

# Strategia na 2015

## Rekordowa atrakcyjność dywidend w Polsce

Miniony rok nie był szczególnie udany dla polskiego rynku akcji. Podczas gdy główne indeksy giełdowe zakończyły 2014 r. na poziomach zbliżonych do tych z początku roku, na rynku obligacji kontynuowana była hossa. W efekcie różnica między stopą dywidend a rentownością obligacji skarbowych jeszcze bardziej się powiększyła na korzyść akcji. Niska rentowność obligacji skarbowych czy oprocentowanie depozytów sugeruje możliwość odwracania się od nich dotychczasowych inwestorów, którzy w poszukiwaniu wyższych zysków mogą zwrócić się w kierunku bardziej ryzykownych, ale dających nadzieję na wyższe stopy zwrotu funduszy akcyjnych. Potencjalnymi kupującymi mogą być również inwestorzy zagraniczni, w których portfelach akcje polskich spółek wciąż pozostają niedoważone. Fundusze obligacyjne powoli przestają być najbardziej polecanym produktem inwestycyjnym także przez sprzedawców.

W 2015 roku nie spodziewamy się spektakularnych wzrostów. Problemy ekonomiczne wielu krajów nie zostały rozwiązane, a luźna polityka monetarna także nie wydaje się środkiem do trwałego uzdrowienia ich gospodarek. Brak wyraźnej poprawy w sferze makroekonomicznej oraz ryzyka geopolityczne będą naszym zdaniem głównymi zagrożeniami ciążącymi nad rynkami akcji w roku bieżącym. Niskie stopy procentowe, tanie surowce i - jak nam się wydaje - brak korzystniejszej alternatywy przemawiają za rynkiem akcji. Spodziewamy się że tegoroczne wzrosty głównych indeksów wyniosą 5-10%. Zalecamy kupowanie spółek (także mniejszych) dywidendowych.

### Sektor finansowy

Otoczenie makroekonomiczne w 2015 roku będzie korzystne dla banków, niestety spółki będą musiały zmierzyć się z niekorzystnymi czynnikami regulacyjnymi (wzrost opłaty na BFG, spadek opłaty interchange). Silniejszy wzrost PKB i związane z tym niższe odpisy na portfel kredytowy, mogą zostać w dużej części zniwelowane przez spadek marży odsetkowej wywołany obniżeniem się rynkowych stóp procentowych. Banki będą starały się zrekompensować ubytek dochodów podwyżkami opłat i prowizji, jednak wyniki w I połowie roku będą niższe niż w 2014. Wspomóc je mogą jednorazowe dochody ze sprzedaży części portfela obligacji (większość banków ma odłożone w kapitałach wysokie niezrealizowane zyski z tytułu wzrostu ceny papierów), ale sądzimy że nie wszystkie banki wykorzystają te zyski w 2015 roku (część będzie preferowała powolne ich skonsumowanie w kolejnych latach). Wzrost dochodów prowizyjnych, poza podwyżką cen za usługi, będzie możliwy dzięki poprawie dynamiki kredytowej oraz wyższej sprzedaży produktów inwestycyjnych.

### Notowania indeksów



### Zmiany indeksów (%)

	3m	12m		3m	12m
WIG	-1.9	5.3	WIG Bud.	-0.3	-0.1
WIG20	-2.6	1.5	WIG Ener.	-4.4	28.1
mWIG40	-0.1	9.7	WIG Info	11.6	8.5
WIG CEE	-7.0	-12.4	WIG Media	-1.7	17.0
WIG Dywid.	-2.4	6.9	WIG Surow.	-11.8	-6.3
WIG Banki	-2.3	3.9	WIG Paliwa	9.3	10.6
WIG Spoż.	2.4	-23.9	WIG Dev.	1.6	-6.3
WIG Chemia	5.4	4.5	WIG Tele	-18.6	-7.1

### Departament Analiz

**Marcin Materna, CFA**  
Doradca Inwestycyjny  
+22 598 26 82  
marcin.materna@millenniumdm.pl

**Maciej Krefta**  
+48 22 598 26 88  
maciej.krefta@millenniumdm.pl

**Wojciech Woźniak**  
+48 22 598 26 58  
wojciech.wozniak@millenniumdm.pl

**Marcin Palenik, CFA**  
+48 22 598 26 71  
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Obecnie spółki są notowane przy średnim wskaźniku P/E wysokości 15.0 czyli stosunkowo wysoko na tle notowań banków zagranicznych. Naszym zdaniem poprawa koniunktury może zwiększyć zainteresowanie bardziej ryzykownymi bankami, charakteryzującymi się wyższymi dynamikami wolumenów, ale jednocześnie niższą dywidendą, jednak ta pozostaje ważnym czynnikiem dla potencjalnego zwrotu z inwestycji w walory spółek. Naszym zdaniem najlepszą ekspozycją na wzrost wolumenów w sektorze będzie mBank i Alior Bank (w przypadku tego podmiotu niewykluczona jest gra pod przejściem). Większego zainteresowania dużymi bankami spodziewamy się w okresie przyznawania prawa do dywidend. Stąd nasze pozytywne rekomendacje Pekao, Bank Handlowy i PZU.

### Handel detaliczny i dystrybucja

Bieżący rok nie powinien być zbyt udany dla akcji najważniejszych spółek detalicznych - LPP oraz CCC. Obie spółki będą poprawiać zyski wolniej niż można było wcześniej oczekiwać, co w porównaniu z wysokimi wskaźnikami C/Z nie daje potencjału wzrostu kursów. Wolimy akcje CCC, choć nowa powierzchnia powinna przyrastać istotnie wolniej niż spółka zapowiada (tak jak to było w zeszłym roku). Uważamy, że wpływ wydarzeń w Rosji i na Ukrainie odbije się na wynikach LPP tego roku w większym stopniu niż w roku ubiegłym i czynnik ten nadal jest niedoceniany. Konsument w Rosji jeszcze pół roku temu był pełen optymizmu, teraz prawdopodobnie kraj wchodzi w silną recesję (co musi wpłynąć na konsumpcję). Częściowo wymuszony wzrost w innych krajach nie będzie aż tak dochodowy jak to było w Rosji. Zdecydowanie wolimy sektor dystrybutorów IT, który również korzysta ze wzrostu popytu konsumpcyjnego w Polsce. Spółki z tego sektora powinny kontynuować poprawę wyników, a ryzyko negatywnych niespodzianek nie jest naszym zdaniem duże (oprócz spółki ABC Data, której podwyższone ryzyko jest odzwierciedlone w niższych wskaźnikach).

### Sektor spożywczy

W branży spożywczej oczekujemy niewielkiej zmiany zysków r/r wśród pokrywanych spółek. Największą potencjalnie pozytywną niespodzianką mogą się okazać akcje Tarczyńskiego, który w tym roku będzie zwiększać produkcję dzięki nowym mocom. Korzystnie na tą spółkę będzie również wpływał spadek cen surowca z ostatnich miesięcy. Po negatywnych zaskoczeniach w ubiegłorocznych wynikach (w tym dużo większy CAPEX) spółkę tą należy jednak traktować jako podwyższonego ryzyka. Wyniki spółki Duda będą zbliżone do ubiegłorocznych, a ewentualne większe odchylenie będzie raczej negatywne (cały czas wpływ wykrycia choroby ASF w Polsce). Poprawa w Otmuchowie będzie efektem dalszej optymalizacji działalności oraz rozwoju eksportu, natomiast w Ambrze zmniejszy się strata na projekcie Cydr Lubelski. Korzystnie na obie spółki będą wpływać spadki cen surowców, jednak wpływ nie powinien być duży.

### Przemysł

W branży przemysłowej w 2015 r. zyskiwać powinny polskie firmy, które eksportują na Zachód, wobec osłabienia złotówki (Zetkama, Apator) oraz przedsiębiorstwa, w których dużą rolę odgrywają koszty surowców, znajdujące się w trendzie spadkowym (Ferro, Relpol). 2015 r. będzie trudny dla spółek, w których znaczącą część eksportu stanowiła sprzedaż na Wschód (Aplisens, Amica). Motorem wzrostu dla polskiego przemysłu w 2015 r. będą również uruchomione środki unijne z nowego budżetu, jednak większa ilość przetargów jest spodziewana od 2016 r. Na dotacjach unijnych skorzystają z pewnością firmy produkujące lub świadczące usługi dla kolejnictwa, ochrony środowiska, energetyki czy gazownictwa.

