

RAPORT MIESIĘCZNY

01.08.2017, 06:05 CEST Numer 8/2017

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 03.07.2017-31.07.2017:

Indeks BDM-A **+2,63%**

Indeks BDM-Z **+6,10%**

Indeks WIG **+1,96%**

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.

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

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)	10
AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-Z	11
HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM	14
STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI	17
WYNIKI INDEKSÓW SEKTOROWYCH NA GPW	18
AKTUALIZACJA ZAŁOŻEŃ DLA PERSPEKTYW WIG	19
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI	22

Aktualny skład BDM-Z

PKO BP
LPP (*nowa*)
Lotos (*nowa*)
Orange
Grupa Azoty
Kruk
Eurocash
Stalprodukt (*nowa*)
PKP Cargo
Bogdanka

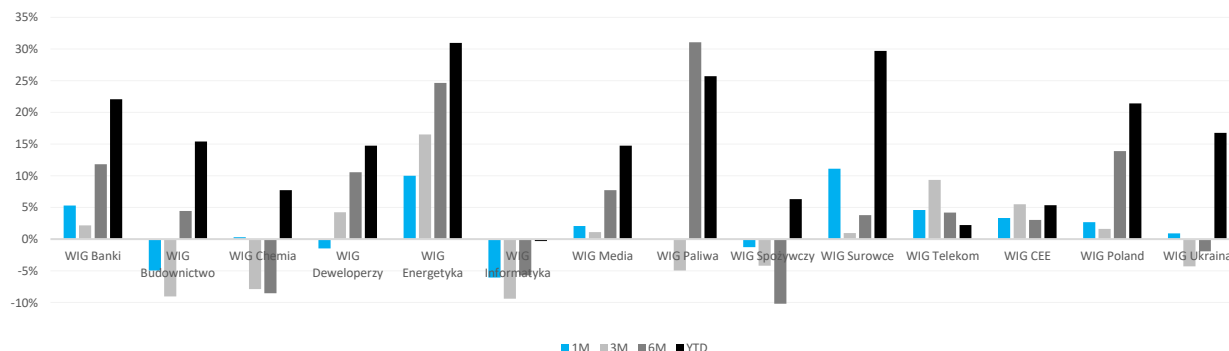
Aktualny skład BDM-A

Orange
Stalprodukt (*nowa*)
Bogdanka
Agora
Vistula (*nowa*)
Bytom (*nowa*)
Wasko
Instal Kraków
Patentus
Esotiq

PODSUMOWANIE

Lipiec'17 przyniósł dalsze wzrosty szerokiego rynku akcji w Warszawie. Największe dynamiki ruchu w górę sektorowo miał WIG Surowce (+11,1%) oraz WIG Energetyka (+10%). Pokażne zwyżki notował też WIG Banki (+5,3%) czy WIG Telekom (+4,6%). Na koniec sesji 31.07.2017 r. indeks WIG wynosił 62 595,76 punktów, co oznacza wzrost o ponad 23% względem końca 2016 roku.

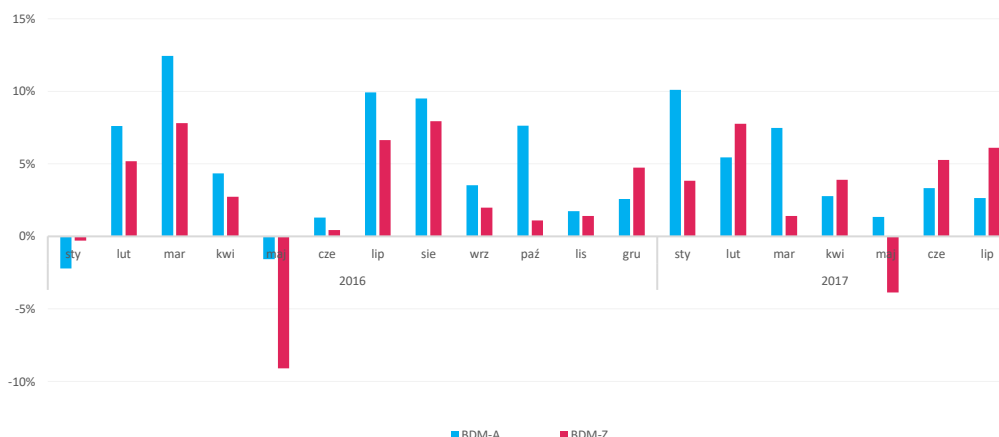
Zachowanie poszczególnych indeksów sektorowych na GPW



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GPW

Jesteśmy zadowoleni z wyników naszej lipcowej strategii dla indeksu BDM-Z (grupujący kluczowe dla GPW płynne podmioty). BDM-Z na koniec sesji 31.07.2017 r. wskazywał wartość 169,25 pkt, co oznacza wzrost aż o 6,1% w trakcie miesiąca (WIG w tym czasie zyskał 1,96%). Z kolei indeks BDM-A (składający się ze spółek z dużą potencjalną nieefektywnością wyceny rynkowej bez uwzględnienia kryterium płynności) na koniec 31.07.2017 r. wynosił 237,44 punktów, czyli w lipcu zyskał 2,63%.

Historyczne zachowanie indeksu BDM-A oraz BDM-Z (zgodnie z cyklem publikacji raportów miesięcznych)



Na koniec 31.07.2017 roku:
BDM-A = 237,44 pkt
BDM-Z = 169,25 pkt
(na początku 2016 roku BDM-A oraz BDM-Z wynosiły 100 pkt)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Tak jak sugerowaliśmy w poprzedniej edycji, w ostatnim okresie przeprowadzaliśmy test naszych założeń dla tegorocznej perspektywy zachowania WIG. Na przełomie bieżącego roku należeliśmy do awangardy optymistów kreśląc zasięg ruchu WIG w górę rzędu 15-20% w całym 2017 roku (sugerowaliśmy, że WIG przekroczy 60 000 punktów).

Dobre odczyty makro z polskiej gospodarki (z ambitną ścieżką utrzymania dynamiki PKB na pułapie nawet ponad 4% w kolejnych 2 latach) oraz wciąż sprzyjające otoczenie zewnętrzne są bardzo silnymi argumentami dla obozu byków.

Nasze symulacje dla pokrywanych spółek wskazują, że mediana wzrostu EPS w 2018 roku będzie na poziomie ponad 20%. Mediana prognozowanego mnożnika P/E'18P dla grupy spółek, którą pokrywamy wynosi 14,0x (z kolei P/E'17P = 16,2x). Uwzględniając wagę kapitalizacji dla badanej grupy podmiotów średni wzrost EPS w 2018 roku powinien wynieść 14%.

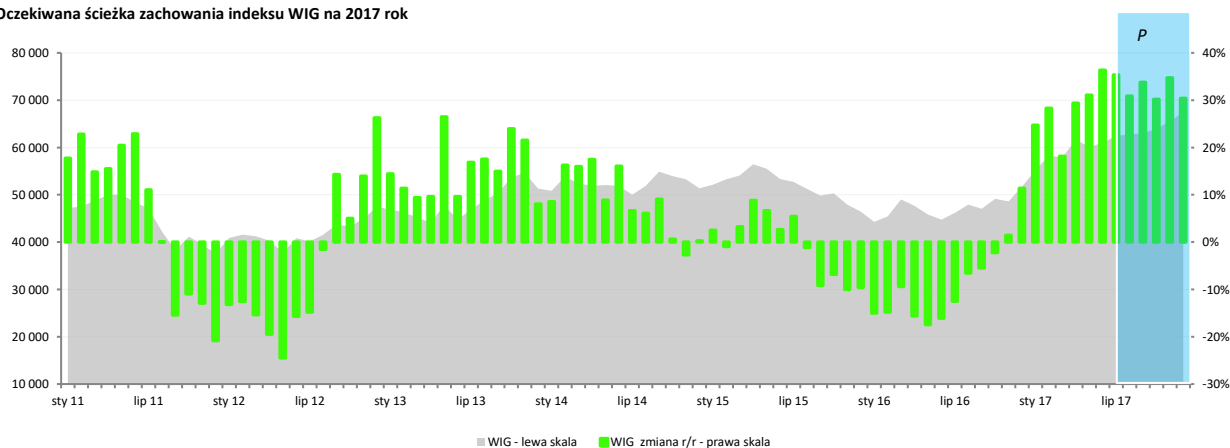
Na chwilę obecną nie dostrzegamy silnych powodów erozji w głównych segmentach tworzących indeks WIG. W najważniejszej grupie reprezentującej podmioty z branży Banki/Finanse wyróżniamy większość spółek, które powinny budować wartość indeksu. W drugim kluczowym obszarze Oil&Gas oraz Surowce także nie definiujemy w perspektywie 2H'17 powodów do trwałego istotnego spadku wartości indeksu. Trzeci fundament WIG to spółki z branży Energetyka, które w naszej ocenie wyczerpały negatywne impulsy.

Podstawowym ryzykiem dla szerokiego rynku jest rozczarowanie poziomem inwestycji w końcówce br. oraz zwłaszcza w 2018 roku. Dodatkowo, w naszej ocenie obserwowane szybkie zmiany na rynku pracy, w szczególności spadająca stopa bezrobocia (wręcz kłopoty w zapewnieniu pracowników) i rosnąca dynamika wzrostu płac (nie tylko płacy minimalnej) przy ograniczonej poprawie efektywności, mogą w poszczególnych branżach zaburzyć rentowność w perspektywie kolejnych kwartałów.

Z czynników o fundamentalnym znaczeniu są także docelowe zmiany w systemie emerytalnym, w tym przekształcenie dzisiejszych OFE. Zauważamy, że Wicepremier Mateusz Morawiecki zasugerował, że nowe przepisy wejdą w życie prawdopodobnie od lipca 2018 roku. Wcześniejsze założenia sugerowały początek 2018 roku, a potem okres wiosny. Niewątpliwie „obiecane” zmiany mają kluczowe znaczenie dla przyszłości całego rynku kapitałowego w Polsce, a na płaszczyźnie politycznej (w samym obozie rządzącym jak i po stronie opozycji) nie widzimy konsensusu o potrzebie ich wdrożenia w zaproponowanym kształcie. Ewentualne odejście od zaprezentowanych rozwiązań mogą być bardzo bolesne dla GPW.

Ogółem wyznaczając przyszły potencjał dla ruchu WIG w dalszej części bieżącego roku zdecydowaliśmy się w większym stopniu skonsolidować nasze projekcje na 2018 rok. Dominującymi argumentami w obecnej sytuacji są dla nas ścieżka wzrostu PKB dla polskiej gospodarki, w tym perspektywa przyspieszenia inwestycji przy bardzo mocnej konsumpcji. Tym samym podnosimy nasze oczekiwania dla indeksu WIG do pułapu 67 500 punktów. Oznacza to wzrost o 12,5% względem poprzedniej naszej symulacji sugerującej przebiecie 60 000 punktów. Z bieżącej perspektywy dostrzegamy zatem ponad 8% potencjał do dalszego wzrostu WIG do końca br. Realizacja takiego scenariusza będzie oznaczała, że WIG w skali 2017 roku wzrośnie o ok 30% względem końca 2016 roku i znajdzie się na historycznych maksimach.

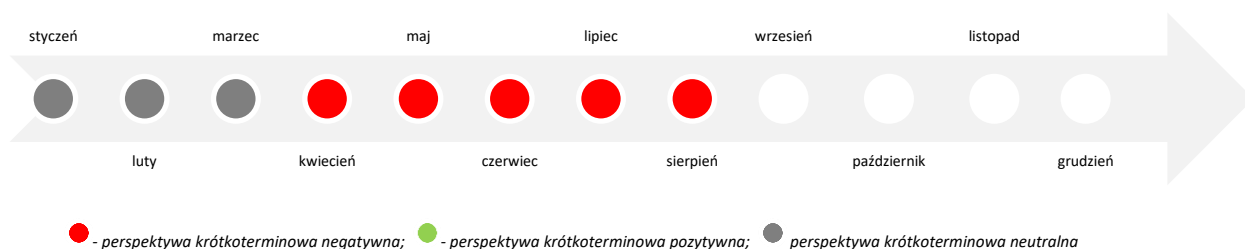
Oczekiwana ścieżka zachowania indeksu WIG na 2017 rok



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W krótkim terminie cały czas czekamy jednak na odczuwalną realizację zysków. Od kilku miesięcy konsekwentnie jest to wpisane w naszą strategię i nie zmieniamy naszych oczekiwań w tym zakresie. Zatem pomimo podniesienia całorocznych założeń na kolejną część bieżącego roku, na sierpień'17 pozostawiamy NEGATYWNĄ ocenę perspektywy rynku akcji w Polsce. Zakładane schłodzenie nastrojów może być okazją do doważenia preferowanego portfela akcji.

