

Dom Maklerski BDM S.A.

Comarch, Asseco Poland, Bogdanka, Kruk, Selenia FM, PCC Rokita, Erbud, Lotos, GTC, Stalprofił, Izostal, Eurocash, Stalprodukt, LPP, Grupa Azoty, ZA Puławy, Police, Śnieżka, Dom Development, Kęty, Empenia, PKN Orlen, Wasko, Asseco BS, Arctic Paper, Orange, Agora, Trakcja, Comarch, PA NOVA, MFO, Instal Kraków, ATM Grupa, Cyfrowy Polat, MS Zabrze, GTC, Synthos, Kruk, Orbis, Forte, PKP Cargo, MS Plock, Agora, Famur, PCC Rokita, Czech, ZUE, Asseco Poland, Roby, Esotiq, Patentus, Tesgas, Pragma Inkasso, Pragma Faktoring, PKO BP, Bank Handlowy, ING Bank, GPW, Paged, Wielton, Ursus, Izoblok, Polwax, Gracil, Sare, Trans Polonia, Cognor, Stalprodukt, ISW, Pfeiderer, Gino Rossi, Solar, AmRest, CCC, Eurocash, Empenia, Comarch, Asseco Poland, Bogdanka, Kruk, Selenia FM, PCC Rokita, Erbud, Lotos, GTC, Stalprofił, Alende, ATM, Izostal, Eurocash, Stalprodukt, LPP, Grupa Azoty, ZA Puławy, Police, Śnieżka, Dom Development, Kęty, Empenia, PKN Orlen, Wasko, Asseco BS, Voxel, Sygnity, Polnord, Intersport, Wojas, PHN, Arctic Paper, Orange, Agora, Trakcja, Comarch, PA NOVA, MFO, Instal Kraków, Cyfrowy Polat, MS Zabrze, GTC, Synthos, Kruk, Orbis, Forte, PKP Cargo, MS Plock, Agora, Famur, PCC Rokita, Czech, ZUE, Asseco Poland, Roby, Esotiq, Patentus, Tesgas, Pragma Inkasso, Pragma Faktoring, PKO BP, Bank Handlowy, ING Bank, GPW, Paged, Wielton, Ursus, Izoblok, Polwax, Instal Kraków, Gracil, Elektrotim, TIM, Sanel, Cognor, Stalprodukt, ISW, Pfeiderer, Gino Rossi, Solar, AmRest, CCC, Eurocash, Empenia, Bogdanka, Kruk, Selenia FM, PCC Rokita, Erbud, Lotos, GTC, Stalprofił, Alende, ATM, Izostal, Eurocash, Stalprodukt, LPP, Grupa Azoty, ZA Puławy, Police, Śnieżka, Dom Development, Kęty, Empenia, PKN Orlen, Wasko, Asseco BS, Voxel, Sygnity, Polnord, Intersport, Wojas, PHN, Arctic Paper, Orange, Agora, Bogdanka, Cognor, Stalprodukt, ISW, Pfeiderer, Gino Rossi, Solar, AmRest, CCC, Eurocash, Empenia, Comarch, Asseco Poland, Bogdanka, Kruk, Selenia FM, PCC Rokita, Erbud, Lotos, GTC, Stalprofił, Alende, ATM, Izostal, Eurocash, Stalprodukt, LPP, Grupa Azoty, ZA Puławy, Police, Śnieżka, Dom Development, Kęty, Empenia, PKN Orlen, Wasko, Asseco BS, Voxel

RAPORT MIESIĘCZNY PAŹDZIERNIK 2017

02.10.2017, 08:56 CEST Numer 10/2017

- 1 STRATEGIA DZIAŁANIA
- 2 KOMENTARZE ANALITYKÓW BDM
- 3 PORTFELE INDEKSÓW BDM-A ORAZ BDM-Z
- 4 ZESTAWIENIE REKOMENDACJI BDM
- 5 OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE
- 6 STATYSTYKI RYNKÓW AKCJI

Redaktor wydania:

Maciek Bobrowski

Dyrektor Wydziału Analiz

„Oceniamy, że jesteśmy już w zaawansowanym punkcie przeceny na szeregu mniejszych i średnich podmiotach...”

„...w obecnej edycji w mniejszym stopniu akcentujemy ryzyko dalszej słusznej korekty na GPW i podnosimy krótkoterminową perspektywę dla rynku akcji na neutralną (z negatywnej) ...”

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 całości lub części 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).....	9
AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-Z.....	10
HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM.....	13
STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI	16
WYNIKI INDEKSÓW SEKTOROWYCH NA GPW	17
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI	19

W minionym okresie 31.08.2017-29.09.2017:

Indeks BDM-A **+1,66%**

Indeks BDM-Z **-2,72%**

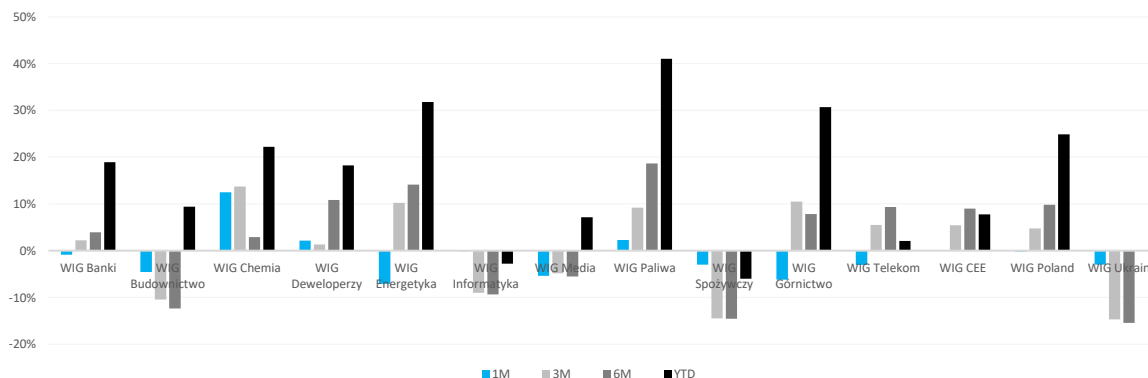
Indeks WIG **-1,05%**

<u>Aktualny skład BDM-A</u>				<u>Aktualny skład BDM-Z</u>			
JSW <i>(nowa)</i>				PKO BP			
Stalprodukt				Cyfrowy Polsat			
Bogdanka				Lotos			
Dom Development <i>(nowa)</i>				Orange			
PA NOVA <i>(nowa)</i>				Eurocash			
Wasko				GTC			
Instal Kraków				Pfleiderer <i>(nowa)</i>			
Pragma Inkaso <i>(nowa)</i>				Stalprodukt			
Esotiq				PKP Cargo			
Patentus				Bogdanka			
	Data	Dodanie do BDM-A	Usunięcie z BDM-A		Data	Dodanie do BDM-Z	Usunięcie z BDM-Z
październik'17	29.09.2017	JSW	Arctic Paper	październik'17	29.09.2017	Pfleiderer	Grupa Azoty
	29.09.2017	Dom Development	Tesgas				
	29.09.2017	Pragma Inkaso	Orange				
	29.09.2017	PA NOVA	Agora				
wrzesień'17	31.08.2017	Artic Paper	Vistula	wrzesień'17	31.08.2017	Cyfrowy Polsat	Kruk
	31.08.2017	Tesgas	Bytom		31.08.2017	GTC	LPP

PODSUMOWANIE

Wraz z zakończeniem sezonu publikacji wyników za 2Q'17 przy wciąż dużej wstrzeźliwości do podejmowania ryzyka w grupie podmiotów o mniejszej i średniej kapitalizacji doszło do kolejnych gwałtownych przecen. Zatem spadek szerokiego indeksu WIG o ok 1% w skali miesiąca nie oddaje w pełni szeregu negatywnych rozczarowań, które ponownie mogliśmy zaobserwować. We wrześniu'17 najlepszym indeksem sektorowym okazał się WIG Chemia (za sprawą dynamicznego ruchu w górę Grupy Azoty). Na niewielkim plusie był także WIG Paliwa czy WIG Deweloperzy. Na drugim biegunie dostrzegamy WIG Energetyka (-7,1% w trakcie miesiąca), czy WIG Górnictwo (-6,1%) oraz WIG Budownictwo (-4,5%). Na koniec sesji 29.09.2017 r. indeks WIG wynosił 64 289,69 punktów, czyli o 24% powyżej pułapów z końca 2016 roku.

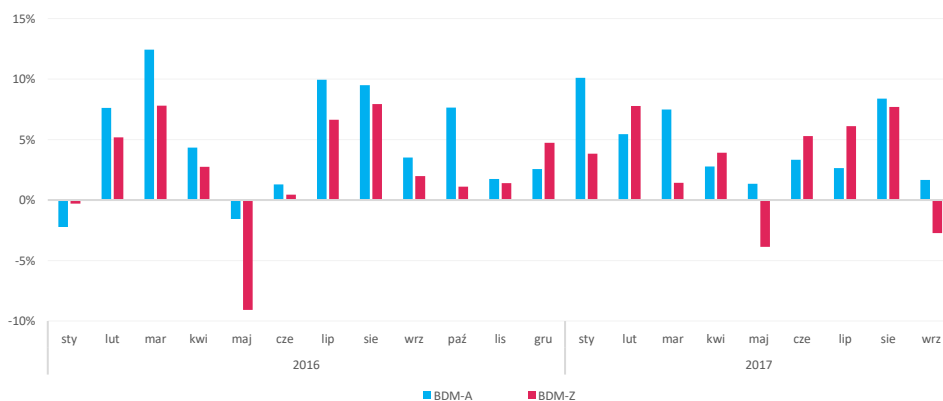
Zachowanie poszczególnych indeksów sektorowych na GPW



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GPW

W minionym okresie miesięcznym indeks WIG spadł o 1,05%. Wrześniowa korekta okazała się także bolesna dla szeregu podmiotów, które znalazły się w naszych zestawieniach. BDM-Z (indeks grupujący kluczowe dla GPW płynne podmioty) na koniec sesji 29.09.2017 r. wskazywał wartość 177,29 pkt, czyli spadł o 2,72% względem końca sierpnia'17. Jednocześnie indeks BDM-A (składający się ze spółek z dużą potencjalną nieefektywnością wyceny rynkowej bez uwzględnienia kryterium płynności) na koniec września'17 wynosił 261,58 punktów, co oznacza umocnienie w trakcie miesiąca o 1,66%.