### Deweloperzy

W 2015 roku spodziewamy się utrzymania korzystnego otoczenia rynkowego dla działalności deweloperów mieszkaniowych, w szczególności dużych, korzystających na wprowadzonej w 2012 roku "ustawie deweloperskiej". Pomimo relatywnie wysokich wycen (biorąc pod uwagę wskaźnik C/WK) ponownie preferujemy akcje Robyga oraz Dom Development, które regularnie dzielą się wypracowywanymi zyskami ze swoimi akcjonariuszami od istotnie tańszych walorów JW. Construction czy Polnordu. W przypadku deweloperów komercyjnych zarówno GTC, jak i Echo Investment wyceniane są poniżej wartości księgowej. Z tej pary preferujemy Echo Investment, które jest nieznacznie droższe, lecz także bardziej stabilne i niezawodne od swojego giełdowego konkurenta zaangażowanego na problematycznych rynkach krajów CEE i SEE.

## Zmiany rekomendacji Millennium DM

	Poprzednia rekomendacja	Nowa rekomendacja	Poprzednia cena docelowa	Nowa cena docelowa
Alior Bank	neutralnie	akumuluj	87.5	93.1
Bank Handlowy	neutralnie	akumuluj	115.1	114.9
mBank	akumuluj	kupuj	559.0	546.7
BZ WBK	akumuluj	neutralnie	398.0	364.4
LPP	neutralnie	redukuj	8080	6350
CCC	akumuluj	neutralnie	144.3	138.0
Duda	akumuluj	neutralnie	8.0	7.3
AB	akumuluj	kupuj	39.7	42.0
ABC Data	akumuluj	neutralnie	4.97	3.75
Elemental Holding	kupuj	kupuj	3.6	4.2
Zetkama	akumuluj	akumuluj	86.5	75.5
Amica	kupuj	kupuj	133.0	132.0
Ferro	kupuj	kupuj	16.2	13.0
Aparator	neutralnie	neutralnie	39.6	38.0
Aplisens	redukuj	neutralnie	14.6	12.5
Relpol	kupuj	kupuj	8.3	7.3
Benefit	akumuluj	akumuluj	387.0	363.0
Impel	akumuluj	kupuj	34.1	35.8
Dom Development	kupuj	akumuluj	54.3	52.3
Robyg	akumuluj	kupuj	2.6	2.7
Echo Investment	neutralnie	akumuluj	6.5	7.7

Źródło: Millennium DM

## Zalecenia w stosunku do spółek

Branża	Top pick	Worst pick
Branża finansowa	PKO BP, Bank Handlowy, PZU Alior Bank, mBank	Getin Noble Bank
Przemysł	Ferro, Elemental Holding	Aplisens
Branża spożywcza	Ambra, Otmuchów	Duda
Handel detaliczny i dystrybucja	AB, Action	LPP
Deweloperzy	Dom Development, Robyg	
Pozostałe spółki	Impel	

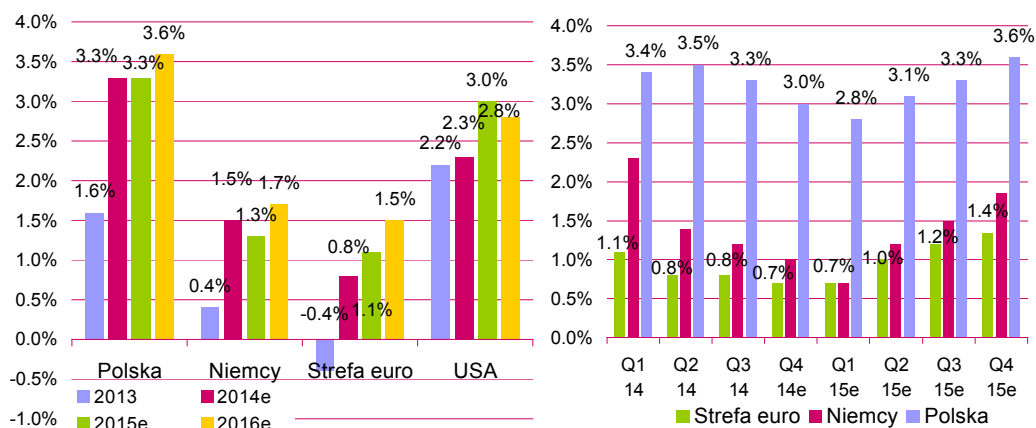
Źródło: Millennium DM S.A.

# Sytuacja makroekonomiczna

## ECB przejmie pałeczkę po FED w drukowaniu gotówki

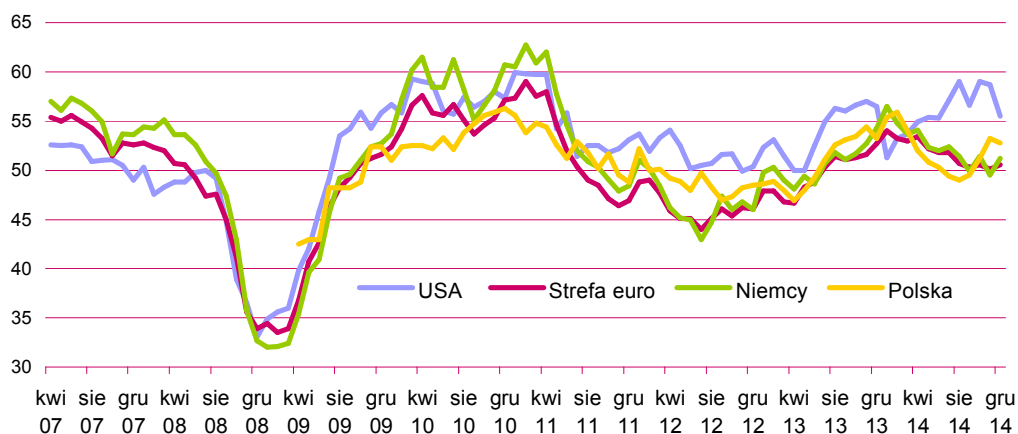
Wprawdzie rok 2014 w strefie Euro zakończył dwuletnią recesję jednak dynamika wzrostu rozczarowała. Wskazuje to naszym zdaniem na strukturalną słabość gospodarki europejskiej - m.in. relatywnie mała elastyczność i innowacyjność przedsiębiorstw, starzejące się społeczeństwo, wysokie ceny energii w porównaniu z USA. Dodatkowo dochodzą różne cele w polityce pieniężnej, co uwidacznia się w decyzjach ECB. Po kilku latach pozostawiania "w tyle" za ultra łagodną polityką FEDu, teraz to ECB oraz bank centralny Japonii przejmą pałeczkę w drukowaniu walut na światowe rynki. Działania ECB mogą być kluczowe dla gospodarki europejskiej w kolejnych kwartałach. Szef ECB Mario Draghi chciałby zwiększyć bilans ECB o 1 bln EUR, czego raczej nie da się osiągnąć bez skupowania obligacji rządowych. Powstaje oczywista kwestia, których krajów obligacje bank ma kupować. Jeśli kupowałby proporcjonalnie do wielkości krajów, byłyby to głównie już teraz niskooprocentowane obligacje Niemiec i Francji. Z drugiej strony skup obligacji krajów peryferyjnych zmniejszyłby ich chęć do dalszych reform strukturalnych. Wprawdzie uważamy, że do znacznego skupu obligacji rządowych w 2015 roku przez ECB dojdzie, jednak ze względu na problemy strukturalne wpływ na gospodarkę realną będzie mniejszy niż się oczekuje.