Ocena krótkoterminowej perspektywy dla rynku akcji na GPW



● - perspektywa krótkoterminowa negatywna; ● - perspektywa krótkoterminowa pozytywna; ● - perspektywa krótkoterminowa neutralna

INDEKS BDM AGRESYWNY (BDM-A)

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

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

Wartość indeksu BDM Agresywny (BDM-A)

	13.01.2016 [na koniec sesji]	01.02.2016 [na koniec sesji]	02.03.2016 [na koniec sesji]	01.04.2016 [na koniec sesji]	02.05.2016 [na koniec sesji]	01.06.2016 [na koniec sesji]	01.07.2016 [na koniec sesji]	01.08.2016 [na koniec sesji]	01.09.2016 [na koniec sesji]	30.09.2016 [na koniec sesji]	31.10.2016 [na koniec sesji]	01.12.2016 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-A	100,00	97,78	105,22	118,31	123,45	121,51	123,08	135,30	148,16	153,37	165,08	167,95
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	47 221,32	47 084,94	49 158,80	48 402,26

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

	02.01.2017 [na koniec sesji]	02.02.2017 [na koniec sesji]	28.02.2017 [na koniec sesji]	31.03.2017 [na koniec sesji]	02.05.2017 [na koniec sesji]	31.05.2017 [na koniec sesji]	03.07.2017 [na koniec sesji]	01.08.2017 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-A	172,27	189,68	200,00	214,94	220,92	223,88	231,35	237,44
Wartość indeksu WIG	51 907,77	55 303,11	58 300,37	57 911,31	62 066,66	60 092,1	61 392,77	62 595,76

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-A w okresie 03.07.2017-31.07.2017

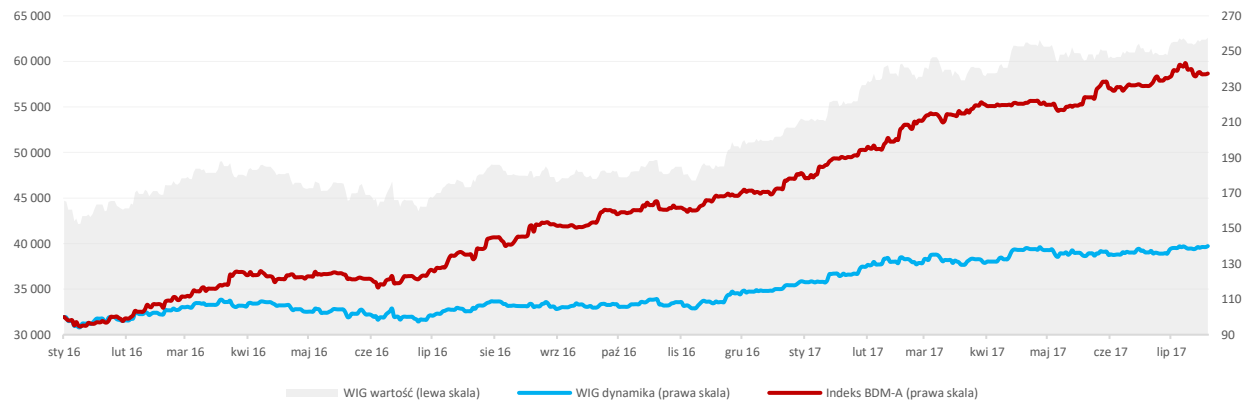
Lp	Spółka	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	Orange (nowa)	10,0%	5,17	5,45	5,4%
2	Famur	10,0%	5,89	6,00	1,9%
3	Bogdanka	10,0%	68,00	72,79*	7,0%
4	Agora	10,0%	15,05	15,90	5,6%
5	Ursus (nowa)	10,0%	4,92	4,89	-0,6%
6	Wasko	10,0%	1,85	1,76	-4,9%
7	Instal Kraków	10,0%	16,50	15,17	-8,1%
8	Krynica Vitamin (nowa)	10,0%	6,25	5,67*	-9,3%
9	Esotiq	10,0%	11,85	11,65	-1,7%
10	Patentus (nowa)	10,0%	0,84	1,11	32,1%
	Gotówka	0,0%			
	Portfel akcji	100,0%			

**W okresie 03.07.2017-31.07.2017
indeks BDM-A wzrósł o 2,63%.
Indeks WIG zyskał 1,96%.**

* stopa zwrotu uwzględnia odciętą dywidendę (Bogdanka = 1,0 PLN/akcję, Krynica Vitamin = 0,17 PLN/akcję)

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 31.07.2017. Do portfela indeksu dodajemy walory Stalprodukt, Vistula i Bytom. Usuwamy akcje Famur, Ursus i Krynica Vitamin.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-A (stan na koniec sesji 31.07.2017)

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	2017P	2018P	2017P	2018P
1	Orange	5,45	7 152	19,87	10,0%	6%	18%	1%	1%	-1%	279,6x	66,1x	4,8x	4,5x
2	Stalprodukt <i>(nowa)</i>	500,00	2 790	1,50	10,0%	-3%	-7%	-16%	42%	-5%	8,2x	7,7x	4,5x	3,9x
3	Bogdanka	71,79	2 442	1,24	10,0%	8%	-1%	11%	32%	3%	10,0x	8,8x	3,6x	3,3x
4	Agora	15,90	758	0,14	10,0%	7%	-2%	18%	38%	27%	87,7x	42,8x	5,7x	5,4x
5	Vistula <i>(nowa)</i>	3,36	602	0,10	10,0%	-1%	5%	3%	1%	-2%	14,0x	12,2x	8,9x	8,3x
6	Bytom <i>(nowa)</i>	2,48	177	0,08	10,0%	-6%	-8%	-5%	-11%	19%	14,0x	12,1x	9,1x	7,8x
7	Wasko	1,76	160	0,03	10,0%	-5%	3%	-1%	15%	61%	14,9x	9,9x	4,4x	4,1x
8	Instal Kraków	15,17	111	0,06	10,0%	-8%	7%	9%	17%	8%	9,2x	7,9x	5,5x	4,0x
9	Patentus	1,11	33	0,03	10,0%	32%	21%	34%	50%	42%	7,9x	6,3x	4,1x	3,4x
10	Esotiq	11,65	26	0,02	10,0%	-2%	18%	17%	42%	20%	9,2x	3,6x	4,2x	2,6x
					Gotówka	0.0%								
					Portfel akcji	100.0%								

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-A:

Orange <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Spółka była i jest jedną z naszych głównych lokomotyw w obozie byków. Przedstawione wyniki za 2Q'17 okazały się lepsze niż nasze wcześniejsze oczekiwania. Należy zwrócić uwagę na niższe koszty sprzedaży (wyraźnie ograniczone zostały subsydia do telefonów) oraz dość dobry odczyt przychodowy. Wskazywaliśmy już wcześniej, że komunikaty płynące ze spółki na konferencji za 1Q'17 wskazywały na dużą ostrożność w posługiwaniu się sformułowaniami mogącymi wzbudzić jakikolwiek optymizm inwestorów. Finalny odczyt jaki spółka pokazała za 2Q'17 jest zatem przynajmniej lekkim pozytywnym zaskoczeniem. Dodatkowo tuż po publikacji danych za 2Q'17 Orange poinformował o współpracy z Play. W ramach umowy spółka zagwarantowała sobie minimalny poziom przychodów w kwocie 321 mln PLN przez okres 4 lat. Podsumowując, widzimy kilka zasadniczych zmian zachodzących w otoczeniu spółki. Wymieniamy w szczególności: i) koncentrację na ofercie pakietowej LOVE, ii) odchodzenie od subsydiowania telefonów komórkowych, iii) rozstrzygnięcia przetargów na poszczególne części programów operacyjnych (i wycofanie się Netii), iv) debiut giełdowy operatora Play. Wymienione aspekty budują dobrą atmosferę wokół Orange. Z bieżącej perspektywy zagrożeniem dla naszych projekcji jest wpływ zmian w roamingu. Finalnie po wynikach za 2Q'17 zdecydowaliśmy się podnieść nasz całoroczny cel dla EBITDA'17 do 2,911 mld PLN. Przypominamy, że 04.09.2017 r. Orange przedstawi zaktualizowane plany średniokresowe (pierwotnie miało się to odbyć dziś po publikacji wyników za 2Q'17).
Stalprodukt (nowa) <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Stalprodukt po kilku kwartałach wrócił do listy naszych kluczowych podmiotów w obozie byków. Rezultat EBITDA za 1Q'17 był mocny. Z bieżącej perspektywy sam 2Q'17 może być najsłabszym okresem kwartalnym w skali całego 2017 roku ze względu na wymagające otoczenie w segmencie blach oraz profili. Liczymy jednak, że kolejne kwartały przyniosą optymistyczne akcenty. W horyzoncie średnio i długoterminowym spółka stanowi dla nas bardzo ciekawą propozycję inwestycyjną właśnie ze względu na prognozowaną ścieżkę wynikową jak i bezpieczeństwo struktury bilansu (co pozwala na podejmowanie nowych inicjatyw budujących wartość dla akcjonariuszy).
Bogdanka <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Zakładamy, że okres 2Q'17 był słabszy pod względem produkcji jak i sprzedaży względem 1Q'17. Jednocześnie w ujęciu r/r zakładamy wzrost sprzedaży o ok 20 tys. ton (łącznie w całym półroczu uwzględniamy sprzedaż na poziomie trochę ponad 4,6 mln ton). Cenniki sprzedaży w modelu przyjmujemy płaskie względem 1Q'17. Tym samym w 2Q'17 spodziewamy się przychodów na poziomie 437,3 mln PLN (+2% r/r). Zakładamy, że w pomawianym okresie wnieść będzie widać restrykcyjną politykę kosztową. Tym samym EBITDA wg nas powinna wynieść 142,1 mln PLN. Narastając w pierwszym półroczu br. EBITDA może być równa niemal 322 mln PLN. Z bieżącej perspektywy liczymy, że 2H'17 będzie lepsze aniżeli 1H'17. Dlatego zdecydowaliśmy się na podniesienie naszych oczekiwań na cały 2017 rok względem projekcji przedstawionych z raportu analitycznym z lutego'17. Obecnie prognozujemy, że EBITDA w 2017 roku przekroczy pułap 661 mln PLN. Wynik netto zgodnie z naszymi założeniami powinien być równy 245 mln PLN. Kluczowe znaczenie dla wyników roku 2018 będą miały cenniki sprzedaży. Obecnie obserwujemy, że PSCMI1 jest na ścieżce wzrostu, która powinna trwać do końca bieżącego roku.
Agora <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Na podstawie statystyk box office zakładamy, że okres 2Q'17 przyniósł wyraźny wzrost frekwencji (wzrost liczny sprzedanych biletów w Polsce o ponad 33% r/r). Rynek reklamy dla poszczególnych segmentów Agory w 2Q'17 mógł być podobnie wymagający jak początek br. Niemniej liczymy na budujące odczyty z większości obszarów biznesowych. Z uwagą będziemy obserwowali także przyszłe odczyty w segmencie prasa, gdzie dostrzegamy szereg działań organicznych mogących mieć korzystny wpływ na marżę. W skali 2017 roku liczymy, że EBITDA Agory wzrośnie do ponad 127 mln PLN (łącznie z wpływem sprzedaży nieruchomości). W 2018 roku EBITDA bez zdarzeń jednorazowych powinna spokojnie przekroczyć 128 mln PLN i z obecnej perspektywy jest to dla nas projekcja konserwatywna. Przypominamy też, że przyszły rok będzie momentem, kiedy prawdopodobnie poznamy założenia dla nowej perspektywy średnioterminowej (podczas konferencji wynikowej za 1Q'17 prezes spółki zasygnalizował, że cele dla ścieżki EBITDA na kolejne lata mogą być ambitne).

