RAPORT MIESIĘCZNY

02.08.2016, 00:02 CEST **Numer 8/2016**

ANALITYCY:

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

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

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

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

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

Dom Maklerski BDM S.A.

Dom Maklerski BDM S.A.



W okresie 01.07.2016-01.08.2016:

Indeks BDM-A **+9,93%**

Indeks BDM-Z **+6,63%**

Indeks WIG **+3,28%**

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.

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

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

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE 3
INDEKS BDM AGRESYWNY (BDM-A) 5
AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-A 6
INDEKS BDM ZRÓWNOWAŻONY (BDM-Z) 8
AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-Z 9
HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM 11
STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI 14
WYNIKI INDKESÓW SEKTOROWYCH NA GPW 15
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI 16

PODSUMOWANIE

Lipiec br. okazał się dość ciekawym okresem dla światowych rynków akcji. Efekt brexitu początkowo oznaczał mocno czerwony kolor na światowych parkietach. Dość szybko rozbudził także nowe nadzieje na mocne i skoordynowane działania banków centralnych w celu pobudzenia światowej gospodarki. Gra pod nowe programy stymulujące sprowadziła wiele indeksów akcji na nowe tegoroczne szczyty. W szczególności nastąpiło dalsze znaczące umocnienie indeksów surowcowych i przemysłowych. Oceniamy, że warto było zwrócić uwagę również na lipcowy szczyt G20. Przedstawiciele największych gospodarek świata podkreślali, nie tylko dotychczasową regułkę, że „zostaną podjęte niezbędne działania neutralizujące ewentualne negatywne reperkusje związane z brexitem". Dostrzegliśmy też szereg ciekawych deklaracji jakie zostały podniesione na szczycie w celu eliminacji zaburzeń w światowym handlu i produkcji (m.in. głównie kwestia ograniczenia mocy produkcyjnych w chińskim przemyśle).

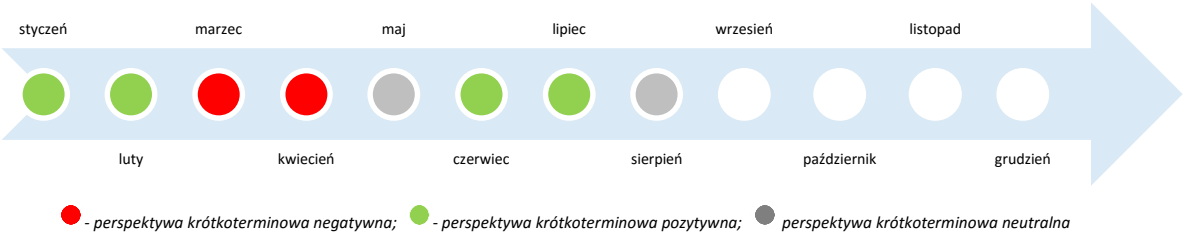
Liczymy się z tym, że przed nami okres dużej niepewności dotyczącej przyszłości UE. Jest to niedobry scenariusz dla inwestorów. Obecne w dyskusji głosy polityków nie dają odpowiedzi na to, co może się wydarzyć w przyszłości (konflikt w dwóch głównych partiach w UK, presja ze strony Francji, niejednoznaczne zachowanie Komisji Europejskiej). Dostrzegamy z jednej strony głosy sugerujące uspokojenie sytuacji i danie szansy politykom angielskim na przeanalizowanie bieżącej sytuacji. Z drugiej strony część głównych graczy na europejskiej scenie politycznej postuluje szybkie wypchnięcie Wielkiej Brytanii z UE i tym samym doprowadzenie do szokowej lekcji (nauczki) będącej przykładem dla pozostałych krajów członkowskich. Ten wariant według nas może przynieść załamanie brytyjskiej gospodarki z negatywnymi reperkusjami dla giełd europejskich w średnim okresie.

Sytuacja na rynku krajowym nadal jest napięta. Tak jak wskazywaliśmy już w poprzednich edycjach, napłynęło szereg danych makro sugerujących, że w 1Q'16 i 2Q'16 mieliśmy do czynienia w Polsce z okresowym spowolnieniem dynamiki wzrostu PKB. Wreszcie zakończyliśmy dość przeciętny sezon publikacji wyników finansowych (raporty obejmujące 1Q'16 przyniosły, wg nas, mało pozytywnych zaskoczeń). Rozczarowanie inwestorów mogło być tym większe, że kilka kluczowych podmiotów znacząco ograniczyło wypłaty dywidend.

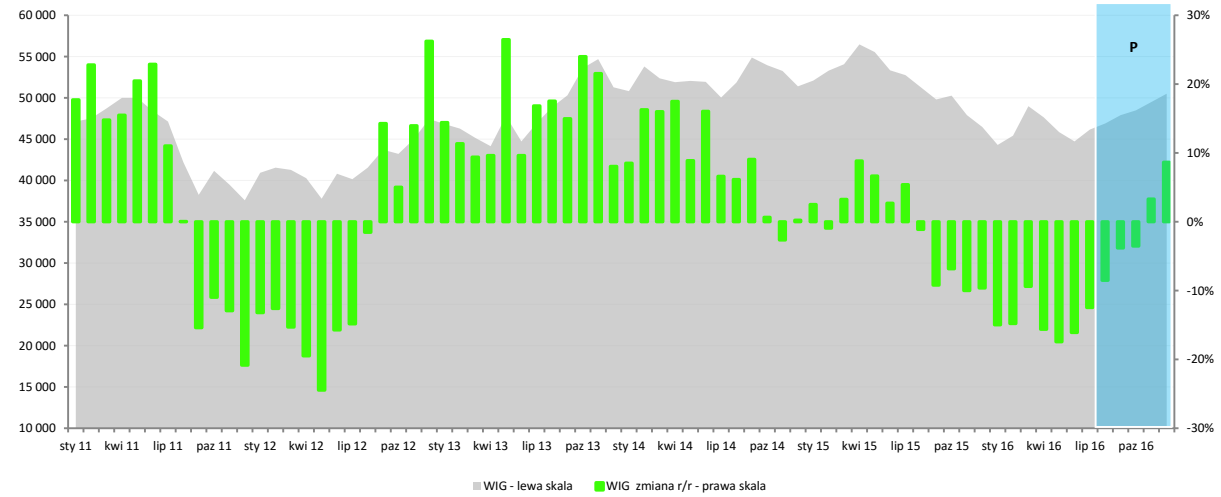
Jednocześnie akcentujemy, że spadło ryzyko negatywnych reperkusji dla rynku akcji związanych ze zmianami w systemie OFE. W przedstawionej publicznie przez Wicepremiera, Ministra Rozwoju Mateusza Morawieckiego koncepcji zmian systemu emerytalnego dostrzegamy odpowiedzialność strony rządowej wobec rynku kapitałowego w Polsce. Tym samym oceniamy, że jest to jedna z bardziej budujących wiadomości dla krajowego rynku kapitałowego, jaką otrzymali inwestorzy w bieżącym roku od strony rządowej i która może w istotny sposób korzystnie wpłynąć na poziomy indeksów w kolejnych latach. Należy bowiem mieć na uwadze, że dotychczas rynek bardzo obawiał się wprowadzenia nieuchronnych i niezrozumiałych zmian w sposobie działania OFE, bez wprowadzenia skutecznych mechanizmów ochronnych dla GPW. Na horyzoncie pozostaje jeszcze końcowy kształt ustawy o pomocy frankowiczom. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że ostateczna forma nowych regulacji nie będzie destrukcyjna dla systemu bankowego.

Biorąc pod uwagę skalę odbicia na wielu podmiotach z segmentów związanych z przemysłem ciężkim, w których upatrywaliśmy głównej siły napędowej wzrostów, w bieżącej edycji zmieniamy dotychczasową ocenę krótkoterminowej perspektywy dla zachowania krajowego rynku akcji z POZYTYWNEJ na NEUTRALNĄ W średnim terminie pozostawiamy wciąż nasze bycze nastawienie i liczymy na poprawę sytuacji na warszawskim parkiecie. Zgodnie z tym, co sugerowaliśmy w lipcowej edycji, dokonujemy korekty w dół naszych oczekiwań wobec potencjału odbudowy indeksu WIG na koniec 2016 roku. Dotychczasowa strategia uwzględniała, że WIG powróci ponad pułap 53 000 punktów. Obecnie obniżamy nasze oczekiwanie do 50 500 punktów. Mniejszy potencjał odbudowy związany jest m.in. wybranymi podmiotami z większościowym udziałem SP. Wciąż deklarowane bycze nastawienie związane jest z bliską perspektywą coraz bardziej budujących odczytów makro dla polskiej gospodarki (po dość przeciętnych danych za 1Q/2Q). Spodziewamy się, że kolejny kwartał wynikowy przyniesie więcej optymizmu na szerokim rynku, szczególnie w obszarze przyszłych oczekiwań zarządów poszczególnych spółek. Kluczowe znaczenie w naszych założeniach ma w 4Q'16 poprawa sentymentu wobec sektora bankowego. Oceniamy wciąż, że obecne pułapy cenowe na GPW (niskie wskaźniki wyprzedzające na kolejny rok: P/E, EV/EBITDA) są jednymi z bardziej atrakcyjnych pod kątem inwestycyjnym jakie obserwowaliśmy w ostatnich latach.