### Konsensus prognoz wzrostu PKB (styczeń 2015 r.)



Źródło: Bloomberg

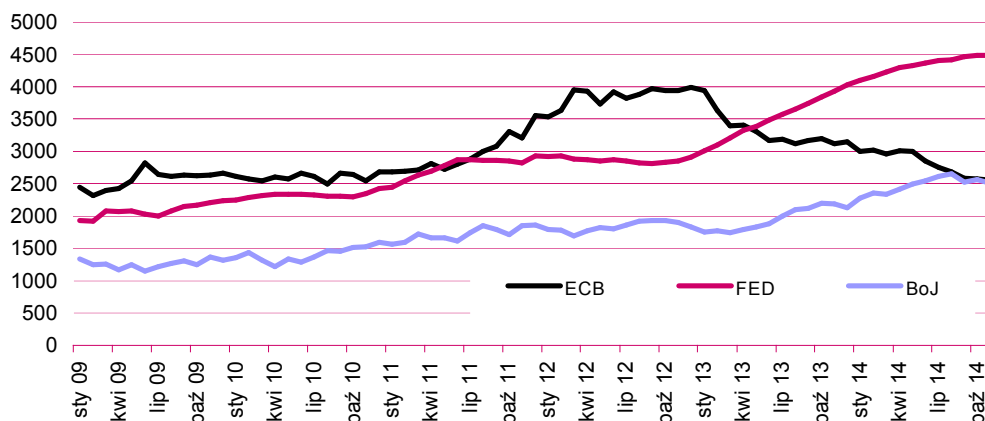
### Wskaźniki PMI i ISM dla przemysłu wybranych krajów



Źródło: Bloomberg

W 2015 roku powinno być kontynuowane powolne zacieśnianie polityki pieniężnej przez FED. Po zakończeniu programu skupu na ten rok oczekuje się rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych. Oczekiwania rynkowe to 2-3 podwyżki w sumie o maks. 75 bp do końca 2015 roku. Niskie bezrobocie (ostatnie dane to 5.6%) i stabilny wzrost gospodarczy wskazują, że tylko silny, nieprzewidywalny wstrząs mógłby przesunąć w czasie nieuchronne podwyżki stóp. Zacieśnianie polityki pieniężnej przy równoczesnych planach zwiększania bilansu przez ECB, powinno wpływać na kontynuację spadku kursu EUR/USD. Kurs walutowy będzie kanałem, przez który wzrost gospodarczy w USA powinien wspierać gospodarki europejskie.

### Bilanse głównych banków centralnych (w mld USD)



Zródło: Bloomberg

### Główne czynniki ryzyka dla umiarkowanego wzrostu

Sytuacja w Rosji i na Ukrainie to główne czynniki ryzyka geopolitycznego, ale również pewne ryzyko ekonomiczne. Potencjalna eskalacja konfliktu na Ukrainie na nowe rejony (np. zachodnią część Ukrainy czy część Mołdawii) będzie głównie czynnikiem psychologicznym. Realny wpływ dla całych gospodarek jest ograniczony (wpływ na Polskę szacuje się na poziomie 0.2-0.5% PKB) i dotyczy poszczególnych sektorów (np. spożywczy) czy spółek (np. LPP, Amica). Czarne scenariusze (bankructwo Rosji, niewypłacalność tamtejszych spółek na dużą skalę) mogłoby dotknąć niektóre europejskie banki oraz wpłynęłoby na większe spowolnienie gospodarek w regionie. Na ten moment wiele różnych scenariuszy jest realnych, jednak tylko regionalna wojna jest negatywnym, scenariuszem, który nie jest uwzględniany przez rynki. Z drugiej strony słabość gospodarcza Rosji zwiększa szanse, że Putin spróbuje się wycofać z agresywnej polityki (nie będzie miał na nią środków). Na ten moment dajemy niestety nieznacznie większe prawdopodobieństwo dalszemu pogorszeniu się sytuacji w regionie.

Utrzymujące się wysokie bezrobocie w wielu krajach UE i rosnący pesymizm stanowi naszym zdaniem czynnikiem ryzyka dla całej UE. Silny wzrost poparcia dla partii antyeuropejskich (np. Partii Niepodległości w Wielkiej Brytanii czy Frontu Narodowego we Francji) pogłębia myślenie nacjonalistyczne i w dalszej perspektywie oznaczać będzie pogorszenie się procesów decyzyjnych w UE (co już widać przy decyzji ECB odnośnie skupu obligacji rządowych). W poszczególnych państwach oddalane będą niezbędne reformy strukturalne bez których UE będzie tracić na konkurencyjności. Istnieje rosnące prawdopodobieństwo, że ponownie zaczną się problemy z Grecją. Wprawdzie gospodarka tego kraju po 6-letniej recesji zaczyna odżywać, to Grecy mają już dość reform i największe poparcie polityczne ma lewicowa SYRIZA, które optuje za wyjściem ze strefy euro. Rośnie również poparcie dla partii chcących wyjść ze strefy euro we Włoszech (chce tego druga największa partia) oraz Hiszpanii. Na ten moment nie wskazujemy na pojedyncze potencjalne zdarzenie jako czynnik ryzyka, lecz różne tendencje odśrodkowe (jak separatystyczne referenda w Szkocji i Katalonii) będą się pojawiać częściej wpływając negatywnie, co najmniej krótkoterminowo, na sentyment rynków.

## W Polsce wzrost PKB zbliżony do 3.3% przy niskiej inflacji

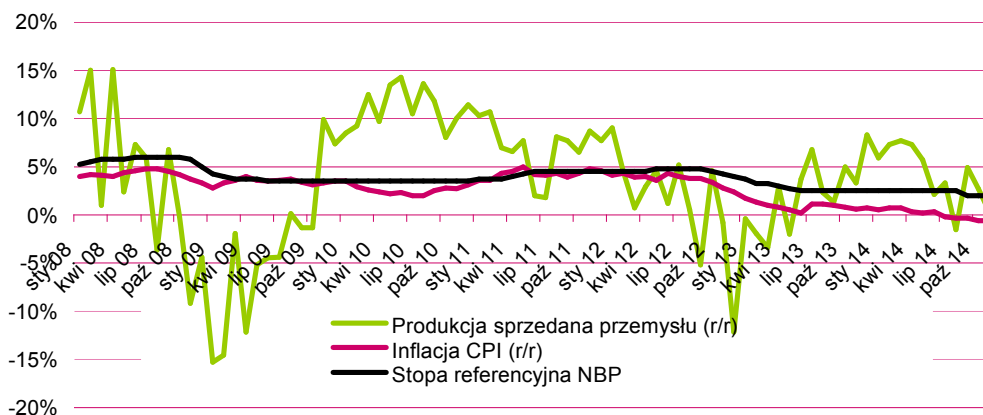
Oczekiwania większości ekonomistów wskazują na wzrost PKB w Polsce w okolicach 3.3% przy bardzo niewielkim zróżnicowaniu prognoz. Taki wzrost oznaczałby stabilizację dynamiki PKB na poziomie z ubiegłego roku. Dane za III kw. 2014 pierwotnie wskazywały na możliwość początku większego spowolnienia, jednak kolejne miesiące pokazały, że gospodarka pozostaje relatywnie silna, a spowolnienie niewielkie. W 2014 roku systematycznie obniżało się bezrobocie, co będzie wspierać konsumpcję prywatną również w roku kolejnym. Dalszy spadek bezrobocia o 0.5 p.p. spodziewany jest również w tym roku. Średni wzrost płac o ok. 3.5% przy równoczesnej inflacji zbliżonej do zera wskazuje, że popyt gospodarstw powinien pozostawać w roku 2015 głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego.

Bardzo dobre wyniki wykonania budżetu w roku 2014 (deficyt sektora finansów publicznych ok. 3.0% vs planowane 3.4%) wskazują, że w roku 2015 deficyt ten powinien dość łatwo zejść poniżej 3.0%. Rok wyborczy zwiększa pokusę dodatkowego impulsu fiskalnego, szczególnie wobec przegranej PO w wyborach samorządowych, jednak nie powinno to zmienić ogólnej ścieżki konsolidacji fiskalnej. Relatywnie komfortowa sytuacja budżetowa pomoże jednak w sytuacji niespodziewanego wstrząsu zewnętrznego we wsparciu wzrostu gospodarczego. W polityce pieniężnej spodziewamy się stabilizacji stóp na obecnym poziomie w całym 2015 roku. Inflacja nie powinna przekroczyć 1.0% do końca 2015 roku.

Zgadzamy się konsensusem, że rok 2015 powinien być rokiem umiarkowanego wzrostu PKB, dalszego spadku bezrobocia przy cały czas bardzo niskiej inflacji. Oczekiwania te uwzględniają możliwość pewnych niewielkich wstrząsów. I kwartał powinien być najslabszy pod względem dynamiki r/r ze względów statystycznych, w kolejnych okresach oczekujemy umiarkowanego odbicia.