Vistula (nowa) <i>Analitik:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Odczyty miesięczne Vistuli w 2Q'17 prezentowały się dosyć dobrze (w części odzieżowej + 11% r/r, segment jubilerski +17% r/r. Tym samym przychody powinny być bliskie 172,4 mln PLN (+12% r/r), co przy wzroście powierzchni handlowej o niecałe 10%, oznacza dodatnie odczyty sprzedaży z mkw. Liczymy także, że dzięki zachowaniu pierwszej marży na podobnym poziomie co przed rokiem, EBITDA detalisty podniosła się do 26,1 mln PLN (+24% r/r), a zysk netto wzrósł do 14,1 mln PLN (+15% r/r). W perspektywie całorocznej estymujemy, że obroty zwiększą się do 670,2 mln PLN, a EBITDA do ok. 76 mln. Plany spółki na '17 są ambitne. Zarząd zadeklarował, że zamierza zwiększyć łączną powierzchnię handlową o blisko 10% oraz wejść w format franczyzy w segmencie jubilerskim. Obecnie toczy się proces przejścia Bytomia – podmioty wybrały doradcę, który przeprowadzi proces wyceny (i ustalenia parytetu), a pod koniec roku ma dojść do WZA, które zadecyduje o połączeniu i ewentualnej emisji akcji przez spółkę. W naszej ocenie zrealizowanie fuzji pozwoli na umocnienie pozycji rynkowej grupy i przełoży się na silny wzrost wyników w kolejnych okresach.
Bytom (nowa) <i>Analitik:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Miniony kwartał był w wykonaniu Bytomia zdecydowanie lepszy pod kątem sprzedażowym. Z raportów bieżących wynika, że łączne przychody grupy mogły podnieść się do 51,9 mln PLN (z czego 49,5 mln PLN w segmencie detalicznym). Tym samym na dużych plusach znalazły się odczyty dla sprzedaży z mkw. oraz Ifl. Z drugiej strony cały czas pod presją była pierwsza marża. Spółka powróciła do polityki cenowej z 2015 roku oraz do agresywnych kampanii promocyjnych. Mimo to spodziewamy się, że EBITDA detalisty zwiększyła się do 8,6 mln PLN (+27% r/r), a zysk netto do 5,8 mln PLN. Dla perspektyw Bytomia kluczowa jest obecnie kwestia połączenia z Vistulą, co zostało ogłoszone na przełomie kwietnia/maja. Spółki wybrały już doradcę, który ma dokonać procesów wyceny obu podmiotów i ustalenia parytetu. WZA, które mają decydować o realizacji procesu, prawdopodobnie odbędą się pod koniec listopada.
Wasko <i>Analitik:</i> Marek Jurzec tel. (032) 20-81-435 e-mail: marek.jurzec@bdm.pl	Wasko odczuwa już ożywienie w zamówieniach, czego potwierdzeniem były wyniki za 1Q'17. Uważamy, że dzięki przeprowadzonej reorganizacji wewnętrznej również kolejne kwartały upłyną pod znakiem wyraźnej poprawy wyników. Spółce udało się także pozyskać kontrakty w obszarze rozbudowy świątłowodów. Spodziewamy się, że znajdą one odzwierciedlenie w rezultatach Wasko jeszcze w 2017 roku. W pozyskiwaniu kolejnych zleceń powinna pomagać spółce bardzo dobra sytuacja płynnościowa oraz poważne problemy niektórych konkurentów.
Instal Kraków <i>Analitik:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Wyniki za 1Q'17 były wyraźnie lepsze r/r na poziomie oczyszczonego EBIT, do czego przyczynił się m.in. dobry wynik w deweloperce oraz wyjście ponad break-even w budowlance. Podobnych tendencji oczekujemy w 2Q'17. Podkreślamy mocną ekspozycję spółki na krakowski rynek nieruchomości mieszkaniowych. Spółka ma bardzo dobrą sprzedaż mieszkań w ostatnich miesiącach, co jest efektem rozbudowania oferty pod koniec 2016 roku (wg naszych szacunków w 2Q'17 sprzedaż była zbliżona do rekordowego 1Q'17). W ostatnich tygodniach Instal poinformował o podpisaniu umowy na budowę kolejnego etapu inwestycji przy ul. Przewóz w Krakowie. Biorąc pod uwagę wejście na wzrostową ścieżkę wyników na poziomie skonsolidowanym, generowane rezultaty i posiadane aktywa netto w obszarze deweloperskim, a także wartość spółki zależnej Frapol oraz nasze konserwatywne podejście do wyceny działalności budowlanej, widzimy uzasadnienie dla wzrostu wyceny giełdowej Instal Kraków.
Patentus <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Spółka w 2016 roku była zmuszona do podjęcia bolesnych działań naprawczych w ramach grupy kapitałowej (m.in. upadłość Patentus Strefa). Zakładamy, że po trudnym minionym roku Patentus w najbliższych dwóch latach będzie mógł istotnie poprawić swoją sytuację finansową. Dostrzegamy bowiem znaczącą zmianę sytuacji rynkowej dla podmiotów z ekspozycją na górnictwo w Polsce. Po kilku latach oszczędności w śląskich zakładach górniczych proces inwestycji ulega przyspieszeniu. Pozycjonujemy spółkę obecnie głównie przez pryzmat dostaw przenośników zgrzeblowych dla śląskich kopalń. Zakładamy, że mocny odczyt wynikowy Patentusa za 1Q'17 może być dobrym prognozą dla wyników całego roku. Przypominamy, że spółka opublikowała pod koniec 2016 roku komunikat bieżący o wygranej przetargu na dostawę 2 przenośników zgrzeblowych ścianowych dla potrzeb KWK Piast-Ziemowit Ruch Ziemowit (w modelu zakładamy, że w wynikach za 1Q'17 rozliczono ok 60% kontraktu i 40% zostanie ujęta w wynikach za 2Q'17). Dostrzegamy wzmożone zapotrzebowanie ze strony PGG na dostawę sprzętu i usług w związku z koniecznością przygotowania nowych ścian (oceniamy, że mamy obecnie zaskakującą sytuację niedoboru krajowego węgla kamiennego w Polsce). W naszej symulacji zakładamy, że przychody spółki w 2017 roku mogą osiągnąć pułap 68 mln PLN. Prognozujemy, że EBITDA w 2017 roku wyniesie 14,5 mln PLN, a zysk netto przekroczy 4,1 mln PLN. Jeśli spółce uda się zdobyć nowe kontrakty dla PGG (trwają postępowania) to nie wykluczamy w przyszłości korekty w górę naszych założeń. Tym samym spółka wg naszych symulacji na już zgromadzonym backlogu jest handlowa przy bardzo ciekawych mnożnikach EV/EBITDA i P/E.

Esotiq

W minionych kwartałach Esotiq zdecydowanie poprawił rezultaty finansowe i to pomimo ciężącego rezultatom segmentu modowego. Liczymy, że również 2Q'17 przyniesie kontynuację pozytywnej ścieżki wynikowej. Estymujemy, że przychody grupy wyniosły 39,9 mln PLN (+18%; efekt podjętych w '16 działań marketingowych oraz rozbudowy sieci), przy jednoczesnym utrzymaniu pierwszej marży powyżej 60%. Na poziomie EBITDA liczymy na ok. 1,8 mln PLN, z kolei zysk netto może być bliski 0,5 mln PLN.

Pod koniec 2Q'17 doszło do przełomowych wydarzeń dla wyników grupy. WZA spółki oficjalnie podjęło decyzję o wydzieleniu segmentu modowego, co odbieramy jako dobry krok. Zwracamy uwagę, że część związana z projektantką Evą Minge generuje rocznie ok. 8 mln PLN straty EBIT. Z kolei 21 lipca w KRS zostało wpisane podwyższenie kapitału EMG, co oznacza finalny podział grupy. Dodatkowo zarząd zapowiedział rozwój grup produktowych i wzbogacenie o produkty z lepszą marżą, co ma chronić przed wahaniami kursów walutowych (Esotiq ma bardzo silną ekspozycję na dolara; obecne niskie poziomy USD/PLN powinny stanowić wsparcie wyników w kolejnych okresach). W przypadku realizacji takiego scenariusza spółka może wypracować w '17 ok. 154 mln PLN przychodów i 8,3 mln PLN EBITDA.

Podsumowując, patrząc na rezultaty dwóch ostatnich kwartałów (silna odbudowa rentowności w 4Q'16; wzrost wyników), jesteśmy optymistycznie nastawieni do spółki w perspektywie kolejnych okresów. Dostrzegamy, że podjęte w ubiegłym roku działania przynoszą wymierne efekty, zwłaszcza na poziomie realizowanej sprzedaży (mocne wyżki odczytów lfl) i liczymy, że te trendy zostaną podtrzymane. Z bieżącej perspektywy Esotiq jest podmiotem z najniższymi wskaźnikami EV/EBITDA'17-'18 z branży handel detaliczny, które pokrywamy.

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

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 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:

- rentowność najbliższej wypłacanej dywidendy przewyższa o przynajmniej 1 pkt % rentowność polskich obligacji 10Y,
- średnia wartość obrotów za ostatnie 30 sesji przekracza 0,5 mln PLN.

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 2 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]	01.07.2016 [na koniec sesji]	01.08.2016 [na koniec sesji]	01.09.2016 [na koniec sesji]	30.09.2016 [na koniec sesji]	31.10.2016 [na koniec sesji]	01.12.2016 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-Z	100,00	99,71	104,87	113,06	116,15	105,59	106,05	113,09	122,06	124,48	125,85	127,62
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	47 221,32	47 084,94	49 158,80	48 402,26

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wartość indeksu BDM Zrównoważony (BDM-Z)

	02.01.2017 [na koniec sesji]	02.02.2017 [na koniec sesji]	28.02.2017 [na koniec sesji]	31.03.2017 [na koniec sesji]	02.05.2017 [na koniec sesji]	31.05.2017 [na koniec sesji]	03.07.2017 [na koniec sesji]	31.07.2017 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-Z	133,67	138,80	149,58	151,70	157,62	151,53	159,52	169,25
Wartość indeksu WIG	51 907,77	55 303,11	58 300,37	57 911,31	62 066,66	60 092,1	61 392,77	62 595,76

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-Z w okresie 03.07.2017-31.07.2017

Lp	Spółka	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	PKO BP	10,0%	35,47	36,83	3,8%
2	Bank Handlowy	10,0%	66,93	71,0	6,1%
3	Orange	10,0%	5,17	5,45	5,4%
4	Grupa Azoty (nowa)	10,0%	63,43	70,40	11,0%
5	Kruk	10,0%	304,90	344,00	12,8%
6	GTC	10,0%	9,60	9,58	-0,2%
7	Eurocash (nowa)	10,0%	31,40	35,53	13,2%
8	PKP Cargo	10,0%	61,26	62,00	1,2%
9	Bogdanka	10,0%	68,00	72,79*	7,0%
10	GPW	10,0%	49,00	49,10*	0,2%
	Gotówka	0,0%			
	Portfel akcji	100,0%			

**W okresie 03.07.2017-31.07.2017
indeks BDM-Z wzrósł o 6,10%.
Indeks WIG zyskał 1,96%.**

* stopa zwrotu uwzględnia odjętą dywidendę (Bogdanka = 1,0 PLN/akcję; GPW = 2,15 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 31.07.2017 zmieniamy skład indeksu BDM-Z. Do portfela indeksu dodajemy walory LPP, Lotos i Stalprodukt, jednocześnie usuwamy GTC, Bank Handlowy i GPW.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-Z (stan na koniec sesji 31.07.2017)

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	2017P	2018P	2017P	2018P
1	PKO BP	36,83	46 038	56,36	10,0%	7%	4%	20%	55%	31%	15,5x	14,3x	---	---
2	LPP (nowa)	7 000,0	12 875	13,20	10,0%	-2%	1%	37%	42%	23%	28,8x	20,1x	14,5x	11,8x
3	Lotos (nowa)	48,52	8 970	14,14	10,0%	-5%	-20%	29%	66%	27%	8,5x	6,2x	4,7x	3,6x
4	Orange	5,45	7 152	19,87	10,0%	6%	18%	1%	1%	-1%	279,6x	66,1x	4,8x	4,5x
5	Grupa Azoty	70,40	6 983	5,40	10,0%	11%	3%	2%	-3%	12%	12,8x	11,7x	5,8x	5,2x
6	Kruk	344,00	6 448	14,95	10,0%	12%	20%	40%	64%	45%	19,8x	17,2x	17,7x	16,4x
7	Eurocash	35,53	4 944	16,58	10,0%	15%	3%	-11%	-32%	-10%	25,7x	20,7x	11,4x	9,9x
8	Stalprodukt (nowa)	500,00	2 790	1,50	10,0%	-3%	-7%	-16%	42%	-5%	8,2x	7,7x	4,5x	3,9x
9	PKP Cargo	62,00	2 777	1,66	10,0%	2%	-3%	16%	81%	32%	31,2x	12,8x	4,9x	3,8x
10	Bogdanka	71,79	2 442	1,24	10,0%	8%	-1%	11%	32%	3%	10,0x	8,8x	3,6x	3,3x
					Gotówka	0.0%								
					Portfel akcji	100.0%								

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-Z:

PKO BP Analityk: Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Podobały nam się wyniki za 1Q'17 (dobrze ukończyły pozytywne zaskoczenie na linii wyniku z poprzedz.). W kolejnych kwartałach stopniowo powinno być widać większy optymizm dotyczący sektora bankowego. Jak już wcześniej zwracaliśmy uwagę, PKO BP jest handlowany przy atrakcyjnych mnożnikach i daje dobrą ekspozycję na spodziewane w ożywienie w inwestycjach w krajowej gospodarce.
LPP <i>(nowa)</i> Analityk: Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Wyniki detalisty w 1Q'17 nie były oszałamiające, jednak rezultaty sprzedaży miesięcznej prezentowane od marca napawają nas optymizmem. Grupa poprawiała sprzedaż z mkw (i generowała dodatnie odczyty IfI), co dodatkowo było realizowane przy znacznie lepszych marżach (powrót do poziomów ok. 60%). Tym samym spodziewamy się, że LPP zdecydowanie poprawi wyniki finansowe, a sam 2Q'17 będzie pierwszym od prawie 3 lat okresem z dodatnią dynamiką EBITDA (prognozujemy ok. 280-290 mln PLN). Pozytywnie zapatrujemy się także na ścieżkę wynikową w kolejnych okresach. Wsparciem dla realizowanych marż powinny być obecne kursy walutowe (grupa ma ekspozycję na USD/PLN), co w połączeniu z dodatkimi odczytami sprzedaży porównywalnej i dynamicznym rozwojem kanału e-commerce, może pozwolić na wypracowanie 870-880 mln PLN EBITDA w '17.
Lotos <i>(nowa)</i> Analityk: Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Po ostatniej sporej korekcie (od kwietniowego szczytu kurs stracił ok 20%) decydujemy się przywrócić walory spółki do portfela. Lotos w ostatnich miesiącach zachowywał się słabo na tle zarówno WIG20 jak i PKN Orlen. Uważamy, że przecena może być przesadzona. Zwracamy uwagę, że w przeciwieństwie do PKN Orlen spółka nie ma tak znaczącej ekspozycji na zmianę kursu USD/PLN ze względu na posiadany kredyt w USD. Zakładamy, że mimo kosztów przestoju wyniki w 2Q'17 na poziomie oczyszczonej EBITDA powinny być porównywalne r/r. Zwracamy uwagę na dobry poziom marży modelowej w lipcu (m.in. relatywnie dobry crack na dieslu) oraz wzrost ceny ropy (spora waga w wycenie spółki to upstream).
Orange Analityk: Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-432 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Spółka była i jest jedną z naszych głównych lokomotyw w obozie byków na 2H'17. Przedstawione wyniki za 2Q'17 okazały się lepsze niż nasze wcześniejsze oczekiwania. Należy zwrócić uwagę na niższe koszty sprzedaży (wyraźnie ograniczone zostały subsydia do telefonów) oraz dość dobry odczyt przychodowy. Wskazywaliśmy już wcześniej, że komunikaty płynące ze spółki na konferencji za 1Q'17 wskazywały na dużą ostrożność w posługiwaniu się sformułowaniami mogącymi wzbudzić jakikolwiek optymizm inwestorów. Finalny odczyt jaki spółka pokazała za 2Q'17 jest zatem przynajmniej lekkim pozytywnym zaskoczeniem. Dodatkowo tuż po publikacji danych za 2Q'17 Orange poinformowało o współpracy z Play. W ramach umowy spółka zagwarantowała sobie minimalny poziom przychodów w kwocie 321 mln PLN przez okres 4 lat. Podsumowując, widzimy kilka zasadniczych zmian zachodzących w otoczeniu spółki. Wymieniamy w szczególności: i) koncentrację na ofercie pakietowej LOVE, ii) odchodzenie od subsydiowania telefonów komórkowych, iii) rozstrzygnięcia przetargów na poszczególne części programów operacyjnych (i wycofanie się Netii), iv) debiut giełdowy operatora Play. Wymienione aspekty budują dobrą atmosferę wokół Orange. Z bieżącej perspektywy zagrożeniem dla naszych projekcji jest wpływ zmian w roamingu. Finalnie po wynikach za 2Q'17 zdecydowaliśmy się podnieść nasz całoroczny cel dla EBITDA'17 do 2,911 mld PLN. Przypominamy, że 04.09.2017 r. Orange przedstawi zaktualizowane plany średniokresowe (pierwotnie miało się to odbyć dziś po publikacji wyników za 2Q'17).
Grupa Azoty Analityk: Krystian Brymora tel. (032) 20-81-435 e-mail: brymora@bdm.pl	Okres 1Q'17 pozytywnie zaskoczył w segmentach tworzywowym i chemicznym. W 2Q'17 otoczenie w tych biznesach było jeszcze lepsze, a koszt gazu nie przeszkadzał spółce tak jak na początku roku. Grupa weszła w okres niskiej bazy wynikowej, przez co dynamiki wzrostu EBITDA w kolejnych kwartałach powinny być imponujące. Akcentujemy niską wycenę rynkową, z ok. 30% dyskontem do Yara.

