%	21,0%	12,8%
Micex	-3,1%	2,7%	6,8%	17,1%	7,5%
Istanbul Turkish100	-9,7%	1,4%	0,3%	-4,2%	7,4%
DAX	1,6%	5,0%	-9,4%	-10,8%	-5,0%
FTSE100	-0,8%	0,6%	-3,2%	-11,0%	-0,8%
CAC40	1,0%	1,6%	-8,9%	-10,9%	-3,5%
Ibex	-1,2%	3,6%	-14,1%	-20,7%	-6,6%
Mediolan	-4,2%	-1,1%	-21,1%	-24,0%	-16,8%
SP&500	1,4%	5,9%	-0,4%	-0,8%	2,5%
Bovespa	-9,7%	10,3%	8,1%	-8,2%	12,3%

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

MSCI Poland na tle innych indeksów w okresie od 2013 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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-kwiecień'16 przyniósł także wyraźną poprawę w Brazylii.

Na głównych rynkach światowych widać wyraźne wyhamowanie dynamiki wzrostowej i wejście w okres korekty. Należy mieć jednak na uwadze, że po słabym początku 2016 roku wiele indeksów jest blisko tegorocznych maksimów.

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. Kwiecień '16 to był miesiąc spokojnej korekty przeradzając się w kolejną falę spadków w maju '16.

WYNIKI INDEKSÓW SEKTOROWYCH NA GPW

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

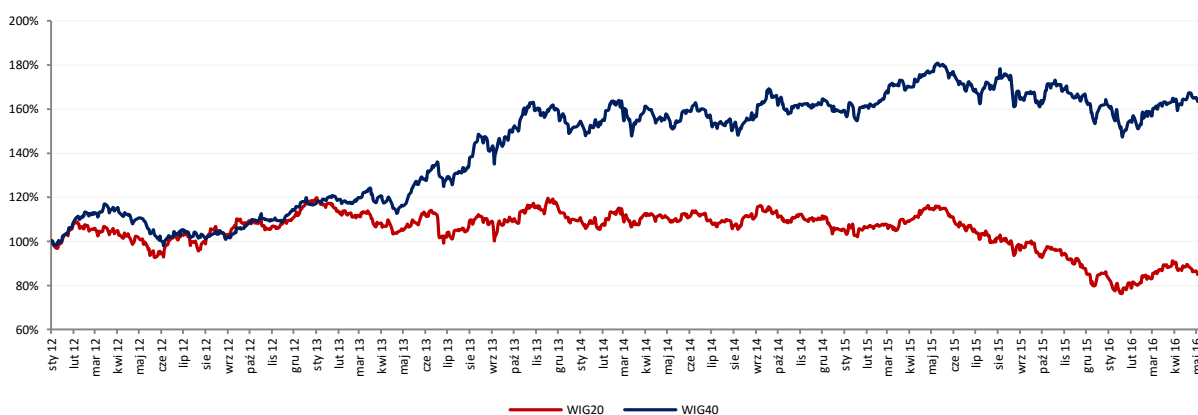
Zmiany wybranych indeksów krajowego rynku akcji

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG30	-7,7%	-4,1%	-9,0%	-26,7%	-5,9%
WIG20	-7,2%	-3,6%	-8,5%	-27,8%	-5,4%
mWIG40	-5,8%	-0,9%	-6,3%	-12,2%	-4,6%
sWIG80	-3,1%	4,9%	-0,1%	-3,0%	1,0%
WIGdiv	-8,8%	-4,9%	-6,6%	-26,6%	-4,7%
WIG	-6,2%	-1,4%	-6,5%	-19,6%	-3,8%
Respect	-8,4%	-5,7%	-10,0%	-28,5%	-7,0%

