

Strategia na 2016

Wysoka zmienność rynków okazją do zarobku

Rok wyborczy 2015 przyniósł w Polsce nieznaczne zwyżki indeksów małych i średnich spółek, natomiast głębokie spadki zaliczył reprezentujący największe spółki WIG20. Również indeks szerokiego rynku WIG zakończył 2015 rok blisko 10% spadkiem. W tym czasie na rynku obligacji panowała względna stabilizacja. Zgodnie z naszą ubiegłoroczną teorią coraz więcej środków z funduszy obligacyjnych zaczęło przepływać na rynek akcji. Wzrost ryzyka politycznego związanego z wydarzeniami po zmianie władzy w Polsce, hojne obietnice przedwyborcze i pierwsze decyzje rządu mocno naruszyły jednak zaufanie inwestorów zagranicznych do polskiego rynku.

Akcje na polskim rynku, pomimo że są jednymi z tańszych w regionie, prawdopodobnie takimi pozostaną. Ubiegły rok nie przyniósł rozwiązań problemów politycznych czy ekonomicznych, które martwiły inwestorów przed rokiem, natomiast zostały one przesłonięte przez nowe zagrożenia. Po 2016 roku nie spodziewamy się spektakularnego wyniku indeksów giełdowych, jednak może on się okazać dobrym okresem do akumulowania przecenionych walorów. Trudno obecnie wskazać klasę aktywów stanowiących bezpieczniejszą przystań niż dobrze wyselekcjonowane akcje, którym powinny pomagać niskie stopy procentowe i jeszcze tańsze niż przed rokiem surowce. Mając na uwadze ryzyko geopolityczne oraz zmienne warunki makroekonomiczne podtrzymujemy, obok spółek wskazanych w niniejszym raporcie, także zalecenie selekcji solidnych spółek dywidendowych (*raport Spółki dywidendowe - grudzień 2015*).

Sektor finansowy

Przed sektorem bankowym kolejny trudny okres, skala wyzwań jest nawet większa niż w ubiegłym roku. W miejsce spadku opłat interchange, podwyżki składki na BFG czy wydatków jednorazowych związanych z upadłością banków spółdzielczych oraz koniecznością stworzenia funduszu pomocowego dla kredytobiorców, w bieżącym roku głównym czynnikiem obniżającym wyniki będą podatek bankowy, niewykluczona kolejna obniżka stóp procentowych, która negatywnie wpłynie na marże odsetkowe banków oraz ewentualne kolejne podejście do kwestii kredytów frankowych. Choć niewykluczone jest finalne odejście od pomysłów prostego przewalutowania jako niekonstytucyjnych, sposobem na obejście tego problemu jest np. uregulowanie spreadów z uwzględnieniem tych wstecznie zapłaconych przez klientów.

Dodatkowym czynnikiem wpływającym na wyniki będą spadek akcji kredytowej po wprowadzeniu podatku i związane z tym ograniczenie zysków np. z prowizji. Z drugiej strony rezultatom pomogą zyski z transakcji sprzedaży Visa Europe (w sumie ok. 2.2 mld PLN) oraz możliwa poprawa jakości portfeli kredytowych po uruchomieniu programu 500 zł na dziecko.

Notowania indeksów



Zmiany indeksów (%)

	3m	12m		3m	12m
WIG	-17.5	-15.2	WIG Bud.	-14.4	18.9
WIG20	-20.7	-25.1	WIG Energ.	-17.8	-34.4
mWIG40	-12.6	-2.5	WIG Info	-6.4	10.7
WIG CEE	-2.5	8.0	WIG Media	-15.2	0.5
WIG Dywid.	-18.6	-20.5	WIG Surow.	-42.7	-51.7
WIG Banki	-23.2	-28.7	WIG Paliwa	-12.8	21.0
WIG Spoż.	-16.9	20.4	WIG Dev.	-3.2	13.5
WIG Chemia	4.3	37.9	WIG Tele	-10.8	-11.8

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

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

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

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

Naszymi top pickami na sektor są mniejsze banki, nienarażone na koszty ustawy frankowej oraz mogące stosunkowo szybko przerzucić podatek na klientów (**Alior Bank** i **Idea Bank**). Zalecamy także inwestycję w spółki dywidendowe tj. PZU i Bank Handlowy - także te instytucje uważamy za mniej narażone na ostatnie i potencjalne zmiany regulacyjne.

Handel detaliczny i dystrybucja

Z punktu widzenia handlu i sprzedaży detalicznej 2016 r. powinien być dobrym okresem. Świadczy o tym najniższe od 2008 r. bezrobocie i optymizm konsumentów. W końcu również inflacja odbije się z ujemnych poziomów do ok. 1-1.4%. Oczekujemy, że dynamika sprzedaży detalicznej powinna być w tym roku zbliżona do 5-6% (1.2% w 2015). Z punktu widzenia inwestycji w spółki notowane na GPW sytuacja jednak nie wygląda aż tak optymistycznie. Dwie najważniejsze spółki CCC i LPP po latach szybkiego rozwoju były notowane na zbyt wysokich wskaźnikach, a dodatkowo rok 2015 udowodnił, że przyszły wzrost może być bardziej wyboisty. Pomimo silnego spadku obu akcji nasze nastawienie inwestycyjne do tych spółek jest neutralne.

Dużo lepiej oceniamy potencjał inwestycyjny **Vistuli**, której w mniejszym stopniu zagraża sprzedaż internetowa, a dodatkowo stanowi lepszą ekspozycję na bogacące się społeczeństwo. Dobrą naszym zdaniem ekspozycją na rosnący optymizm konsumentów są dystrybutorzy IT. Sądzymy, że najsilniejszy negatywny sentyment do tych spółek już minął. W szczególności podoba się nam spółka **AB**, która jest notowana z dyskontem wobec konkurentów, a ostatnie kwartały pokazały odporność jej wyników na wstrząsy około rynkowe.

Sektor spożywczy

W branży spożywczej nie oczekujemy spektakularnych pozytywnych niespodzianek. Wprawdzie wyniki Otmuchowa i Dudy poprawią się po bardzo słabym roku, jednak wzrosty nie będą na tyle duże, aby akcje tych spółek stanowiły ciekawy temat inwestycyjny. Ewentualne pozytywne zaskoczenie mogłoby mieć miejsce w przypadku Otmuchowa, który pracuje nad redukcją kosztów. Dużo lepiej natomiast wyglądają akcje **Tarczyńskiego**, którego wyniki wprawdzie spadną (konkurencja, presja ze strony odbiorców), ale i tak spółka jest notowana z C/Z na poziomie 8.6 na ten rok. Sądzymy, że rynek wycenia pesymistycznie dużo większy spadek zysków.