Kruk <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Kruk podał już wybrane dane operacyjne za 2Q'17 dotyczące wpłat od osób zadłużonych (niemal 338 mln PLN) oraz poziom inwestycji w nowe portfele (292,5 mln PLN). Odczyt o wpłatach od klientów okazał się lekko powyżej naszych wcześniejszych oczekiwań. Jesteśmy coraz bardziej optymistycznie nastawieni do ekspansji na rynku włoskim. Spółka już w 1Q'17 osiągnęła dodatni wynik operacyjny na tamtejszym rynku lokalnym, gdyby nie wpływ różnic kursowych. Liczymy, że w kolejnych kwartałach Kruk będzie wykazywał dalszy szybki postęp w budowie organizacji we Włoszech, co będzie widać zarówno na poziomie spłat jak i rentowności prowadzonego biznesu. Na podstawie opublikowanych już wstępnych danych operacyjnych spodziewamy się, że mocne wpłaty będą miały także swój wyraz w kolejnych aktualizacjach. Naszym zdaniem wyższe koszty działania na rynkach zagranicznych nie powinny w istotny sposób wpłynąć na finalny odczyt wynikowy za 2Q'17 i może on być najwyższym odczytem w skali całego 2017 roku. Ogółem w 2017 roku spodziewamy się, że wynik netto może osiągnąć nawet pułap 333 mln PLN (w majowym raporcie wynik netto szacowaliśmy na 313,9 mln PLN). W latach 2018-2019 prognozujemy wzrost zysku netto do ponad 383,5 mln PLN i 448,6 mln PLN.
Eurocash <i>Analitik:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Wyniki kwartalne w minionych okresach nie rozpieszczały inwestorów, co negatywnie przełożyło się kurs akcji lidera rynku FMCG. Spodziewamy się, że Eurocash wykorzysta sprzyjające otoczenie makroekonomiczne oraz efekt świąt wielkanocnych, a prowadzone działania restrukturyzacyjne (m.in. zamknięcie kilku hurtowni w formacie C&C) zaczną powoli przynosić pierwsze korzyści. Tym samym liczymy, że w 2Q'17 spółka może zaprezentować dodatnią dynamikę EBITDA, co może przełożyć się na poprawę sentymentu do walorów grupy. W perspektywie całego roku oczekujemy, że po erozji wyników w '16, podmiot powróci do odbudowy rezultatów finansowych i że osiągnie w '17 ok. 465-470 mln PLN EBITDA. W dłuższej perspektywie wsparciem dla wyników Eurocash powinien być konsolidowany od stycznia Eko Holding (ok. 250 sklepów; przychody na poziomie 1 mld PLN). Grupa podtrzymała swoje wcześniejsze zapowiedzi dot. kontynuowania konsolidacji krajowego rynku detalicznego.
Stalprodukt (nowa) <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Stalprodukt po kilku kwartałach wraca do listy naszych kluczowych podmiotów w obozie byków. Rezultat EBITDA za 1Q'17 był mocny. Z bieżącej perspektywy sam 2Q'17 może być najsłabszym okresem kwartalnym w skali całego 2017 roku ze względu na wymagające otoczenie w segmencie blach oraz profili. Liczymy jednak, że kolejne kwartały przyniosą optymistyczne akcenty. W horyzoncie średnio i długoterminowym spółka stanowi dla nas bardzo ciekawą propozycję inwestycyjną właśnie ze względu na prognozowaną ścieżkę wynikową jak i bezpieczeństwo struktury bilansu (co pozwala na podejmowanie nowych inicjatyw budujących wartość dla akcjonariuszy).
PKP Cargo <i>Analitik:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Działalność spółki charakteryzuje się wysoką dźwignią operacyjną, co przy odbudowie wolumenów (2Q'17 z kolejnymi dobrymi miesiącami), powinno przekładać się na kontynuację odbudowy wyników w najbliższych okresach (nawet biorąc pod uwagę zaplanowaną podwyżkę wynagrodzeń). W 2Q'17 i 4Q'17 spółka ma niską bazę m.in. w przewozach metali/rud, w kolejnych kwartałach spodziewamy się odbudowy na rynku budowlanym. W 2018 i 2019 rok zakładamy dynamiczną kontynuację odbicia w przewozach kruszyw, do odzyskania są także kontrakty na transport węgla, które spółka utraciła w 2015 roku. Główne ryzyka dla naszych założeń stanowią koszty pracy (zwracamy przy tym uwagę na nadal duży potencjał do poprawy efektywności) oraz ewentualne szybkie wprowadzenie w UE tzw. dyrektywy hałasowej.
Bogdanka <i>Analitik:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Zakładamy, że okres 2Q'17 był słabszy pod względem produkcji jak i sprzedaży względem 1Q'17. Jednocześnie w ujęciu r/r zakładamy wzrost sprzedaży o ok 20 tys. ton (łącznie w całym półroczu uwzględniamy sprzedaż na poziomie trochę ponad 4,6 mln ton). Cenniki sprzedaży w modelu przyjmujemy płaskie względem 1Q'17. Tym samym w 2Q'17 spodziewamy się przychodów na poziomie 437,3 mln PLN (+2% r/r). Zakładamy, że w pomawianym okresie wciąż będzie widać restrykcyjną politykę kosztową. Tym samym EBITDA wg nas powinna wynieść 142,1 mln PLN. Narastająco w pierwszym półroczu br. EBITDA może być równa niemal 322 mln PLN. Z bieżącej perspektywy liczymy, że 2H'17 będzie lepsze aniżeli 1H'17. Dlatego zdecydowaliśmy się na podniesienie naszych oczekiwań na cały 2017 rok względem projekcji przedstawionych z raportu analitycznym z lutego'17. Obecnie prognozujemy, że EBITDA w 2017 roku przekroczy pułap 661 mln PLN. Wynik netto zgodnie z naszymi założeniami powinien być równy 245 mln PLN. Kluczowe znaczenie dla wyników roku 2018 będą miały cenniki sprzedaży. Obecnie obserwujemy, że PSCMI1 jest na ścieżce wzrostu, która powinna trwać do końca bieżącego roku.

HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.1 [stan na koniec sesji 31.07.2017]

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
Grupa Azoty	akumuluj	80,4	redukuj	65,8	28.07.2017	08:35 CEST	69	62 333			70,4	62 596	2,0%	0,4%	1,6%	brymora
ZA Puławy	kupuj	226	akumuluj	230	28.07.2017	08:35 CEST	185	62 333			185	62 596	0,0%	0,4%	-0,4%	brymora
Police	trzymaj	22,4	trzymaj	21,3	28.07.2017	08:35 CEST	21	62 333			20,9	62 596	-0,6%	0,4%	1,0%	brymora
Śnieżka	redukuj	62	akumuluj	56,4	19.07.2017	13:59 CEST	68,8	62 400			69,0	62 596	0,3%	0,3%	0,0%	pado
Dom Development	akumuluj	86,2	trzymaj	58,3	04.07.2017	15:00 CEST	76,1	61 393			75,8	62 596	-0,4%	2,0%	-2,4%	górniki
Kęty	trzymaj	438,9	akumuluj	344,6	19.06.2017	11:46 CEST	437,7	61 060			418,55	62 596	-4,4%	2,5%	6,9%	pado
Emperia	akumuluj	95,4	kupuj	82	19.06.2017	11:26 CEST	85	60 905			84,8	62 596	-0,2%	2,8%	-3,0%	górniki
PKN Orlen	redukuj	103,00	akumuluj	78	19.06.2017	10:43 CEST	115	60 968			109,4	62 596	-4,9%	2,7%	7,6%	pado
Wasko	kupuj	2,22	kupuj	2,05	08.06.2017	09:10 CEST	1,67	60 752			1,78	62 596	6,6%	3,0%	3,6%	jurzec
Asseco BS	akumuluj	33,1	akumuluj	24,6	07.06.2017	09:30 CEST	27,8	60 700			27,15	62 596	-2,3%	3,1%	-5,5%	jurzec
Arctic Paper	kupuj	6	kupuj	6,1	07.06.2017	09:08 CEST	4,5	60 724			4,15	62 596	-7,8%	3,1%	-10,9%	brymora
Orange	kupuj	6,14	kupuj	6,54	02.06.2017	09:58 CEST	4,73	60 629			5,45	62 596	15,2%	3,2%	12,0%	bobrowski
Agora	kupuj	20,27	kupuj	19,42	26.05.2017	10:53 CEST	14,75	61 266			15,9	62 596	7,8%	2,2%	5,6%	bobrowski
Trakcja	akumuluj	16,7	akumuluj	12,5	19.05.2017	14:16 CEST	15	60 145			13,6	62 596	-9,3%	4,1%	-13,4%	pado
Comarch	redukuj	200,7	akumuluj	187,1	19.05.2017	10:01 CEST	223,5	59 948			203,50	62 596	-8,9%	4,4%	13,4%	jurzec
PA NOVA	kupuj	37,5	kupuj	34,6	18.05.2017	13:28 CEST	25	59 689			24,8	62 596	-0,8%	4,9%	-5,7%	górniki
MFO	sprzedaj	32,6	akumuluj	23,76	18.05.2017	08:43 CEST	42,73	60 133			38,00	62 596	-11,1%	4,1%	15,2%	bobrowski
Instal Kraków	kupuj	20	kupuj	19,9	16.05.2017	09:12 CEST	14,6	61 795			15,4	62 596	5,5%	1,3%	4,2%	pado
Cyfrowy Polsat	akumuluj	28,49	akumuluj	26,36	15.05.2017	13:12 CEST	26	61 607			25,6	62 596	-1,5%	1,6%	-3,1%	bobrowski
MS Zabrze	redukuj	0,88	redukuj	1	15.05.2017	08:40 CEST	0,99	61 596	tak	24.05.2017	0,87	60 477	-12,1%	-1,8%	10,3%	pado
GTC	akumuluj	10	akumuluj	7,33	11.05.2017	12:17 CEST	9,09	62 290			9,58	62 596	5,4%	0,5%	4,9%	górniki
Synthos	redukuj	5,00	trzymaj	3,47	11.05.2017	10:52 CEST	5,50	62 304	tak	19.06.2017	4,91	61 040	-10,7%	-2,0%	8,7%	brymora
Kruk	akumuluj	320,1	akumuluj	215,4	08.05.2017	15:35 CEST	290	61 514	tak	25.07.2017	339,8	62 268	17,2%	1,2%	15,9%	bobrowski
Qumak	zawieszona	---	kupuj	7,74	25.04.2017	15:20 CEST	3,90	60 605	---	---	---	---	---	---	---	jurzec
Orbis	akumuluj	90,65	akumuluj	71,7	25.04.2017	11:39 CEST	83,15	60 574			85,51	62 596	2,8%	3,3%	-0,5%	bobrowski
Forte	kupuj	100	redukuj	67,8	21.04.2017	10:52 CEST	81,8	59 917			67,77	62 596	-17,2%	4,5%	-21,6%	brymora
MS Zabrze	redukuj	1,00	kupuj	1,40	21.04.2017	08:37 CEST	1,18	59 700	tak	10.05.2017	0,96	61 840	-18,6%	3,6%	22,2%	pado
PKP Cargo	kupuj	75	Akumuluj	63,2	20.03.2017	09:05	62,7	60441			62	62 596	-1,1%	3,6%	-4,7%	pado
Agora	kupuj	19,42	trzymaj	11,77	13.03.2017	10:07	15	58820	nie; update	26.05.2017	14,75	61 266	-1,7%	4,2%	-5,8%	bobrowski
MS Plock	kupuj	20	---	---	08.03.2017	11:45	13,1	58615			11,17	62 596	-14,7%	6,8%	-21,5%	pado
Qumak	kupuj	7,74	redukuj	7,82	07.03.2017	14:55	6,4	58614	nie; update	25.04.2017	3,9	60 605	-39,1%	3,4%	-42,5%	jurzec
Famur	akumuluj	5,8	wzniesienie	5	03.03.2017	14:07	5,25	59481	tak	11.05.2017	5,85	62 100	11,4%	4,4%	7,0%	bobrowski
Erbud	akumuluj	35	Akumuluj	32,3	03.03.2017	13:59	30,9	59304			28,4	62 596	-8,1%	5,6%	-13,6%	pado
LPP	akumuluj	6678,6	Akumuluj	6381,5	02.03.2017	10:03	5888,5	59646	tak	29.03.2017	6714	59209	14,00%	-0,70%	14,80%	górniki
PCC Rokita	kupuj	78	trzymaj	65	01.03.2017	09:35	65	58300	tak	14.03.2017	79	59209	21,50%	1,60%	20,00%	brymora