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



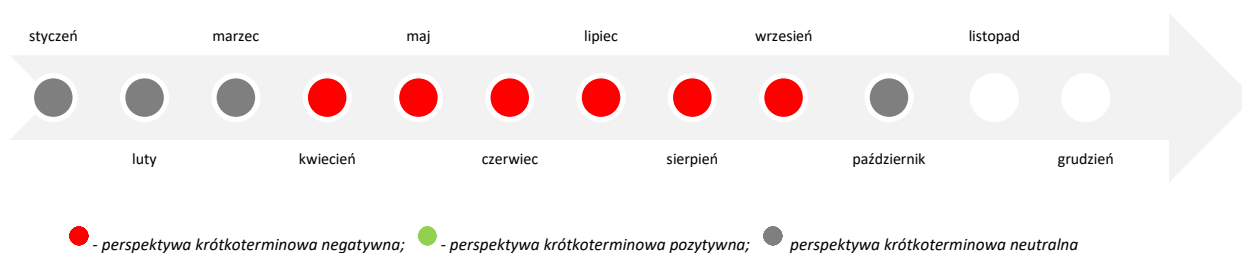
Na koniec 29.09.2017 roku:
BDM-A = 261,58 pkt
BDM-Z = 177,29 pkt
(na początku 2016 roku
BDM-A oraz BDM-Z wynosiły
100 pkt)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W ostatnim okresie dowiedzieliśmy się, że lipiec'18 jako data wprowadzenia zmian w sposobie działania OFE stoi pod dużym znakiem zapytania. W ramach rządu nie ma cały czas zgody co do przyszłości środków zgromadzonych w OFE. Minister Kowalczyk przyznał, że "... cały czas trwają uzgodnienia, rozmowy, stanowisko rządowe nie jest uzgodnione." Jego zdaniem w 2017 roku powinna „zapaść decyzja kierunkowa”. Brak ostatecznych ustaleń w sprawie OFE zakomunikował również wicepremier Mateusz Morawiecki, który powiedział, że „nie ma jeszcze ostatecznych ustaleń jeśli chodzi o OFE i to jest uczciwa odpowiedź”. W artykułach prasowych mogliśmy przeczytać informacje sugerujące, że zmiany w systemie rozpoczną się od wprowadzenia pracowniczych planów kapitałowych, natomiast nie dojdzie do transformacji OFE (przynajmniej w pierwszym etapie).

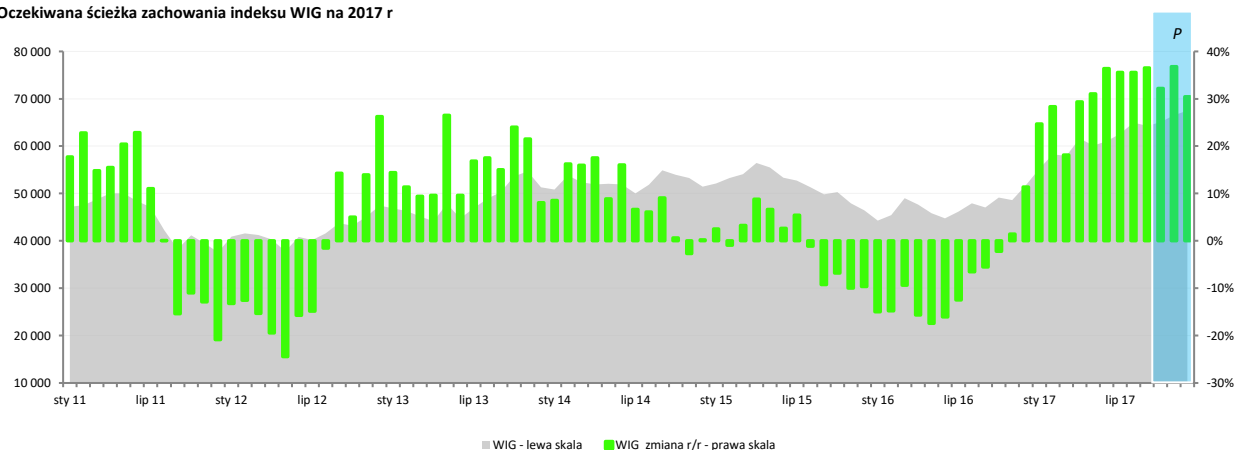
W obecnej edycji w mniejszym stopniu akcentujemy ryzyko dalszej słusznej korekty na GPW i podnosimy krótkoterminową perspektywę dla rynku akcji na neutralną (z negatywnej). Przypominamy, że po wielu miesiącach negatywnej oceny perspektywę rynku, w ostatniej edycji jeszcze bardziej podnieśliśmy potrzebę wyczekiwanego zejścia na niższe pułapy cenowe. Oceniamy, że jesteśmy już w zaawansowanym punkcie przeceny na szeregu mniejszych i średnich podmiotach. Zakończony sezon publikacji wyników za 2Q'17 wręcz sprowokował do wielu dynamicznych ruchów. Nadal 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 (wręcz kłopoty w zapewnieniu pracowników) i rosnąca dynamika wzrostu płac (nie tylko płacy minimalnej) przy ograniczonej poprawie efektywności już obecnie w poszczególnych branżach zaburza rentowność i zjawisko to może być odczuwalne także w perspektywie kolejnych kwartałów.

Ocena krótkoterminowej perspektywy dla rynku akcji na GPW



W sierpniowej edycji raportu miesięcznego podwyższyliśmy nasze cele dla WIG na bieżący rok do pułapu 67 500 punktów. Wyznaczając przyszły potencjał dla ruchu WIG w dalszej części 2017 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 przyśpieszenia inwestycji przy bardzo mocnej konsumpcji. Każde kolejne informacje z obozu rządzącego o odstąpieniu od wcześniejszych propozycji zmian, składanych przez wicepremiera Morawieckiego, zagospodarowania dzisiejszych środków zgromadzonych w OFE będzie dla nas sygnałem do rozważenia potrzeby uwzględnienia scenariuszy zakładających trwale niższe akceptowalne wyceny na GPW.

Oczekiwana ścieżka zachowania indeksu WIG na 2017 r



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

INDEKS BDM AGRESYWNY (BDM-A)

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

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

Wartość indeksu BDM Agresywny (BDM-A)

	13.01.2016 [na koniec sesji]	01.02.2016 [na koniec sesji]	02.03.2016 [na koniec sesji]	01.04.2016 [na koniec sesji]	02.05.2016 [na koniec sesji]	01.06.2016 [na koniec sesji]	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]	31.07.2017 [na koniec sesji]	31.08.2017 [na koniec sesji]	29.09.2017 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-A	172,27	189,68	200,00	214,94	220,92	223,88	231,35	237,44	257,31	261,58
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	64 973,76	64 289,69

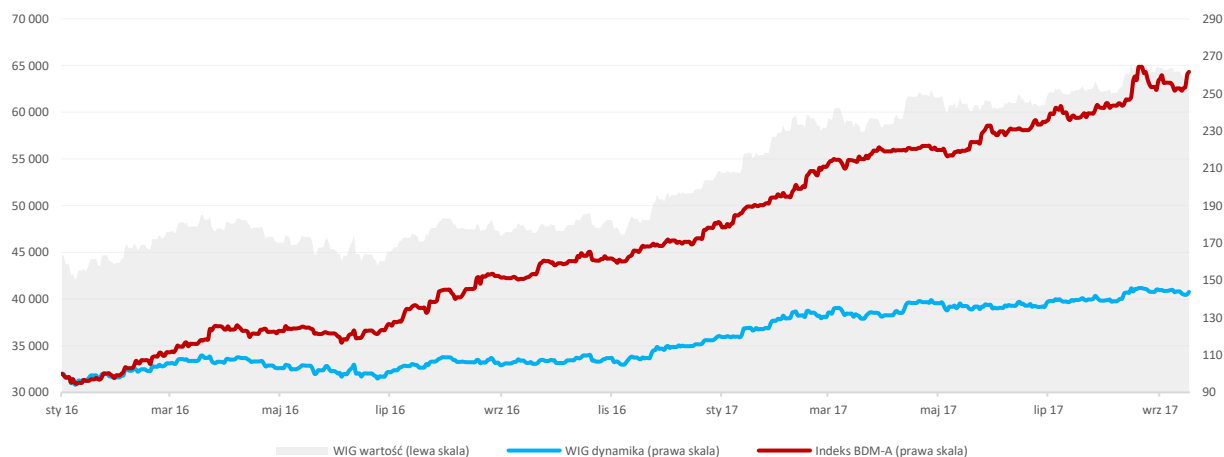
Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-A w okresie 31.08.2017-29.09.2017

Lp	Spółka	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	Orange	10,0%	5,99	5,29	-11,7%
2	Stalprodukt	10,0%	519,95	462,00	-11,1%
3	Bogdanka	10,0%	76,00	75,00	-1,3%
4	Agora	10,0%	17,80	17,10	-3,9%
5	Arctic Paper (nowa)	10,0%	4,70	4,65	-1,1%
6	Wasko	10,0%	1,89	2,14	13,2%
7	Instal Kraków	10,0%	15,00	14,03	-6,5%
8	Patentus	10,0%	1,23	1,10	-10,6%
9	Tesgas (nowa)	10,0%	2,61	3,01	15,3%
10	Esotiq	10,0%	12,86	17,46	35,8%
	Gotówka	0,0%			
	Portfel akcji	100,0%			

**W okresie 31.08.2017-29.09.2017
indeks BDM-A wzrósł o 1,66%.
Indeks WIG stracił 1,05%.**

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 29.09.2017. Do portfela indeksu dodajemy walory JSW, Dom Development PA NOVA oraz Pragma Inkaso. Jednocześnie rezygnujemy z Orange, Arctic Paper, Tesgas i Agora.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-A (stan na koniec sesji 29.09.2017)

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	JSW <i>(nowa)</i>	96,47	11 327	41,02	10,0%	-4%	30%	47%	77%	44%	4,4x	5,7x	2,5x	2,8x
2	Stalprodukt	462,00	2 578	2,20	10,0%	-18%	-8%	-22%	16%	-12%	7,9x	7,1x	4,3x	3,6x
3	Bogdanka	75,00	2 551	1,18	10,0%	-3%	14%	-2%	33%	8%	11,0x	7,9x	3,8x	3,0x
4	Dom Dev. <i>(nowa)</i>	84,79	2 109	0,27	10,0%	6%	13%	19%	49%	42%	11,4x	8,5x	8,1x	5,3x
5	PA NOVA <i>(nowa)</i>	24,70	247	0,01	10,0%	15%	-1%	-2%	-1%	0%	6,5x	6,3x	10,8x	8,6x
6	Wasko	2,14	195	0,10	10,0%	16%	16%	20%	65%	96%	18,0x	9,2x	5,7x	4,4x
7	Instal Kraków	14,03	102	0,03	10,0%	-6%	-16%	-3%	5%	0%	9,8x	7,4x	5,7x	3,5x
8	Pragma Inkaso* <i>(nowa)</i>	11,62	43	0,03	10,0%	20%	15%	18%	13%	16%	10,3x	6,4x	9,9x	8,3x
9	Esotiq	17,46	39	0,15	10,0%	32%	53%	71%	107%	83%	13,8x	4,8x	5,7x	2,8x
10	Patentus	1,10	32	0,01	10,0%	-11%	34%	33%	83%	41%	8,6x	6,2x	4,8x	3,8x
					Gotówka	0,0%								
					Portfel akcji	100,0%								

* Grupa BDM posiada łącznie 30,39% z ogólnej liczby akcji Pragma Inkaso;
Dwóch pracowników BDM są członkami Rady Nadzorczej spółki Pragma Inkaso;
BDM świadczy usługi maklerskie dla spółki Pragma Inkaso,
TFI BDM należący do grupy BDM posiada umowę zlecenia ze spółką Pragma Inkaso dotyczącą zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu inwestycyjnego (Pragma 1FIZ NFS)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-A:

JSW <i>(nowa)</i> Analitik: Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Liczymy na dobry odczyt wynikowy za 3Q'17 (wysokie ceny węgla koksowego oraz wzrosty cen koksu). Ostatnie korekty cenowe węgla koksowego są cały czas płaskie i średni poziom w 4Q'17 powinien pozwolić na również mocny odczyt grupy. Tym samym w skali całego 2017 roku EBITDDA grupy powinna przekroczyć 4 mld PLN. Czekamy na szczegóły nowej strategii JSW. Mamy świadomość, że potencjalne rozczarowanie może jednak wynikać z ewentualnego zapisu o wejściu w nowe obszary działania, co może determinować przyszły strumień dywidend.
Stalprodukt Analitik: Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Jest to jedna z tańszych spółek z obszaru przemysłu ciężkiego na GPW. Odczyt wynikowy za 2Q'17 okazał się jednak odczuwalnie słabszy niż w 1Q'17 (dodatkowo nie sprostał założeniom konsensusu, który opierał się na zbyt ambitnych projekcjach). Oceniamy, że miniony 2Q'17 nie jest właściwym punktem odniesienia dla oceny perspektyw EBITDA na 3Q'17 i 4Q'17. Widzimy poprawę cenników na blachach transformatorowych oraz przede wszystkim obecne ceny cynku w PLN są na tegorocznych maksimach. Dlatego nadal podtrzymujemy założenie, że EBITDA w 2017 roku może być powyżej odczytu z 2016 roku (istotne znaczenie dla nas będzie miał poziom USD/PLN 4Q'17).
Bogdanka Analitik: Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Zakładamy, że w 2017 roku EBITDA spółki wzrośnie do ponad 640 mln PLN. Na lata 2018-2019 zdecydowaliśmy się na podniesienie naszych prognoz. Widzimy determinację władz LWB w kontroli kosztów działania (spadek UMCC w 1H'17) oraz rosnące zapotrzebowanie na krajowy węgiel energetyczny, co jak już wskazywaliśmy będzie determinować w najbliższych miesiącach coraz wyższe odczyty PSCMI1. Tym samym w 2018 roku oczekujemy, że EBITDA osiągnie pułap 739 mln PLN, a w 2019 roku będzie to 761 mln PLN. W Polsce sytuacja na rynku producentów węgla energetycznego jest już ustabilizowana. Aktualnie czekamy na odważniejsze ruchy cenowe PGG w najbliższych miesiącach. Po wielu latach krajowi producenci węgla ponownie oferują znacząco niższe ceny dla odbiorców aniżeli konkurencja zagraniczna. Ostatnie wzrosty cen w portach ARA oraz wyjątkowo niskie stany zapasów w krajowych kopalniach wg nas wskazują, że przyszłe ceny węgla w Polsce będą na ścieżce wzrostu przynajmniej do 1Q'18. Odczyt za lipiec'17 indeksu PSCMI1 to ponad 208 PLN/t. Spodziewamy się, że na przełomie 2017/2018 PSCMI1 przekroczy 230 PLN/t. W 1Q'18 z obecnej perspektywy przyjmujemy przynajmniej pułap 235-240 PLN/t.
Dom Development <i>(nowa)</i> Analitik: Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Biorąc pod uwagę obecne poziomy cenowe akcje dewelopera uważamy za ciekawą propozycję do portfela. Wyniki 2Q'17 okazały się lepsze od naszych oczekiwań, a także od konsensusu rynkowego. Liczymy, że w kolejnych okresach spółka będzie dalej prezentować wzrosty kontraktacji, co tym samym powinno pozytywnie przełożyć się na generowany zysk netto oraz strumień dywidend. W perspektywie 2017-18 spodziewamy się, że Dom Development wypracuje odpowiednio 184-246 mln PLN zysku netto (przy założeniu przekazania 2,9-3,3 tys. mieszkań; całość powinna zostać wypłacona akcjonariuszom w formie dywidendy). Z wydarzeń korporacyjnych pozytywnie odbieramy akwizycję Euro Styl i wejście na silny rynek trójmiejski. Docelowo zakładamy, że spółka osiągnie tam skalę rzędu 500-600 lokali w skali roku. Na ostatniej konferencji wynikowej zarząd Dom Development wskazywał także, że trwają prace nad mocniejszym wejściem na rynek wrocławski.
PA NOVA <i>(nowa)</i> Analitik: Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Wyniki 2Q'17 przyniosły poprawę r/r, na co wskazywaliśmy już wcześniej. Oczekujemy, że także kolejne okresy przyniosą wzrost rezultatów finansowych, co wynika m.in. z rozbudowanego backlogu grupy. W ujęciu całorocznym estymujemy, że spółka wypracuje ok. 57 mln PLN EBITDA (po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe daje to dynamikę rzędu 30%) i niecałe 35 mln PLN oczyszczonego zysku netto. Tym samym spółka byłaby handlowana przy mnożniku P/E na lata 2017-18 na poziomie 6,9-6,1x. Zarząd spółki w ostatnich wywiadach wskazał również na możliwość sprzedaży jednej z dużych galerii z portfolio. Uważamy, że byłby to bardzo dobry ruch, który z jednej strony „urealniłby” postrzeganie wartości posiadanych inwestycji, a z drugiej mógłby się przełożyć na skokowy wzrost wypłacanej dywidendy (po zaspokojeniu potrzeb inwestycyjnych).
Wasko Analitik: Marek Jurzec tel. (032) 20-81-435 e-mail: marek.jurzec@bdm.pl	Jeden z tańszych podmiotów z obszaru IT notowanych na GPW. Wyniki Wasko w 2Q'17 są dla nas budujące (spółka ma za sobą już dwa udane kwartały w br.). Oceniamy, że Wasko już korzysta na problemach niektórych konkurentów przejmując stopniowo rynek, co znajduje swoje odzwierciedlenie w wynikach. Zwracamy uwagę na szereg ostatnich komunikatów bieżących, w których spółka komunikowała o nowej kontraktacji. Po podpisaniu umów o wartości 107 mln PLN na budowę światłowodów w ramach PO Polska Cyfrowa, konsorcjum z Wasko złożyło najniższą cenę w przetargu o wartości 2,3 mld PLN netto. Przejęty niedawno Logic Synergy powinien także wzmocnić pozycję spółki na rynku rozwiązań dla samorządów. Dlatego patrzymy z optymizmem na wyniki spółki w perspektywie kolejnych 2-3 lat.

Instal Kraków <i>Analityk:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Poza sygnałowaną wcześniej stratą w zależnym Frapolu, wyniki 2Q'17 w Instalu oceniamy pozytywnie (odzyskanie rentowności w Niemczech i kolejny dobry wynik deweloperki). Dobrze oceniamy CF operacyjny, spółka znów ma gotówkę netto (+6 mln PLN). Podkreślamy mocną ekspozycję spółki na krakowski rynek nieruchomości mieszkaniowych. Spółka utrzymuje dobrą sprzedaż mieszkań w ostatnich miesiącach, co jest efektem rozbudowania oferty pod koniec 2016 roku (na bazie danych ze strony internetowej szacujemy, że w okresie 1-3Q'17 Instal przedsprzedał ok. 430 mieszkań, w tym ok. 130 w samym 3Q'17). W ostatnich miesiącach Instal informował o podpisaniu umowy na budowę kolejnego etapu inwestycji przy ul. Przewóz w Krakowie. Biorąc pod uwagę posiadane aktywa netto w obszarze deweloperskim, a także, mimo odnotowanej straty, wartość spółki zależnej Frapol oraz nasze konserwatywne podejście do wyceny działalności budowlanej, nadal widzimy uzasadnienie dla wzrostu wyceny giełdowej Instalu Kraków.
Pragma Inkaso <i>(nowa)</i> <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Zauważamy i doceniamy jakościowe zmiany w sposobie działania grupy oraz wprowadzenie nowych produktów/usług. Zakładamy, że spółka zakończyła proces restrukturyzacji nierentownych działalności i w kolejnych okresach będzie już skupiać się na odbudowie wyników. Zwracamy uwagę na podmiot zależny, czyli Pragma Faktoring, gdzie widać szybki wzrost wartości portfela pracującego. Akcentujemy też dokonaną w 2016 roku inwestycję w fintechowy podmiot LeaseLink, co otworzyło zupełnie nowe perspektywy działania.
Esotiq <i>Analityk:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Wyniki Esotiq za 2Q'17 odbieramy zdecydowanie pozytywnie i liczymy, że obecnie prezentowane tendencje będą kontynuowane w kolejnych kwartałach br. Z bieżącej perspektywy Esotiq jest nadal podmiotem z najniższymi wskaźnikami EV/EBITDA'17-'18 z branży handel detaliczny, które pokrywamy. Na przełomie 2-3Q'17 doszło do przełomowych wydarzeń dla grupy, bowiem finalnie został zakończony proces wydzielenia segmentu modowego (dywizja generowała 8 mln PLN straty EBIT w skali roku; ruch odbieramy zdecydowanie pozytywnie, patrząc chociażby na wyniki obszaru w 2Q'17). Zarząd Esotiq podtrzymał plany rozwoju grup produktowych i wzbogacenie o produkty z lepszą marżą. W przypadku realizacji naszych założeń, spółka może wypracować w '17 ok. 156,6 mln PLN przychodów oraz 9 mln PLN EBITDA.
Patentus <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Pozycjonujemy spółkę obecnie głównie przez pryzmat dostaw przenośników zgrzeblowych dla śląskich kopalń. 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. W naszej symulacji zakładamy, że przychody spółki w 2017 roku mogą osiągnąć pułap 68,5 mln PLN. Prognozujemy, że EBITDA w 2017 roku wyniesie 14,5 mln PLN (bez zdarzeń jednorazowych). Tym samym spółka wg naszych symulacji na już zgromadzonym backlogu jest handlowa przy bardzo ciekawych mnożnikach EV/EBITDA i P/E (a okres ożywienia inwestycyjnego ze strony PGG potrwa przynajmniej kolejne 2-3 lata).