Ocena krótkoterminowej perspektywy dla rynku akcji na GPW

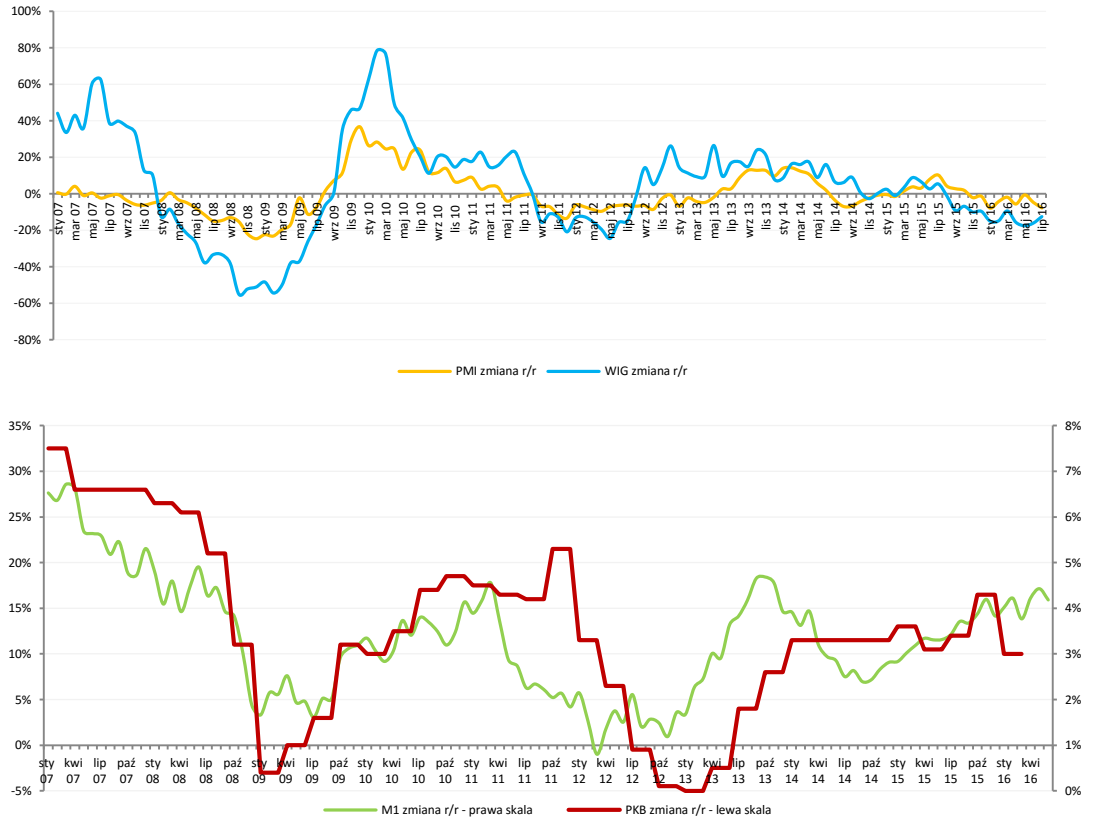


Oczekiwana ścieżka zachowania indeksu WIG na 2016 rok



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dynamika zmian indeksu WIG oraz PMI w Polsce a także ścieżka PKB w Polsce na tle dynamiki M1



Lipcowa prognoza NBP zakłada, że dynamika wzrostu PKB w latach 2016-2017 ma wynieść odpowiednio 3,2% i 3,5%. Jest to mniej niż zakładał model z marca'16 (wtedy NBP mówił o wzroście PKB w latach 2016-2017 po 3,8%).

W marcu'16 główny wpływ na podwyższenie założeń dynamiki PKB w modelu miało ujęcie programu 500+. Z kolei w lipcu'16 za rewizję w dół odpowiadają mniejsze inwestycje.

Ostatnie odczyty PMI dla Polski są lekko rozczarowujące. Liczymy na wzrost optymizmu w kolejnych miesiącach (choć kluczowe znaczenie mogą mieć projekty inwestycyjne).

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

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 jakiekolwiek konkretnej decyzji na rynku kapitałowym.

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

Wartość indeksu BDM Agresywny (BDM-A)

	13.01.2016 [na koniec sesji]	01.02.2016 [na koniec sesji]	02.03.2016 [na koniec sesji]	01.04.2016 [na koniec sesji]	02.05.2016 [na koniec sesji]	01.06.2016 [na koniec sesji]	01.07.2016 [na koniec sesji]	01.08.2016 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-A	**100,00**	**97,78**	**105,22**	**118,31**	**123,45**	**121,51**	**123,08**	**135,30**
Wartość indeksu WIG	44 708,04	44 294,89	45 371,99	48 506,46	47 720,21	44 700,67	44 754,05	46 221,38

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-A w okresie 01.07.2016-01.08.2016

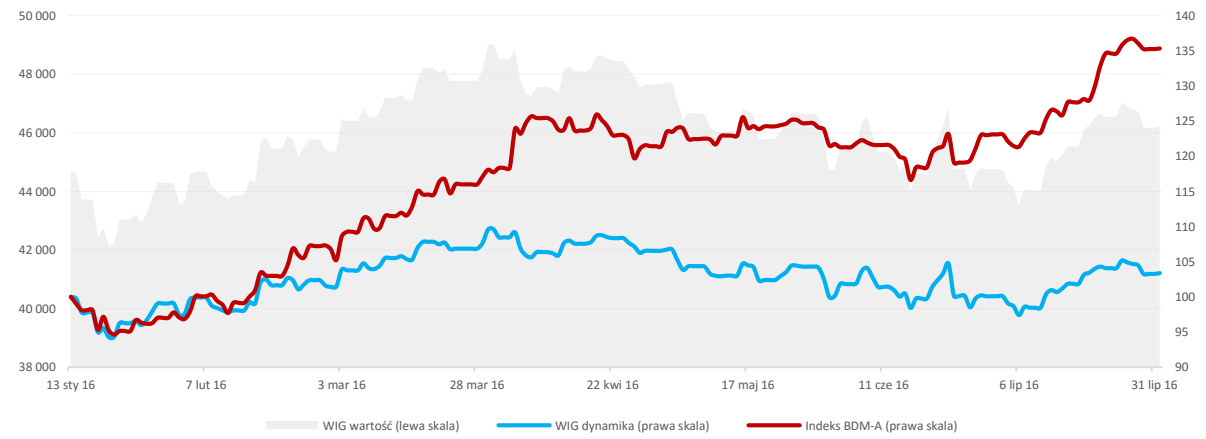
Lp	Spółka	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	Ciech *(nowa)*	12,5%	53,00	58,83	11,0%
2	GPW	12,5%	32,88	36,27*	10,3%
3	PKP Cargo	12,5%	33,13	34,55	4,3%
4	Stalprodukt	12,5%	323,00	360,50	11,6%
5	Arctic Paper	10,0%	5,04	4,96	-1,6%
6	Instal Kraków	10,0%	11,81	12,91*	9,3%
7	MFO	10,0%	16,00	18,50	15,6%
8	Cognor	7,5%	1,14	1,40	22,8%
9	Stalprofil	7,5%	11,31	12,05	6,5%
10	Drozapol Profil	5,0%	2,43	2,60	7,0%
	Gotówka	0.0%			
	Portfel akcji	**100.0%**			

Indeks BDM-A wzrósł w okresie 01.07.2016-01.08.2016 o **9,93%.**

Indeks WIG zyskał **3,28%.**

** uwzględniono odciętą dywidendę (GPW = 2,36 PLN, Instal Kraków = 0,25 PLN)*
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 01.08.2016. Do portfela indeksu dodajemy JSW oraz LW Bogdanka. Usuwamy walory Ciech oraz Drozapol.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-A (stan na koniec sesji 01.08.2016)

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	JSW *(nowa)*	25,01	2 936	8,43	10,0%	37%	27%	179%	111%	135%	---	13,2x	4,6x	3,5x
2	Stalprodukt	359,00	2 003	0,73	10,0%	11%	23%	56%	-18%	20%	8,2x	8,6x	4,9x	4,5x
3	Bogdanka *(nowa)*	53,60	1 823	2,06	10,0%	46%	17%	71%	2%	61%	8,3x	6,8x	3,5x	3,2x
4	PKP Cargo	34,10	1 527	1,46	10,0%	3%	-17%	-29%	-58%	-50%	---	16,1x	4,1x	3,3x
5	GPW	33,86	1 421	2,24	10,0%	3%	-10%	-3%	-31%	-6%	12,0x	11,9x	7,5x	7,4x
6	Arctic Paper	4,96	344	0,29	10,0%	-2%	6%	18%	45%	24%	6,8x	5,0x	2,6x	2,4x
7	Stalprofil	12,14	212	0,12	10,0%	7%	0%	25%	-8%	17%	15,4x	9,2x	8,9x	6,2x
8	Cognor	1,42	188	0,07	10,0%	25%	15%	118%	0%	78%	22,6x	8,1x	7,7x	6,1x
9	MFO	18,49	113	0,22	10,0%	16%	28%	54%	46%	48%	6,9x	8,6x	5,3x	5,9x
10	Instal Kraków	12,66	92	0,04	10,0%	7%	6%	10%	-14%	17%	8,8x	7,7x	3,7x	2,9x
				Gotówka	0.0%									
				Portfel akcji	**100.0%**									

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-A:

JSW *(nowa)* *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-412* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Doceniamy podjęte działania optymalizujące koszty działania. Odczyt za 1Q'16 wskazuje, że MCC spadł poniżej 250 PLN/t. Jest to efekt porozumień strony społecznej z zarządem w sprawie ograniczenia kosztów pracy do 2018 roku włącznie. Akcentujemy również istotne odbicie cen węgla koksowego oraz energetycznego na rynkach światowych. Ostatnie odczyty spotowe wskazują już na cenę w okolicy 100 USD/t dla węgla koksowego oraz ponad 58 USD/t dla węgla energetycznego. Połączenie niższych kosztów oraz lepszych cenników powinno w istotny sposób wpłynąć na wyniki spółki w kolejnych kwartałach. Zatem liczymy w średnim terminie na dalszą stopniową poprawę klimatu inwestycyjnego wokół JSW. Jednocześnie w krótkim terminie należy mieć na uwadze ryzyko korekty, zważywszy na dokonany już bardzo silny ruch wzrostowy na surowcach przemysłowych oraz na walorach spółki.
Stalprodukt *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-412* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Zwracamy uwagę, że w ostatnich tygodniach doszło do dalszych silnych wzrostów cen cynku. Obecne pułapy cenowe cynku to już ok 9 000 PLN/t. Również otoczenie rynkowe segmentu profili giętych uległo zdecydowanej poprawie na przełomie 1/2Q'16. Dlatego w segmencie profili oczekujemy mocnego odczytu wynikowego za 2Q'16 oraz dalszą już znormalizowaną (bez efektu gwałtownej zwyżki cenników) stopniową poprawę marż w porównaniu z poprzednimi latami. Jednocześnie oceniamy, że wyższe ceny HRC będą wpływały niekorzystnie na koszt wsadu do produkcji blach transformatorowych (co może być widoczne szczególnie w 2H'16). Spodziewamy się, że przy (lekko) spadających cenach blach transformatorowych marże segmentu bardziej odczuwalnie mogą spaść w 3Q'16 i 4Q'16. Jednocześnie zauważamy, że w Arcelor Mittal Kraków trwają inwestycje, które powinny zakończyć się w bieżącym roku. Tym samym liczymy, że Stalprodukt w 2017 roku będzie mógł poprawić strukturę sprzedaży blach (HiB), co powinno wpłynąć na odbudowę marż.
Bogdanka *(nowa)* *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-412* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Akcentujemy istotne odbicie cen węgla energetycznego na rynkach światowych. Ostatnie odczyty spotowe wskazują już na cenę ponad 58 USD/t. Bieżące ceny z ARA są wyższe niż średnie odczyty zakupu węgla przez polskie eletrownie (PSCMI). Zakładamy, że wyższe ceny węgla na rynkach światowych zostaną dość łatwo przeniesione na grunt krajowy zważywszy na konieczność zbilansowania śląskich kopalń. Tym samym oceniamy, że warunki negocjowania przez Bogdankę nowych cenników na 2017 rok uległy znaczącej poprawie i oczekujemy, że EBITDA za 2017 rok przekroczy wyraźnie pułap 700 mln PLN.