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG Banki	-5,3%	-4,8%	-4,3%	-26,7%	-6,9%
WIG Budownictwo	-5,8%	-7,0%	-12,5%	-4,2%	-7,0%
WIG Chemia	-16,1%	-18,3%	-24,7%	-8,3%	-23,2%
WIG Deweloperzy	-7,2%	3,6%	2,4%	9,0%	1,2%
WIG Energetyka	-10,8%	-4,7%	-10,9%	-39,7%	-8,6%
WIG Informatyka	-2,2%	3,6%	3,4%	0,7%	6,6%
WIG Media	-8,5%	-1,2%	-9,1%	-1,8%	3,6%
WIG Paliwa	0,5%	8,0%	1,1%	-5,3%	2,3%
WIG Spożywczy	-0,5%	9,5%	5,5%	17,5%	6,3%
WIG Surowce	-23,6%	-12,0%	-19,9%	-51,2%	-7,0%
WIG Telekom	-8,1%	-6,5%	-12,2%	-35,8%	-11,3%
WIG CEE	-0,1%	12,2%	7,1%	4,6%	8,1%
WIG Poland	-6,3%	-1,7%	-6,8%	-20,3%	-4,1%
WIG Ukraina	-3,0%	17,4%	13,1%	39,8%	16,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana WIG20 i WIG40 od 2012 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI

Wstępny odczyt PKB za 1Q'16 w Polsce (przedstawiony przez GUS w maju) okazał się niższy niż oczekiwania (wyhamowanie dynamiki wzrostu do ok 3%). 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).

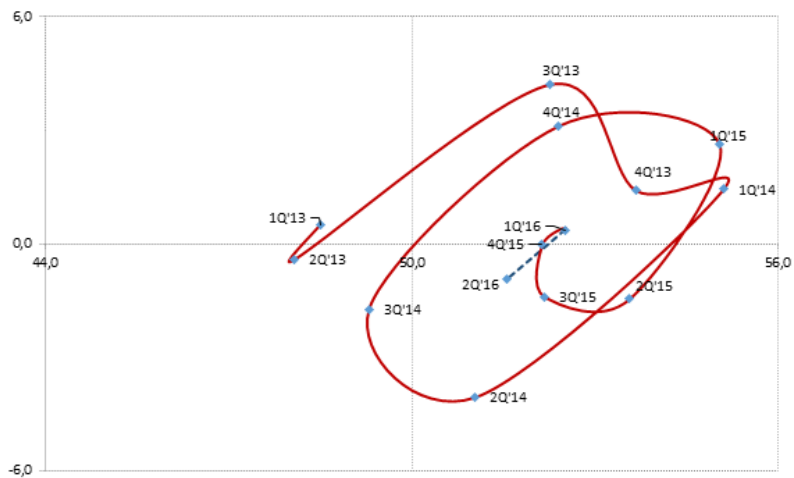
W naszym scenariuszu bazowym oczekujemy, że dynamika wzrostu w szczególności od 2H'16 będzie mocniej wspierana przez silny popyt konsumpcyjny, a od 2017 roku także przez inwestycje. Głównym ryzykiem, w naszym odczuciu, dla projekcji w perspektywie 2016 roku jest ewentualne osłabienie makro w kluczowych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