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]	31.08.2017 [na koniec sesji]	29.09.2017 [na koniec sesji]
Wartość indeksu BDM-Z	133,67	138,80	149,58	151,70	157,62	151,53	159,52	169,25	182,25	177,29
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	64 973,76	64 289,69

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne szczegółowe dane dotyczące zmiany wartości indeksu BDM-Z w okresie 31.08.2017-29.09.2017

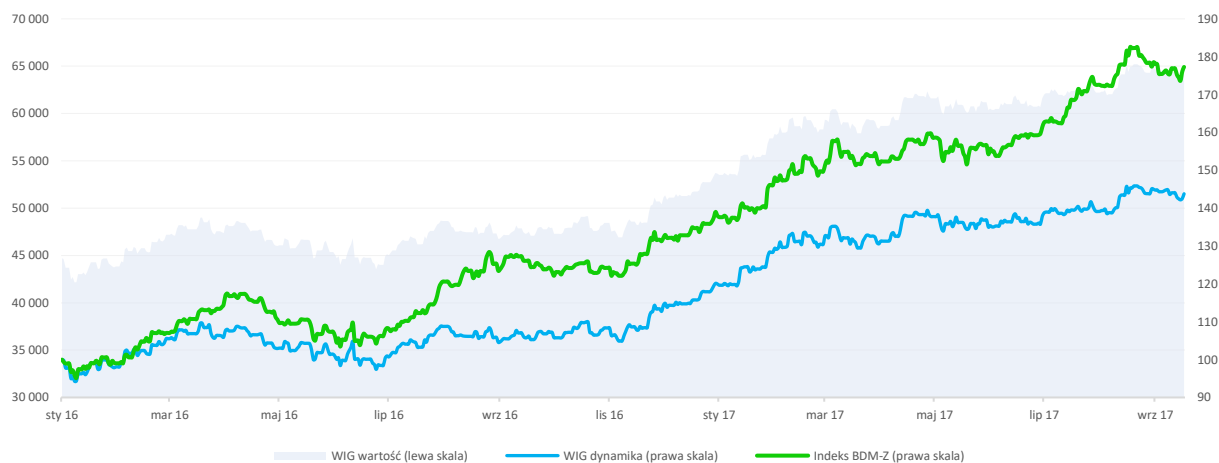
Lp	Spółka	Udział w indeksie	Otwarcie [PLN/akcję]	Zamknięcie [PLN/akcję]	Zmiana kursu [%]
1	PKO BP	10,0%	36,68	35,33	-3,7%
2	Cyfrowy Polsat <i>(nowa)</i>	10,0%	26,80	26,0	-3,2%
3	Lotos	10,0%	58,86	60,75	3,2%
4	Orange	10,0%	5,99	5,29	-11,7%
5	Grupa Azoty	10,0%	68,90	79,80	15,8%
6	Eurocash	10,0%	39,14	38,62	-1,3%
7	GTC <i>(nowa)</i>	10,0%	9,90	9,43	-4,7%
8	Stalprodukt	10,0%	519,95	462,00	-11,1%
9	PKP Cargo	10,0%	63,83	57,50	-9,9%
10	Bogdanka	10,0%	76,00	75,00	-1,3%
	Gotówka	0,0%			
	Portfel akcji	100,0%			

**W okresie 31.08.2017-29.09.2017
indeks BDM-Z spadł o 2,72%.
Indeks WIG stracił 1,05%.**

* stopa zwrotu uwzględnia odjętą dywidendę (Lotos = 1,0 PLN/akcję)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wartość indeksu BDM-Z na tle indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AKTUALNY SKŁAD INDEKSU BDM-Z

Na koniec sesji 29.09.2017 zmieniamy skład indeksu BDM-Z. Do portfela indeksu dodajemy Pfleiderer (Grajewo) i jednocześnie usuwamy walory Grupa Azoty.

Aktualne szczegółowe dane dotyczące składu indeksu BDM-Z (stan na koniec sesji 29.09.2017)

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	35,33	44 163	51,41	10,0%	-2%	1%	7%	34%	26%	15,1x	14,9x	---	---
2	Cyfrowy Polsat	26,0	16 596	10,29	10,0%	-3%	7%	9%	4%	5%	15,2x	12,9x	7,2x	6,7x
3	Lotos	59,75	11 046	20,13	10,0%	3%	15%	7%	107%	56%	9,7x	9,0x	5,6x	4,7x
4	Orange	5,29	6 942	13,73	10,0%	-11%	3%	13%	-11%	-4%	271x	64,1x	4,8x	4,5x
5	Eurocash	38,62	5 374	23,45	10,0%	6%	24%	21%	-10%	-2%	65,1x	19,8x	16,4x	10,2x
6	GTC	9,43	4 435	1,47	10,0%	-1%	-2%	10%	11%	15%	6,6x	9,2x	8,4x	12,5x
7	Pfleiderer <i>(nowa)</i>	44,00	2 847	2,82	10,0%	4%	-4%	-3%	23%	19%	17,7x	13,9x	6,1x	5,6x
8	Stalprodukt	462,00	2 578	2,20	10,0%	-18%	-8%	-22%	16%	-12%	7,9x	7,1x	4,3x	3,6x
9	PKP Cargo	57,50	2 575	0,68	10,0%	-11%	-5%	-11%	50%	22%	31,7x	11,6x	4,8x	3,6x
10	Bogdanka	75,00	2 551	1,18	10,0%	-3%	14%	-2%	33%	8%	11,0x	7,9x	3,8x	3,0x
Gotówka					0,0%									
Portfel akcji					100,0%									

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarz do spółek z indeksu BDM-Z:

PKO BP <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Dostrzegamy budujące trendy w strukturze rezultatów banku, zatem jesteśmy optymistycznie nastawieni do perspektyw na kolejne okresy. W bieżącym roku (bez efektu zmian wynikających z ustawy CHF) spodziewamy się, że zysk netto przekroczy 3 mld PLN. Podtrzymujemy tezę, że PKO daje dobrą ekspozycję na spodziewane w ożywieniu w inwestycjach w krajowej gospodarce. Zatem pomimo przyszłych zmian w kredytach CHF (z efektem na 2018 rok) podtrzymujemy bank w zestawieniu.
CPS <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Oceniamy pozytywnie opublikowane dane za 2Q'17. Jesteśmy umiarkowanie optymistycznie nastawieni do perspektywy na 2H'17. Po pierwszym półroczu raportowana EBITDA wynosi 1,893 mld PLN, czyli jest wyższa niż w 1H'16 o 111 mln PLN. Mamy na uwadze, że okres 3Q'17 może przynieść erozję EBITDA w związku z m.in. efektem wprowadzenia zmian w roamingu oraz bazą z Euro2016. Niemniej w skali 2017 roku podtrzymujemy nasze wcześniejsze założenie, że EBITDA może być na poziomie ok 3,65 mld PLN. Na lata 2018-2019 prognozujemy dalszą budowę EBITDA wg ścieżki 3,69 mld PLN i 3,79 mld PLN.
Lotos <i>Analityk:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Spodziewamy się bardzo dobrego odczytu wynikowego za 3Q'17. Będzie to pierwszy w tym roku kwartał, w którym wyniki nie będą obciążone przez przestój, jednocześnie nadal będzie widoczny efekt bazy na eliminacji szarej strefy a dodatkowo marże w rafinerii będą wsparte przez czynniki pogodowe w USA i ostatnią dynamiczną odbudowę dyferencjału Ural/Brent. Zwracamy także uwagę na nadal utrzymujące się relatywnie wysokie marże na dieslu vs wyraźna erozja marży na benzynie (większa ekspozycja Lotosu vs PKN na diesla). Dostrzegamy pole do kontynuacji trendu poprawy oczyszczonej EBITDA LIFO w 2018 roku (co może być wymagającym celem dla płockiej spółki). W perspektywie końca roku dostrzegamy także pole do podniesienia naszych konserwatywnych założeń na 4Q'17 (w naszej ostatniej rekomendacji zakładaliśmy m.in. spadek marż rafinerijnej po bardzo dobrym 3Q'17), co implikowałoby wzrost prognozy rocznej, która i tak jest powyżej konsensusu.
Orange <i>Analityk:</i> Maciek Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Wyczekiwana prezentacja nowych celów średnioterminowych spowodowała do dynamicznej realizacji zysków na kursie. Akcenty władz spółki koncentrują się na budowie wartości w dłuższym horyzoncie czasu i tym samym wszystkie nadzieje na szybki powrót do wypłat dywidend zostały zanegowane. Pozostawiamy spółkę w zestawieniu, gdyż jest to jeden z tańszych telekomów w UE. Finalny odczyt jaki spółka pokazała za 2Q'17 był przynajmniej lekkim pozytywnym zaskoczeniem. (zdecydowaliśmy się podnieść nasz całoroczny cel dla EBITDA'17 do 2,911 mld PLN). Podtrzymujemy też główne argumenty na poprawę sentymentu inwestycyjnego. 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.
Eurocash <i>Analityk:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	Po kilku kwartałach spadku EBITDA okres 2Q'17 przyniósł przełamanie negatywnych tendencji. Oczyszczona EBITDA zwiększyła się do 120,3 mln PLN, co oznacza wzrost o 9% r/r. Erozja została zatrzymana w formacie cash & carry, z kolei pozytywnie kontrybuowały Delikatesy Centrum (wysokie Ifi). W perspektywie kolejnych okresów podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do wyników spółki. Oczekujemy, że utrzymane zostaną dodatnie odczyty sprzedażowe w formacie Delikatesów Centrum. Zakładamy również, że prowadzone działania restrukturyzacyjne w formacie cash & carry będą przynosiły pierwsze widoczne efekty (zamknięcie kilku hurtowni powinno ograniczać powoli kanibalizację sprzedaży oraz zmniejszyć część kosztów stałych). W ujęciu sprzedażowym wsparciem będzie też konsolidowany od początku '17 Eko Holding. Z większym optymizmem podchodzimy do perspektyw 2018 roku. Mocniej widoczne powinny być m.in. prowadzone działania restrukturyzacyjnego w formacie cash & carry oraz optymalizacja sieci Eko Holding. Tym samym, szacujemy, że spółka (bez uwzględnienia zakupu sieci Mila; sam zakup odbieramy pozytywnie i wpisuje się on w strategię rozwoju w formacie detalicznym) osiągnie w latach 2017-18 odpowiednio 23,0-24,8 mld PLN przychodów i 461-528 mln PLN oczyszczonej EBITDA.