PKP Cargo *Analityk:* *Marek Jurzec* *tel. (032) 20-81-435* *e-mail: marek.jurzec@bdm.pl*	Sądzimy, że okres intensywnych zawirowań spółka ma już za sobą, a w wyniku kumulacji kilku negatywnych czynników jej kurs znalazł się na atrakcyjnych poziomach (niskie EV/EBITDA na 2016 i 2017). Ponadto od 4Q'16 powinna być odczuwalna poprawa w segmencie przewozów kruszyw i materiałów budowlanych, co może mieć pozytywne odzwierciedlenie w średnich stawkach za wykonywaną pracę przewozową. Na to nakładają się także lepsze cenniki za przewozy węgla. Stawki za pracę przewozową w dwóch ostatnich kontraktach z Eneą oraz PGNiG Termiką są o ponad 1/3 wyższe od zeszłorocznych stawek za przewozy realizowane dla Enei i PGE.
GPW *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-412* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Zakładamy, że rok 2016 finalnie przyniesie istotną poprawę klimatu inwestycyjnego na rynku akcji, co powinno stymulować przyszłe rezultaty segmentu rynku finansowego. W 2016 roku liczymy wreszcie na dobre rezultaty w segmencie rynku towarowego. Zwracamy 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. W lipcu została już odcięta dywidenda (2,36 PLN/akcję).
Arctic Paper *Analityk:* *Krystian Brymora* *tel. (032) 20-81-435* *e-mail: brymora@bdm.pl*	W 2Q'16 notowania kluczowej celulozy liściastej spadły poniżej 700 USD/t (-84 USD/t r/r, -65 USD q/q), co wyraźnie powinno przełożyć się na wyniki „starego Arctica". Liczymy, że od tego kwartału ciężar generowania EBITDA przesunie się właśnie w stronę części papierniczej, co znacznie poprawi sytuację płynnościową spółki.
Stalprofil *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-438* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Dostrzegamy przełom na rynku wyrobów stalowych. Skala dokonanego odbicia na cenach stali jest bardzo dynamiczna i niespotykana od kilku lat. Tym samym po długofalowym procesie erozji cen stali doszło do przełamania długoterminowego wcześniejszego trendu. Ożywienie na rynku stali ma miejsce w sytuacji odbudowy cen na wielu ciężkich surowcach przemysłowych. Agresywnym podwyżkom sprzyjają także wprowadzane bariery ochronne na tanią stal (m.in. w USA i UE). Dodatkowo zwracamy uwagę, że w wyniku wyłączenia części produkcji, ostatnie miesiące pokazują powolny wzrost wykorzystania mocy w światowych hutach. Odwrócenie trendu spadających cen stali zasadniczo zmienia perspektywę dla dystrybutorów stali w najbliższych kwartałach (nawet w sytuacji nadejścia korekty tego ruchu). Tym samym według nas przed Stalprofilem pojawia się wyjątkowa szansa na trwałą odbudowę marż handlowych (dodatkowo w rezultatach za 2-3Q'16 spodziewamy się pozytywnego efektu sprzedaży asortymentu z wcześniejszą niską ceną zakupu). Zwracamy też uwagę na budujące przesłanie na przyszłość dotyczące odbudowy marż przekazane inwestorom przez jednego z największych europejskich dystrybutorów stali jakim jest Klockner podczas konferencji wynikowej oraz opublikowane przez Konsorcjum Stali bardzo mocne (wstępne) dane za 2Q'16.
Cognor *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-438* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Przyjmujemy, że spółka zmaterializowała podwyżki cen na wyroby stalowe. Cenniki dynamicznie rosły począwszy od marca'16. Jednocześnie w marżach będzie prawdopodobnie widoczny jeszcze efekt niższych cen złomu z przełomu 4Q'15/1Q'16. Dlatego okres 2Q'16 wg nas może okazać się jednym z silniejszych rezultatów kwartalnych w ostatnich latach. Zakładamy zatem, że EBITDA spółki w 2Q'16 wyniosła prawie 33 mln PLN. Na 3Q'16 staramy się ująć efekt drożejącego złomu, zatem oczekujemy erozji marż względem 2Q'16 (dodatkowo jest to kwartał z mniejszą produkcją z uwagi na czas remontów). Końcówka roku w naszych prognozach uwzględnia dokonaną od maja stopniową odbudowę spreadów. Ogółem na 2016 rok zakładamy EBITDA na pułapie 100 mln PLN. Na 2017 rok przyjmujemy dalszą stopniową poprawę osiąganych marż na produkcji za sprawą oczekiwanej poprawy konkurencyjności względem technologii BOF. Dodatkowo impulsem do odbudowy wyników powinna być dalsza modernizacje parku maszynowego (szczególnie w HSJ) i zwiększenie wolumenów produkcji przetworzonych wyrobów.
MFO *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-438* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Spółka od debiutu na GPW jest na ścieżce wzrostu wyników pomimo spadających cen wyrobów stalowych (szczególnie w 2015 roku). Podane wstępne wyniki za 2Q'16 były rekordowe i jednocześnie zbliżone do naszych oczekiwań. W kolejnych dwóch kwartałach 2016 roku przyjmujemy korektę ceny dla blachy HDG odpowiednio do poziomu ok 2 475 PLN/t i 2 400 PLN/t (względem lokalnych szczytów zanotowanych w maju'16). Tym samym będzie to oznaczało, że cena HDG będzie w 2H'16 wyższa o ok 210 PLN/t względem 2H'15, czyli o ponad 9% r/r. W skali całego 2016 roku zakładamy wypracowanie EBITDA na pułapie niemal 24 mln PLN i zysku netto w kwocie 16,3 mln PLN. Na rok 2017 przyjmujemy ostrożne założenia spadku wyniku netto do ok 13,1 mln PLN i sygnalizujemy prawdopodobne przyszłe korekty w górę.
Instal Kraków *Analityk:* *Krzysztof Pado* *tel. (032) 20-81-432* *e-mail: pado@bdm.pl*	Kapitalizacja spółki nadal wynosi 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. W 2Q'16 spółka ma bardzo niską bazę do pokonania z ubiegłego roku, spodziewamy się dodatniej dynamiki wyników, która powinna wyróżniać Instal na tle sektora budowlanego.

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:

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

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

a) wchodzą w skład indeksu WIG30,
b) 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 sugestia do podjęcia jakiekolwiek konkretnej decyzji na rynku kapitałowym.

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

Wartość indeksu BDM Zrównoważony (BDM-Z)

	13.01.2016 [na koniec sesji]	01.02.2016 [na koniec sesji]	02.03.2016 [na koniec sesji]	01.04.2016 [na koniec sesji]	02.05.2016 [na koniec sesji]	01.06.2016 [na koniec sesji]	01.07.2016 [na koniec sesji]	01.08.2016 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-Z	**100,00**	**99,71**	**104,87**	**113,06**	**116,15**	**105,59**	**106,05**	**113,09**
Wartość indeksu WIG	44 708,04	44 294,89	45 371,99	48 506,46	47 720,21	44 700,67	44 754,05	46 221,38

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-Z w okresie 01.06.2016-01.07.2016

Lp	Spółka	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	ING Bank *(nowa)*	10,0%	127,50	131,10	2,8%
2	Cyfrowy Polsat	10,0%	21,45	23,96	11,7%
3	Lotos *(nowa)*	10,0%	30,00	28,99	-3,4%
4	Kruk	10,0%	201,80	212,85*	5,5%
5	GTC	10,0%	6,75	7,19	6,5%
6	PCC Rokita	10,0%	56,77	59,20	4,3%
7	Kęty	10,0%	313,50	357,50*	14,0%
8	Ciech *(nowa)*	10,0%	53,00	58,71	10,8%
9	PKP Cargo	10,0%	33,13	34,50	4,1%
10	GPW *(nowa)*	10,0%	32,88	36,35*	10,6%
	Gotówka	0.0%			
	Portfel akcji	**100.0%**			

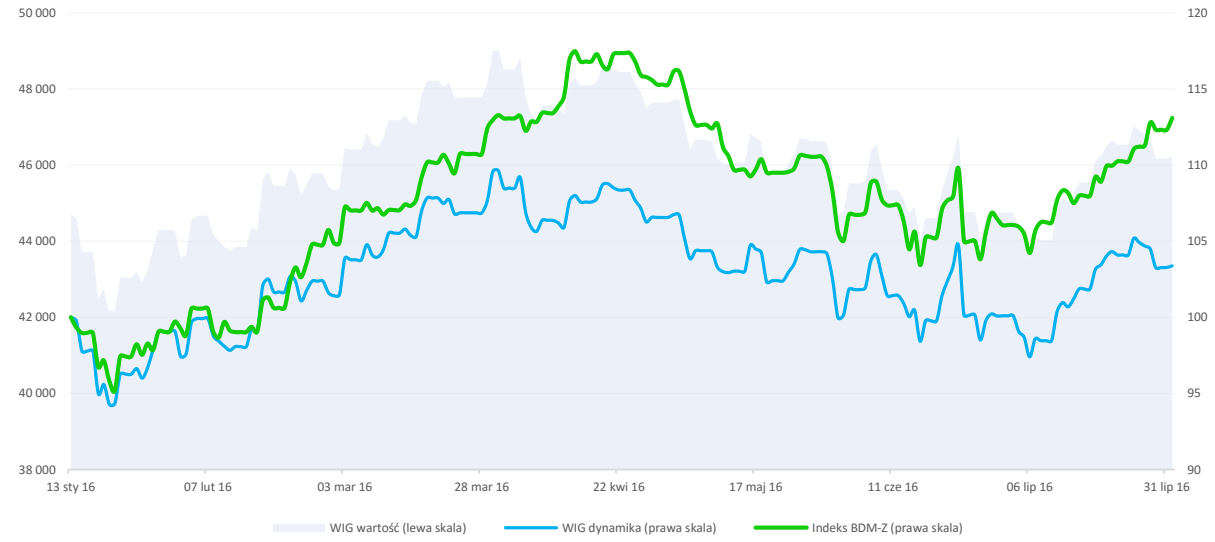
Indeks BDM-Z zyskał **6,63%.** w okresie 01.07.2016-01.08.2016**.**