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.2 [stan na koniec sesji 31.07.2017]

PKP Cargo	akumuluj	63,2	kupuj	42,6	28.02.2017	11:44	57,27	58300	nie; update	20.03.2017	62,7	60441	9,50%	3,70%	5,80%	pado
CCC	redukuje	181,1	redukuje	165,4	24.02.2017	11:01	218	59584			244	62596	11,9%	5,1%	-6,9%	górniki
Ciech	akumuluj	82,4	akumuluj	73,5	22.02.2017	11:59	74	59496			57,8	62596	-21,9%	5,2%	-27,1%	brymora
ZUE	kupuj	11,8	---	---	17.02.2017	14:39	9,94	58348	tak	24.03.2017	12,24	59150	23,10%	1,40%	21,80%	pado
Bogdanka	kupuj	89,49	kupuj	39,8	15.02.2017	10:48	74,5	57800			72,79	62596	-2,3%	8,3%	-10,6%	bobrowski
GPW	kupuj	57,35	kupuj	44,2	07.02.2017	13:52	44,5	55612			49,1	62596	10,3%	12,6%	-2,2%	bobrowski
Asseco Poland	akumuluj	63	---	---	24.01.2017	11:43	55,5	53633	nie	28.07.2017	47,86	62171	-13,8%	15,9%	-29,7%	jurzec
Wasko	kupuj	2,05	akumuluj	2,51	20.01.2017	09:39	1,27	53655	nie; update	08.06.2017	1,67	60752	31,5%	13,2%	18,3%	jurzec
Emperia	kupuj	82	---	---	03.01.2017	13:33	65	52250	tak	29.05.2017	88	60933	35,4%	16,6%	18,8%	górniki
Erbud	akumuluj	32,3	akumuluj	37,7	03.01.2017	11:09	29	52313	tak	23.02.2017	33,21	59429	14,50%	13,60%	0,90%	pado
Orange	kupuj	6,54	---	---	29.12.2016	10:49	5,3	51330	nie; update	02.06.2017	4,73	60629	-10,8%	18,1%	-28,9%	bobrowski
Robyg	redukuje	2,71	akumuluj	3,55	28.12.2016	11:19	3,04	51435	nie	28.07.2017	3,54	62171	16,4%	20,9%	4,4%	górniki
Comarch	akumuluj	187,1	akumuluj	156,2	21.12.2016	14:29	169,1	51577	tak	15.02.2017	207	57669	22,40%	11,80%	10,60%	jurzec
Asseco BS	akumuluj	24,6	---	---	20.12.2016	12:06	21,8	51410	tak	23.02.2017	24,69	59603	13,30%	15,90%	-2,70%	jurzec
Paged	akumuluj	60,1	kupuj	62,9	19.12.2016	15:04	53	51019	tak	21.03.2017	61,8	60275	16,60%	18,10%	-1,50%	brymora
LPP	akumuluj	6381,5	akumuluj	6412,7	15.12.2016	0:11 CEST	5789	51 358	nie; update	03.02.2017	5888,5	59 646	1,7%	16,1%	-14,4%	górniki
ATM Grupa	kupuj	4,75	trzymaj	3,62	01.12.2016	09:17 CEST	3,93	48 619	tak	31.05.2017	4,82	60 092	22,6%	23,6%	-1,0%	bobrowski
PA NOVA	kupuj	34,6	kupuj	31,8	25.11.2016	12:50 CEST	21,8	48 489	nie; update	18.05.2017	25,00	59 689	14,7%	23,1%	-8,4%	górniki
Polwax	kupuj	21,6	---	---	23.11.2016	08:56 CEST	16,5	48 030	nie	28.07.2017	13,85	62 171	-16,1%	29,4%	-45,5%	brymora
Groclin	kupuj	17,6	---	---	22.11.2016	15:07 CEST	14,6	47 915	nie	28.07.2017	10,45	62 171	-28,4%	29,8%	-58,2%	jurzec
Vistula	kupuj	3,87	---	---	21.11.2016	14:11 CEST	3,24	47 288	nie	28.07.2017	3,37	62 171	4,0%	31,5%	-27,5%	górniki
Orbis	akumuluj	71,7	trzymaj	60	21.11.2016	12:53 CEST	64	47 278	tak	03.01.2017	74,0	52 135	15,6%	10,3%	5,4%	bobrowski
PGNIG	trzymaj	4,66	redukuje	4,52	17.11.2016	08:55 CEST	4,8	47 635	nie	02.05.2017	6,56	62 067	36,7%	30,3%	-6,4%	pado
PKN Orlen	akumuluj	78	akumuluj	72,3	24.10.2016	16:00 CEST	70,5	48 473	tak	06.06.2016	81,00	49 850	14,9%	2,8%	12,1%	pado
PCC Rokita	trzymaj	65	akumuluj	49,9	24.10.2016	12:15 CEST	69	48 280	nie; update	01.03.2017	65,00	58 300	-5,8%	20,8%	26,6%	brymora
MFO	akumuluj	23,76	kupuj	20,63	24.10.2016	08:29 CEST	21,69	47 931	tak	19.12.2016	23,92	50 759	10,3%	5,9%	4,4%	bobrowski
Lotos	akumuluj	33,2	akumuluj	27,1	20.10.2016	09:58 CEST	30,1	47 876	tak	07.11.2016	34,20	48 200	13,6%	0,7%	12,9%	pado
Śnieżka	akumuluj	56,4	redukuje	56,4	19.10.2016	09:10 CEST	50,6	47 437	tak	13.12.2016	56,99	50 804	12,6%	7,1%	5,5%	pado
MS Zabrze	kupuj	1,40	trzymaj	2,32	05.10.2016	09:10 CEST	1,17	47 901	tak	22.02.2017	1,40	59 375	19,7%	24,0%	-4,3%	pado
Instal Kraków	kupuj	19,9	kupuj	19,1	29.09.2016	09:35 CEST	12,6	47 644	nie	02.05.2017	14,25	62 067	13,1%	30,3%	-17,2%	pado
Cognor	kupuj	1,76	kupuj	1,73	26.09.2016	09:08 CEST	1,17	47 866	tak	13.01.2017	1,81	53 705	54,7%	12,2%	42,5%	bobrowski
Cyfrowy Polsat	akumuluj	26,36	akumuluj	24,65	15.09.2016	09:08 CEST	23,9	46 989	nie	02.05.2017	24,81	62 067	3,8%	32,1%	-28,3%	bobrowski
Forte	redukuje	67,8	akumuluj	59,2	14.09.2016	09:29 CEST	76	46 876	nie; update	21.04.2017	76,50	59 917	0,7%	27,8%	27,2%	brymora
GPW	kupuj	44,2	akumuluj	41	07.09.2016	08:40 CEST	35,5	48 081	tak	26.01.2017	47,00	55 697	32,4%	15,8%	16,6%	bobrowski
PA NOVA	kupuj	31,84	kupuj	25,82	02.09.2016	13:39 CEST	26,5	47 278	nie; update	25.11.2016	22,55	48 489	-14,9%	2,6%	-17,5%	górniki
Bytom	akumuluj	3,23	redukuje	2,98	01.08.2016	11:59 CEST	2,83	46 323	nie	02.05.2017	2,68	62 067	-5,3%	34,0%	-39,3%	górniki
Trakcja	akumuluj	12,5	wznowienie	---	01.08.2016	10:59 CEST	11,2	46 233	tak	04.10.2016	12,75	47 570	13,8%	2,9%	10,9%	pado
Grupa Azoty	redukuje	65,8	sprzedaj	60,2	28.07.2016	14:41 CEST	75	46 854	tak	31.08.2016	63,52	47 930	-15,3%	2,3%	17,6%	brymora

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.3 [stan na koniec sesji 31.07.2017]

Police	trzymaj	21,3	trzymaj	23	28.07.2016	14:41 CEST	21,5	46 854	nie	30.01.2017	23,00	55 450	7,0%	18,3%	11,4%	brymora
ZA Puławy	akumuluj	239	trzymaj	165	28.07.2016	14:41 CEST	206	46 854	nie	30.01.2017	198,00	55 450	-3,9%	18,3%	-22,2%	brymora
Cognor	kupuj	1,73	kupuj	1,66	21.07.2016	11:05	1,18	46 480	nie; update	26.09.2016	1,17	47 866	-0,8%	3,0%	-3,8%	bobrowski
Śnieżka	redukuj	56,4	trzymaj	56,4	18.07.2016	08:59	61,2	45 541	tak	02.09.2016	51,60	47 134	-15,7%	3,5%	19,2%	pado
Selena FM	kupuj	21,3	kupuj	18,8	15.07.2016	08:49	17,05	45 246	nie	30.01.2017	20,3	55 450	19,1%	22,6%	-3,5%	pado
Comp	kupuj	69,5	kupuj	69,5	06.07.2016	10:19	52,26	43 959	nie	30.01.2017	57	55 450	9,1%	26,1%	-17,1%	jurzec
Comarch	akumuluj	158,9	kupuj	139	06.07.2016	09:59	143,5	44 143	tak	16.08.2016	168,05	48 560	17,1%	10,0%	7,1%	jurzec

STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI

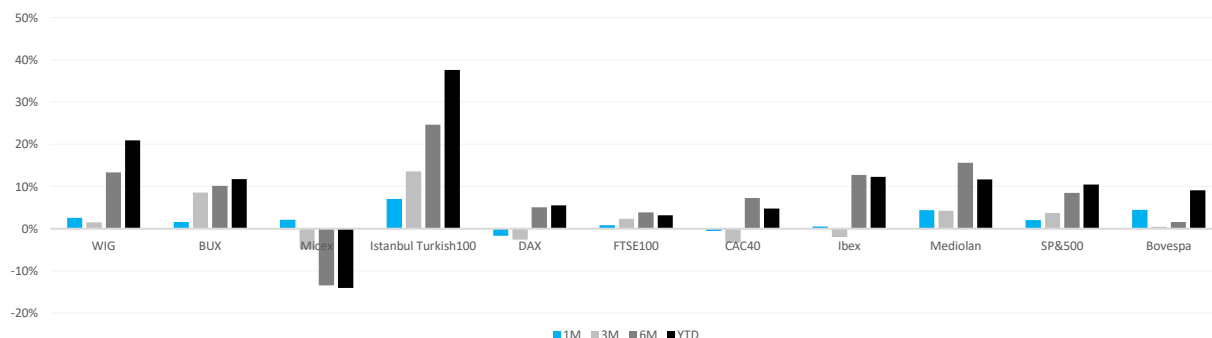
Rok 2016 był kolejnym udanym okresem dla światowych rynków akcji. Inwestorzy wykorzystali przecenę z początku 2016 roku oraz pomniejsze krótkotrwałe turbulencje związane z ogłoszeniem wyników referendum w sprawie Brexit. Końcówka minionego roku upływała w optymistycznych nastrojach związanych z oczekiwanymi projektami inwestycyjnymi nowej administracji USA oraz dość dobrymi odczytami makro z głównych stref gospodarczych (perspektywa podwyżek stóp procentowych w USA nie spowodowała odwrótu od akcji). Okres styczeń-kwiecień'17 były wciąż optymistyczny dla rynków akcji na głównych parkietach. Zauważamy wciąż dobre odczyty z poszczególnych giełd europejskich i dobry sentyment inwestorów. Niemniej ostatnie dwa miesiące przyniosły spadki lub płaskie odczyty dla wielu rynków akcji.