Kurs EUR/PLN na poziomie 4.1-4.2 nie będzie przeszkadzać wzrostowi gospodarczemu (a poziom ok. 4.3 lub wyżej będzie go wspierał) i dopiero wyraźne umocnienie polskiej waluty zaczęłoby schładzać gospodarkę. Sądzymy jednak, że wraz ze spadkiem EUR/USD nie należy się spodziewać istotnego umocnienia PLN pomimo relatywnie wysokich realnych stóp procentowych (jak na warunki dzisiejszego świata finansów). Z drugiej strony niski (1-1.5%) deficyt obrotów bieżących, przy cały czas dużej atrakcyjności inwestycyjnej Polski sprawia, że fundamenty wskazują na umocnienie polskiej waluty w długim terminie.

### Inflacja CPI i produkcja przemysłowa w Polsce

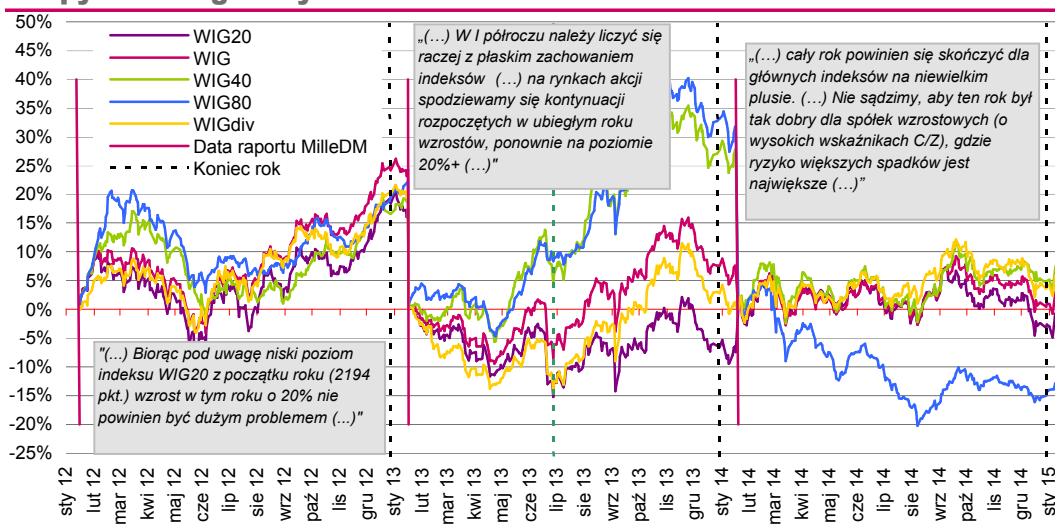


Źródło: Bloomberg, Główny Urząd Statystyczny

## Akcje nadal atrakcyjne

Wyniki odnotowane przez polski rynek akcji w 2014 roku trudno uznać za zachwycające. W minionym roku jednym z oczekiwanych kluczowych czynników wpływających na rynki akcji były przeforsowane przez rząd destrukcyjne zmiany w systemie emerytalnym. Niepewność budziła liczba członków OFE, która zdecyduje się pozostać przy II filarze oszczędzania na emeryturę (ostatecznie liczba ta wyniosła ponad 2.56 mln, tj. 15.4% pierwotnej liczby członków). Poza czynnikami znanymi pojawiły się także wydarzenia nieoczekiwane, wśród których najważniejsze to konflikt ukraiński. Wojna na Ukrainie i sankcje nałożone przez kraje rozwinięte na Rosję doprowadziły do recesji na wschodzie, tradycyjnym ważnym partnerze handlowym Polski. Dramatyczne osłabienie waluty rosyjskiej i ukraińskiej waluty odczuła także część spółek giełdowych, co znalazło swoje odzwierciedlenie w ich notowaniach. Kolejnym zaskakującym wydarzeniem był spadek cen ropy naftowej, która w ciągu ostatniego kwartału ub.r. z około 100 USD stoczyła się poniżej 60 USD, a w kolejnych dniach poniżej 50 USD za baryłkę.

### Stopy zwrotu głównych indeksów w latach 2012-2014



Źródło: Millennium DM, Bloomberg; \* - komentarze są cytacjami ze strategii Millennium DM za poprzednie lata

Rok ubiegły zakończył się ostatecznie niemal płasko (na minimalnych plusach) i choć spodziewaliśmy "niewielkich plusów dla głównych indeksów" zakładaliśmy, że będą one nieco wyraźniejsze. Wyjątkiem był indeks WIG80, który stracił w tym czasie niemal 14%.

### Stopy zwrotu głównych indeksów w latach 2012-2014\*

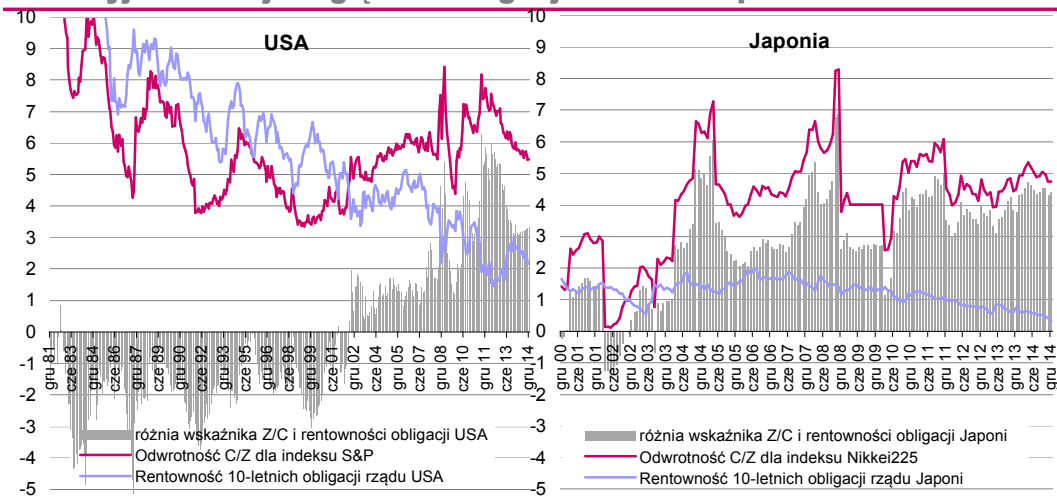
	WIG20	WIG	WIG40	WIG80	WIG dywid.
2012	28.8%	26.2%	21.7%	25.3%	22.2%
2013	-1.8%	8.1%	32.6%	39.5%	2.5%
w tym 2H'13:	11.4%	14.6%	21.2%	23.3%	17.5%
2014	0.4%	0.3%	6.9%	-13.9%	1.8%

Źródło: Bloomberg; \* - stopy zwrotu uwzględniają dywidendy i PP

## Obligacje ponownie zdrożały, akcje jeszcze nie

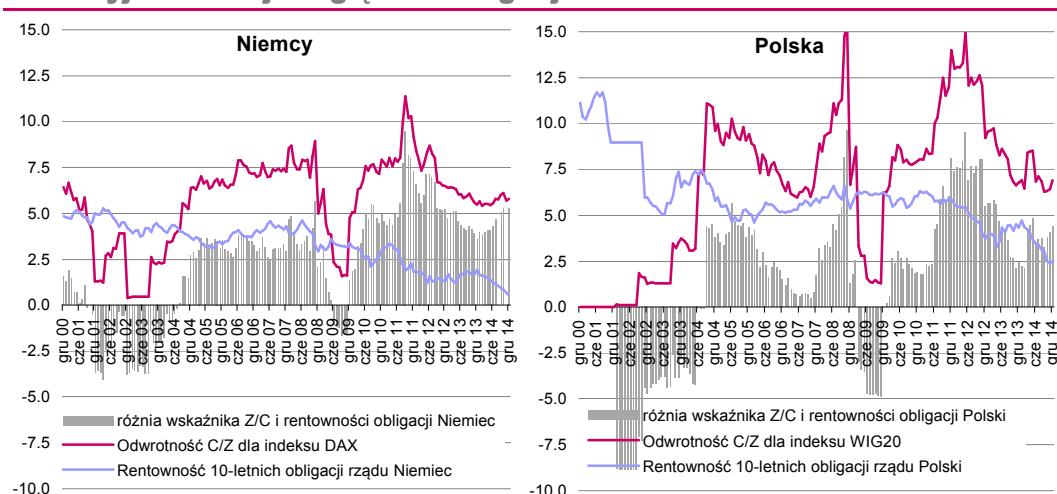
Trwająca hossa na światowych rynkach obligacji wywołana została luźną polityką monetarną banków centralnych. Kontynuowany obecnie wzrost cen (spadek rentowności) instrumentów dłużnych prowadzi do powstania baniek spekulacyjnych, co zwiększa ryzyko korekty i powinno doprowadzić do przepływu części kapitału z rynku obligacji na rynek akcji. Rentowność 10-letnich obligacji na koniec ub.r. wyniosła niespełna 2.2% dla USA, ok. 0.3% w przypadku Japonii oraz niespełna 0.6% dla Niemiec. Odwrotność wskaźnika C/Z oraz stopa dywidend dla głównych indeksów giełdowych przewyższa w wymienionych krajach rentowność obligacji, co sugeruje atrakcyjność akcji w porównaniu z papierami dłużnymi.