Utrzymujemy pozytywne nastawienie dla **Ambry**, która wygląda bardzo dobrze pod względem wypłaty zysków, a przy obecnym kursie stopa dywidendy jest na solidnym poziomie 7.0%. Spółka generuje bardzo silny cash flow, co amortyzuje negatywny wydzźwięk spadku zysków r/r.

Deweloperzy

W 2016 roku deweloperzy mieszkaniowi liczą na utrzymanie korzystnego otoczenia rynkowego dla ich działalności. Z jednej strony rekordowo niskie stopy procentowe mogą kolejny raz zostać obniżone, zachęcając do inwestycji w mieszkania, z drugiej strony hamulcem sprzedaży może okazać się polityka banków, które ze względu na podatek bankowy mogą być niechętne do udzielania mało rentownych kredytów hipotecznych. Pomimo stosunkowo wysokich wycen (biorąc pod uwagę wskaźnik C/WK) spośród deweloperów mieszkaniowych ponownie preferujemy akcje **Robyga**.

W przypadku deweloperów komercyjnych walory **Echo Investment** wydają nam się bardziej interesujące od GTC. Pierwszy z tej pary deweloperów wkrótce wypłaci solidną dywidendę i wciąż notowany jest z dyskontem do wartości księgowej. Z kolei GTC w minionym roku przeprowadził kolejną emisję akcji i zakończył restrukturyzację, jednak w wyniku ubiegłorocznych wzrostów kursu akcje dewelopera straciły na atrakcyjności (notowany jest powyżej wartości księgowej).

Zmiany rekomendacji Millennium DM

	Poprzednia rekomendacja	Nowa rekomendacja	Poprzednia cena docelowa	Nowa cena docelowa
Bank Handlowy	akumuluj	akumuluj	117.0	81.5
ING BSK	neutralnie	neutralnie	143.6	117.4
mBank	kupuj	akumuluj	502.2	312.8
BZ WBK	kupuj	akumuluj	419.8	275.5
PKO BP	akumuluj	neutralnie	37.3	25.0
Pekao	neutralnie	neutralnie	183.7	139.1
Alior Bank	akumuluj	kupuj	102.5	69.2
Idea Bank		kupuj		31.5
PZU	akumuluj	akumuluj	52.5	36.3
CCC	neutralnie	neutralnie	171.9	116.5
LPP	redukuj	neutralnie	6 105	5 050
Vistula	kupuj	kupuj	3.6	3.4
AB	kupuj	kupuj	44.1	38.5
ABC Data	neutralnie	neutralnie	3.5	3.0
Action	akumuluj	akumuluj	31.8	29.0
Ambra	kupuj	kupuj	11.0	9.0
Duda	neutralnie	redukuj	7.3	4.3
Otmuchów	kupuj	neutralnie	11.8	5.9
Tarczyński	akumuluj	kupuj	13.8	15.1
Dom Development	akumuluj	neutralnie	52.3	53.2
Robyg	kupuj	akumuluj	2.7	3.3
GTC		neutralnie		7.1

Źródło: Millennium DM

Zalecenia w stosunku do spółek

Branża	Top pick	Worst pick
Branża finansowa	Alior Bank, Idea Bank, BZ WBK	Pekao, ING BSK
Branża spożywcza	Tarczyński, Ambra	Duda
Handel detaliczny i dystrybucja	Vistula, AB, Action	CCC, LPP
Deweloperzy	Robyg, Echo Investment	

Źródło: Millennium DM S.A.

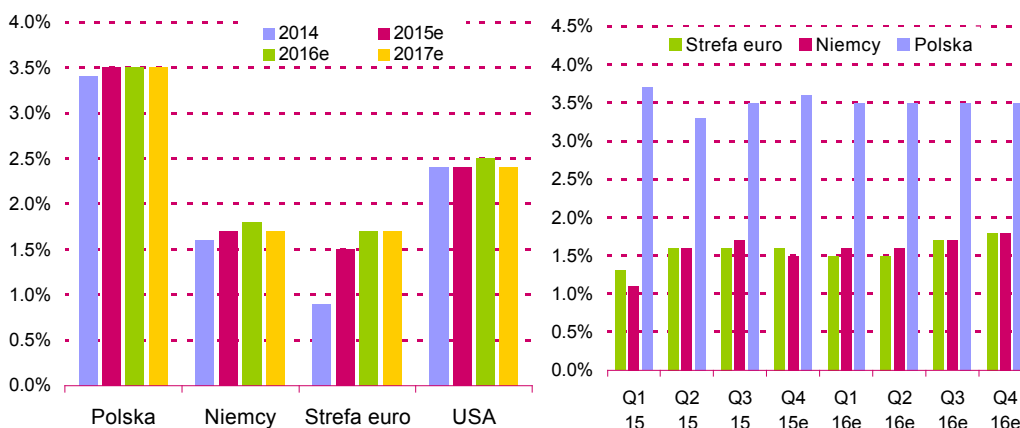
Sytuacja makroekonomiczna

FED coraz mniej łagodny a dane makro się pogarszają

Po zakończeniu programu skupu obligacji przez FED, w grudniu miała miejsce pierwsza od 2006 roku podwyżka stóp procentowych w USA. Naszym zdaniem FED będzie ostrożny przy kolejnych podwyżkach, tak jak wcześniej kilkakrotnie przesuwiał moment rozpoczęcia podwyżek. Potrzebę zacieśniania polityki pieniężnej widać wyraźnie przede wszystkim po stopie bezrobocia (5.0% - najniżej od 2008 roku), gdyż inflacja cały czas jest na niskim poziomie (w grudniu inflacja wyniosła 0.5%). Rosnącym wskaźnikiem wyprzedzającym są jednak godzinowe stawki płac, których dynamika przyspieszyła ostatnio do 2.5%. Oczekiwania rynkowe dotyczące stóp FEDu są wyraźnie niższe niż prognozy samego FEDu (na koniec 2017 r. FED oczekuje stóp na poziomie 2.6%, a rynek wycenia 1.4%). Rynek może jednak nie doszacowywać potencjału we wzroście płac i inflacji po osiągnięciu w gospodarce pełnego zatrudnienia. Warto zauważyć, że istnieje tutaj pewien aspekt psychologiczny: przez wiele lat luźna polityka pieniężna nie wywoływała inflacji i wielu inwestorów może zaniżać wpływ cały czas bardzo luźnej polityki, gdy bezrobocie będzie utrzymywać się poniżej 5.0%. Dodatkowo inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) w USA wynosi 2.0%, a więc trudno już mówić o bardzo niskich poziomach.