Zmiany wybranych indeksów akcyjnych (zmiany w walutach lokalnych)

	1M	3M	6M	1Yr	YTDr
WIG	2,6%	1,5%	13,3%	35,6%	20,9%
BUX	1,6%	8,5%	10,1%	29,5%	11,8%
Micex	2,1%	-4,8%	-13,4%	-1,3%	-14,0%
Istanbul Turkish100	7,1%	13,6%	24,6%	42,6%	37,6%
DAX	-1,7%	-2,6%	5,1%	17,2%	5,5%
FTSE100	0,8%	2,3%	3,8%	9,6%	3,2%
CAC40	-0,5%	-3,3%	7,3%	14,7%	4,8%
Ibex	0,6%	-2,0%	12,7%	22,3%	12,3%
Mediolan	4,4%	4,3%	15,6%	27,5%	11,7%
SP&500	2,0%	3,7%	8,5%	13,8%	10,4%
Bovespa	4,5%	0,5%	1,6%	14,6%	9,1%

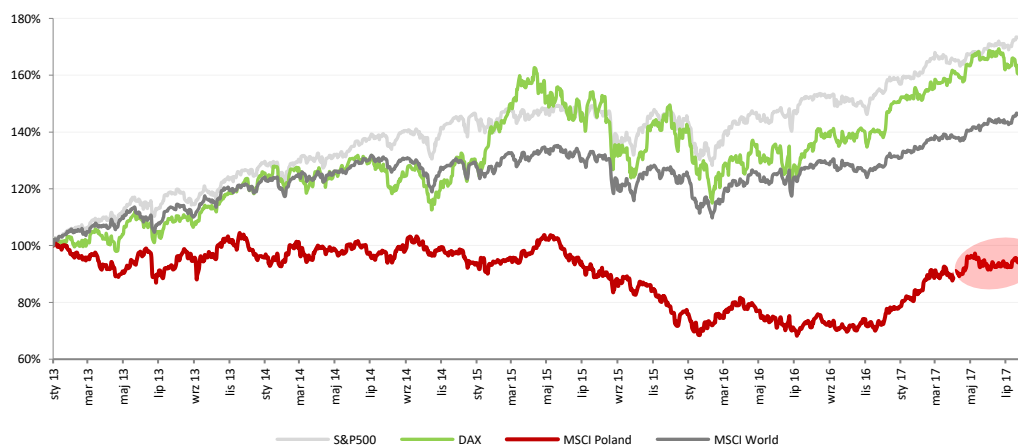
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Indeks WIG na tle wybranych indeksów zagranicznych (zmiany w walutach lokalnych)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

MSCI Poland na tle innych indeksów w okresie od 2013 roku



Na głównych rynkach akcji wciąż widać odczyty blisko tegorocznych szczytów.

Dostrzegamy wyczerpanie negatywnych tendencji w strukturze indeksu MSCI Poland.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI INDEKSÓW SEKTOROWYCH NA GPW

Sytuacja na warszawskim parkiecie akcji w 2015 roku była wyjątkowo trudna dla inwestorów. Wpływ na pogłębiające się spadki miało kilka czynników. Jednym z nich to wg nas długofalowy proces korekty premii z jakimi historycznie notowane były krajowe 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. wejście w życie podatku bankowego, zaangażowanie spółek energetycznych w konsolidację sektora górniczego).

Rok 2016 pomimo dość trudnego początku, okazał się udany dla warszawskiego parkietu. Końcówka roku była bardzo udana i dzięki temu WIG w skali roku zyskał ponad 11%. Liderem zwyżek był indeks WIG-Surowce, który w 2016 roku wzrósł o niemal 78%. Miniony rok to również udany czas dla indeksów WIG Deweloperzy, WIG Ukraina czy WIG Paliwa. Na drugim biegunie były WIG Chemia, WIG Telekom czy wreszcie WIG Energetyka. W ostatnim kwartale 2016 roku było też widać pewne wyhamowanie dynamiki wzrostu WIG40.

Pierwsze miesiące 2017 roku to kontynuacja silnych wzrostów na szerokim rynku akcji w Warszawie. Po kwietniowym wzroście, indeks WIG chwilami był już o ponad 20% powyżej wartości notowanych na koniec 2016 roku. Majowa korekta na szerokim rynku przyniosła niewielkie ochłodzenie nastrojów i realizacja zysków była odczuwalna szczególnie w WIG Surowce (strata 14% w ciągu miesiąca !). W czerwcu zmienność na szerokim rynku nie była duża. Z kolei lipiec '17 przyniósł dalsze wzrosty szerokiego rynku. Największe dynamiki wzrostu sektorowo miał WIG Surowce (+11,1%) oraz WIG Energetyka (+10%). Pokażne zwyżki notował też WIG Banki (+5,3%) czy WIG Telekom (+4,6%). Na koniec sesji 31.07.2017 r. indeks WIG wyniósł 62 595,76 punktów, co oznacza wzrost o ponad 23% względem końca 2016 roku.

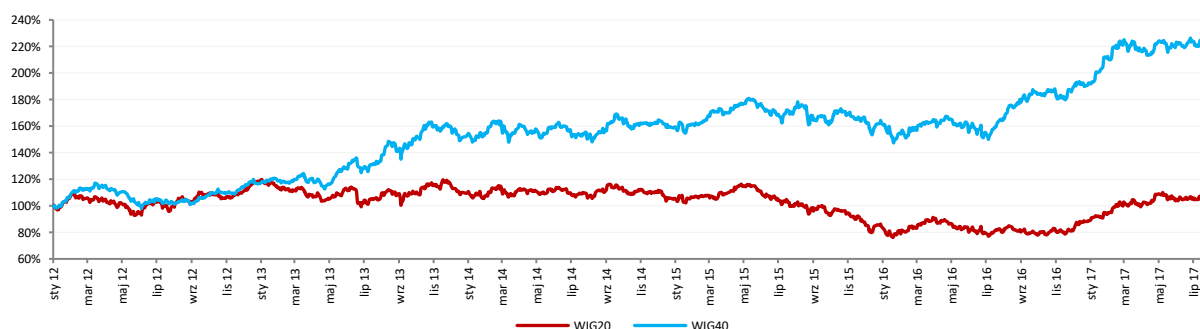
Zmiany wybranych indeksów krajowego rynku akcji

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG30	3,8%	1,6%	15,4%	38,1%	23,2%
WIG20	3,2%	-0,1%	15,4%	34,9%	21,9%
mWIG40	0,5%	1,5%	6,2%	37,1%	17,0%
sWIG80	-2,8%	-4,2%	2,2%	14,0%	9,5%
WIGdiv	1,4%	1,3%	8,0%	23,9%	15,2%
WIG	2,6%	1,5%	13,3%	35,6%	20,9%
Respect	4,8%	3,1%	15,5%	37,6%	23,8%

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG Banki	5,3%	2,1%	11,8%	35,8%	22,1%
WIG Budownictwo	-5,0%	-9,0%	4,4%	21,5%	15,4%
WIG Chemia	0,3%	-7,9%	-8,5%	11,4%	7,7%
WIG Deweloperzy	-1,5%	4,3%	10,6%	27,4%	14,8%
WIG Energetyka	10,0%	16,5%	24,7%	14,8%	31,0%
WIG Informatyka	-6,1%	-9,4%	-5,7%	16,3%	-0,3%
WIG Media	2,1%	1,1%	7,8%	19,1%	14,7%
WIG Paliwa	0,0%	-4,9%	31,1%	58,6%	25,7%
WIG Spożywczy	-1,3%	-4,2%	-10,2%	12,0%	6,3%
WIG Surowce	11,1%	1,0%	3,8%	74,0%	29,7%
WIG Telekom	4,6%	9,3%	4,2%	4,3%	2,2%
WIG CEE	3,4%	5,5%	3,0%	9,3%	5,3%
WIG Poland	2,6%	1,6%	13,9%	36,1%	21,4%
WIG Ukraina	0,9%	-4,3%	-1,9%	24,1%	16,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana WIG20 i WIG40 od 2012 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

AKTUALIZACJA ZAŁOŻEŃ DLA PERSPEKTYW WIG

Tak jak sugerowaliśmy w poprzedniej edycji, w ostatnim okresie przeprowadzaliśmy test naszych założeń dla tegorocznej perspektywy zachowania WIG. Na przełomie bieżącego roku należeliśmy do awangardy optymistów kreśląc zasięg ruchu WIG w górę rzędu 15-20% w całym 2017 roku (sugerowaliśmy, że WIG przekroczy 60 000 punktów).

Dobre odczyty makro z polskiej gospodarki (z ambitną ścieżką utrzymania dynamiki PKB na pułapie nawet ponad 4% w kolejnych 2 latach) oraz wciąż sprzyjające otoczenie zewnętrzne są bardzo silnymi argumentami dla obozu byków.

Nasze symulacje dla pokrywanych spółek wskazują, że mediana wzrostu EPS w 2018 roku będzie na poziomie ponad 20%. Mediana prognozowanego mnożnika P/E'18P dla grupy spółek, którą pokrywamy wynosi 14,0x (z kolei P/E'17P = 16,2x). Uwzględniając wagę kapitalizacji dla badanej grupy podmiotów średni wzrost EPS w 2018 roku powinien wynieść 14%.

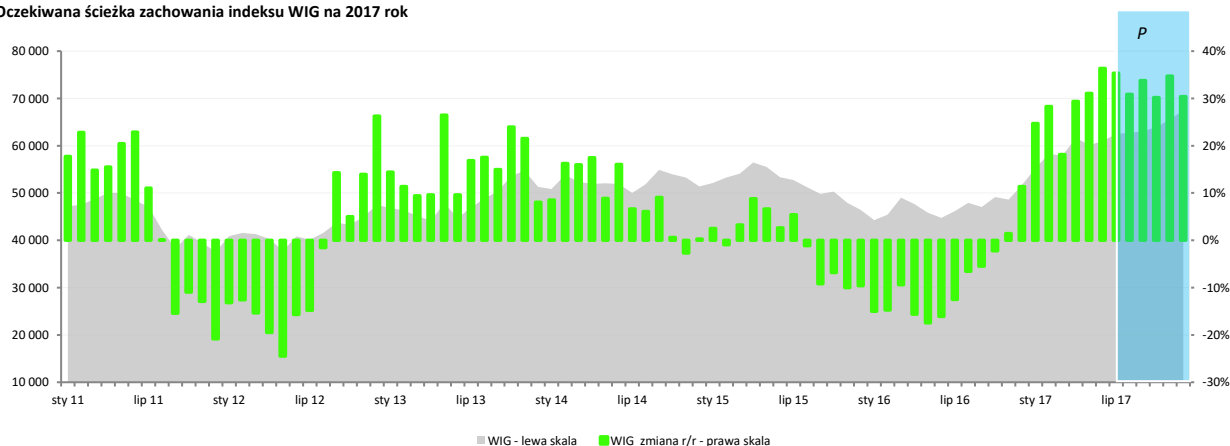
Na chwilę obecną nie dostrzegamy silnych powodów erozji w głównych segmentach tworzących indeks WIG. W najważniejszej grupie reprezentującej podmioty z branży Banki/Finanse wyróżniamy większość spółek, które powinny budować wartość indeksu. W drugim kluczowym obszarze Oil&Gas oraz Surowce także nie definiujemy w perspektywie 2H'17 powodów do trwałego istotnego spadku wartości indeksu. Trzeci fundament WIG to spółki z branży Energetyka, które w naszej ocenie wyczerpały negatywne impulsy.

Podstawowym ryzykiem dla szerokiego rynku jest rozczarowanie poziomem inwestycji w końcówce br oraz w szczególności w 2018 roku. Dodatkowo, w naszej ocenie obserwowane szybkie zmiany na rynku pracy, w szczególności spadająca stopa bezrobocia (wręcz kłopoty w zapewnieniu pracowników) i rosnąca dynamika wzrostu płac (nie tylko płacy minimalnej) przy ograniczonej poprawie efektywności, mogą w poszczególnych branżach zaburzyć rentowność w perspektywie kolejnych kwartałów.

Z czynników o fundamentalnym znaczeniu są także docelowe zmiany w systemie emerytalnym, w tym przekształcenie dzisiejszych OFE. Zauważamy, że Wicepremier Mateusz Morawiecki zasugerował, że nowe przepisy wejdą w życie prawdopodobnie od lipca 2018 roku. Wcześniejsze założenia sugerowały początek 2018 roku, a potem okres wiosny. Niewątpliwie „obiecane” zmiany mają kluczowe znaczenie dla przyszłości całego rynku kapitałowego w Polsce, a na płaszczyźnie politycznej (w samym obozie rządzącym jak i po stronie opozycji) nie widzimy konsensusu o potrzebie ich wdrożenia w zaproponowanym kształcie. Ewentualne odejście od zaprezentowanych rozwiązań mogą być bardzo bolesne dla GPW.

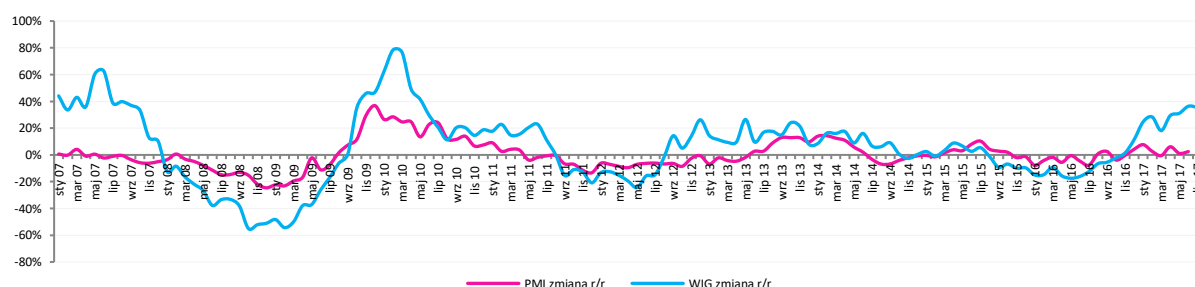
Ogółem wyznaczając przyszły potencjał dla ruchu WIG w dalszej części bieżącego roku zdecydowaliśmy się w większym stopniu skonsolidować nasze projekcje na 2018 rok. Dominującymi argumentami w obecnej sytuacji są dla nas ścieżka wzrostu PKB dla polskiej gospodarki, w tym perspektywa przyspieszenia inwestycji przy bardzo mocnej konsumpcji. Tym samym podnosimy nasze oczekiwania dla indeksu WIG do pułapu 67 500 punktów. Oznacza to wzrost o 12,5% względem poprzedniej naszej symulacji sugerującej przebicie 60 000 punktów. Z bieżącej perspektywy dostrzegamy zatem ponad 8% potencjał do dalszego wzrostu WIG do końca br. Realizacja takiego scenariusza będzie oznaczała, że WIG w skali 2017 roku wzrośnie o ok 30% względem końca 2016 roku i znajdzie się na historycznych maksimach.