### Atrakcyjność akcji względem obligacji w USA i Japonii



Źródło: Bloomberg

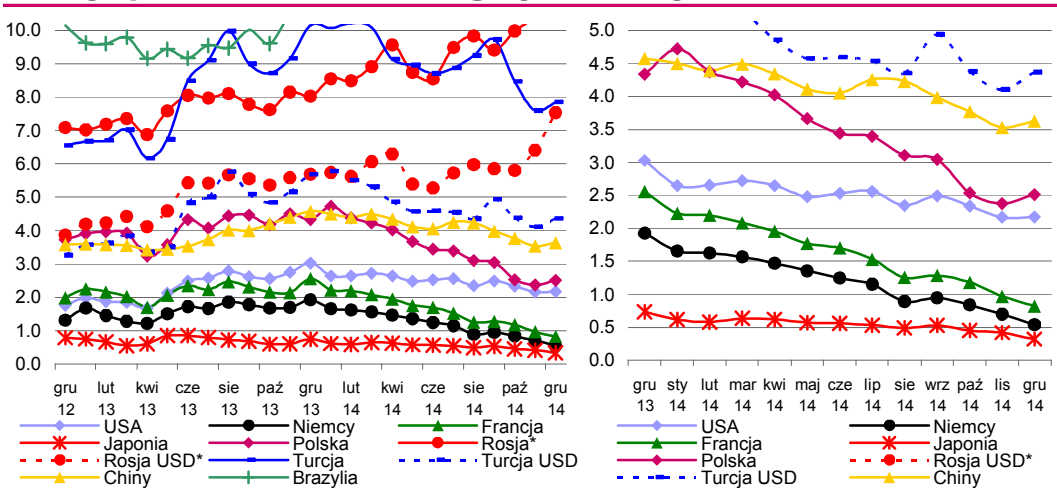
### Atrakcyjność akcji względem obligacji w Niemczech i w Polsce



Źródło: Bloomberg

W minionym roku mieliśmy do czynienia z dalszym spadkiem rentowności obligacji skarbowych na większości rynków.

### Dalszy spadek rentowności obligacji skarbowych w 2014 roku

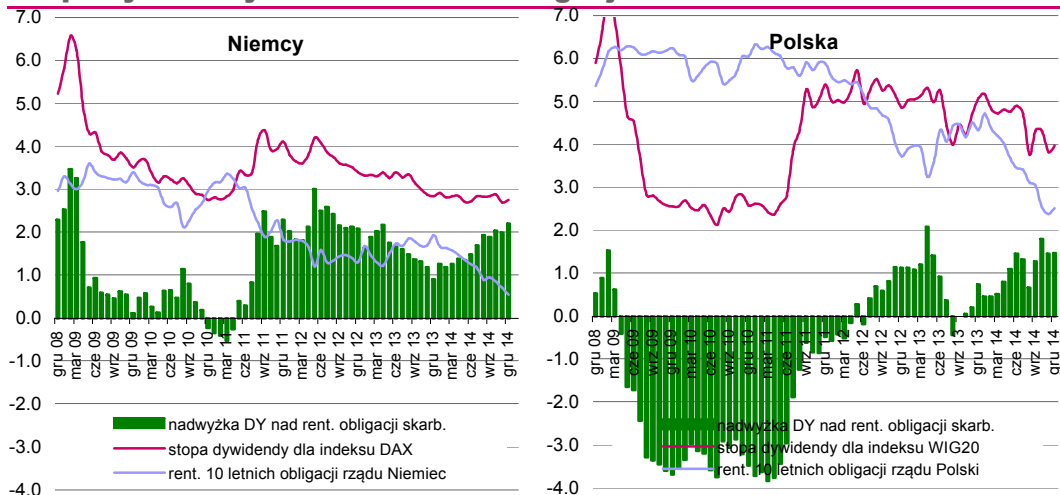


Źródło: Bloomberg wg danych na 31/12/2014; \* - rentowność obligacji 15 letnich, dla pozostałych krajów 10 letnich



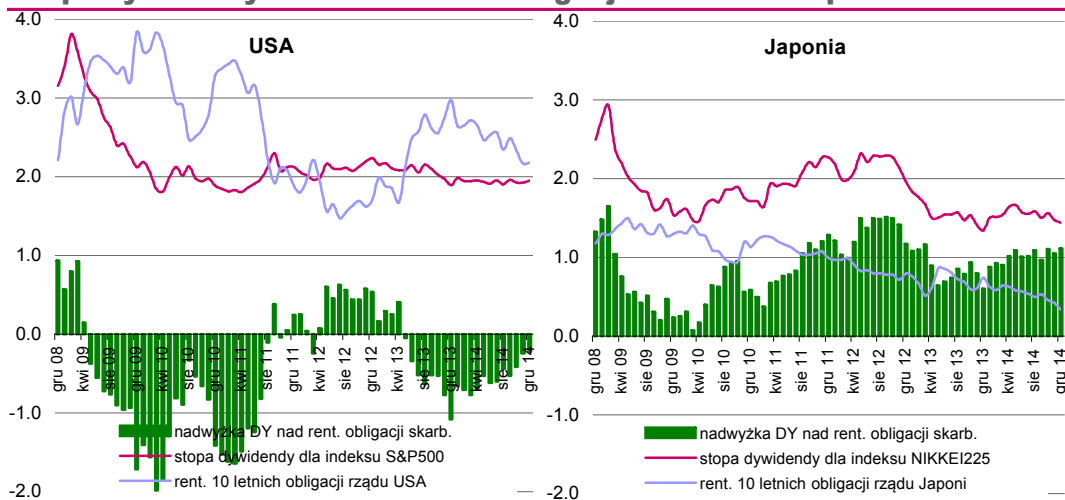
W Polsce rentowność 10 letnich obligacji skarbowych spadła w minionym roku z 4.3% do 2.5%. W styczniu br. rentowność ponownie zaczęła obniżać się i aktualnie zbliża się do poziomu 2.2%. Stopa dywidendy dla indeksu WIG20 w minionym roku również spadła o ok. 1pp (z 5.07% do 3.97%), jednak wyraźnie przekracza poziom rentowności obligacji co sugeruje wyższą atrakcyjność akcji względem papierów dłużnych.

### Stopa dywidendy vs. rentowność obligacji w Niemczech i w Polsce



Źródło: Bloomberg

### Stopa dywidendy vs. rentowność obligacji w USA i w Japonii



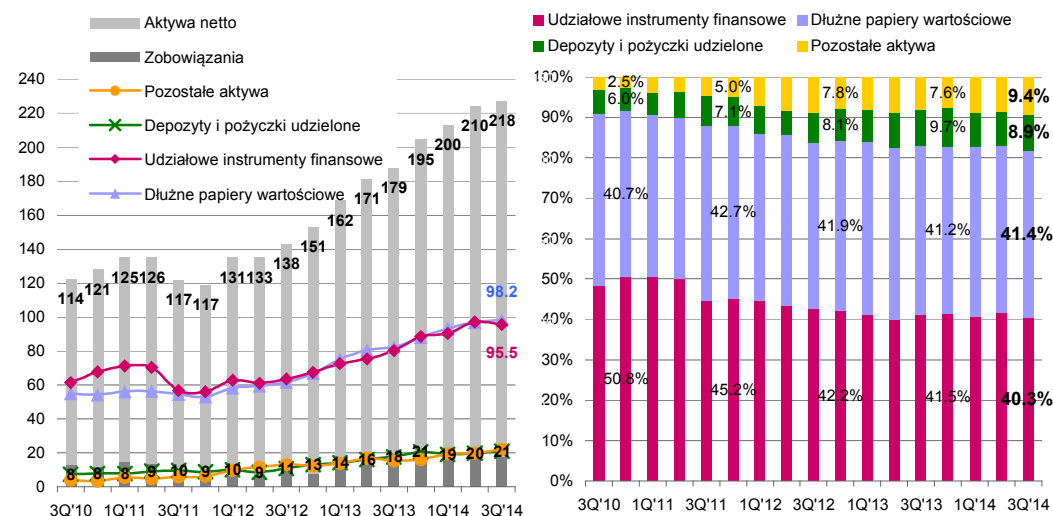
Źródło: Bloomberg

Stopa dywidendy dla akcji z indeksu WIG20 wyniosła na koniec minionego roku 3.97%, natomiast dla szerokiego indeksu WIG 3.45%