W USA widoczne są dość słabe wskaźniki krótkoterminowe np. ISM dla przemysłu spadł do najniższego poziomu od 2009 roku, a wzrost PKB w II połowie roku jest wyraźnie niższy niż na początku 2015 r. Z pewnością widoczny jest wpływ niskiego poziomu kursu EUR/USD oraz spadku inwestycji i produkcji w sektorze związanym z wydobywaniem ropy. Oprócz przyspieszenia konsumpcji nie widać na horyzoncie wyraźnych czynników, które miałyby poprawić koniunkturę w USA. Prognozy dla dynamiki PKB to 2.5% w 2016 i 2017. Prognozy na te same lata są słabsze (o ok 0.5 p.p.) niż rok temu. Uważamy, że wyraźnie wyższe jest ryzyko dla negatywnych niespodzianek z punktu widzenia rynku akcji w gospodarce USA (silne spowolnienie lub w drugą stronę nadmierna inflacja) niż pozytywne zaskoczenia (wyższy wzrost PKB z niską inflacją).

Konsensus prognoz wzrostu PKB (styczeń 2016 r.)

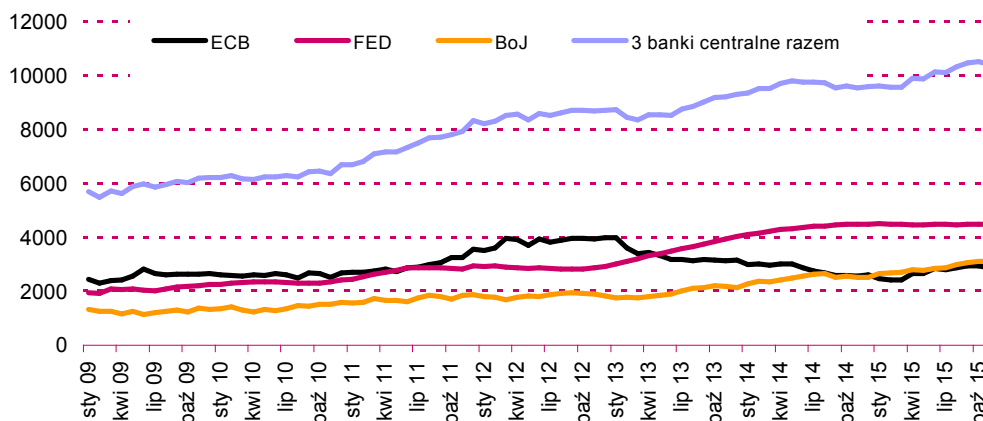


Źródło: Bloomberg

Europa w tyle za USA

EBC pod koniec 2015 r. zawiódł inwestorów nie zwiększając wartości programu skupu obligacji, a jedynie go przedłużając co najmniej do marca 2017 oraz obniżając stopę depozytową do -0.3%. Oznacza to, że w gospodarce europejskiej nie jest źle i powoli wychodzi ona na poziom stabilnego wzrostu. Inwestorom trudno grać w tej sytuacji na dużą ekspansywność banków centralnych. Sytuacja gospodarcza w Europie jest niejako w tyle za USA. Wzrost PKB w ostatnich kwartałach jest wyraźnie wyższy niż sugerowały prognozy sprzed roku. Widać efekty polityki pieniężnej, która jest cały czas skrajnie łagodna, a ostatnie decyzje zmierzały w kierunku dalszego jej łagodzenia (choć mniejszego niż oczekiwano).

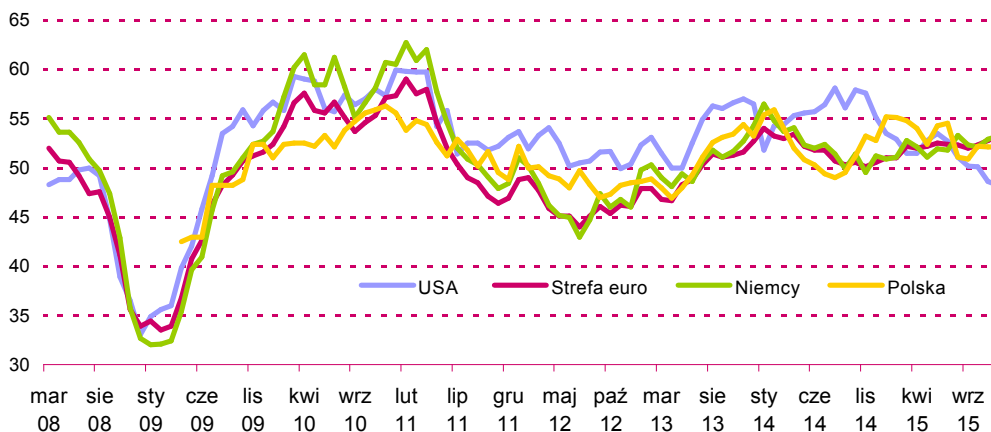
Bilanse głównych banków centralnych (w mld USD)



Źródło: Bloomberg

Równocześnie wartości PMI sugerują, że Europa znajduje się w fazie powolnego ożywienia, które ma szansę na przyspieszenie. Cały czas wysokie bezrobocie - 10.7% (w 2008 dołek był na poziomie 7.2%) sugeruje, że perspektywa bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej jest odległa (2-3 lata). W porównaniu do oczekiwań rynkowych istnieje znacznie większa szansa, że dane spływające z Europy zaskoczą pozytywnie niż negatywnie (konsensus zakłada wzrost w strefie Euro 1.5% w 2015 r. oraz 1.7% w 2016). Wprawdzie patrząc z punktu widzenia samego cyklu koniunkturalnego perspektywy w Europie są lepsze niż w USA, to trzeba pamiętać, że różnice strukturalne w obu gospodarkach pozostają na korzyść USA. Takie czynniki jak lepsza demografia, więcej wolnego rynku, więcej innowacji oraz ropa z łupków, oznaczają, że wzrost potencjalny w USA jest wyraźnie wyższy niż w Europie. Podsumowując uważamy, że USA cały czas będą rozwijać się szybciej niż Europa, jednak szanse na korzystne niespodzianki są większe w Europie.