Indeks WIG wzrósł o **3,28%.**

**kursy zamknięcia uwzględniają odciętą dywidendę (Kruk = 2 PLN; Kęty = 18 PLN, GPW = 2,36 PLN)*

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 01.08.2016 zmieniamy skład indeksu BDM-Z. Do portfela indeksu dodajemy PKN Orlen. Jednocześnie usuwamy walory Lotos oraz Kęty.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-Z (stan na koniec sesji 01.08.2016)

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	2016P	2017P
1	PKN Orlen *(nowa)*	62,81	26 864	68,98	11,1%	-9%	-9%	2%	-18%	-7%	7,5x	6,1x	4,5x	3,7x	3,2%	3,8%
2	ING Bank	129,00	16 783	2,02	11,1%	1%	6%	16%	3%	10%	16,2x	15,8x	---	---	3,3%	3,7%
3	Cyfrowy Polsat	24,20	15 477	10,51	11,1%	13%	0%	10%	5%	16%	15,7x	12,5x	7,1x	6,5x	0,0%	2,6%
4	Kruk	211,00	3 744	7,53	11,1%	5%	11%	25%	22%	21%	15,7x	13,8x	15,4x	14,0x	0,9%	1,4%
5	GTC	7,18	3 304	1,20	11,1%	6%	2%	4%	24%	0%	69,2x	19,8x	47,5x	17,5x	0,0%	0,0%
6	Ciech	58,50	3 083	3,29	11,1%	10%	-17%	-27%	-17%	-32%	7,2x	6,9x	5,5x	5,0x	4,9%	3,0%
7	PKP Cargo	34,10	1 527	1,46	11,1%	3%	-17%	-29%	-58%	-50%	---	16,1x	4,1x	3,3x	0,0%	0,0%
8	GPW	33,86	1 421	2,24	11,1%	3%	-10%	-3%	-31%	-6%	12,0x	11,9x	7,5x	7,4x	7,7%	7,5%
9	PCC Rokita	59,48	1 181	0,13	11,1%	5%	0%	33%	48%	23%	12,3x	11,9x	8,9x	8,9x	7,5%	8,1%
10																
				Gotówka	0.0%											
				Portfel akcji	**100.0%**											

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-Z:

PKN Orlen *(nowa)* *Analityk:* *Krzysztof Pado* *tel. (032) 20-81-432* *e-mail: pado@bdm.pl*	Obecne relacje poziomów kursu skłaniają nas do ponownej zmiany ekspozycji w sektorze paliwowym z Lotosu na PKN Orlen. Zdajemy sobie sprawę, że Orlen ma przed sobą okres wysokiej bazy wynikowej także w 3Q'16 i dynamiki w ujęciu r/r na poziomie oczyszczonej EBITDA LIFO będę wyraźnie ujemne. Liczymy jednak, że ostatnie spadki cen ropy i zapowiedzi ścięcia wykorzystania mocy przez amerykańskich producentów na rynku benzyny poprawią odczyty marż rafineryjnych po bardzo słabym lipcu. Zakładany wysoki raportowany EPS'16 i niski poziom zadłużenia może być podstawą do dobrej dywidendy za 2016 rok. Ryzykiem pozostaje tu oczywiście nadal niewyklarowana strategia głównego właściciela względem sektora paliwowego.
ING Bank *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-412* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Oczekujemy stopniowej poprawy sentymentu wobec sektora bankowego. Akcentujemy jeden z bezpieczniejszych przedstawiciela sektora i doceniamy rosnące udziały w rynku detalicznym i korporacyjnym, co powinno mieć pozytywny wpływ na przyszłe raportowane wyniki.
Cyfrowy Polsat *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-412* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Spółka udanie przeprowadziła refinansowanie zadłużenia. Dodatkowo zakomunikowano przejęcie pakietu Midasa. Tym samym zmienił się model funkcjonowania (z istotnym wpływem na poziom przyszłych poziomów Capexu). W 2H'16 liczymy na poprawę dynamiki ARPU, z przełożeniem na 2017 rok. Uwzględniając ścieżkę wynikową na kolejne okresy, oceniamy że mnożniki rynkowe są nadal na interesujących poziomach.
Kruk *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-412* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Doceniamy działania władz spółki na polu ekspansji zagranicznej. Sądzimy, że najbliższe 2-3 lata w istotny sposób zmienią pozycję spółki wśród światowych graczy. Akcentujemy też wysoką dynamikę wzrostu zysku netto jaką spółka powinna wykazać w najbliższych latach (w 2016 roku spodziewamy się zysku netto już na poziomie 250 mln PLN, czyli będą to parametry przekraczające zapisy programu motywacyjnego).
GTC *Analityk:* *Adrian Górniak* *tel. (032) 20-81-438* *e-mail:gorniak@bdm.pl*	Walory dewelopera cały czas są w naszej ocenie zrównoważoną inwestycją. Spółka poinformowała na początku lipca o przeprowadzeniu transakcji nabycia dwóch biurowców w Polsce (Neptun Office Center w Gdańsku oraz Sterlinga Busines Center w Łodzi) o łącznej powierzchni najmu blisko 30 tys. mkw. Szacujemy, że obie inwestycje są warte rynkowo blisko 190 mln PLN. Uważamy, że ostatnio prowadzone akwizycje są udane i wzmacniają wartość grupy. W planach dewelopera na '16 jest jeszcze ukończenie budowy biurowców w Belgradzie (kolejne etapy projektu Forty-One) i Łodzi. W '17 powinna zostać oddana do użytku Galeria Północna, która zdecydowanie wesprze wyniki spółki. Wsparciem dla kursu akcji GTC byłoby zapewne szybkie uzyskanie pozwolenia na rozpoczęcie prac budowlanych w na Wilanowie (zakładamy, że obiekt zostanie otwarty w 2020 roku). Zwracamy uwagę, że nie dostrzegamy obecnie istotnego ryzyka pojawienia się odpisów na posiadanym portfolio inwestycji.
Ciech *Analityk:* *Krystian Brymora* *tel. (032) 20-81-435* *e-mail: brymora@bdm.pl*	Akcentujemy wciąż atrakcyjną wycenę rynkową spółki, z dyskontem do innych producentów sody kalcynowanej czy krajowych spółek chemicznych. Zwracamy uwagę, że sezonowo 2Q jest najlepszym okresem w biznesie sodowym, co przy rozbudowanych mocach produkcyjnych powinno przełożyć się na mocny 2Q'16. Dodatkowo oczekujemy zdecydowanej poprawy przepływów pieniężnych od 2017 roku.
PKP Cargo *Analityk:* *Marek Jurzec* *tel. (032) 20-81-435* *e-mail: marek.jurzec@bdm.pl*	Sądzimy, że okres intensywnych zawirowań spółka ma już za sobą, a w wyniku kumulacji kilku negatywnych czynników jej kurs znalazł się na atrakcyjnych poziomach (niskie EV/EBITDA na 2016 i 2017). Ponadto od 4Q'16 powinna być odczuwalna poprawa w segmencie przewozów kruszyw i materiałów budowlanych, co może mieć pozytywne odzwierciedlenie w średnich stawkach za wykonywaną pracę przewozową. Na to nakładają się także lepsze cenniki za przewozy węgla. Stawki za pracę przewozową w dwóch ostatnich kontraktach z Eneą oraz PGNiG Termiką są o ponad 1/3 wyższe od zeszłorocznych stawek za przewozy realizowane dla Enei i PGE.
GPW *Analityk:* *Maciek Bobrowski* *tel. (032) 20-81-412* *e-mail: bobrowski@bdm.pl*	Zakładamy, że rok 2016 finalnie przyniesie istotną poprawę klimatu inwestycyjnego na rynku akcji, co powinno stymulować przyszłe rezultaty segmentu rynku finansowego. W 2016 roku liczymy wreszcie na dobre rezultaty w segmencie rynku towarowego. Zwracamy 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. W lipcu została już odcięta dywidenda (2,36 PLN/akcję).
PCC Rokita *Analityk:* *Krystian Brymora* *tel. (032) 20-81-435* *e-mail: brymora@bdm.pl*	Po kilku udanych kwartałach wynikowych oczekujemy, że również raport za 2Q'16 da powody do zadowolenia. Zwracamy uwagę na wysoki wolumen sprzedaży sody/ługu sodowego, co potwierdzają ostatnie dane o produkcji GUS, czy wciąż dobre otoczenie w biznesie poliolowym, produkującym głównie na potrzeby branży meblowej.

HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.1 [stan na koniec sesji 01.08.2016]

Spółka	rekomendacja	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina	kurs	WIG	realizacja	data realizacji	kurs realizacji / kurs bieżący	WIG przy realizacji / WIG aktualnie	stopa zwrotu spółki	stopa zwrotu WIG	względna stopa zwrotu	analityk
Bytom	akumuluj	3,23	redukuj	2,98	01.08.2016	11:59 CEST	2,83	46 323			2,83	46 221	0,0%	-0,2%	0,2%	górniak
Trakcja	akumuluj	12,5	wznowienie	---	01.08.2016	10:59 CEST	11,2	46 233			11,05	46 221	-1,3%	0,0%	-1,3%	pado
Cognor	kupuj	1,73	kupuj	1,66	21.07.2016	11:05	1,18	46 480			1,42	46 221	20,3%	-0,6%	20,9%	bobrowski
Śnieżka	redukuj	56,4	trzymaj	56,4	18.07.2016	08:59	61,2	45 541			58,03	46 221	-5,2%	1,5%	6,7%	pado
Selena FM	kupuj	21,3	kupuj	18,8	15.07.2016	08:49	17,05	45 246			19,43	46 221	14,0%	2,2%	11,8%	pado
Comp	kupuj	69,5	kupuj	69,5	06.07.2016	10:19	52,26	43 959			51	46 221	-2,4%	5,1%	-7,6%	jurzec
Comarch	akumuluj	158,9	kupuj	139	06.07.2016	09:59	143,5	44 143			152	46 221	5,9%	4,7%	1,2%	jurzec
MFO	kupuj	20,63	---	---	27.06.2016	11:40	13,66	44 229			18,49	46 221	35,4%	4,5%	30,9%	bobrowski
PKP Cargo	kupuj	42,6	---	---	17.06.2016		32,51	44 008			34,1	46 221	4,9%	5,0%	-0,1%	jurzec
Arctic Paper	kupuj	6,1	kupuj	5,6	13.06.2016		5	45 022			4,96	46 221	-0,8%	2,7%	-3,5%	brymora
Kruk	akumuluj	215,4	trzymaj	182,4	10.06.2016		192	45 475			213,0	46 221	10,9%	1,6%	9,3%	bobrowski
Ciech	akumuluj	73,5	redukuj	43,2	08.06.2016		62	46 277			58,5	46 221	-5,6%	-0,1%	-5,5%	brymora
GTC	akumuluj	7,33	akumuluj	5,73	02.06.2016		6,39	44 926			7,1	46 221	11,1%	2,9%	8,2%	górniak
Kęty	akumuluj	344,6	akumuluj	310,6	02.06.2015		313	44 638	tak	28.07.2016	355,55	46 804	13,6%	4,9%	8,7%	pado
Stalprodukt	kupuj	349,2	akumuluj	315,8	24.05.2016		292	46 042	tak	28.07.2016	359,8	46 802	23,2%	1,7%	21,6%	bobrowski
Instal Kraków	kupuj	19,1	kupuj	18,6	16.05.2016		11,94	46 064			12,91	46 221	8,1%	0,3%	7,8%	pado
Stalprofil	kupuj	14,6	wznowienie	18,2	09.05.2016		11,99	46 664			12,14	46 221	1,3%	-0,9%	2,2%	bobrowski
PKN Orlen	akumuluj	72,3	trzymaj	73	06.05.2016		65,5	46 240			62,8	46 221	-4,1%	0,0%	-4,1%	pado
Dom Development	trzymaj	58,3	trzymaj	58,3	04.05.2016		56,7	47 102			53,9	46 221	-4,9%	-1,9%	3,1%	górniak
Robyg	akumuluj	3,55	akumuluj	2,84	04.05.2016		3,17	47 102			2,89	46 221	-8,8%	-1,9%	-7,0%	górniak
Budimex	redukuj	170,1	trzymaj	125,6	29.04.2016		196	47 654			179	46 221	-8,7%	-3,0%	5,7%	pado
Cognor	kupuj	1,66	kupuj	2,06	28.04.2016		1,15	47 514	nie; update	21.07.2016	1,18	46 480	2,6%	-2,2%	4,8%	bobrowski
Grajewo	kupuj	40,5	kupuj	35,9	27.04.2016		31	47 871			29,97	46 221	-3,3%	-3,4%	0,1%	brymora
Wasko	akumuluj	2,51	kupuj	2,51	27.04.2016		1,97	47 914			1,44	46 221	-26,9%	-3,5%	-23,4%	jurzec
PKN Orlen	trzymaj	73	kupuj	69,1	13.04.2016		71,9	47 888	nie; update	06.05.2016	65,5	46 240	-8,9%	-3,4%	5,5%	pado
Bytom	redukuj	2,98	redukuj	2,77	11.04.2016		3,29	47 556	tak	10.06.2016	2,71	45 813	-17,6%	-3,7%	14,0%	górniak
LPP	akumuluj	6412,7	redukuj	5658,7	18.03.2016		5835	47 833			4903	46 221	-16,0%	-3,4%	-12,6%	górniak
Synthos	trzymaj	3,9	akumuluj	4,6	08.03.2016		3,76	46 707			3,97	46 221	5,6%	-1,0%	-6,6%	brymora
Stalprodukt	akumuluj	315,8	redukuj	290	08.03.2016		272,7	46 843	nie; update	24.05.2016	292	46 042	7,1%	-1,7%	8,8%	bobrowski
Synthos	akumuluj	4,6	akumuluj	4,75	03.03.2016		4,00	45 747	nie; update	08.03.2016	3,76	46 707	-6,0%	2,1%	-8,1%	brymora
Śnieżka	trzymaj	56,4	akumuluj	51,1	26.02.2016		55,7	45 991	nie; update	18.07.2016	61,20	45 541	9,9%	-1,0%	-10,9%	pado
Comarch	kupuj	139	---	---	24.02.2016		115	45 335	tak	19.04.2016	142,0	48 384	23,5%	6,7%	16,8%	jurzec
Agora	trzymaj	11,77	redukuj	11,2	23.02.2016		11,5	45 761			12,28	46 221	6,8%	1,0%	-5,8%	bobrowski
ATM Grupa	trzymaj	3,62	kupuj	3,92	16.02.2016		3,84	44 288			3,67	46 221	-4,4%	4,4%	8,8%	bobrowski
Forte	akumuluj	59,2	redukuj	49,8	16.02.2016		50,4	44 106	tak	13.04.2016	59,80	47 845	18,7%	8,5%	10,2%	brymora
Lotos	akumuluj	27,1	akumuluj	33,5	15.02.2016		24,2	44 393	tak	18.03.2016	27,43	47 811	13,3%	7,7%	5,6%	pado
PKN Orlen	kupuj	69,1	akumuluj	80	15.02.2016		57,0	44 469	tak	01.04.2016	73,50	48 745	28,9%	9,6%	19,3%	pado
Selena FM	kupuj	18,8	trzymaj	22,3	15.02.2016		15,0	43 849	nie; update	15.07.2016	17,05	45 246	13,7%	3,2%	10,5%	pado

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.2 [stan na koniec sesji 01.08.2016]

Spółka	rekomendacja	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina	kurs	WIG	realizacja	data realizacji	kurs realizacji / kurs bieżący	WIG przy realizacji / WIG aktualnie	stopa zwrotu spółki	stopa zwrotu WIG	względna stopa zwrotu	analityk
Paged	kupuj	62,9	akumuluj	62	12.02.2016		52,3	44 017			53,30	46 221	1,9%	5,0%	-3,1%	brymora
Cyfrowy Polsat	akumuluj	24,65	trzymaj	24,21	11.02.2016		21,6	43 687			24,20	46 221	12,0%	5,8%	6,2%	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			5,33	46 221	4,3%	4,9%	0,6%	pado
Bogdanka	kupuj	39,8	kupuj	42,36	05.01.2016		32,55	45 357	tak	29.03.2016	39,82	47 925	22,3%	5,7%	16,7%	bobrowski
Qumak	redukuj	7,82	---	---	22.12.2015		9,07	46 247	tak	23.05.2016	6,66	45 886	-26,6%	-0,8%	25,8%	jurzec
Bytom	redukuj	2,77	redukuj	2,7	18.12.2015		3,05	45 684	tak	13.01.2016	2,70	44 585	-11,5%	-2,4%	9,1%	górniak
Wasko	kupuj	2,51	---	---	18.12.2015		1,92	45 684	nie; update	27.04.2016	1,97	47 914	2,6%	4,9%	-2,3%	jurzec
Arctic Paper	kupuj	5,60	kupuj	5,5	11.12.2015		3,4	44 808	nie; update	13.06.2016	5,00	45 022	47,1%	0,5%	46,6%	brymora
GPW	akumuluj	41,0	akumuluj	52,7	10.12.2015		36,81	44 670	nie	09.06.2016	34,90	44 490	-5,2%	-0,4%	-4,8%	bobrowski
Elektrobudowa	trzymaj	147,8	kupuj	138,8	09.12.2015		136	45 624	nie	0.06.2016	100,00	44 490	-26,5%	-2,5%	24,0%	pado
LPP	redukuj	5658,7	redukuj	6618,1	09.12.2015		6415,2	45 609	tak	16.12.2015	5365,0	44 428	-16,4%	-2,6%	13,8%	górniak
PGNiG	redukuj	4,7	sprzedaj	5,54	04.12.2015		5,15	46 544	tak	14.01.2016	4,68	44 220	-9,1%	-5,0%	4,1%	pado
PCC Rokita	akumuluj	49,9	akumuluj	45,1	03.12.2015		44	47 102	tak	23.02.2016	55,78	48 202	26,8%	2,3%	24,4%	brymora
CCC	akumuluj	165,4	---	---	02.12.2015		149	47 826	tak	22.04.2016	171,95	48 527	15,4%	1,5%	13,9%	górniak
Stalprodukt	redukuj	290	redukuj	374,2	27.11.2015		319	48 418	tak	14.12.2015	280,0	44 100	-12,2%	-8,9%	3,3%	bobrowski
Kruk	trzymaj	182,4	---	---	26.11.2015		188	48 213	nie; update	10.06.2016	192,0	45 475	2,1%	-5,7%	-7,8%	bobrowski
Robyg	akumuluj	2,84	akumuluj	2,68	25.11.2015		2,51	48 064	tak	20.01.2016	2,87	42 393	14,3%	-11,8%	26,1%	górniak
PA NOVA	kupuj	25,82	kupuj	23,74	18.11.2015		19,8	48 944	nie	09.06.2016	21,00	44 490	6,1%	-9,1%	15,2%	górniak
Orbis	trzymaj	60	akumuluj	59,3	09.11.2015		61,13	49 550	tak	11.12.2015	59,75	45 280	-2,3%	-8,6%	-6,4%	bobrowski
Grupa Azoty	sprzedaj	60,2	sprzedaj	44,7	08.11.2015		93	51 106	nie	01.06.2016	68,00	44 900	-26,9%	-12,1%	14,7%	brymora
Police	trzymaj	23	sprzedaj	12,9	08.11.2015		24	51 106	nie	01.06.2016	22,00	44 900	-8,3%	-12,1%	-3,8%	brymora
ZA Puławy	trzymaj	175	akumuluj	161	08.11.2015		178	51 106	nie	01.06.2016	211,50	44 900	18,8%	-12,1%	-31,0%	brymora
Cyfrowy Polsat	trzymaj	24,21	redukuj	20,11	26.10.2015		24,81	51 157	nie; update	11.02.2016	21,60	43 687	-12,9%	-14,6%	-1,7%	bobrowski
ATM Grupa	kupuj	3,92	akumuluj	4,11	26.10.2015		3,3	51 157	tak	05.01.2016	4,3	45 570	30,3%	-10,9%	41,2%	bobrowski
Instal Kraków	kupuj	18,6	kupuj	22,9	19.10.2015		11,3	51 475	nie; update	16.05.2016	11,94	46 064	5,7%	-10,5%	16,2%	pado
Intersport	kupuj	3,55	---	---	12.10.2015		2,00	51 445	nie	01.06.2016	1,83	44 701	-8,5%	-13,1%	4,6%	górniak
Comp	kupuj	69,5	---	---	23.09.2015		55	50 525	nie	01.06.2016	51,00	44 701	-7,3%	-11,5%	4,3%	jurzec
PGNiG	sprzedaj	5,54	---	---	03.09.2015		6,61	50 808	tak	04.12.2015	5,15	46 544	-22,1%	-8,4%	13,7%	pado
Bogdanka	kupuj	42.36 (+3.5 DPS)	(wznowienie)	---	28.08.2015		37,8	50 037	tak	04.09.2015	49,7	50 847	31,5%	1,6%	29,9%	bobrowski
Kęty	trzymaj	305	trzymaj	193,9	17.08.2015		325	52 500	nie; update	11.02.2016	280,1	43 859	-13,8%	-16,5%	-2,6%	pado
Śnieżka	akumuluj	51,1	akumuluj	48,8	13.08.2015		46,3	52 555	tak	11.09.2015	55,65	51 553	20,2%	-1,9%	22,1%	pado
Paged	akumuluj	62	---	---	12.08.2015		55,5	52 934	nie; update	12.02.2016	52,3	44 017	-5,8%	-16,8%	11,1%	brymora
Forte	redukuj	49,8	redukuj	49,5	12.08.2015		60	52 934	tak	20.01.2016	48,1	42 300	-19,8%	-20,1%	-0,3%	brymora
Eurocash	redukuj	38	---	---	10.08.2015		42,5	52 638	nie	01.06.2016	50,24	44 701	18,2%	-15,1%	-33,3%	górniak
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%	górniak
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