## Uwolnienie gotówki z obligacji

Rok 2014 był kolejnym udanym dla rynku instrumentów dłużnych. Kontynuowany spadek rekordowo niskich poziomów rentowności obligacji skarbowych krajów wschodzących powinien przyczynić się do przepływu kapitału w kierunku aktywów oferujących atrakcyjniejsze stopy zwrotu. Spodziewamy się, że spadek uzyskiwanych stóp zwrotu skłoni inwestorów do przesuwania coraz większych środków z funduszy obligacyjnych do oferujących potencjalnie wyższe zyski funduszy akcyjnych.

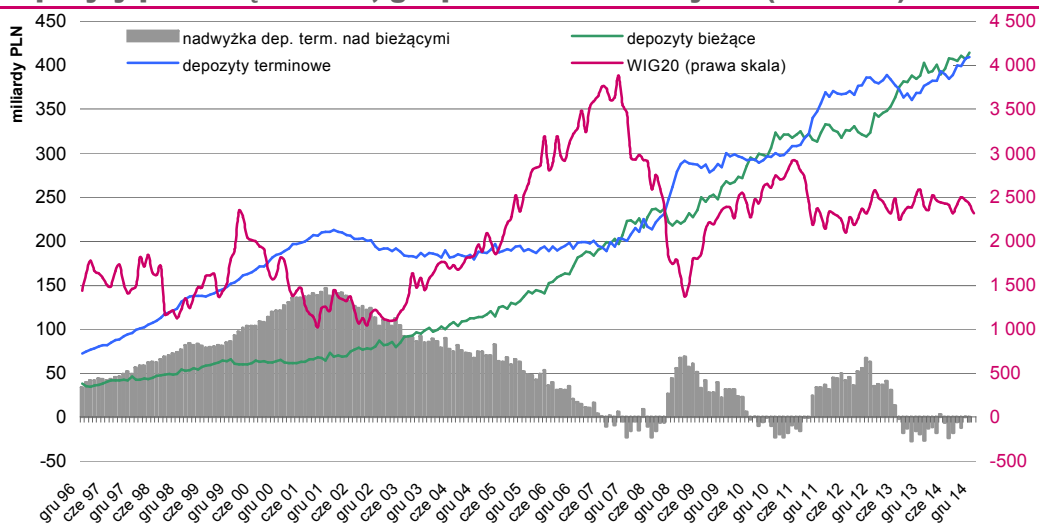
## Struktura aktywów funduszy inwestycyjnych (mld PLN, %)



Źródło: NBP, Millennium DM

Aktywa netto funduszy inwestycyjnych wyniosły na koniec III kwartału ub.r. 218 mld PLN, co oznacza wzrost ponad 20% względem stanu na koniec 2013r. Zaangażowanie funduszy w instrumenty dłużne w tym okresie nie uległo zasadniczej zmianie (41.4% na koniec 30.09.2014r wobec 41.2% na 31.12.2013r), natomiast udział instrumentów udziałowych w portfelu spadł do 40.3% z poziomu 41.5%. Warto zauważyć, że na koniec 2010 roku zaangażowanie fundusze w akcje przekraczało 50%.

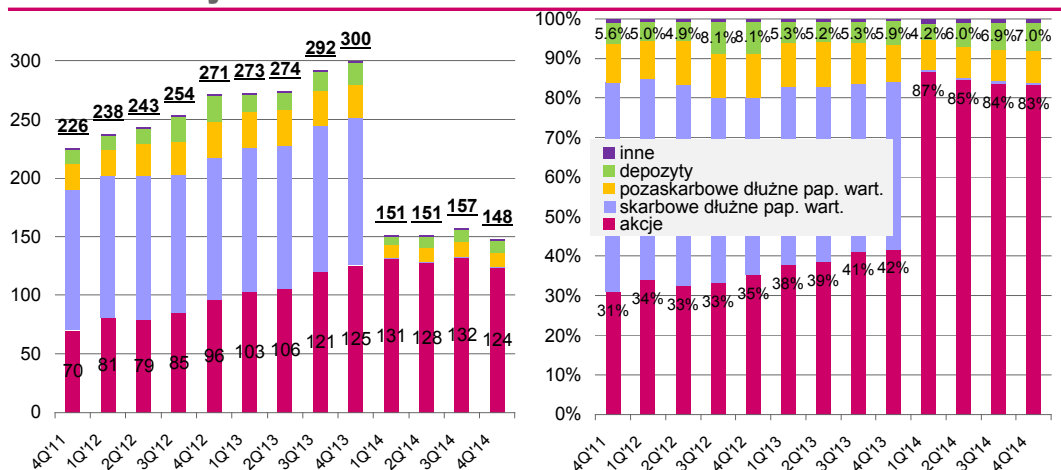
## Depozyty przedsiębiorstw, gospodarstw domowych\* (mld PLN) i WIG20



Źródło: NBP, Millennium DM; \* - gosp. domowych oraz instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gosp. domowych

Warto zauważyć, że wartość depozytów zgromadzonych przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe przekracza 820 mld PLN. Na koniec listopada ub.r. wartość depozytów terminowych (410 mld PLN) była zbliżona do gotówki zgromadzonej na rachunkach bieżących (414 mld PLN). Kolejna obniżka stóp procentowych przez RPP odzwierciedlona w niższym oprocentowaniu lokat może przyczynić się do przepływu kapitału do bardziej rentownych form oszczędzania.

## Struktura aktywów OFE



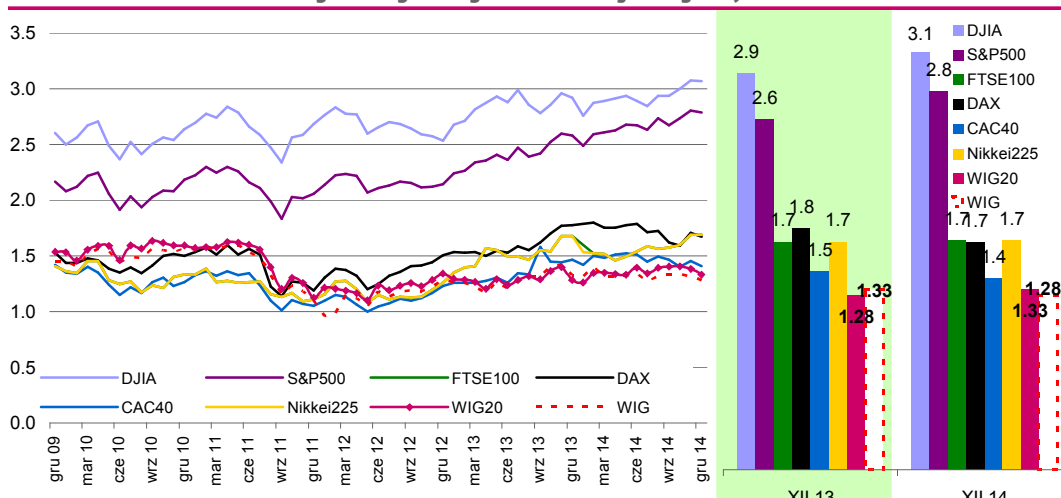
Źródło: Millennium DM, KNF

W lutym ub.r. OFE zostały zmuszone do oddania ok. połowy środków do ZUS (przede wszystkim poprzez przekazanie skarbowych papierów dłużnych), czego efektem była zmiana struktury aktywów w portfelach. ub.r. 83% aktywów portfela (12 mld PLN) ulokowane było w akcjach wobec 87% (131 mld PLN) na koniec I kw. W tym samym okresie wzrósł odsetek depozytów, które na koniec 2014r. wynosiły 7.0% (10.4 mld PLN) wobec 4.2% na koniec I kw. (6.3 mld PLN). Przeprowadzone w ub.r. destrukcyjne zmiany w systemie OFE były jednym z kluczowych czynników rzutujących na rynek akcji w roku minionym (ze względu na niepewność ostatecznego odsetka osób pozostających w OFE), a jego negatywne skutki będą także odczuwalne w latach kolejnych (spadek obrotów, płynności).