GTC <i>Analitik:</i> Adrian Górniak tel. (032) 20-81-438 e-mail: gorniak@bdm.pl	W okresie 2017-2018 grupa zamierza dostarczyć jeszcze ok. 129 tys. mkw. nowej powierzchni, w tym m.in. Galerię Północną (pow. użytkowa 65 tys. mkw., galeria została otwarta we wrześniu) oraz centrum handlowe Ada Mall w Serbii (ponad 34 tys. mkw.). W fazie wczesnego planowania są projekty o łącznej powierzchni kolejnych 224 tys. mkw. (inwestycje te mają być realizowane w latach 2018-20). Tym samym łącznie GTC w perspektywie 3 lat zamierza oddać do użytku ok. 350 tys. mkw., przy obecnie posiadanych ok. 600 tys. mkw. Sytuacja na rynkach działalności spółki jest stabilna i oczekujemy raczej lekkiej kompresji stóp kapitalizacji oraz wzrostu obłożenia (szczególnie w regionie Europy Środkowo-Południowej). Zwracamy także uwagę na ogłoszoną politykę dywidendową – po raz pierwszy w historii GTi zdecydowało się na podzielenie się zyskiem z akcjonariuszami (div yield ok. 3%) i w kolejnych latach zgodnie z wypowiedzią prezesa-DPS powinien rosnąć dwucyfrowo.
Pfleiderer <i>(nowa)</i> <i>Analitik:</i> Krystian Brymora tel. (032) 20-81-435 e-mail: brymora@bdm.pl	We wrześniu '17 spółka przedstawiła strategię do 2021 roku z ambitnymi celami oraz poinformowała o szczegółach skupu akcji (5% po 47 PLN/szt) i wprowadziła program motywacyjny dla członków zarządu i RN oparty o kurs akcji spółki (50% akcji w ramach programu beneficjenci będą mogli objąć dopiero przy kursie akcji >70 PLN). Przy lepszych cenach płyt (widoczna zmiana tendencji na rynku od czerwca '17) i niższych cenach chemikaliów spółka powinna pochwalić się dobrym raportem za 3Q'17 przełamując tym samym negatywną tendencję z 1H'17.
Stalprodukt <i>Analitik:</i> Maciej Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Jest to jedna z tańszych spółek z obszaru przemysłu ciężkiego na GPW. Odczyt wynikowy za 2Q'17 okazał się jednak odczuwalnie słabszy niż w 1Q'17 (dodatkowo nie sprostął założeniom konsensusu, który opierał się na zbyt ambitnych projekcjach). Oceniamy, że miniony 2Q'17 nie jest właściwym punktem odniesienia dla oceny perspektyw EBITDA na 3Q'17 i 4Q'17. Widzimy poprawę cenników na blachach transformatorowych oraz przede wszystkim obecne ceny cynku w PLN są na tegorocznych maksimach. Dlatego nadal podtrzymujemy założenie, że EBITDA w 2017 roku może być powyżej odczytu z 2016 roku (istotne znaczenie dla nas będzie miał poziom USD/PLN 4Q'17).
PKP Cargo <i>Analitik:</i> Krzysztof Pado tel. (032) 20-81-432 e-mail: pado@bdm.pl	Wyniki 2Q'17 były zgodne z naszymi oczekiwaniami, po oczyszczeniu EBITDA o zmianę rezerw na świadczenia pracownicze, nawet o >10% lepsze. Działalność spółki charakteryzuje się wysoką dźwignią operacyjną, co przy dalszej spodziewanej odbudowie wolumenów (lipiec i sierpień kolejnymi dobrymi miesiącami), powinno przekładać się na kontynuację odbudowy wyników (nawet biorąc pod uwagę wchodzącą podwyżkę wynagrodzeń). W 2018 i 2019 rok zakładamy kontynuację odbicia w przewozach kruszywu, 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> Maciej Bobrowski tel. (032) 20-81-412 e-mail: bobrowski@bdm.pl	Zakładamy, że w 2017 roku EBITDA spółki wzrośnie do ponad 640 mln PLN. Na lata 2018-2019 zdecydowaliśmy się na podniesienie naszych prognoz. Widzimy determinację władz LWB w kontroli kosztów działania (spadek UMCC w 1H'17) oraz rosnące zapotrzebowanie na krajowy węgiel energetyczny, co jak już wskazywaliśmy będzie determinować w najbliższych miesiącach coraz wyższe odczyty PSCMI1. Tym samym w 2018 roku oczekujemy, że EBITDA osiągnie pułap 739 mln PLN, a w 2019 roku będzie to 761 mln PLN. W Polsce sytuacja na rynku producentów węgla energetycznego jest już ustabilizowana. Aktualnie czekamy na odważniejsze ruchy cenowe PGG w najbliższych miesiącach. Po wielu latach krajowi producenci węgla ponownie oferują znacząco niższe ceny dla odbiorców aniżeli konkurencja zagraniczna. Ostatnie wzrosty cen w portach ARA oraz wyjątkowo niskie stany zapasów w krajowych kopalniach wg nas wskazują, że przyszłe ceny węgla w Polsce będą na ścieżce wzrostu przynajmniej do 1Q'18. Odczyt za lipiec'17 indeksu PSCMI1 to ponad 208 PLN/t. Spodziewamy się, że na przełomie 2017/2018 PSCMI1 przekroczy 230 PLN/t. W 1Q'18 z obecnej perspektywy przyjmujemy przynajmniej pułap 235-240 PLN/t.

HISTORYCZNE ZESTAWIENIE RAPORTÓW ANALITYCZNYCH WYDANYCH PRZEZ BDM

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.1 [stan na koniec sesji 29.09.2017]

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
Comarch	akumuluj	197,9	redukuj	200,7	2017-09-27	10:36 CEST	177	63 870			178,50	64 290	0,8%	0,7%	0,2%	jurzec
Asseco Poland	trzymaj	47,1	akumuluj	63	2017-09-25	12:49 CEST	47,3	64 380			46,29	64 290	-2,1%	-0,1%	2,0%	jurzec
Bogdanka	kupuj	99,2	kupuj	89,49	14.09.2017	13:04 CEST	78,5	64 777			75,00	64 290	-4,5%	-0,8%	-3,7%	bobrowski
Kruk	trzymaj	311,7	akumuluj	320,1	12.09.2017	10:52 CEST	301	65 190			293,45	64 290	-2,5%	-1,4%	1,1%	bobrowski
Selena FM	sprzedaj	15,4	kupuj	21,3	11.09.2017	11:55 CEST	19,7	64 990			17,30	64 290	-12,2%	-1,1%	11,1%	pado
PCC Rokita	akumuluj	99,7	kupuj	78	06.09.2017	11:47 CEST	90,5	64 992			93,00	64 290	2,8%	-1,1%	3,8%	brymora
Erbud	kupuj	32	akumuluj	26,5	06.09.2017	10:50 CEST	26,5	65 115			27,01	64 290	1,9%	-1,3%	3,2%	pado
Lotos	akumuluj	60	akumuluj	33,2	24.08.2017	09:09 CEST	54,4	62 700	tak	15.09.2017	60,79	64 776	11,7%	3,3%	8,4%	pado
GTC	akumuluj	10,73	akumuluj	10	23.08.2017	15:10 CEST	9,37	62 613			9,43	64 290	0,6%	2,7%	-2,0%	górnjak
Stalprofil	akumuluj	16,51	kupuj	14,6	21.08.2017	10:36 CEST	15	62 175			15,26	64 290	1,7%	3,4%	-1,7%	bobrowski
Eurocash	akumuluj	38,2	redukuj	38	16.08.2017	10:37 CEST	34,6	62 313	tak	05.09.2017	39,39	65 534	13,8%	5,2%	8,7%	górnjak
Stalprodukt	kupuj	651	kupuj	349,2	08.08.2017	15:03 CEST	500	62 948			462,00	64 290	-7,6%	2,1%	-9,7%	bobrowski
LPP	akumuluj	7817,1	akumuluj	6678,6	01.08.2017	14:40 CEST	6980	62 596	tak	29.08.2017	8 249,55	64 921	18,2%	3,7%	14,5%	górnjak
Grupa Azoty	akumuluj	80,4	redukuj	65,8	28.07.2017	08:35 CEST	69	62 333			79,80	64 290	15,7%	3,1%	12,5%	brymora
ZA Puławy	kupuj	226	akumuluj	230	28.07.2017	08:35 CEST	185	62 333			180,90	64 290	-2,2%	3,1%	-5,4%	brymora
Police	trzymaj	22,4	trzymaj	21,3	28.07.2017	08:35 CEST	21	62 333			21,22	64 290	1,0%	3,1%	2,1%	brymora
Śnieżka	redukuj	62	akumuluj	56,4	19.07.2017	13:59 CEST	68,8	62 400			68,17	64 290	-0,9%	3,0%	3,9%	pado
Dom Development	akumuluj	86,2	trzymaj	58,3	04.07.2017	15:00 CEST	76,1	61 393	tak	2017-09-17	88,99	64 750	16,9%	5,5%	11,5%	górnjak
Kęty	trzymaj	438,9	akumuluj	344,6	19.06.2017	11:46 CEST	437,7	61 060			402,55	64 290	-8,0%	5,3%	13,3%	pado
Emperia	akumuluj	95,4	kupuj	82	19.06.2017	11:26 CEST	85	60 905			94,00	64 290	10,6%	5,6%	5,0%	górnjak
PKN Orlen	redukuj	103,00	akumuluj	78	19.06.2017	10:43 CEST	115	60 968			124,70	64 290	8,4%	5,4%	-3,0%	pado
Wasko	kupuj	2,22	kupuj	2,05	08.06.2017	09:10 CEST	1,67	60 752			2,14	64 290	28,1%	5,8%	22,3%	jurzec
Asseco BS	akumuluj	33,1	akumuluj	24,6	07.06.2017	09:30 CEST	27,8	60 700			26,90	64 290	-3,2%	5,9%	-9,2%	jurzec
Arctic Paper	kupuj	6	kupuj	6,1	07.06.2017	09:08 CEST	4,5	60 724			4,65	64 290	3,3%	5,9%	-2,5%	brymora
Orange	kupuj	6,14	kupuj	6,54	02.06.2017	09:58 CEST	4,73	60 629			5,29	64 290	11,8%	6,0%	5,8%	bobrowski
Agora	kupuj	20,27	kupuj	19,42	26.05.2017	10:53 CEST	14,75	61 266			17,10	64 290	15,9%	4,9%	11,0%	bobrowski
Trakcja	akumuluj	16,7	akumuluj	12,5	19.05.2017	14:16 CEST	15	60 145			11,75	64 290	-21,7%	6,9%	-28,6%	pado
Comarch	redukuj	200,7	akumuluj	187,1	19.05.2017	10:01 CEST	223,5	59 948	tak	11.08.2017	198,80	62 199	-11,1%	3,8%	14,8%	jurzec
PA NOVA	kupuj	37,5	kupuj	34,6	18.05.2017	13:28 CEST	25	59 689			24,70	64 290	-1,2%	7,7%	-8,9%	górnjak
MFO	sprzedaj	32,6	akumuluj	23,76	18.05.2017	08:43 CEST	42,73	60 133	tak	14.09.2017	32,55	64 733	-23,8%	7,6%	31,5%	bobrowski
Instal Kraków	kupuj	20	kupuj	19,9	16.05.2017	09:12 CEST	14,6	61 795			14,28	64 733	-2,2%	4,8%	-6,9%	pado
Cyfrowy Polsat	akumuluj	28,49	akumuluj	26,36	15.05.2017	13:12 CEST	26	61 607			25,95	64 733	-0,2%	5,1%	-5,3%	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			9,43	64 733	3,7%	3,9%	-0,2%	górnjak
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			94,90	64 733	14,1%	6,9%	7,3%	bobrowski
Forte	kupuj	100	redukuj	67,8	21.04.2017	10:52 CEST	81,8	59 917			72,75	64 733	-11,1%	8,0%	-19,1%	brymora

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.2 [stan na koniec sesji 29.09.2017]

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
MS Zabrze	redukuj	1,00	kupuj	1,40	21.04.2017	08:37 CEST	1,18	59 700	tak	10052017	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			57,50	64 733	-8,3%	7,1%	-15,4%	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			11,60	64 733	-11,5%	10,4%	-21,9%	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			27,01	64 733	-12,6%	9,2%	-21,7%	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%	górnjak
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
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	redukuj	181,1	redukuj	165,4	24.02.2017	11:01	218	59584			276,00	64733	26,6%	8,6%	-18,0%	górnjak
Ciech	akumuluj	82,4	akumuluj	73,5	22.02.2017	11:59	74	59496			65,16	64733	-11,9%	8,8%	-20,7%	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	nie; update	14.09.2017	79,50	64777	6,7%	12,1%	-5,4%	bobrowski
GPW	kupuj	57,35	kupuj	44,2	07.02.2017	13:52	44,5	55612			46,75	64733	5,1%	16,4%	-11,3%	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%	górnjak
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	redukuj	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%	górnjak
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%	górnjak
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%	górnjak
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%	górnjak
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	redukuj	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	redukuj	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