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.3 [stan na koniec sesji 01.08.2016]

Spółka	rekomendacja	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina	kurs	WIG	realizacja	data realizacji	kurs realizacji / kurs bieżący	WIG przy realizacji / WIG aktualnie	stopa zwrotu spółki	stopa zwrotu WIG	względna stopa zwrotu	analityk
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%	górniak
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%	górniak
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%	górniak
Arctic Paper	kupuj	5,5	akumuluj	4,05	27.05.2015		3,25	55 746	nie; update	11.12.2015	3,4	44 808	4,6%	-19,6%	24,2%	brymora
PCC Rokita	akumuluj	45,1	---	---	22.05.2015		40,8	56 689	nie; update	03.12.2015	44	47 102	7,8%	-16,9%	24,8%	brymora
PKN Orlen	trzymaj	70	akumuluj	40,8	21.05.2015		73	56 900	nie; update	10.07.2015	72,5	52 173	-0,7%	-8,3%	-7,6%	pado
Orbis	akumuluj	60,8	akumuluj	44,9	20.05.2015		53,1	56 925	tak	06.08.2015	67,0	52 450	26,2%	-7,9%	34,0%	bobrowski
LPP	redukuj	6618,1	---	---	19.05.2015		7580,2	57 209	tak	03.07.2015	6455	52 277	-14,8%	-8,6%	6,2%	górniak
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%	górniak
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%	górniak
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%	górniak

STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI

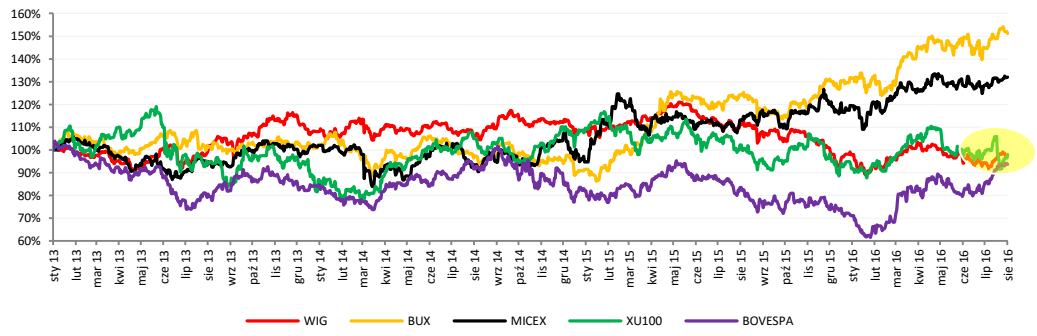
Styczeń 2016 roku przyniósł gwałtowną przeceną niemal na wszystkich rynkach akcji. Statystycznie pierwsze dni handlu nowego roku w 2016 roku należały do jednych ze słabszych okresów w historii odczytów (zarówno dla giełd amerykańskich jak i europejskich). Stopniowo zmiana nastrojów na głównych rynkach była odczuwalna w luty'16. Ciągle jeszcze stopy zwrotu wielu kluczowych indeksów akcyjnych znajdowały się na minusach licząc od początku bieżącego roku. Marzec'16 przyniósł kontynuację odbicia na wielu parkietach akcji w koszyku emerging markets (wraz z odbiciem na ciężkich surowcach przemysłowych). Kwiecień'16 był miesiącem wyhamowania dynamiki wcześniejszych wzrostów. Bardzo trudny dla wielu rynków rozwijających się okazał się maj'16 (m.in. głębokie spadki w Polsce, Turcji czy Brazylii). W czerwcu doszło do zawirowań związanych z wynikami referendum w Wielkiej Brytanii. Zauważamy jednak, że po kilku dniach handlu wiele indeksów zniwelowało wcześniejsze tąpnięcie (a indeksy z ekspozycją surowcową nawet się wyraźnie umocniły względem wcześniejszych pułapów).

Zmiany wybranych indeksów akcyjnych

	1M	3M	6M	1Yr	YTDr
WIG	3,3%	-3,0%	4,3%	-12,4%	-0,5%
BUX	4,3%	2,2%	13,9%	21,6%	14,8%
Micex	2,7%	-0,3%	9,8%	16,7%	10,6%
Istanbul Turkish100	-1,6%	-10,1%	4,4%	-4,0%	6,9%
DAX	5,7%	2,9%	5,9%	-8,7%	-3,8%
FTSE100	1,8%	7,2%	10,5%	0,0%	7,2%
CAC40	3,2%	-0,4%	0,4%	-13,2%	-4,9%
Ibex	3,0%	-5,7%	-3,1%	-23,9%	-10,8%
Mediolan	1,6%	-11,0%	-10,4%	-29,7%	-22,7%
SP&500	3,2%	5,1%	11,9%	3,2%	6,2%
Bovespa	9,3%	5,9%	40,7%	12,2%	31,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Indeks WIG na tle wybranych indeksów emerging markets od 2013 roku

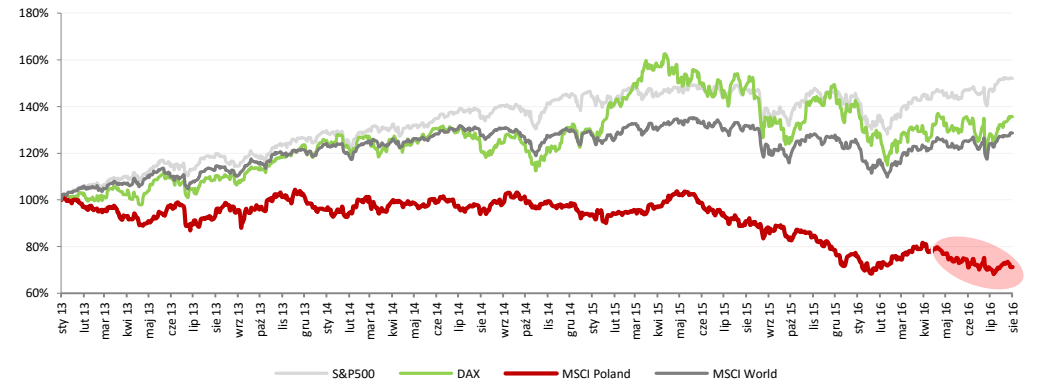


Licząc od początku 2013 roku, indeks WIG notuje podobną stopę zwrotu co turecki XU100 (oba indeksy należały liderów spadków w regionie CEE w 2015 roku).