Wskaźniki PMI i ISM dla przemysłu wybranych krajów



Źródło: Bloomberg

Czynniki ryzyka głównie geopolityczne i monetarne

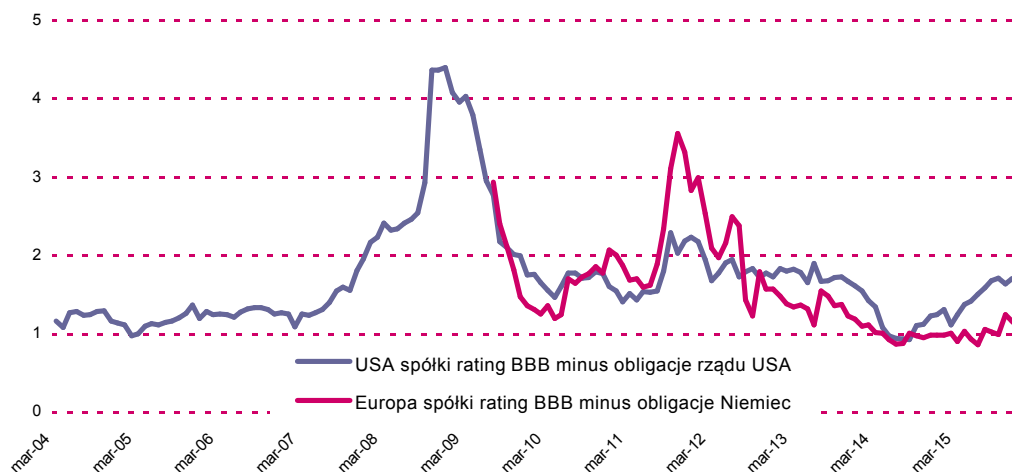
Strukturalna słabość Europy może się dalej pogłębiać w 2016 roku. Kryzys związany z uchodźcami jest tylko symptomem takich negatywnych zjawisk jak znaczący wzrost ryzyk geopolitycznych wokół Europy (Afryka Północna, Bliski Wschód, Ukraina). Równocześnie zwiększa on prawdopodobieństwo kolejnych kryzysów wewnątrz UE. Coraz bardziej do głosu w UE dochodzą partie eurosceptyczne czy wręcz skrajne (Podemos w Hiszpanii, Front Narodowy we Francji). Wielka Brytania straszy wyjściem z UE, a premier Cameron planuje referendum. Ostatnie tendencje w sondażach wskazują na wzrost poparcia wyjścia z UE (aktualne zbliżone poparcie dla obu wariantów) i ta tendencja powinna się utrzymać biorąc pod uwagę silne emocje dotyczące problemu imigrantów (zarówno napływających do całej UE jak i do samej Wielkiej Brytanii np. z Polski).

Zmiana sposobu myślenia z "win-win" sprzed kilku lat w kierunku wzrostu krajowych egoizmów będzie osłabiać UE politycznie w relacjach z USA, Rosją czy krajami Azji. Wpływ na gospodarkę może być nieznaczący, ale np. w wypadku brexitu może mocno wpłynąć na giełdy.

Pierwsza podwyżka stóp FED od 2006 roku oznacza wejście w nową fazę cyklu polityki pieniężnej, co może powodować błędne interpretacje zapowiedzi przyszłych decyzji FEDu. W takiej sytuacji istnieje podwyższone ryzyko odchylenia w obie strony. Możliwe jest znaczące spowolnienie amerykańskiej gospodarki przy braku możliwości dostatecznej reakcji FEDu (zawsze istnieje bezwładność decyzji i trudno sobie wyobrazić szybki powrót do drukowania pieniędzy gdyby koniunktura mocno osłabła). Z drugiej strony dynamika inflacji bazowej według konsensusu ma wzrosnąć z 1.3% w 2015 do 1.6% w b.r. Przy tak niskim bezrobociu i ciągle ujemnych realnych stopach istnieje ryzyko dużo szybszej inflacji. W sumie powyższe scenariusze oznaczają ryzyko niedoszacowania podwyżek stóp lub przeszacowania wzrostu PKB. Warto zauważyć pewną sprzeczność w oczekiwaniach rynkowych. Z jednej strony rynek oczekuje szybszego wzrostu PKB (2.5%) niż prognoza FED (2.3-2.5%), a z drugiej swapy wyceniają stopy na poziomie 0.9% na koniec 2016 r., podczas gdy oczekiwania członków FED są na poziomie 1.4%.

Rosnące ryzyko może wiązać się z rynkiem obligacji. Po wielu latach wysokich cen ropy niektóre kraje (np. Brazylia) mogą nie być przygotowane na nową rzeczywistość. Podobnie jest na rynku obligacji korporacyjnych spółek wydobywczych. Rok 2015 był pierwszym rokiem po załamaniu się cen surowców i spółki były jeszcze odporne. W tym roku rośnie prawdopodobieństwo bardziej spektakularnych upadłości. Faktem jest, że ekstremalnie niska premia za ryzyko na obligacjach korporacyjnych odwróciła się i od roku rośnie.

Spread między rentownościami obligacji spółek a rządowymi



Źródło: Bloomberg

Problemy zadłużeniowe krajów peryferyjnych UE raczej w tym roku nie wrócą, gdyż widać wyraźne tendencje w ograniczaniu deficytów (zarówno budżetowych jak i na rachunkach bieżących) krajów takich jak Grecja czy Hiszpania. Dlatego temat zadłużenia powróci naszym zdaniem dopiero przy kolejnym silniejszym spowolnieniu, gdy deficyty ponownie wzrosną (czyli nie w 2016 r.). Podobnie kryzys ukraiński nie powinien już eskalować, co oczywiście jest korzystne zarówno dla Rosji jak i UE (tutaj możliwe są wręcz pozytywne niespodzianki). Warto podkreślić, że ryzyka te nie zostały rozwiązane, lecz jedynie uśpione i ich rozwiązania przełożono na później. Zadłużenie krajów peryferyjnych UE pozostaje wysokie, a poprawa wskaźników nie byłaby możliwa, gdyby nie tani pieniądz na całym świecie i dość dobra koniunktura w Europie. Przy kolejnym cyklicznym spowolnieniu lub wzroście stóp procentowych - temat powróci. Podobnie jest z kwestią emigrantów czy działaniami Rosji - sprawy, które przycichły, ale nie zniknęły.