Oczekiwana ścieżka zachowania indeksu WIG na 2017 rok



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dynamika zmian indeksu WIG oraz PMI dla Polski



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



Dom Maklerski BDM S.A.

Portfel indeksu WIG na 31.07.2017 r. (ze szczególnym uwzględnieniem 50 największych podmiotów)

Lp	Spółka	Udział w portfelu WIG [%]	Lp	Spółka	Udział w portfelu WIG [%]
1	PKOBP	9,6	26	GRUPAAZOTY	0,9
2	PKNORLEN	9,4	27	EUROCASH	0,8
3	PZU	7,7	28	INTERCARS	0,8
4	PEKAO	6,2	29	AMREST	0,8
5	KGHM	5,0	30	BUDIMEX	0,8
6	BZWBK	3,4	31	DINOPL	0,8
7	PGNIG	3,3	32	ENERGA	0,8
8	PGE	3,1	33	HANDLOWY	0,7
9	LPP	2,7	34	SYNTHOS	0,7
10	INGBSK	1,9	35	ORBIS	0,6
11	CCC	1,9	36	PKPCARGO	0,6
12	CDPROJEKT	1,8	37	GTC	0,5
13	MBANK	1,7	38	PFLIEDER	0,5
14	ALIOR	1,7	39	CIECH	0,4
15	KRUK	1,7	40	SANOK	0,4
16	CYFRPLSAT	1,7	41	GPW	0,4
17	MILLENNIUM	1,4	42	FORTE	0,4
18	JSW	1,3	43	BENEFIT	0,4
19	LOTOS	1,3	44	MOL	0,3
20	KETY	1,2	45	STALPROD	0,3
21	TAURONPE	1,2	46	EMPERIA	0,3
22	ORANGEPL	1,1	47	COMARCH	0,3
23	ASSECOPOL	1,0	48	BORYSZEW	0,3
24	ENEA	1,0	49	WIRTUALNA	0,3
25	KERNEL	1,0	50	FAMUR	0,3
Top 1-25		73,33	Top 26-50		13,21

Na dzień 31.07.2017 r. w skład indeksu WIG wchodzi 395 podmiotów. Z tego 50 podmiotów reprezentuje ponad 86,5% portfela indeksu.

Największą ekspozycją sektorową w WIG są podmioty z obszaru banki/finanse. W grupie Top50 budujących indeks, występuje 11 takich podmiotów i reprezentują ok 36,5% całego portfela WIG. Drugą największą ekspozycję WIG jest obszar oil&gas oraz surowce. W Top50 jest 6 spółek z tej grupy i łącznie posiadają ponad 20,5% w portfelu WIG. Z kolei cztery spółki z branży energetyka stanowią ok 6% w portfelu indeksu WIG.

Top 50 w indeksie WIG = 86,54%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GPW

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI

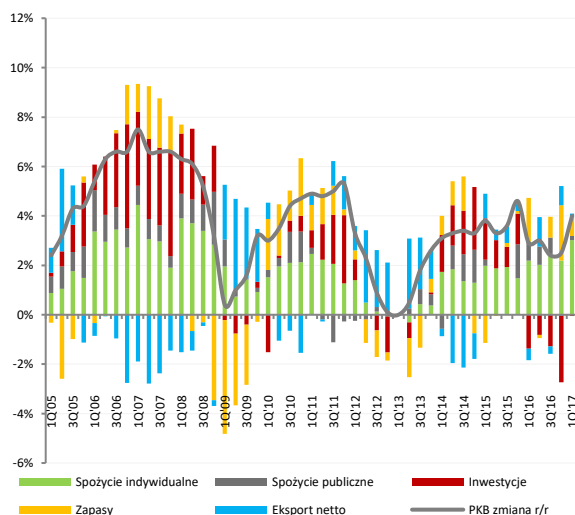
W lipcowej projekcji NBP podwyższył oczekiwania dotyczące dynamiki PKB w Polsce do 4,05% w 2017 roku (w porównaniu z projekcją z marca '17 oznacza to wzrost o 0,35 pkt %). Również na dwa kolejne lata model NBP zakłada wyższą dynamikę wzrostu PKB w kraju. Oceniamy, że przyśpieszenie inwestycji w 2018 i 2019 roku może wpłynąć na przyszłe korekty w górę obecnej symulacji NECMOD przewidującej wzrost PKB odpowiednio 3,53% i 3,31%.

Projekcja inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce opracowana przez NBP na podstawie modelu NECMOD (lipiec 2017)

	2016	2017P	2018P	2019P	zmiana względem marca '17		
					2017P	2018P	2019P
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	-0,59	1,94	2,00	2,46	-0,06	0,00	0,16
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu żywności i energii (% r/r)	-0,23	0,94	1,96	2,50	0,04	0,46	0,40
Ceny żywności (% r/r)	0,85	3,80	2,48	2,45	0,90	0,68	-0,05
Ceny energii (% r/r)	-3,83	2,81	1,40	2,33	-1,99	-2,40	-0,37
PKB (% r/r)	2,67	4,05	3,53	3,31	0,35	0,23	0,11
Popyt krajowy (% r/r)	2,42	4,69	4,02	3,40	0,39	0,42	0,20
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,84	4,36	3,63	3,41	0,46	0,23	0,21
Spożycie publiczne (% r/r)	2,79	2,82	3,53	3,33	-0,18	0,13	-0,07
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	-7,95	5,71	6,60	4,25	-0,29	1,20	0,35
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	0,32	-0,58	-0,45	-0,07	-0,08	-0,25	-0,17
Eksport (% r/r)	9,03	7,50	6,78	6,54	1,50	0,98	0,64
Import (% r/r)	8,90	8,86	7,74	6,71	1,66	1,34	0,81
Wynagrodzenia (% r/r)	3,80	4,65	6,03	6,22	0,05	0,23	0,22
Pracujący (% r/r)	0,71	1,18	0,28	0,18	0,78	0,18	0,08
Bezrobocie (%)	6,17	4,93	4,29	4,12	-0,37	-0,61	-0,48
Wydajność pracy (% r/r)	1,96	2,84	3,24	3,13	-0,46	0,04	0,03

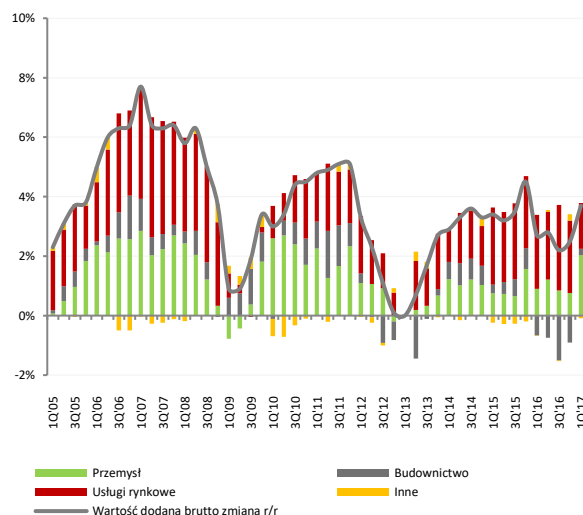
Źródło: NBP

Dekompozycja PKB



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

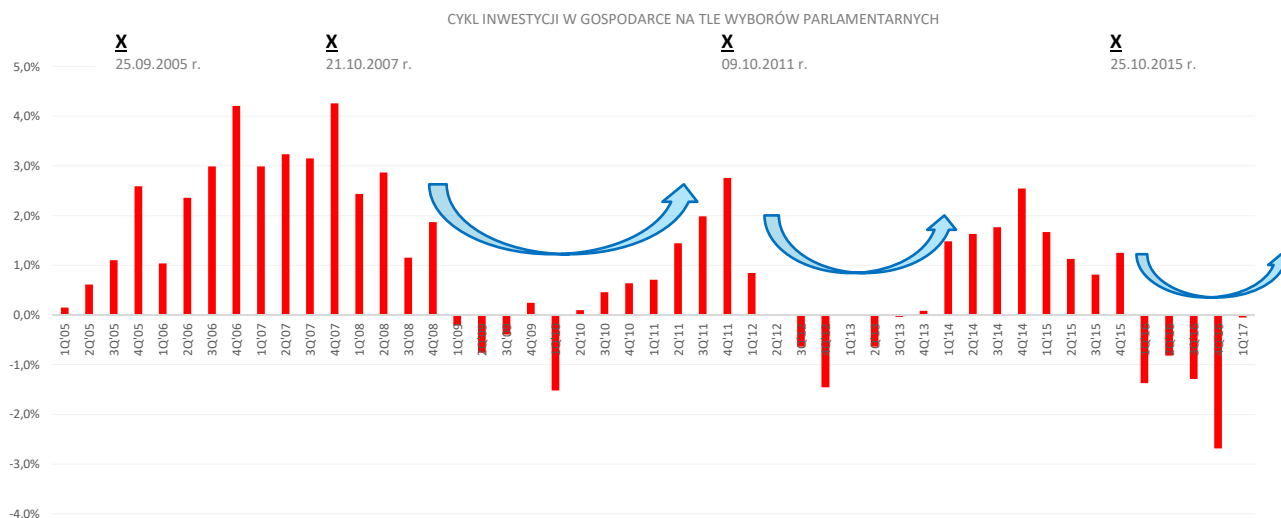
Dekompozycja wartości dodanej brutto



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

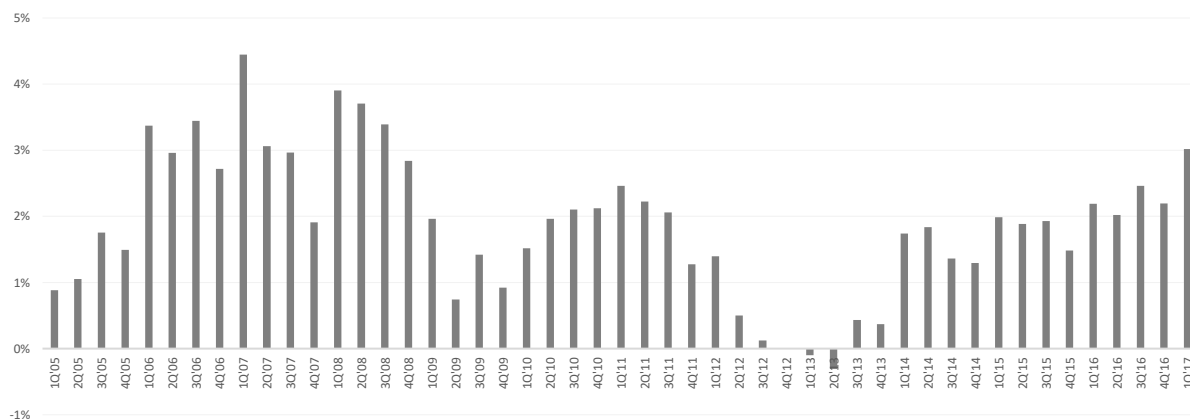
Inwestycje w 1Q'17 to efekt -0,0% (w 4Q'16 wpływ na PKB to aż -2,7%). Rok 2016 był zatem jeden z gorszych okresów w ostatnich latach, co związane było także z nową perspektywą inwestycji unijnych oraz zmianami w kluczowych przedsiębiorstwach z udziałem SP (gdzie dokonywane były przeglądy i aktualizacje dla przyszłych strategicznych decyzji). Poprzedni historycznie trudny moment inwestycyjny to przełom 2012/2013 roku. Na kolejnym wykresie pokazujemy prawidłowość historyczną jaka ma miejsce od kilku lat czyli cykl inwestycyjny na tle wyborów parlamentarnych. Trzy ostatnie wybory wyznaczyły szczyt inwestycji i w kolejnych kwartałach następował ich szybki i odczuwalny spadek, po czym pozytywna kontrybucja inwestycji do PKB osiągała swój kolejny lokalny szczyt właśnie w momencie kolejnych wyborów.