Na uwagę zasługuje odbudowa indeksu węgierskiego (po wcześniejszych słabszych odczytach). Okres styczeń-lipiec'16 przyniósł także wyraźną poprawę w Brazylii czy Rosji.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

MSCI Poland na tle innych indeksów w okresie od 2013 roku



Na głównych rynkach światowych widać odczyty blisko tegorocznych szczytów.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI INDKESÓW SEKTOROWYCH NA GPW

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

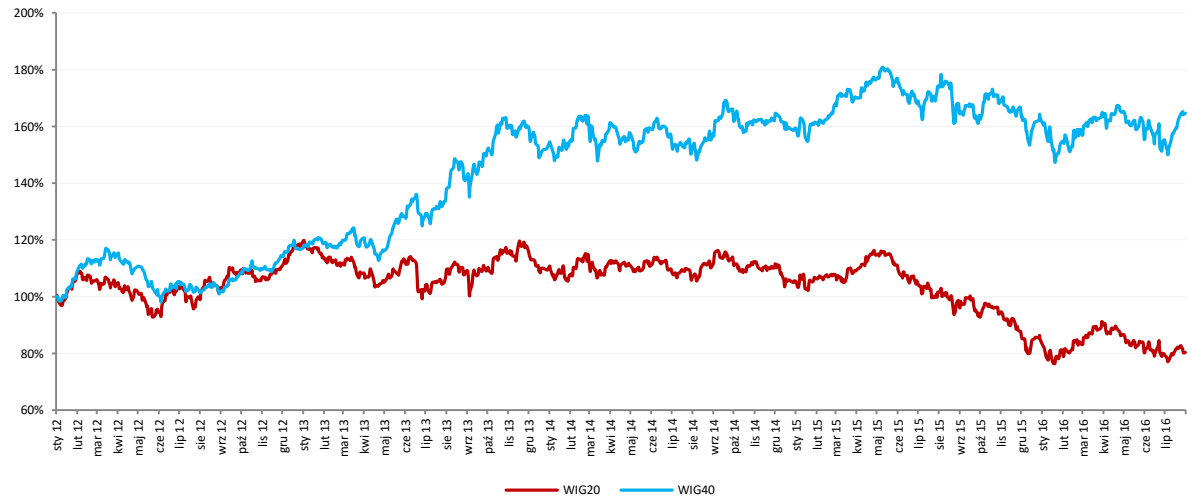
Zmiany wybranych indeksów krajowego rynku akcji

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG30	2,6%	-5,4%	0,8%	-18,7%	-3,5%
WIG20	1,0%	-7,1%	-0,9%	-20,9%	-5,2%
mWIG40	6,1%	-0,2%	6,4%	-5,5%	1,1%
sWIG80	3,4%	-0,8%	9,8%	2,9%	3,5%
WIGdiv	4,0%	-4,0%	3,1%	-15,3%	0,4%
WIG	3,3%	-3,0%	4,3%	-12,4%	-0,5%
Respect	4,2%	-2,0%	3,4%	-17,2%	-0,5%

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG Banki	-0,2%	-5,7%	-1,1%	-17,3%	-7,3%
WIG Budownictwo	5,8%	-6,5%	-4,5%	-6,3%	-7,6%
WIG Chemia	8,5%	-10,2%	-18,2%	-11,6%	-17,8%
WIG Deweloperzy	2,3%	0,0%	12,8%	18,8%	9,0%
WIG Energetyka	5,3%	-5,4%	-5,5%	-27,8%	-3,0%
WIG Informatyka	8,4%	6,1%	16,0%	10,7%	15,6%
WIG Media	9,7%	0,3%	10,5%	6,7%	13,6%
WIG Paliwa	-4,4%	-1,4%	7,7%	-12,6%	0,4%
WIG Spożywczy	9,5%	8,3%	27,3%	24,6%	15,7%
WIG Surowce	21,0%	10,4%	51,9%	-9,0%	34,3%
WIG Telekom	6,3%	-8,9%	-12,2%	-26,7%	-12,1%
WIG CEE	3,6%	7,1%	18,5%	10,1%	15,9%
WIG Poland	3,1%	-3,3%	3,8%	-13,1%	-1,0%
WIG Ukraina	11,9%	12,5%	46,8%	40,3%	35,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana WIG20 i WIG40 od 2012 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI

Wstępny odczyt PKB za 1Q'16 w Polsce (przedstawiony przez GUS) okazał się niższy niż oczekiwania (wyhamowanie dynamiki wzrostu do ok 3%). W lipcowej projekcji NBP obniżył oczekiwania dotyczące dynamiki PKB w Polsce do 3,2% w 2016 roku (z wcześniej dokonanego podwyższenia do poziomu 3.8% w marcu'16). Jest to w szczególności efekt rewizji poziomu inwestycji w bieżącym roku. Przypominamy, że marcowe podwyższenie założeń wynikało głównie z uwzględnienia w modelu programu 500+. Zauważamy, że ponownie obniżono (choć już tylko o 0,1 pkt %) oczekiwania inflacyjne CPI. Jednoczenie w modelu skorygowano w istotny sposób ścieżkę cen energii.

Jak już wspominaliśmy, za wolniejszy wzrost PKB w Polsce odpowiada korekta poziomu inwestycji, co zniwelowało wcześniejsze korekty w górę z tytułu wyższej dynamiki spożycia indywidualnego (program 500+) oraz w niewielkim stopniu efektem eksportu netto.

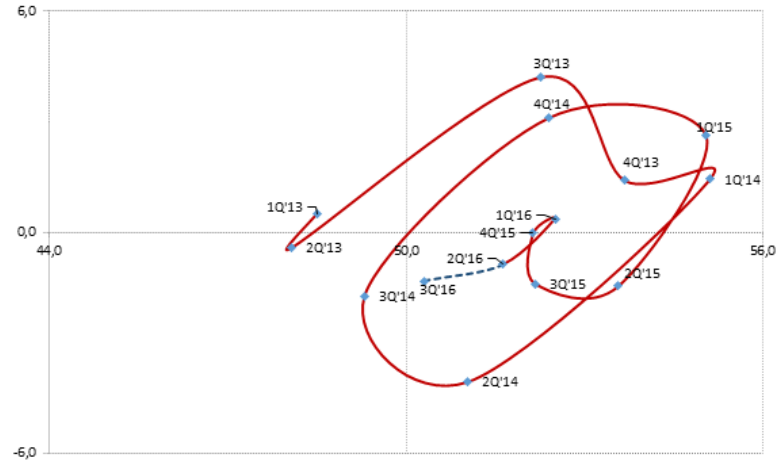
W naszym scenariuszu bazowym oczekujemy, że dynamika wzrostu w szczególności od 2H'16 będzie mocniej wspierana przez silny popyt konsumpcyjny, a od 2017 roku także przez inwestycje. Głównym ryzykiem, w naszym odczuciu, dla projekcji w perspektywie 2016 roku jest ewentualne osłabienie makro w kluczowych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

Projekcja inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce opracowana przez NBP na podstawie modelu NECMOD (lipiec 2016)

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2016P zmiana względem marca'16	2017P zmiana względem marca'16
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	**0,0**	**-1,0**	**-0,5**	**1,3**	**1,5**	**-0,1**	**0,0**
Ceny żywności (% r/r)	0,6	0,3	0,0	0,6	1,4	-1,0	-1,0
Ceny energii (% r/r)	-0,9	-1,6	0,7	2,0	1,6	5,6	1,3
Wskaźnik cen inflacji baz. po wyłączeniu żywności i energii (% r/r)	-1,0	-4,2	-4,0	2,6	1,5	-4,5	1,3
PKB (% r/r)	**3,3**	**3,6**	**3,2**	**3,5**	**3,3**	**-0,6**	**-0,3**
Popyt krajowy (% r/r)	4,9	3,4	3,6	4,1	3,7	-0,7	-0,7
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,6	3,1	4,0	4,0	3,4	-0,1	-0,2
Spożycie zbiorowe (% r/r)	4,7	3,4	2,6	3,3	3,5	-0,2	-0,4
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	10,0	5,8	1,2	4,1	4,4	-3,9	-1,0
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	-1,5	0,3	-0,3	-0,6	-0,4	0,2	0,4
Eksport (% r/r)	6,4	6,8	6,9	6,2	6,3	0,6	-0,4
Import (% r/r)	10,0	6,3	7,6	7,6	7,1	0,2	-1,0
Płace brutto (% r/r)	3,6	3,3	4,0	5,0	5,3	0,1	0,1
Liczba pracujących (% r/r)	1,9	1,4	0,9	0,2	0,1	0,2	-0,3
Stopa bezrobocia (%)	9,0	7,5	6,1	5,7	5,5	-0,7	-0,4
NAWRU (%)	7,1	6,8	6,6	6,3	5,9	-0,1	-0,1
Stopa aktywności zawodowej (%)	56,2	56,2	56,3	56,4	56,5	0,0	0,1
Wydajność pracy (% r/r)	1,4	2,2	2,3	3,2	3,1	-0,8	-0,1
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	2,4	1,2	1,7	1,7	2,1	0,8	0,2
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2011=1,00)	0,93	0,88	0,86	0,91	0,91	0,0	0,0
Indeks cen surowców energetycznych (EUR; 2011=1,00)	0,72	0,51	0,47	0,50	0,51	0,1	0,1
Poziom cen za granicą (% r/r)	1,1	1,4	1,2	1,2	1,3	-0,1	-0,2
PKB za granicą (% r/r)	1,4	1,7	1,6	1,4	1,4	0,1	-0,3
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	0,4	2,1	1,8	0,8	0,7	-0,8	-0,2
WIBOR 3M (%)	2,52	1,75	1,69	1,69	1,69	0,0	0,0

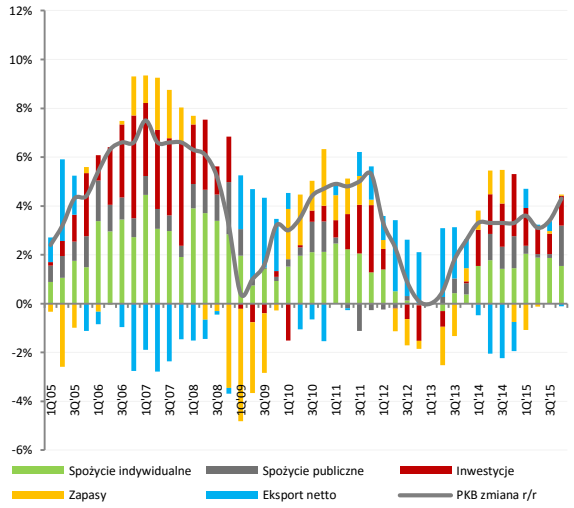
Źródło: NBP

Zegar koniunktury w oparciu o odczyty PMI dla Polski



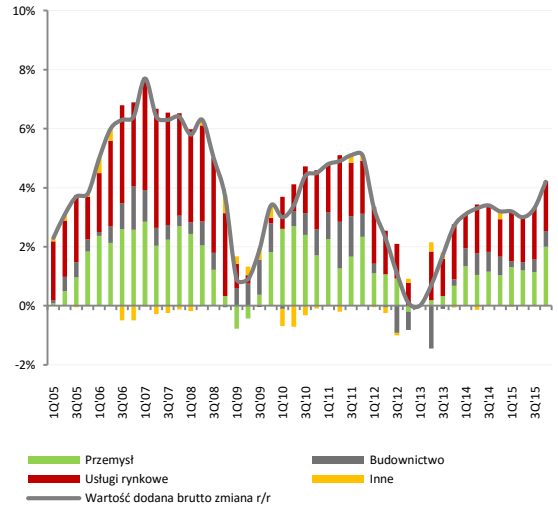
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dekompozycja PKB