Polska ze stabilnym wzrostem

W Polsce po raz kolejny wzrost PKB zbliżony do 3.5%

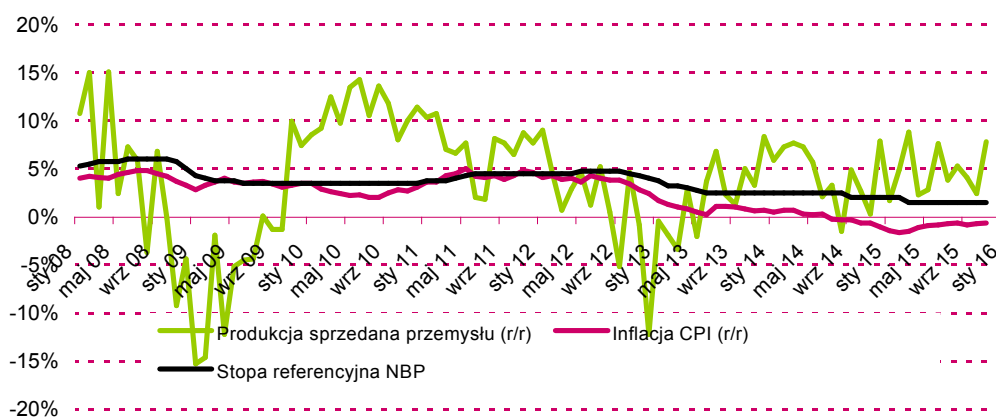
Prognozy dynamiki PKB na rok 2016 są bardzo zbliżone do zeszłorocznego wzrostu (oczekiwane 3.5%) jak i tego z 2014 (3.4%). Przy braku negatywnych szoków konsensus na poziomie 3.5% (przy niewielkim zróżnicowaniu prognoz) jest dla nas najbardziej prawdopodobnym scenariuszem. Deflacja po 20 miesiącach powinna się zakończyć w marcu, a ceny wzrosną o 1.2% w całym roku. Bezrobocie na koniec 2016 roku będzie na najniższym poziomie od 2008 roku i wyniesie 9.2%. Dalsza poprawa na rynku pracy będzie wspierać konsumpcję prywatną. Należy przy tym podkreślić bardzo niski deficyt obrotów bieżących (1.1% PKB), co wskazuje na brak nierównowagi zewnętrznej.

Finanse publiczne są chyba największą zagadką na rok bieżący. Rząd zakłada 3.8% wzrostu PKB oraz inflację na poziomie 1.7%. Wzrost PKB jest optymistyczny, choć realny, natomiast założona inflacja jest zdecydowanie przeszacowana. Oznacza to najprawdopodobniej większy niż planowany deficyt budżetowy. W samym 2016 roku nie powinien on być jeszcze niepokojący (zwiększone wydatki socjalne nie będą przez cały rok), ale za rok może powoli stać się problemem. Dlatego nawet jeśli założyć, że gospodarczy program rządu będzie niebezpieczny dla finansów państwa w dłuższym okresie, to rok 2016 powinien być pod znakiem pozytywnych skutków popytowych. Pewnym ryzykiem dla wzrostu PKB może być natomiast wpływ podatku bankowego na zwiększenie restrykcyjności polityki kredytowej banków komercyjnych. Częściowo będzie to kompensowane łagodną polityką pieniężną gdzie po zmianach w RPP możliwa jest jedna obniżka o 25 pb. Gospodarce powinien pomagać słaby PLN - przy tak łagodnej polityce monetarnej i fiskalnej pozostaje niewiele miejsca na znaczne umocnienie polskiej waluty (oczekujemy wahań w szerokim zakresie 4.3-4.6 EUR/PLN).

Drukowanie w Polsce ?

Biorąc pod uwagę niecodzienną politykę nowego rządu, uważamy za możliwą (choć cały czas mało prawdopodobną) polską wersją luzowania ilościowego. Obserwując niekonwencjonalne podejście do prawa przez rządzącą partię, również polityka monetarna może przestać być konwencjonalna. Celem rządu będzie m.in. pobudzenie gospodarki przez inwestycje oraz popyt konsumpcyjny. Dlatego nie zdziwilibyśmy się, gdyby w przypadku wychodzenia inwestorów zagranicznych, NBP zaczął kupować emitowane przez rząd (w coraz większych ilościach) obligacje. Warto też zauważyć, że samo osłabienie się polskiej waluty (jako jeden ze skutków QE) również da impuls poprawiający polskie PKB poprzez wzrost opłacalności eksportu i pogorszenie warunków dla importu (co również mogłoby być celem). Potencjalna skuteczność impulsu przez QE byłaby większa niż w strefie Euro, gdzie rentowności obligacji były już i tak niskie. W średnim terminie generowałyby to jednak ryzyko przegrzania koniunktury, gdyż aktualnie polska gospodarka nie wymaga łagodzenia polityki pieniężnej. Luzowanie ilościowe prawdopodobnie miałoby pozytywny wpływ na giełdy w średnim terminie, choć efekt końcowy byłby obarczony dużą niewiadomą.