Historia raportów analitycznych publikowanych przez BDM cz.3 [stan na koniec sesji 29.09.2017]

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
Forte	redukuj	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%	górnjak
Bytom	akumuluj	3,23	redukuj	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%	górnjak
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	redukuj	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
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
MFO	kupuj	20,63	---	---	27.06.2016	11:40	13,66	44 229	tak	06.09.2016	20,89	47 780	52,9%	8,0%	44,9%	bobrowski
PKP Cargo	kupuj	42,6	---	---	17.06.2016		32,51	44 008	tak	31.08.2016	42,67	47 953	31,3%	9,0%	22,3%	jurzec
Arctic Paper	kupuj	6,10	kupuj	5,6	13.06.2016		5,00	45 022	nie	30.01.2017	5,35	55 450	7,0%	23,2%	-16,2%	brymora
Kruk	akumuluj	215,4	trzymaj	182,4	10.06.2016		192	45 475	tak	10.08.2016	227,0	48 156	18,2%	5,9%	12,3%	bobrowski
Ciech	akumuluj	73,5	redukuj	43,2	08.06.2016		62	46 277	nie	05.01.2017	60	52 722	-3,2%	13,9%	-17,2%	brymora
GTC	akumuluj	7,33	akumuluj	5,73	02.06.2016		6,39	44 926	tak	25.08.2016	7,33	47 500	14,7%	5,7%	9,0%	górnjak
Kęty	akumuluj	344,6	akumuluj	310,6	02.06.2016		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	nie; update	29.09.2016	12,85	47 644	7,6%	3,4%	4,2%	pado
Stalprofil	kupuj	14,6	wznowienie	18,2	09.05.2016		11,99	46 664	tak	28.09.2016	14,72	47 279	22,8%	1,3%	21,5%	bobrowski
PKN Orlen	akumuluj	72,3	trzymaj	73	06.05.2016		65,5	46 240	tak	24.10.2016	72,57	48 305	10,8%	4,5%	6,3%	pado
Dom Development	trzymaj	58,3	trzymaj	58,3	04.05.2016		56,7	47 102	tak	31.08.2016	59,25	47 860	4,5%	1,6%	-2,9%	górnjak
Robyg	akumuluj	3,55	akumuluj	2,84	04.05.2016		3,17	47 102	nie; update	28.12.2016	3,04	51 435	-4,1%	9,2%	-13,3%	górnjak
Budimex	redukuj	170,1	trzymaj	125,6	29.04.2016		196	47 654	nie	05.01.2017	202,75	52 722	3,4%	10,6%	7,2%	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	nie	05.01.2017	36,23	52 722	16,9%	10,1%	6,7%	brymora
Wasko	akumuluj	2,51	kupuj	2,51	27.04.2016		1,97	47 914	nie	05.01.2017	1,23	52 722	-37,6%	10,0%	-47,6%	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%	górnjak
LPP	akumuluj	6412,7	redukuj	5658,7	18.03.2016		5835	47 833	nie	30.09.2016	3935	47 085	-32,6%	-1,6%	-31,0%	górnjak
Synthos	trzymaj	3,9	akumuluj	4,6	08.03.2016		3,76	46 707	nie	30.09.2016	4,35	47 085	15,7%	0,8%	-14,9%	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	tak	08.09.2016	11,25	48 300	-2,2%	5,5%	7,7%	bobrowski
ATM Grupa	trzymaj	3,62	kupuj	3,92	16.02.2016		3,84	44 288	nie	30.08.2016	3,90	47 085	1,6%	6,3%	4,8%	bobrowski

STOPY ZWROTU NA WYBRANYCH GIEŁDACH AKCJI

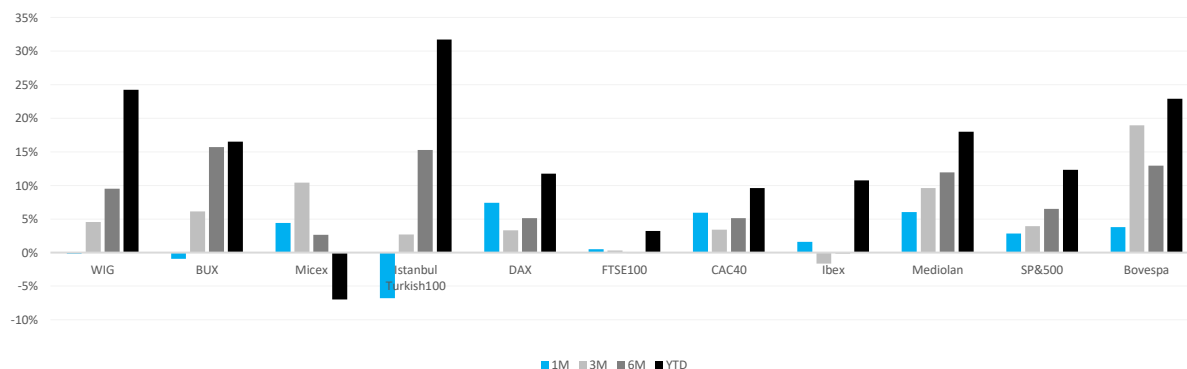
Rok 2016 był kolejnym udanym okresem dla światowych rynków akcji. Inwestorzy wykorzystali przecenę z początku 2016 roku oraz pomniejsze krótkotrwałe turbulencje związane z ogłoszeniem wyników referendum w sprawie Brexit. Końcówka minionego roku upływała w optymistycznych nastrojach związanych z oczekiwanymi 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-wrzesień'17 były wciąż optymistyczny dla rynków akcji na głównych parkietach. Szczególnie akcentujemy dobre odczyty z poszczególnych giełd europejskich (DAX +7,4% w trakcie miesiąca).

Zmiany wybranych indeksów akcyjnych (zmiany w walutach lokalnych)

	1M	3M	6M	1Yr	YTDr
WIG	-0,2%	4,6%	9,5%	35,4%	24,2%
BUX	-0,9%	6,1%	15,7%	33,2%	16,5%
Micex	4,4%	10,4%	2,6%	4,1%	-7,0%
Istanbul Turkish100	-6,8%	2,7%	15,3%	33,5%	31,7%
DAX	7,4%	3,3%	5,1%	23,3%	11,7%
FTSE100	0,5%	0,3%	0,0%	6,6%	3,2%
CAC40	5,9%	3,4%	5,1%	19,9%	9,6%
Ibex	1,6%	-1,7%	-0,1%	17,7%	10,7%
Mediolan	6,0%	9,6%	11,9%	38,9%	18,0%
SP&500	2,8%	3,9%	6,5%	16,9%	12,3%
Bovespa	3,8%	18,9%	13,0%	26,9%	22,9%

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI INDEKSÓW SEKTOROWYCH NA GPW

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). Za nami już również wakacyjne i mocne miesiące dla warszawskiego parkietu, szczególnie dotyczyło to największych podmiotów.

Wraz z zakończeniem sezonu publikacji wyników za 2Q'17 przy dużej wstrzemięźliwości do podejmowania ryzyka w grupie podmiotów o mniejszej i średniej kapitalizacji doszło do kolejnych gwałtownych przecen. Zatem spadek szerokiego indeksu WIG o ok 1% w skali miesiąca nie oddaje w pełni szeregu negatywnych rozczarowań, które mogliśmy zaobserwować. We wrześniu'17 najlepszym indeksem sektorowym okazał się WIG Chemia (za sprawą dynamicznego ruchu w górę Grupy Azoty). Na niewielkim plusie był także WIG Paliwa czy WIG Deweloperzy. Na drugim biegunie dostrzegamy WIG Energetyka (-7,1% w trakcie miesiąca) czy WIG Górnictwo (-6,1%) oraz WIG Budownictwo (-4,5%). Na koniec sesji 29.09.2017 r. indeks WIG wynosił 64 289,69 punktów, czyli o 24% powyżej pułapów z końca 2016 roku.

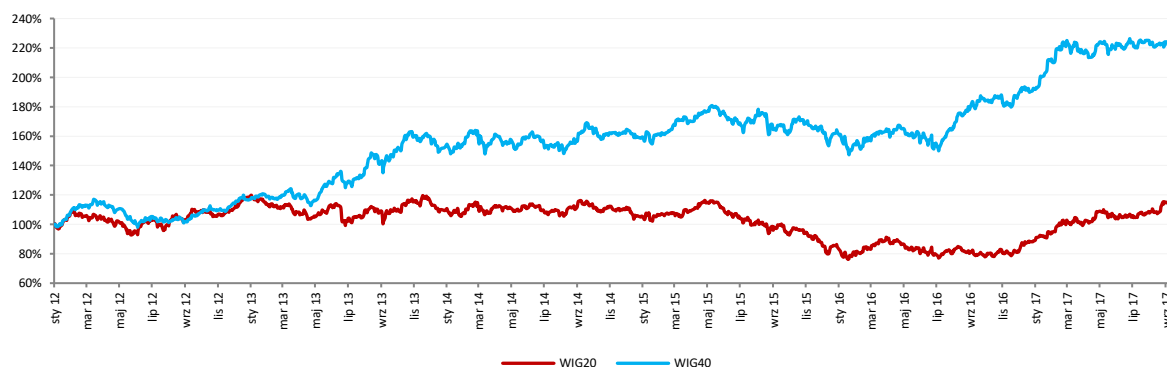
Zmiany wybranych indeksów krajowego rynku akcji

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG30	-0,8%	5,9%	11,4%	42,3%	27,0%
WIG20	-1,8%	5,3%	10,8%	41,8%	26,0%
mWIG40	3,2%	1,7%	4,2%	22,9%	18,3%
sWIG80	-2,0%	-5,6%	-8,1%	5,8%	6,1%
WIGdiv	0,5%	5,5%	10,5%	28,8%	20,5%
WIG	-0,2%	4,6%	9,5%	35,4%	24,2%
Respect	-2,3%	5,7%	10,9%	40,5%	26,4%

	1M	3M	6M	1Yr	YTD
WIG Banki	-0,9%	2,2%	3,9%	22,2%	19,0%
WIG Budownictwo	-4,5%	-10,4%	-12,3%	4,4%	9,4%
WIG Chemia	12,5%	13,7%	2,9%	23,6%	22,2%
WIG Deweloperzy	2,1%	1,3%	10,8%	25,2%	18,3%
WIG Energetyka	-7,1%	10,3%	14,1%	37,2%	31,8%
WIG Informatyka	-0,1%	-9,0%	-9,3%	4,7%	-2,8%
WIG Media	-5,4%	-4,9%	-5,5%	6,2%	7,1%
WIG Paliwa	2,3%	9,2%	18,7%	76,2%	41,1%
WIG Spożywczy	-3,0%	-14,5%	-14,5%	1,3%	-6,0%
WIG Górnictwo	-6,2%	10,5%	7,8%	62,7%	30,7%
WIG Telekom	-3,0%	5,5%	9,4%	-6,0%	2,1%
WIG CEE	0,0%	5,5%	9,0%	13,2%	7,8%
WIG Poland	-0,2%	4,8%	9,8%	36,1%	24,8%
WIG Ukraina	-3,0%	-14,7%	-15,4%	5,2%	0,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana WIG20 i WIG40 od 2012 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Na koniec września'17 agencja FTSE Russell podała, że od września'18 Polska zostanie przekwalifikowana z grupy rynków rozwijających się do grupy rynków rozwiniętych. Tym samym Polska jako pierwszy kraj z CEE będzie w grupie 25 najbardziej rozwiniętych światowych rynków.