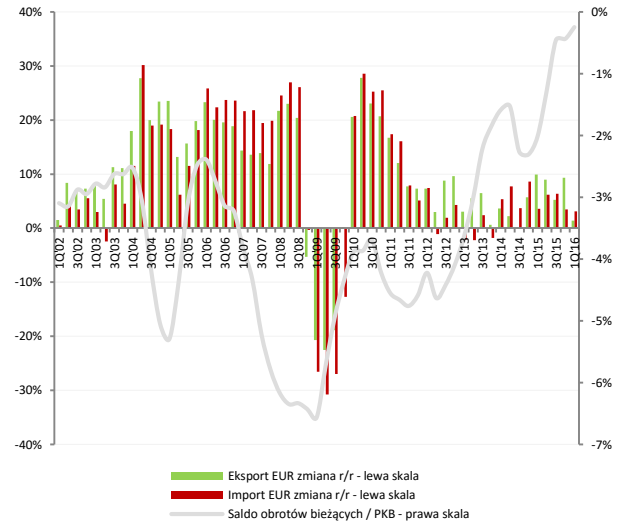
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dekompozycja wartości dodanej brutto



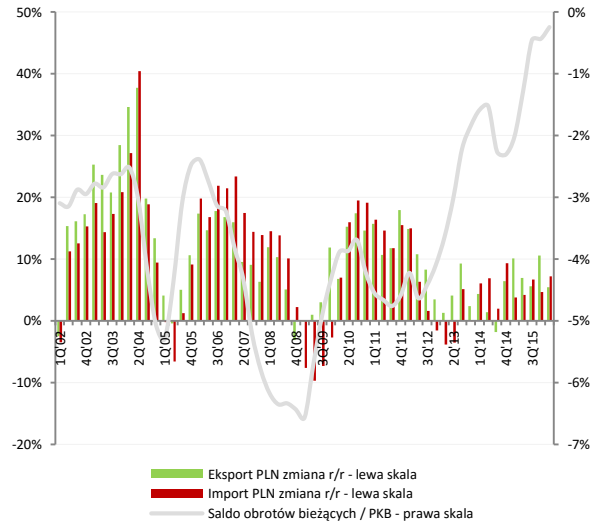
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika eksportu i importu w EUR oraz saldo obrotów bieżących



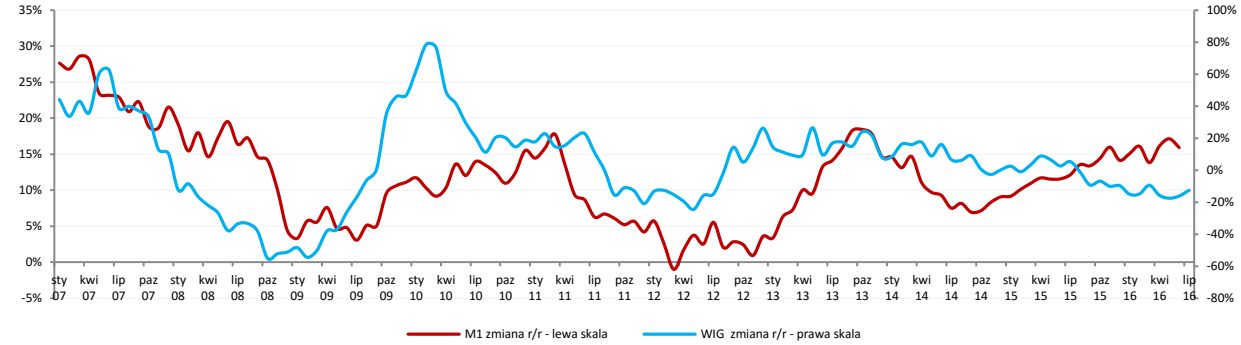
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika eksportu i importu w PLN oraz saldo obrotów bieżących



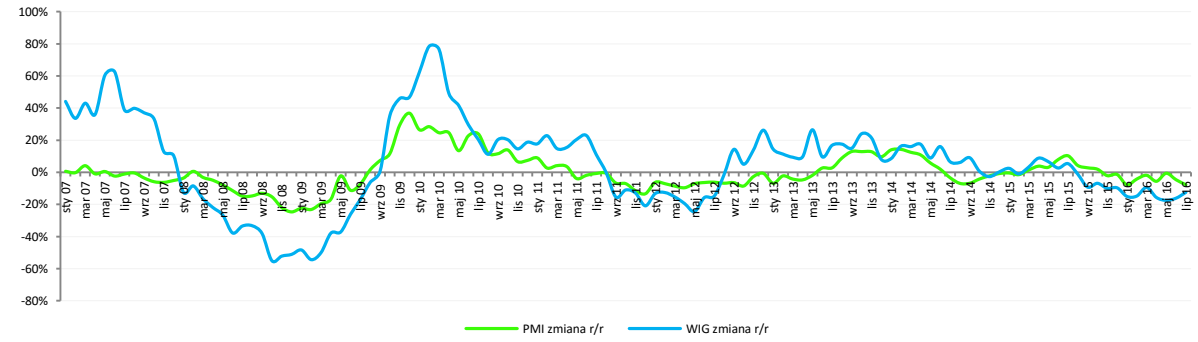
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika zmian indeksu WIG oraz M1 w Polsce



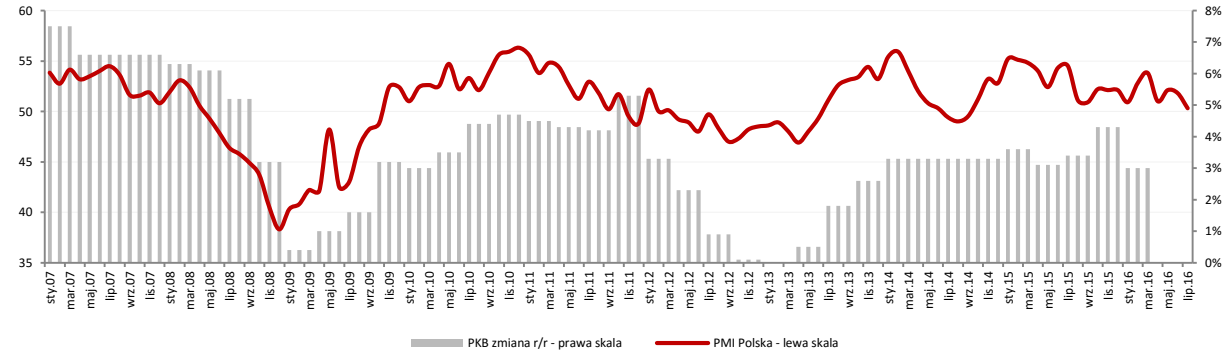
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Dynamika zmian indeksu WIG oraz PMI dla Polski



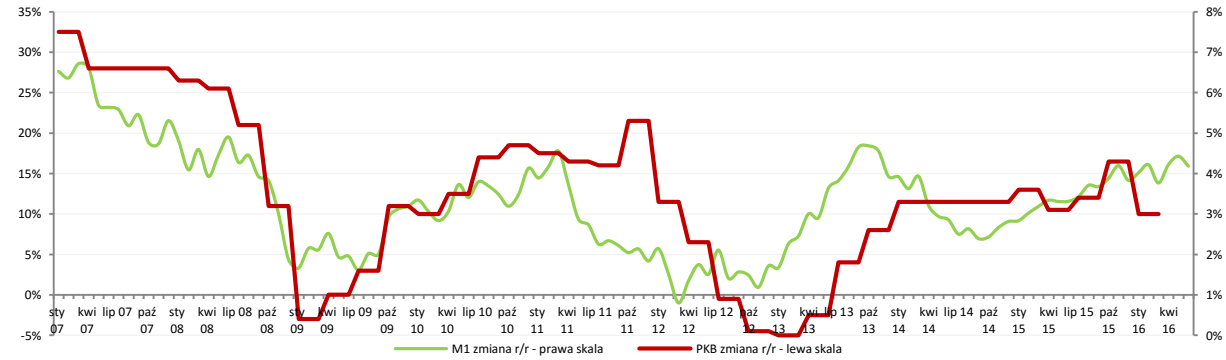
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, Merkit

Dynamika PKB oraz odczyty PMI dla Polski



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

Dynamika PKB oraz M1 dla Polski



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

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media, węgiel i stal

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krystian Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.górniak@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 nierozerwalnie 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: $GAPt = \frac{\text{GDPt}}{\text{GDP_POTt}} - 1$

System rekomendacji:

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

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

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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

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

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa 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 uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 02.08.2016 roku, 00:02 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 01.09.2016 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 niemniejszym 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 01.08.2016 roku:

Portfel indeksu BDM-A	STALPRODUKT	PKP CARGO	ARCTIC PAPER	GPW	INSTAL KRAKÓW	COGNOR	MFO	STALPROFIL	JSW	BOGDANKA
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	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 subemisje inwestycyjne i usługowe.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM i podmioty z nim powiązane pełnią funkcję animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK*	NIE	TAK**	TAK***	NIE

*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki
** Przewodniczący Rady Nadzorczej DM BDM pełni jednocześnie funkcję Wiceprezesa Zarządu spółki STALPROFIL
*** Wiceprzewodniczący Rady Nadzorczej DM BDM pełni jednocześnie funkcję Przewodniczącego Rady Nadzorczej JSW

Portfel indeksu BDM-Z	ING BANK	GPW	CIECH	CYFROWY POLSAT	KRUK	GTC	PCC ROKITA	PKP CARGO	PKN ORLEN	
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	NIE	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	TAK	TAK	TAK	
BDM i podmioty z nim powiązane posiadają akcje emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
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	
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	
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	
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	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	TAK	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 subemisje inwestycyjne i usługowe.	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	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	TAK	NIE	NIE	
BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE	
Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	

*W okresie 28 lipca - 10 sierpnia 2016 r. trwają zapisy w ramach Publicznej Oferty Sprzedaży obligacji serii DC spółki PCC Rokita IV Program Emisji

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.