Kontrybucja inwestycji do PKB w Polsce



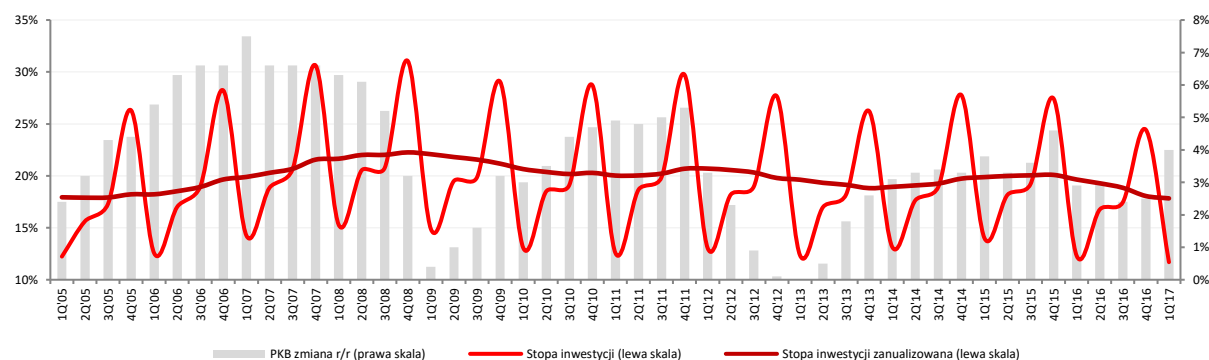
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Kontrybucja spożycia indywidualnego do PKB w Polsce



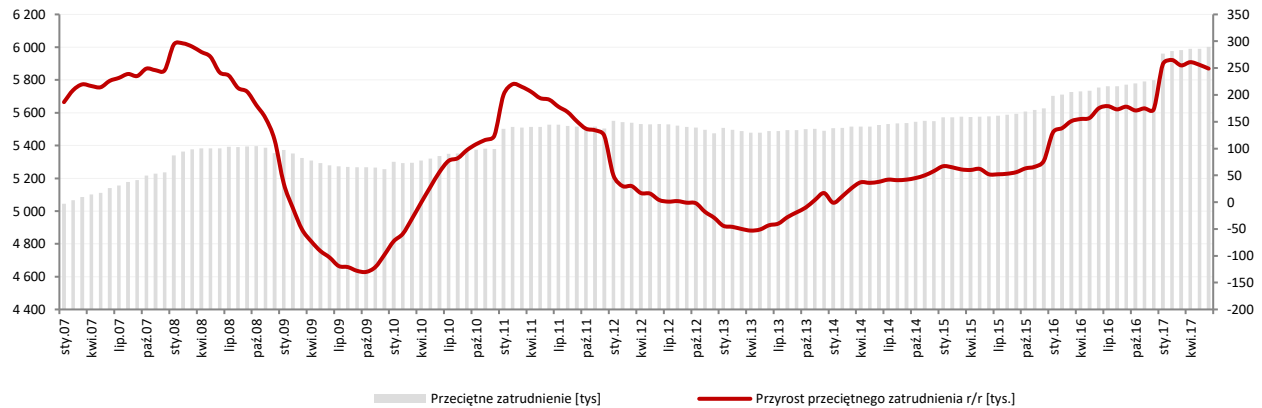
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa inwestycji w Polsce oraz dynamika PKB



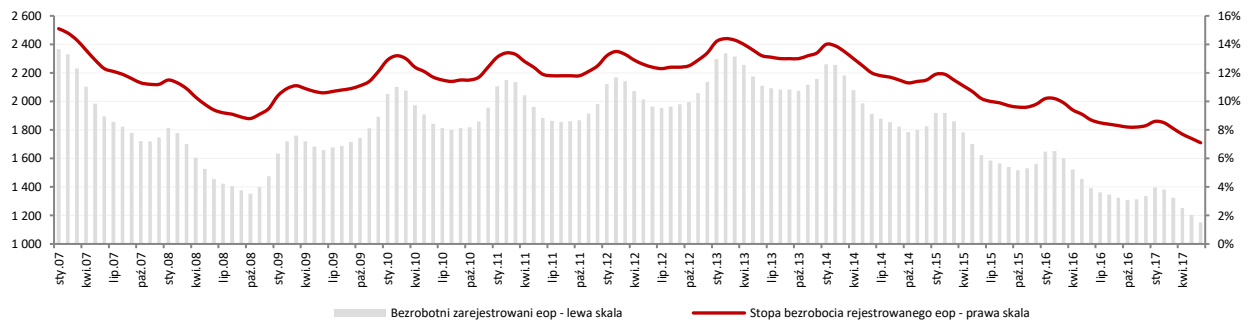
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Przeciętne zatrudnienie w Polsce



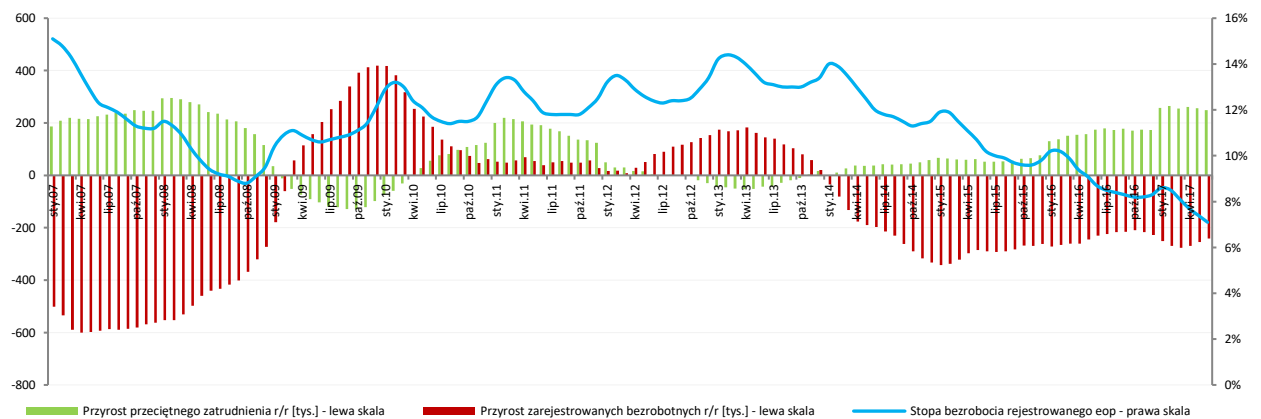
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Bezrobotni zarejestrowani w Polsce



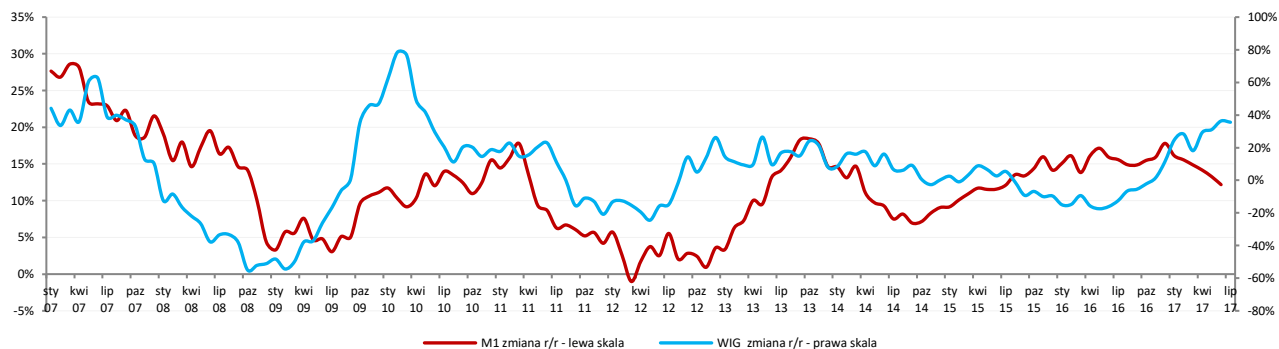
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa bezrobocia na tle przyrostu zatrudnienia oraz zmiany zarejestrowanych bezrobotnych



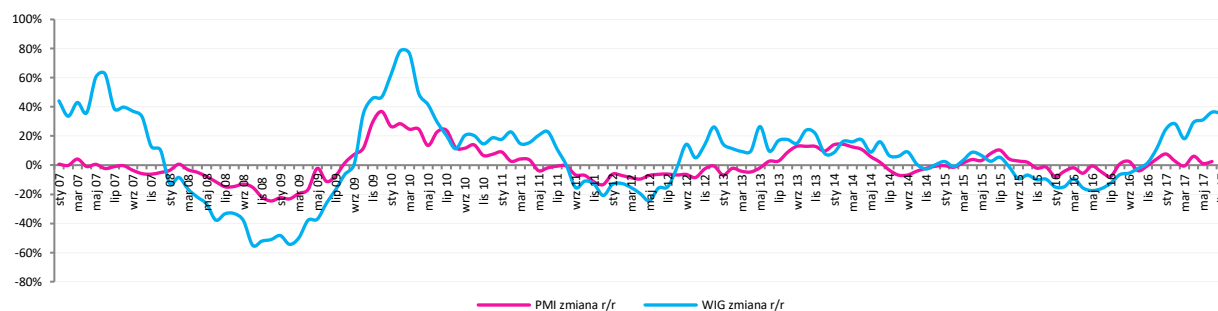
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Dynamika zmian indeksu WIG oraz M1 w Polsce



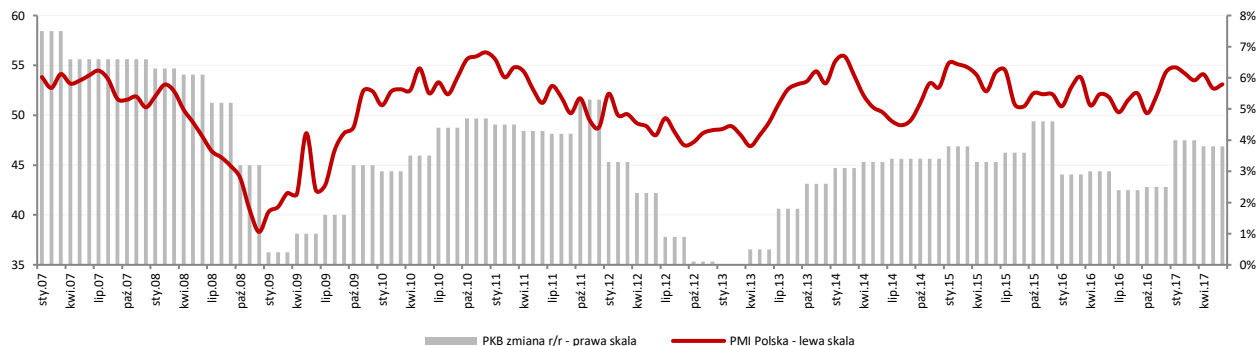
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Dynamika zmian indeksu WIG oraz PMI dla Polski



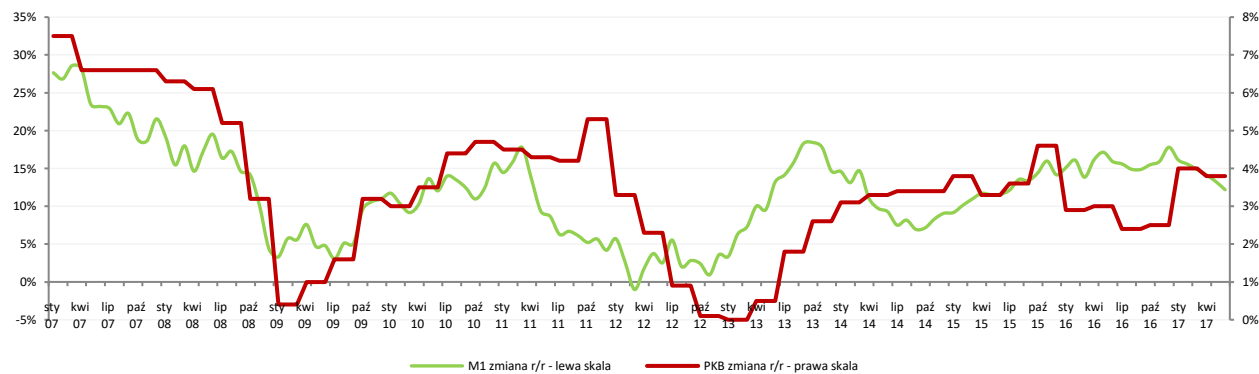
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, Merkit

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/rozrywka, węgiel/stal

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

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

Adrian Górniak

tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

Marek Jurzec

Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Dariusz Wareluk**

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz

tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Słownik wybranych pojęć:

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

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

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

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

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

EBIT – wynik na działalności operacyjnej

EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

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

WACC – średni ważony koszt kapitału

CAGR – średnioroczny wzrost

EPS – zysk netto na 1 akcję

DPS – dywidenda na 1 akcję

CEPS – suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

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

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

MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

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

ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA – stosunek zysku netto do aktywów

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

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

marża EBIT – relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto – relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

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

luka popytowa – jest zdefiniowana jako względna różnica pomiędzy rzeczywistym PKB

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

System rekomendacji:

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

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

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

bieżącej ceny rynkowej;

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wycen:

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

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

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

Materiał „Raport miesięczny” jest dokumentem przedstawiającym sytuację rynków akcji z uwzględnieniem wybranych czynników makroekonomicznych charakteryzujących 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. Periodezyzacja 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 w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

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 01.08.2017 roku, 06:05 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 01.09.2017 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 01.08.2017 roku:

Portfel indeksu BDM-A	Orange	Stalprodukt	Bogdanika	Agora	Vistula	Bytom	Wasko	Instal Kraków	Patentus	Esotiq
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	NIE	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	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	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	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE
W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE
Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE

Portfel indeksu BDM-Z	PKO BP	LPP	Lotos	Orange	Grupa Azoty	Kruk	Eurocash	Stalprodukt	PKO Cargo	Bogdanika
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	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	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	TAK	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	TAK	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	TAK	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	TAK	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	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog potencjalnego ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.