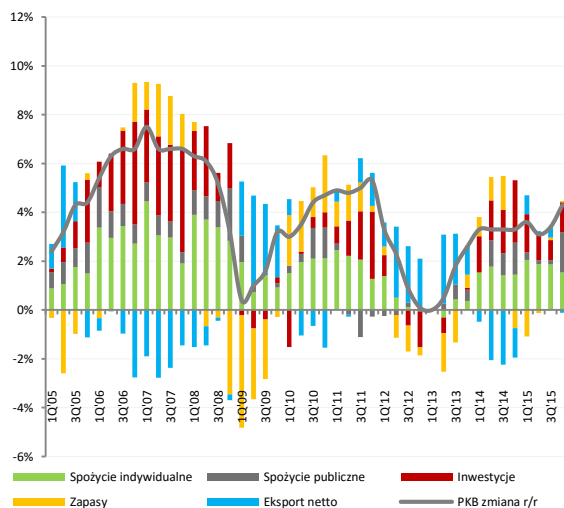
Źródło: NBP

Zegar koniunktury w oparciu o odczyty PMI dla Polski



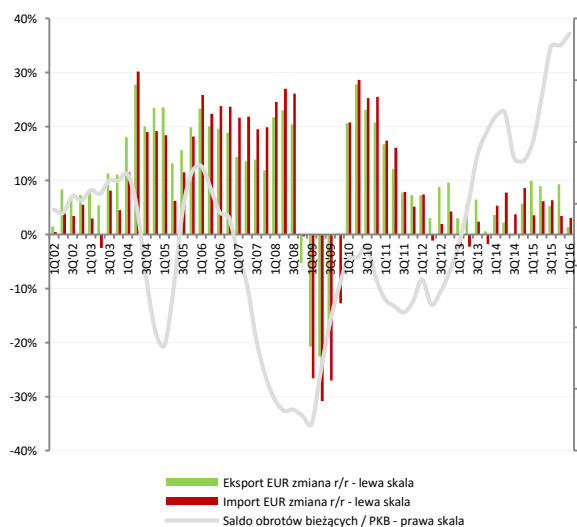
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dekompozycja PKB



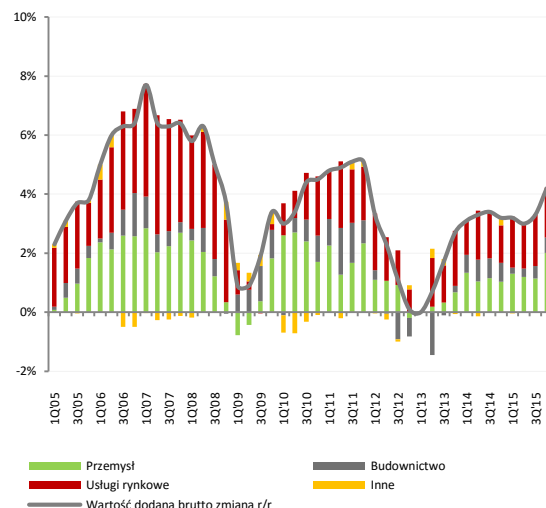
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika eksportu i importu w EUR oraz saldo obrotów bieżących



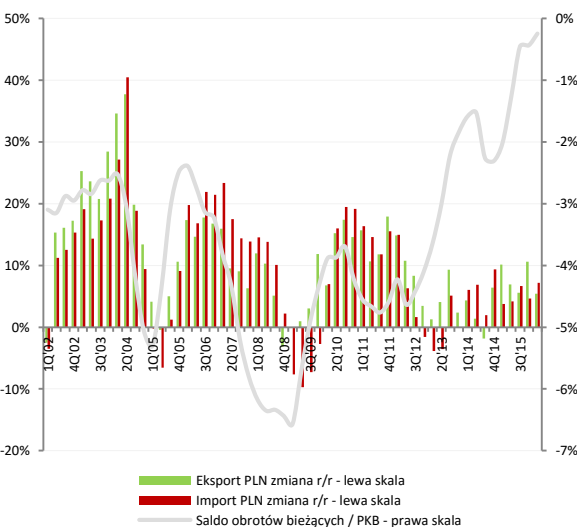
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dekompozycja wartości dodanej brutto



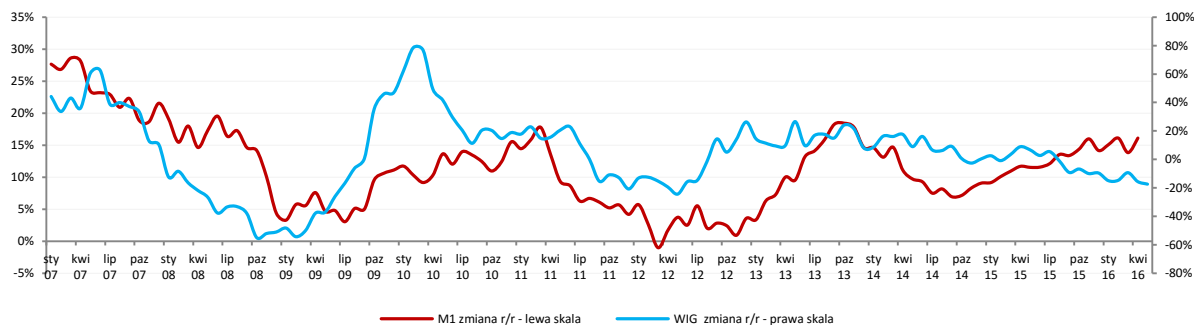
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika eksportu i importu w PLN oraz saldo obrotów bieżących