Klasyfikacja Europe Emerging oraz Europe Developed (stan na wrzesień'17)

FTSE Europe Emerging

Polska
Czechy
Grecja
Węgry
Turcja
Rosja
Rumunia

FTSE Europe Developed

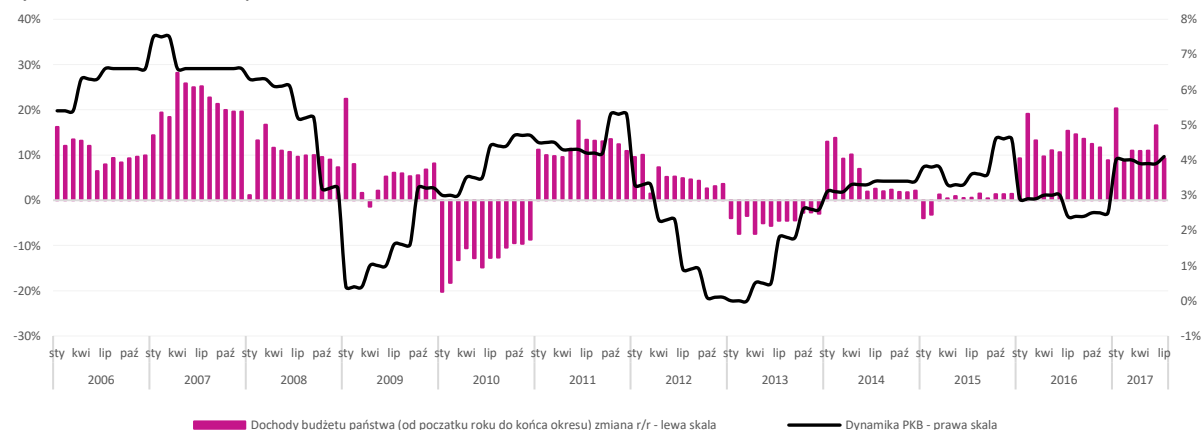
Austria
Belgia
Dania
Finlandia
Francja
Niemcy
Irlandia
Włochy
Holandia
Norwegia
Portugalia
Hiszpania
Szwecja
Szwajcaria
Wielka Brytania

Źródło: FTSE Russell

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA POLSKI

Ministerstwo Finansów podkreśla poprawę ściągalności dochodów do budżetu państwa. Z ostatnich danych wynika, że w okresie styczeń-lipiec'17 dochody budżetu wzrosły o ponad 9% r/r. W tym okresie raportowane wydatki wzrosły o niespełna 0,5% r/r. Tym samym na koniec lipca saldo budżetu państwa to +2,35 mld PLN (w lipcu'16 było to -14,4 mld PLN, a w latach 2014-2015 lipiec kończył się wynikiem około -25 mld PLN).

Dynamika dochodów budżetu państwa na tle zmian PKB



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Ministerstwo Finansów, GUS

Pod koniec września'17 Rada Ministrów przyjęła projekt ustawy budżetowej na rok 2018. Planowana dynamika wzrostu PKB w ujęciu realnym to 3,8%. Jak zauważamy, autorzy projektu budżetu na rok 2018 spełnili kryteria stabilizującej reguły wydatkowej oraz deficytu sektora finansów według metodyki unijnej poniżej niż 3% PKB.

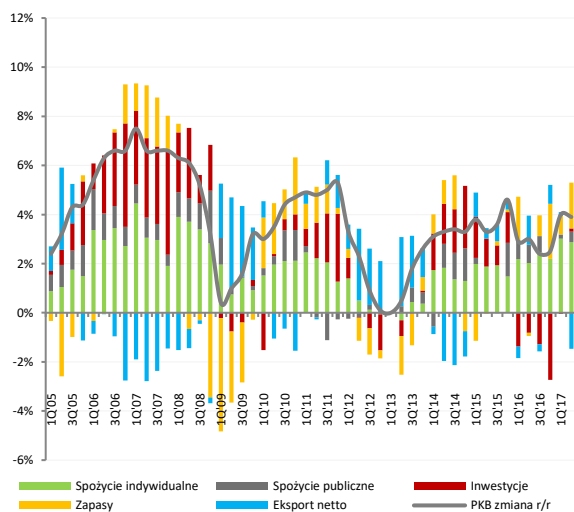
W lipcu'17 NBP podwyższył oczekiwania dotyczące dynamiki PKB w Polsce do 4,05% w 2017 roku (w porównaniu z projekcją z marca'17 oznacza to wzrost o 0,35 pkt %). Również na dwa kolejne lata model NBP zakłada wyższą dynamikę wzrostu PKB w kraju. Oceniamy, że przyspieszenie inwestycji w 2018 i 2019 roku 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

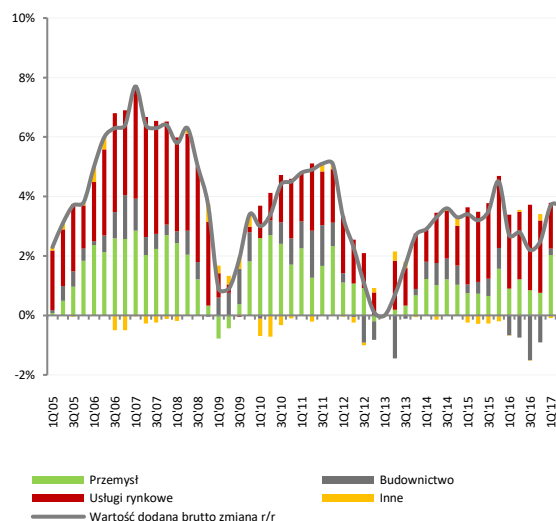
Źródło: NBP

Dekompozycja PKB



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

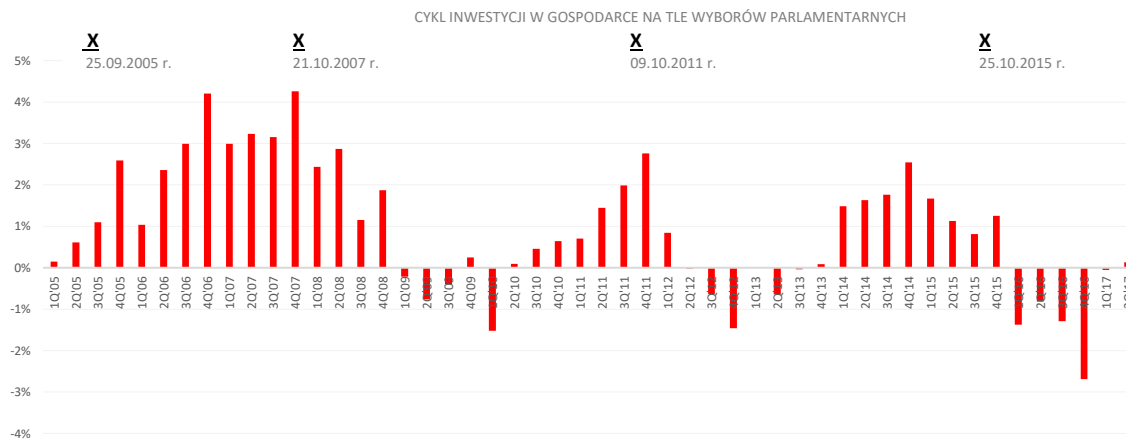
Dekompozycja wartości dodanej brutto



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

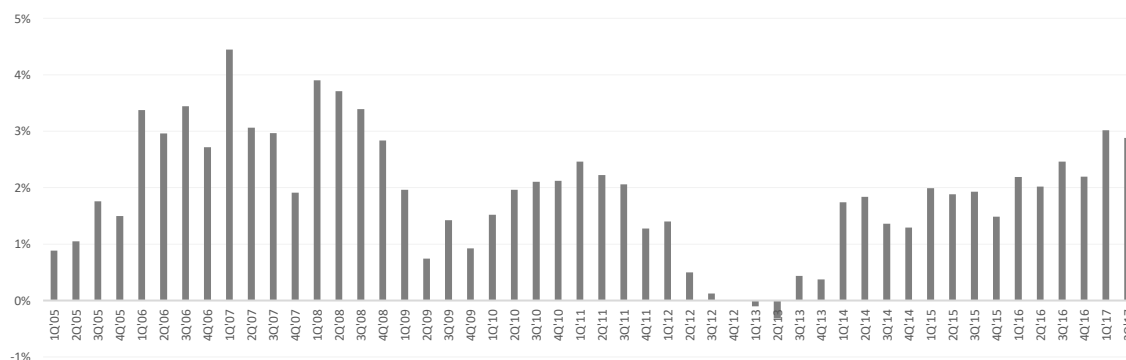
Inwestycje w 1Q'17 to efekt -0,0%, a w 2Q'17 +0,1% (w 4Q'16 wpływ na PKB to aż -2,7%). Miniony 2016 rok był jeden z gorszych okresów w ostatnich latach, co związane było także z nową perspektywą inwestycji unijnych oraz zmianami w kluczowych przedsiębiorstwach z udziałem SP (gdzie dokonywane były przeglądy 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



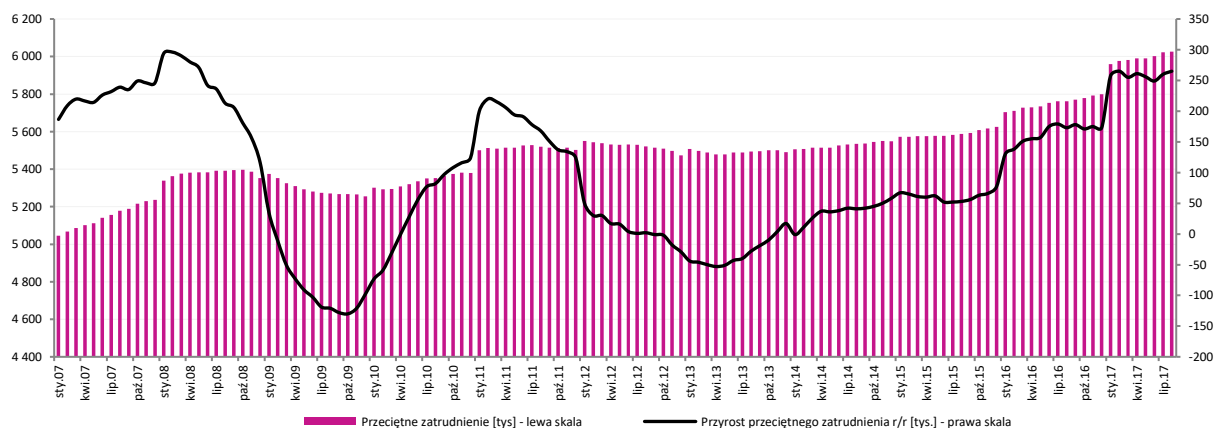
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Kontrybucja spożycia indywidualnego do PKB w Polsce