Inflacja CPI i produkcja przemysłowa w Polsce

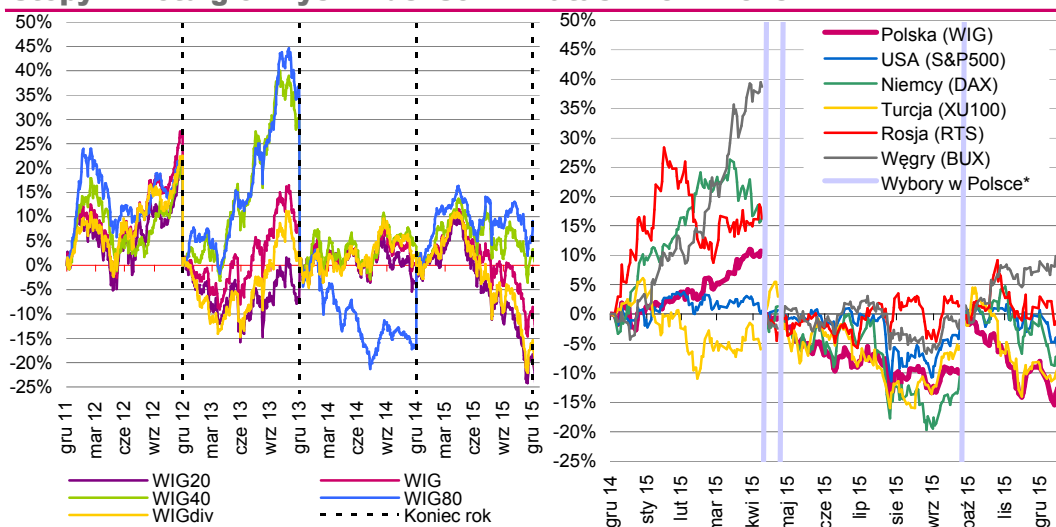


Źródło: Bloomberg, Główny Urząd Statystyczny

Polityka osłabiła rynek akcji

W 2015 roku na polskim rynku akcji mieliśmy do czynienia ze spadkami głównych indeksów. Trzymały się one w tyle stawki w okresach wzrostowych, natomiast były liderami spadków w okresach dekonjunktury. W 2015 roku najlepiej wypadły indeksy spółek małych i średnich (WIG80 i WIG40 odnotowały odpowiednio: +10.9%, +4.6%), natomiast najslabiej wypadł indeks blue chipów (WIG20: -17.0%). Za bardzo słaby wynik indeksu spółek dywidendowych (WIGdiv: -16.8%) odpowiadały spółki górnicze (spadki w wyniku zmian cen surowców), spółki energetyczne (obawy o konieczność partycypacji w ratowaniu kopalń i nierentownych inwestycjach) i banki (podatek bankowy, ustawa frankowa). Za ponad połowę spadków indeksu (-9 pp) odpowiadał wpływ trzech spółek: KGHM (-3.6 pp), PGE (-2.9 pp) i PZU (-2.6 pp).

Stopy zwrotu głównych indeksów w latach 2012-2015



Źródło: Millennium DM, Bloomberg; * - dwie tury wyborów prezydenckich oraz wybory parlamentarne

W okresie minionych 12 miesięcy miały miejsce wybory prezydenckie (maj) oraz parlamentarne (październik). Pierwszy raz po roku 1989 wyborcy zaufali jednej partii do tego stopnia, że zdobyła samodzielną większość władzy ustawodawczej. Pięć miesięcy wcześniej kandydat tej partii został wybrany na urząd Prezydenta RP. Analizując wykresy indeksów giełdowych można dojść do przekonania, że decyzje wyborców nie były zgodne z oczekiwaniami inwestorów. Inwestorzy pamiętali, że destrukcyjne zmiany w systemie emerytalnym, które decydowały o słabości polskiego rynku akcji w 2014 roku, ubiegłoroczny zwycięzca wyborów parlamentarnych oceniał jako zbyt łagodne. Lęk inwestorów przed dokończeniem demontażu OFE wzmagały dodatkowo kosztowne dla finansów publicznych hojne obietnice przedwyborcze (m.in. "500 PLN na dziecko" czy "cofnięcie podwyższenia wieku emerytalnego") oraz zapowiedzi ustaw ("podatek bankowy", "ustawa frankowa") niebezpiecznych dla stabilności systemu bankowego obciążonego ubiegłorocznymi upadłościami w sektorze. Kilka miesięcy prac nowego rządu wskazuje na plan przeprowadzenia głębokich reform w kraju. Biorąc pod uwagę poparcie dla rządzącej partii przez związki zawodowe oraz inne środowiska źle oceniające całokształt przemian dokonanych w Polsce po 1989 roku, inwestorzy obawiają się pogorszenia warunków prowadzenia działalności gospodarczej przez przedsiębiorców oraz zwiększenia interwencjonizmu państwa w gospodarce. Zły kierunek zmian zachodzących w kraju był przyczyną spadku ratingu wyznaczonego Polsce przez agencję ratingową S&P (z A- do BBB+, perspektywa negatywna) w styczniu br. Agencja Fitch utrzymała w tym czasie rating długoterminowego zadłużenia w walutach obcych na poziomie A-, natomiast agencja Moody's nie opublikowała przeglądu ratingu Polski.

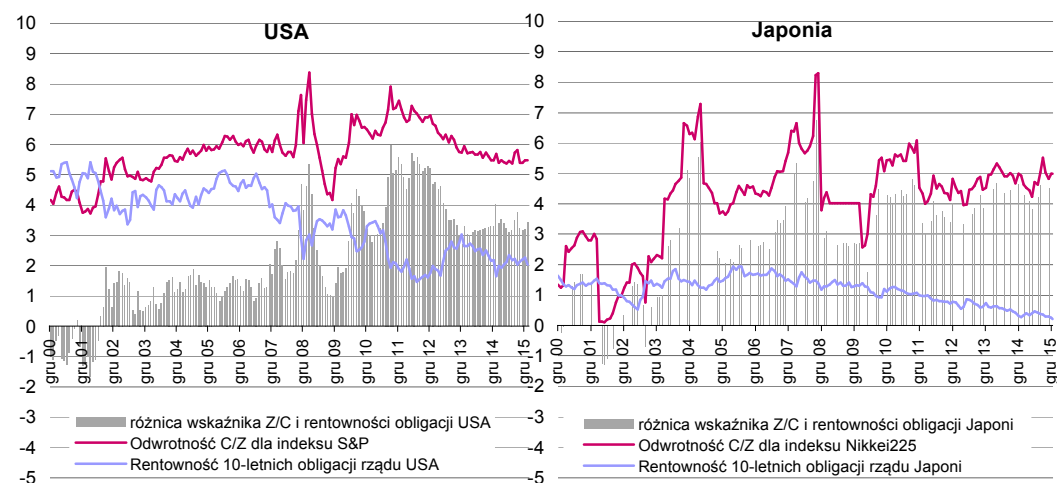
Poza burzliwymi zdarzeniami wewnętrznymi ubiegły rok obfitował także w czynniki zewnętrzne. Istotne były zarówno spodziewana, pierwsza od lat podwyżka stóp procentowych przez amerykański FED, jak i zaskakujący spadek cen ropy naftowej poniżej 30 USD za baryłkę (wynik decyzji USA o

zniesieniu zakazu eksportu krajowej ropy naftowej, zniesienie sankcji zakazujących eksportu ropy przez Iran i spadający popyt ze strony Chin). Do najważniejszych z ubiegłorocznych zdarzeń zaliczyć należy pogorszenie sytuacji na Bliskim Wschodzie (konflikt z ISIS i wojna w Syrii czy konfrontacja Arabii Saudyjskiej z Iranem) skutkujących falą imigrantów szturmujących kraje Unii Europejskiej. Wszystkie te zdarzenia wzbogaciły listę dotychczasowych problemów natury gospodarczej i politycznej (w tym zamrożony "konflikt ukraiński", kryzys zadłużeniowy krajów z południa Europy, ryzyko opuszczenia UE przez któryś z krajów, próby jądrowe reżimu Korei Północnej, zadłużona i słabnąca gospodarka Chin), które będą w różnym stopniu kształtować zachowania inwestorów w bieżącym roku. Biorąc pod uwagę całokształt sytuacji na arenie międzynarodowej i rynku krajowym, trudno jest być optymistą jeśli chodzi o tegoroczne perspektywy dla polskiego rynku akcji.

Koniec spadków rentowności obligacji

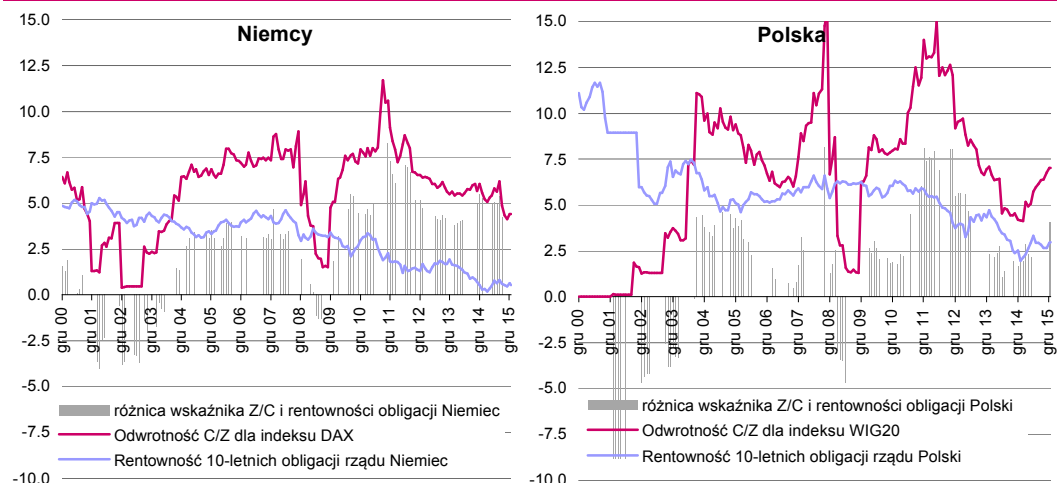
W minionym roku nastąpiła stabilizacja cen (i rentowności) instrumentów dłużnych, co było związane z oczekiwaniem na zakończenie luźnej polityki monetarnej prowadzonej przez różne banki centralne. Amerykański FED zdecydował się w grudniu ub.r. na pierwszą od lat podwyżkę stóp procentowych. Rentowność 10-letnich obligacji na koniec ub.r. wyniosła niespełna 2.27% dla USA (vs. 2.17% przed rokiem), ok. 0.26% w przypadku Japonii (vs. 0.32% przed rokiem) oraz 0.63% dla Niemiec (vs 0.54% przed rokiem). Odwrotność wskaźnika C/Z oraz stopa dywidend dla głównych indeksów giełdowych nadal przewyższają rentowność obligacji w wymienionych krajach, co sugeruje atrakcyjność akcji w porównaniu z papierami dłużnymi.

Atrakcyjność akcji względem obligacji w USA i Japonii



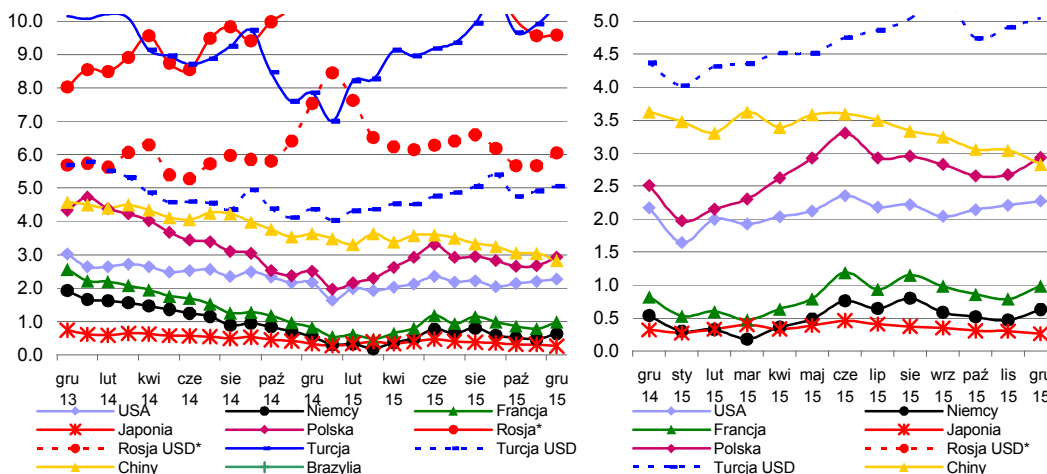
Źródło: Bloomberg

Atrakcyjność akcji względem obligacji w Niemczech i w Polsce



Źródło: Bloomberg

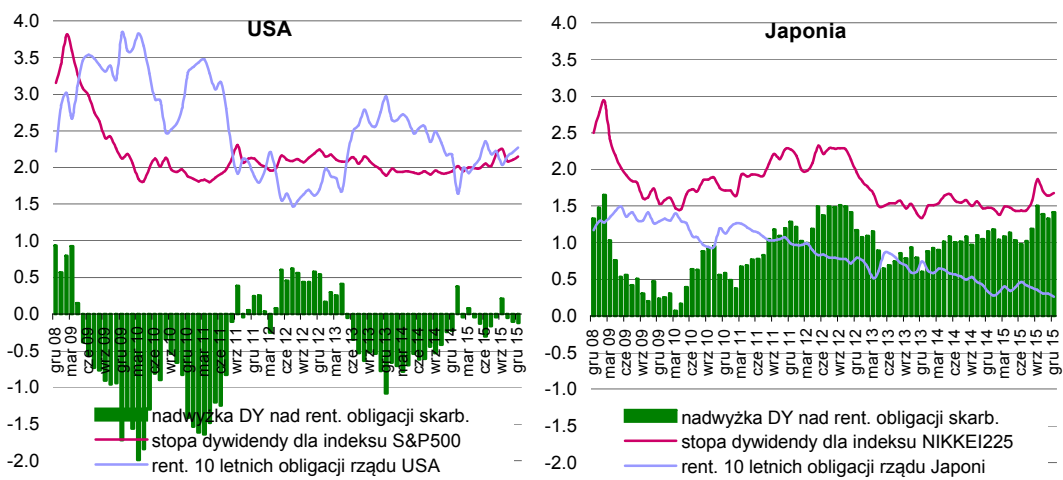
Rentowność obligacji skarbowych w 2015 roku