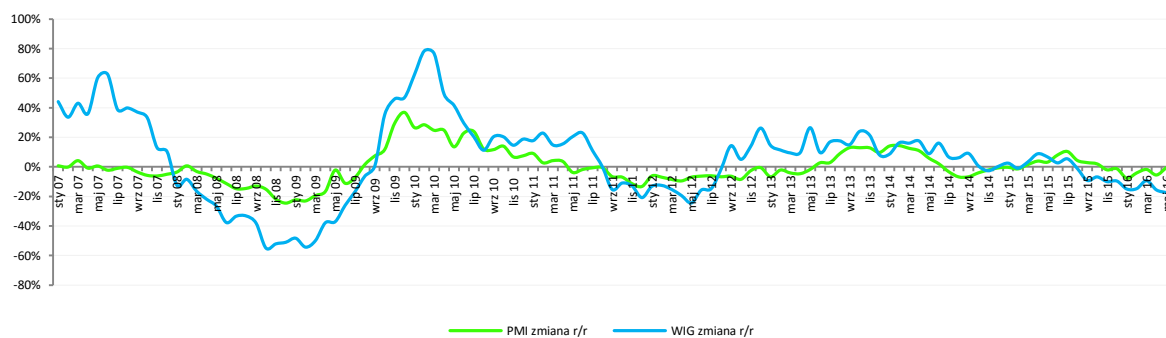
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika zmian indeksu WIG oraz M1 w Polsce



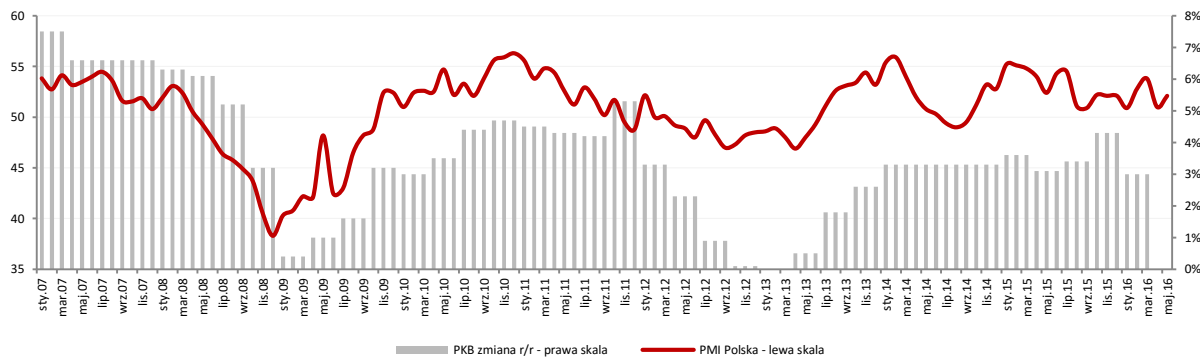
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Dynamika zmian indeksu WIG oraz PMI dla Polski



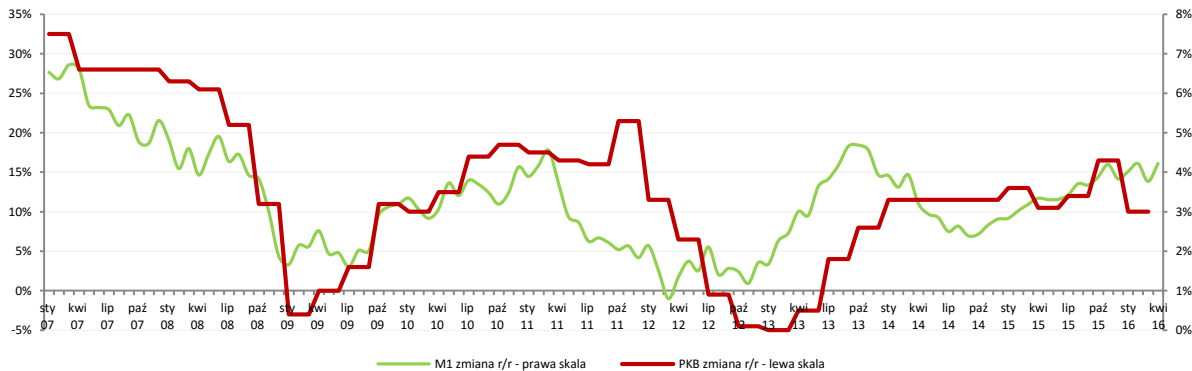
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, Merkit