## Polskie akcje pozostały tanie

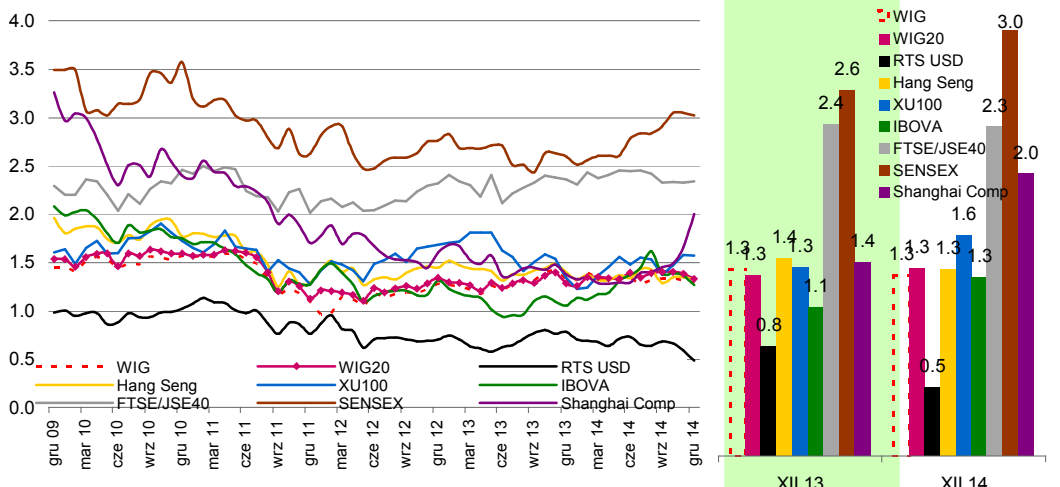
Minionego roku na polskim rynku akcji nie można zaliczyć do udanych. Polskie akcje cały czas można uznać za atrakcyjnie wyceniane. Biorąc pod uwagę wskaźnik C/WK (cena do wartości księgowej) polskie akcje wciąż należą do jednych z najtańszych zarówno wśród rynków dojrzałych, jak i rynków wschodzących.

## Wskaźnik C/WK na wybranych rynkach dojrzałych, 31/12/2014



Źródło: Bloomberg wg danych na 31/12/2014

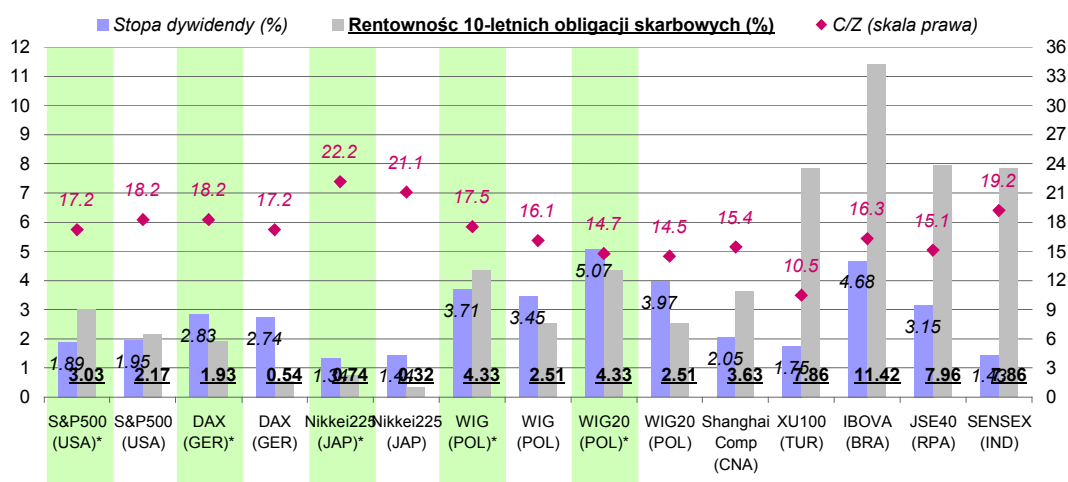
## Wskaźnik C/WK na rynkach wschodzących, w Polsce nadal nisko



Źródło: Bloomberg wg danych na 31/12/2014

Wśród rynków wschodzących wyraźnie potaniały (pod względem wskaźnika C/WK) akcje na rynku rosyjskim (w związku z kryzysem wywołanym sankcjami za aneksję części kraju sąsiedniego i zaangażowanie w konflikcie na jego terytorium). Akcje na pozostałych rynkach podrożały lub utrzymały zbliżone wyceny. Warto zwrócić uwagę, że akcje z polskich indeksów wyróżniają się na tle pozostałych rynków wschodzących stopą dywidendy przewyższającą rentowność obligacji skarbowych (ponadto różnica ta wzrosła r/r).

## Stopa dyw., C/Z oraz rent. obligacji skarbowych na wybranych rynkach



Źródło: Bloomberg wg danych na 31/12/2014; \* - na 31/12/2013

## Podsumowanie

Sytuacja gospodarcza krajów europejskich (choć pozostaje zróżnicowana) nie uległa trwałej poprawie, także gospodarka chińska wciąż pracuje przy spowolnionych obrotach. W minionym roku japoński bank centralny kontynuował 'dodruk' jenów (poprzez skup obligacji) skutkujący spadkiem wartości waluty i w efekcie wzrostem eksportu. Dodatkowy kapitał pomógł także w tym czasie japońskiej giełdzie w osiągnięciu nowych szczytów, jednak kraj wciąż pozostaje w recesji. Program luzowania ilościowego został zakończony natomiast w Stanach Zjednoczonych. Tamtejszy odpowiednik banku centralnego zdecydował, że ultra luźna polityka monetarna odniosła skutek tj. gospodarka wróciła na właściwe, wzrostowe tory - FED pozostawił jednak stopy procentowe na niezmiennym niskim poziomie. Brak ożywienia gospodarczego w strefie euro sugeruje, że także europejski bank centralny zdecyduje się wkrótce na dodruk pieniędzy celem osłabienia wspólnotowej waluty, co mogłoby pomóc rozpędzić gospodarki krajów.

Brak utrwalenia poprawy w sferze makroekonomicznej oraz ryzyka geopolityczne będą naszym zdaniem głównymi zagrożeniami dla pozytywnego scenariusza dla rynku akcji. Wśród głównych czynników przemawiających za wzrostami na rynkach akcji wymienić należy:

- ❑ Niska atrakcyjność innych form inwestowania:
  - dalszy spadek rekordowo niskich rentowności obligacji skarbowych,
  - nieatrakcyjny poziom oprocentowania lokat terminowych
  - oczekiwany spadek zysków funduszy obligacyjnych i przepływ środków do funduszy akcji
- ❑ Kolejna obniżka rekordowo niskich stóp procentowych w Polsce
- ❑ Wysoka płynność (niskie stopy i możliwe rozpoczęcie operacji ilościowego luzowania polityki pieniężnej w strefie euro)
- ❑ Wysokie stany depozytów terminowych w sektorze niefinansowym (ponad 400 mld PLN zgromadzone na rachunkach bieżących i drugie tyle na depozytach terminowych)
- ❑ Polskie akcje pozostały tanie i zyskały na atrakcyjności względem obligacji: dla WIG20 wskaźnik C/Z wynosi 14.5, C/WK 1.33, a DY 3.97% wobec 2.51% rentowności obligacji skarbowych (wskaźniki dla WIG odpowiednio: C/Z = 16.1, C/WK = 1.28, DY = 3.45%)
- ❑ Spadek cen surowców (załamanie cen ropy) oznaczający niższe koszty i szanse na poprawę wyników spółek i zwiększający wolne dochody do dyspozycji gospodarstw domowych
- ❑ Możliwość wykorzystania nowej puli Funduszy Europejskich 2014-2020

Podsumowując akcje nadal uważamy za najatrakcyjniejszą klasę aktywów inwestycyjnych (niska rentowność obligacji skarbowych czy oprocentowania depozytów). Problemy ekonomiczne wielu zadłużonych krajów wciąż nie zostały rozwiązane, a często jedynie zapomniane wobec bardziej medialnych, materializujących się ryzyk geopolitycznych. Wysokie bezrobocie oraz ubóstwo ludzi (zwłaszcza młodych) w Portugalii, Hiszpanii, Grecji czy krajach CEE i SEE kontrastuje z relatywnym bogactwem i dostatkiem mieszkańców Niemiec. Rosnąca dywergencja pomiędzy standardami życia w różnych krajach Unii Europejskiej przekonuje rosnącą grupę ludzi, że koszty członkostwa w UE w obecnym kształcie przeważają nad korzyściami.