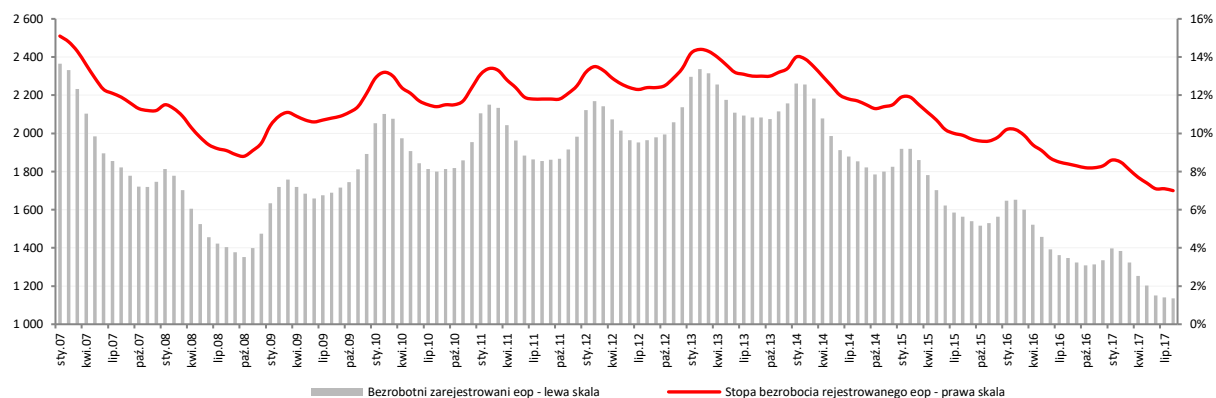
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Przeciętne zatrudnienie w Polsce



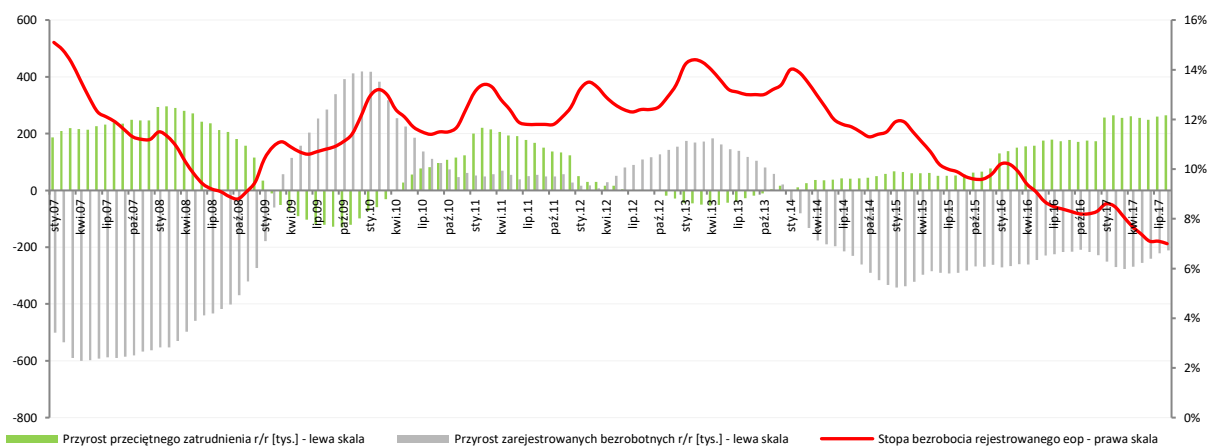
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Bezrobotni zarejestrowani w Polsce



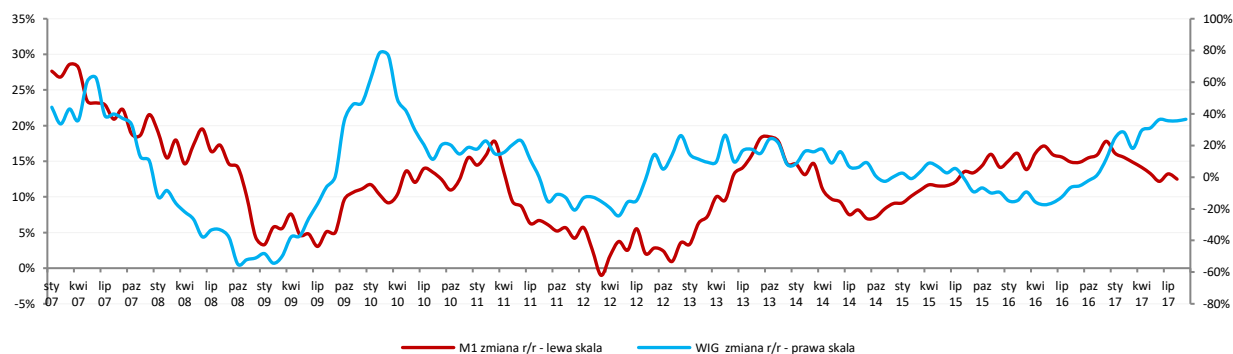
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa bezrobocia na tle przyrostu zatrudnienia oraz zmiany zarejestrowanych bezrobotnych



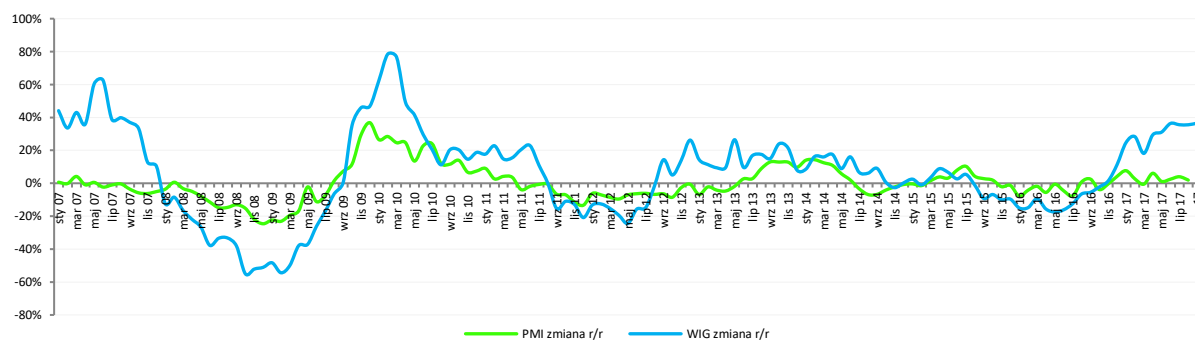
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Dynamika zmian indeksu WIG oraz M1 w Polsce



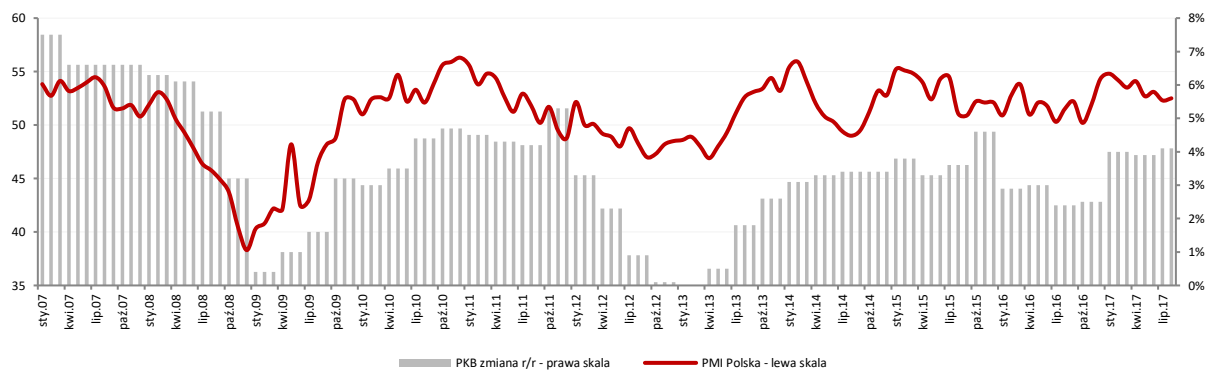
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, NBP

Dynamika zmian indeksu WIG oraz PMI dla Polski



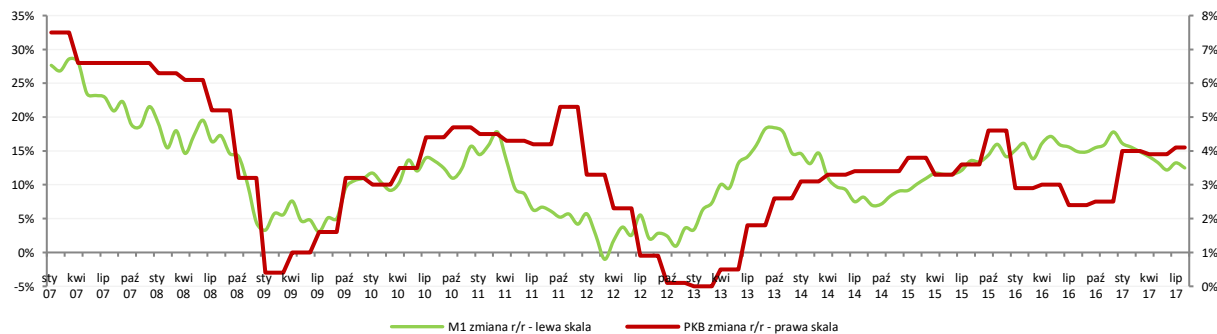
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, Merkit

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 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. 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 depozytariusza. 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 portfelową 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 portfelową 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 02.10.2017 roku, 08:56 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 01.11.2017 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.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 02.10.2017 roku:

Portfel indeksu BDM-A	JSW	STALPRODUKT	BOGDANKA	DOM DEVELOPMENT	PA NOVA	WASKO	INSTAL KRAKÓW	PRAGMA INKASO	ESOTIQ	PATENTUS
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	TAK	TAK	NIE	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	TAK	NIE	NIE
Emitent instrumentów finansowych posiada udziały stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Osoba przygotowująca rekomendację jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM i podmioty z nim powiązane pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM wykonuje i wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE
W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE
BDM wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE
BDM i podmioty z nim powiązane pełnią funkcję animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE
W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE
BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.	NIE	NIE	NIE	NIE	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	TAK*	NIE	NIE

* Grupa BDM posiada łącznie 30,39% z ogólnej liczby akcji Pragma Inkaso;
Dwóch pracowników BDM są członkami Rady Nadzorczej spółki Pragma Inkaso;
BDM świadczy usługi maklerskie dla spółki Pragma Inkaso,
TFI BDM należący do grupy BDM posiada umowę zlecenia ze spółką Pragma Inkaso dotyczącą zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu inwestycyjnego (Pragma 1FI2 NFS)

Portfel indeksu BDM-Z	PKO BP	CYFROWY POLSAT	LOTOS	ORANGE	EUROCASH	GTC	PFEIDERER	STALPRODUKT	PKP CARGO	BOGDANKA
BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta (poniżej progu 5% w kapitale)	TAK	TAK	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	NIE
Emitent instrumentów finansowych posiada udziały stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Osoba przygotowująca rekomendację jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM i podmioty z nim powiązane pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM wykonuje i wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
BDM i podmioty z nim powiązane pełnią funkcję animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.	NIE	NIE	NIE	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	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 świadomy, że katalog potencjalnego 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.