Dynamika PKB oraz odczyty PMI dla Polski



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

Dynamika PKB oraz M1 dla Polski



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

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciek Bobrowski**

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych

tel. (032) 20-81-412

e-mail: bobrowski@bdm.pl

strategia, banki/finanse, media, handel stala

Krzysztof Pado

Specjalista ds. analiz

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 20-81-432

e-mail: pado@bdm.pl

materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

tel. (032) 20-81-435

e-mail: brymora@bdm.pl

chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak

tel. (032) 20-81-438

e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl

deweloperzy, handel

Marek Jurzec

Makler Papierów Wartościowych

tel. (032) 20-81-435

e-mail: jurzec@bdm.pl

IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Dariusz Wareluk**

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-100

e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz

tel. (022) 62-20-848

e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854

e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

tel. (022) 62-20-855

e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Słownik wybranych pojęć:

Indeks giełdowy – miernik zmian cen papierów wartościowych obejmujący papiery wartościowe danego typu lub ich wybraną grupę.

Analiza techniczna – symulacje dotyczące przyszłych zmian kursów instrumentów finansowych (lub poziomu indeksów) na podstawie informacji o kursach i obrotach zaobserwowanych w przeszłości.

Analiza fundamentalna – badanie i ocena kondycji przedsiębiorstwa oraz perspektyw jego rozwoju na podstawie informacji o wynikach działalności, szczególnie sprawozdania finansowego i danych z jej otoczenia gospodarczego.

Analiza portfelowa – analiza oparta na modelach matematyczno-statystycznych, określająca sposób doboru instrumentów finansowych do portfela inwestycyjnego, w celu analizowania zależności między oczekiwanymi stopami zwrotu z inwestycji i związanymi z nimi ryzykami.

Ryzyko – możliwość osiągnięcia stopy zwrotu z inwestycji w innej wysokości niż oczekiwana. Ryzyko jest nierozdzielnie związane z instrumentami finansowymi.

EBIT – wynik na działalności operacyjnej

EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

dług netto – zadłużenie procentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC – średni ważony koszt kapitału

CAGR – średnioroczny wzrost

EPS – zysk netto na 1 akcję

DPS – dywidenda na 1 akcję

CEPS – suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

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

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

MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

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

ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA – stosunek zysku netto do aktywów

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

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

marża EBIT – relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto – relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

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

luka popytowa – jest zdefiniowana jako względna różnica pomiędzy rzeczywistym PKB

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

System rekomendacji:

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

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

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

bieżącej ceny rynkowej;

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wycen:

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

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

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

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 02.06.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 01.07.2016 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 01.06.2016 roku:

Portfel indeksu BDM-A	STALPRODUKT	PKP CARGO	ARCTIC PAPER	GPW	INSTAL KRAKÓW	COGNOR	MFO	STALPROFIL	KONSORCIUM STALI	DROZAPOL PROFIL
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	NIE	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE
BDM i podmioty z nim powiązane posiadają akcje emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Emitent instrumentów finansowych posiada udziały stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Osoba przygotowująca rekomendację jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, pełni funkcję w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM i podmioty z nim powiązane pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM wykonuje i wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane pełniły funkcję podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM i podmioty z nim powiązane pełnią funkcję animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE
Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK*	NIE	NIE	NIE	NIE

*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki, BDM jest podmiotem pośredniczącym w ogłoszeniu i przeprowadzeniu wezwania na sprzedaż akcji COGNOR

Portfel indeksu BDM-Z	CYPROWY POLSAT	LPP	EUROCASH	SYNTHOS	KRUK	GTC	KĘTY	PCC ROKITA	PKP CARGO	PKN ORLEN
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK
BDM i podmioty z nim powiązane posiadają akcje emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Emitent instrumentów finansowych posiada udziały stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Osoba przygotowująca rekomendację jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, pełni 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	TAK	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	TAK	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	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	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE
BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.	NIE	NIE	NIE	TAK	TAK	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	TAK*	NIE	NIE	TAK*	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 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.