Za odzwierciedlenie tych przekonań można uznać wzrost politycznego znaczenia (po ostatnich wyborach do Parlamentu Europejskiego) partii 'antyeuropejskich'. Utrzymanie trwałości Unii Europejskiej w obecnym kształcie możliwe byłoby w przypadku powrotu krajów członkowskich na ścieżkę zrównoważonego, trwałego rozwoju makroekonomicznego. Stymulowanie głównych światowych gospodarek luźną polityką monetarną nie wydaje się efektywnym środkiem do trwałej poprawy makroekonomicznej, co nie oznacza, że nadmiar gotówki napędzający także rynki akcji uniemożliwia osiągnięcie satysfakcjonujących zysków. Niskie stopy procentowe oraz tanie surowce oznaczają niższe koszty przedsiębiorstw, co daje nadzieję na poprawę ich wyników i utrwalenie ożywienia gospodarczego. Uwzględniając szczególnie zmienne warunki makroekonomiczne podtrzymujemy zalecenie selekcji sprawdzonych spółek dywidendowych.

**Rekomendacje Millennium DM opublikowane w 2014 roku**

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa
AB SA	akumuluj	3 lut 14	34.0	39.7
ABC Data	akumuluj	10 mar 14	4.2	5.0
Action	akumuluj	10 mar 14	46.0	52.2
AC Autogaz	akumuluj	31 sty 14	42.4	49.3
Alior Bank	neutralnie	21 sty 14	80.0	87.5
Ambra	kupuj	30 cze 14	8.0	12.3
Amica	kupuj	21 sty 14	108.8	133.0
Apator	neutralnie	21 sty 14	41.4	44.0
Apator	akumuluj	8 sie 14	33.2	39.6
Aplisens	redukuj	21 sty 14	18.7	14.6
Bank Handlowy	akumuluj	21 sty 14	106.0	113.5
Benefit	akumuluj	21 sty 14	323.7	365.0
BZ WBK	akumuluj	21 sty 14	376.5	398.0
CCC	neutralnie	23 kwi 14	128.4	144.3
Ciech	akumuluj	21 sty 14	29.9	35.2
Dom Development	neutralnie	21 sty 14	51.8	48.8
Dom Development	akumuluj	7 mar 14	50.6	56.5
Duda	akumuluj	2 paź 14	7.1	8.0
Echo Investment	neutralnie	21 sty 14	6.2	6.5
Elemental Holding	kupuj	21 paź 14	2.7	3.6
Ferro	kupuj	4 lip 14	10.0	16.2
Grupa Azoty	akumuluj	21 sty 14	58.0	65.6
GTC	akumuluj	21 sty 14	7.4	8.8
Bank Handlowy	akumuluj	9 maj 14	109.2	115.2
Impel	neutralnie	21 sty 14	31.0	30.7
Impel	akumuluj	5 cze 14	29.6	34.3
ING	neutralnie	7 maj 14	129.2	132.6
ING	akumuluj	6 sie 14	129.1	139.2
ING	akumuluj	5 lis 14	139.7	146.8
Lentex	kupuj	21 sty 14	7.5	10.1
LPP	akumuluj	23 kwi 14	7980.0	8077.0
mBank	neutralnie	6 lut 14	530.8	521.4
mBank	akumuluj	29 kwi 14	513.1	559.4
mBank	akumuluj	31 paź 14	486.3	529.5
Otmuchów	akumuluj	21 sty 14	9.8	11.5
Otmuchów	kupuj	23 maj 14	8.8	12.7
Pekao	akumuluj	21 sty 14	181.0	201.8
Pekao	akumuluj	11 mar 14	183.6	203.7
Pekao	akumuluj	5 sie 14	172.5	182.8
PKO BP	kupuj	21 sty 14	40.4	47.5
PKO BP	kupuj	16 maj 14	40.3	45.1
PKO BP	kupuj	1 wrz 14	38.2	45.0
PKO BP	kupuj	6 lis 14	37.6	44.2
Relpol	kupuj	21 sty 14	8.3	10.4
Robyg	neutralnie	21 sty 14	2.3	2.1
Robyg	akumuluj	27 maj 14	2.3	2.6
Ropczyce	kupuj	23 maj 14	23.1	34.3
SMT	kupuj	21 sty 14	20.5	29.0
Synthos	neutralnie	21 sty 14	5.5	4.9
Synthos	akumuluj	6 maj 14	4.6	5.2
Tarczyński	akumuluj	2 paź 14	10.8	12.6
Wawel	neutralnie	21 sty 14	1218.0	1165.0
Work Service	neutralnie	15 gru 14	17.5	17.2
Zetkama	akumuluj	21 sty 14	73.9	86.5
ZPUJ	akumuluj	21 sty 14	421.0	493.0

Źródło: Millennium DM S.A.

## Departament Analiz

**Marcin Materna, CFA**  
Doradca Inwestycyjny  
+22 598 26 82  
marcin.materna@millenniumdm.pl

**Dyrektor**  
banki, ubezpieczenia

**Marcin Palenik, CFA**  
+48 22 598 26 71  
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Analityk  
branża spożywcza, handel,  
energetyka

**Maciej Krefta**  
+48 22 598 26 88  
maciej.krefta@millenniumdm.pl

Analityk  
deweloperzy, górnictwo,  
przemysł drzewny

**Wojciech Woźniak**  
+48 22 598 26 58  
wojciech.wozniak@millenniumdm.pl

Analityk  
przemysł elektromaszynowy,  
metalowy i chemiczny

**Sebastian Siemiątkowski**  
+48 22 598 26 05  
sebastian.siemiatkowski@millenniumdm.pl

Analityk  
fundusze inwestycyjne

**Artur Topczewski**  
+48 22 598 26 59  
artur.topczewski@millenniumdm.pl

Analityk  
fundusze inwestycyjne

## Sprzedaż

**Radosław Zawadzki**  
+22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

**Dyrektor**

**Leszek Iwaniec**  
+22 598 26 90  
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

**Arkadiusz Szumilak**  
+22 598 26 75  
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

**Marek Przytuła**  
+22 598 26 68  
marek.przytula@millenniumdm.pl

**Jarosław Oldakowski**  
+22 598 26 11  
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

**Grażyna Mendrych**  
+22 598 26 26  
grazyna.mendrych@millenniumdm.pl

**Millennium Dom Maklerski S.A.**  
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp  
02-593 Warszawa Polska

**Fax: +22 598 26 99    Tel. +22 598 26 00**

### Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto  
EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
WNB - wynik na działalności bankowej  
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję  
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję  
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję  
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
ROA - stopa zwrotu z aktywów  
EPS - zysk netto na 1 akcję  
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję  
DPS - dywidenda na 1 akcję  
NPL - kredyty zagrożone

### Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu  
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu  
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)  
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%  
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%  
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

### Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):  
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.  
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE-P/BV (model uzależniający wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

### Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, GKS Katowice, Eurotel, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, Sygnity oraz KGHM, PZU, GKS Katowice, Eurotel. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółki: Dekpol, od której otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy mógł zawierać umowy ze spółkami Getin Noble Bank, Getin Holding oraz Benefit Systems w zakresie bankowości inwestycyjnej. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerskiego S.A. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

### Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji, chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii. Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

### Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w IV kwartale 2014 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	2	33%
Akumuluj	3	50%
Neutralnie	1	17%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

### Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\*

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	0	0%
Akumuluj	2	100%
Neutralnie	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

\*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora