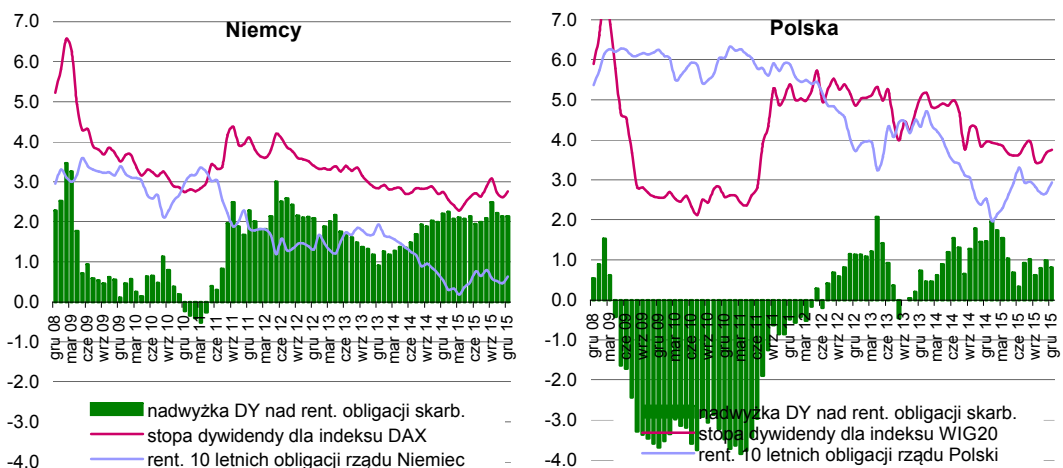
Źródło: Bloomberg wg danych na 31/12/2015; * - rentowność obligacji 15 letnich, dla pozostałych krajów 10 letnich

W Polsce rentowność 10-letnich obligacji skarbowych odnotowała wzrost w minionym roku z 2.5% do 2.9% (czasowo przekraczając poziom 3.3%). W styczniu br. rentowność ponownie zaczęła rosnąć i aktualnie przekracza poziom 3%. Stopa dywidendy dla indeksu WIG20 w minionym roku ponownie nieznacznie spadła do 3.74% (wobec 3.97% na koniec 2014r. oraz 5.07% na koniec 2013r.), ale wciąż przekracza poziom rentowności obligacji.

Stopa dywidendy vs. rentowność obligacji w USA i w Japonii



Stopa dywidendy vs. rentowność obligacji w Niemczech i w Polsce

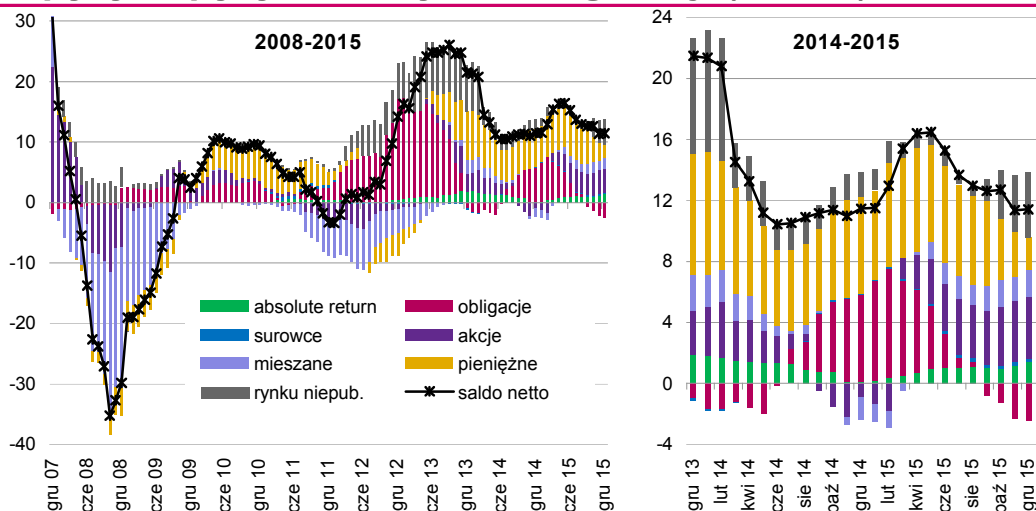


Źródło: Bloomberg

Odwrót od obligacji

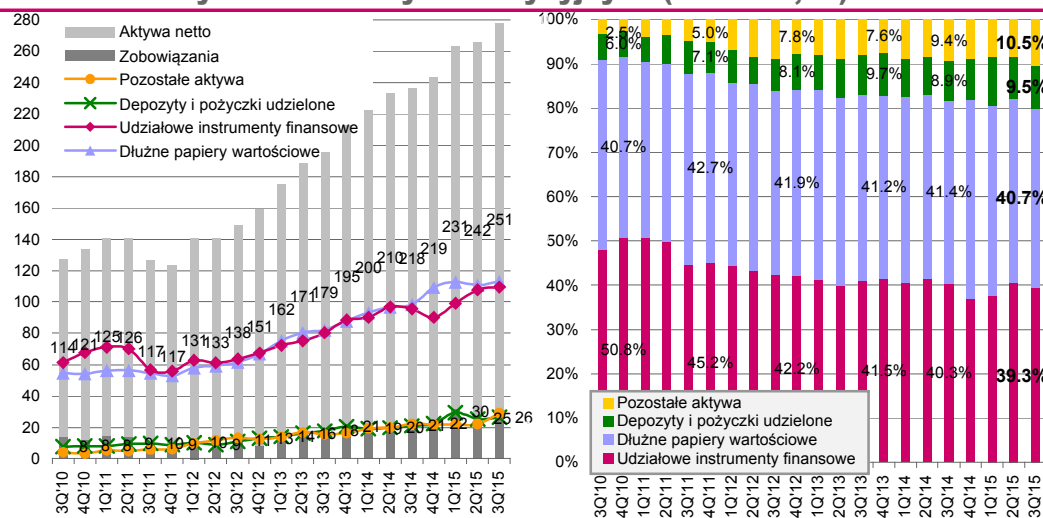
Rok 2015 dla instrumentów dłużnych nie był tak udany jak poprzednie lata i zgodnie z naszą ubiegłoroczną teorią nastąpił odwrót od tego rodzaju funduszy na rzecz funduszy akcyjnych. Zaobserwowany przepływ środków nie był dość silny, by zamortyzować wpływ czynników negatywnych i zapobiec spadkom indeksów giełdowych. Obecnie spodziewamy się dalszego przepływu kapitału w kierunku aktywów oferujących stopy zwrotu atrakcyjniejsze niż fundusze obligacyjne i pieniężne.

Napływy i odpływy z funduszy inwest. wg rodzaju (mld PLN)*



Źródło: Millennium DM, www.izfa.pl; * - za 12 kolejnych m-cy

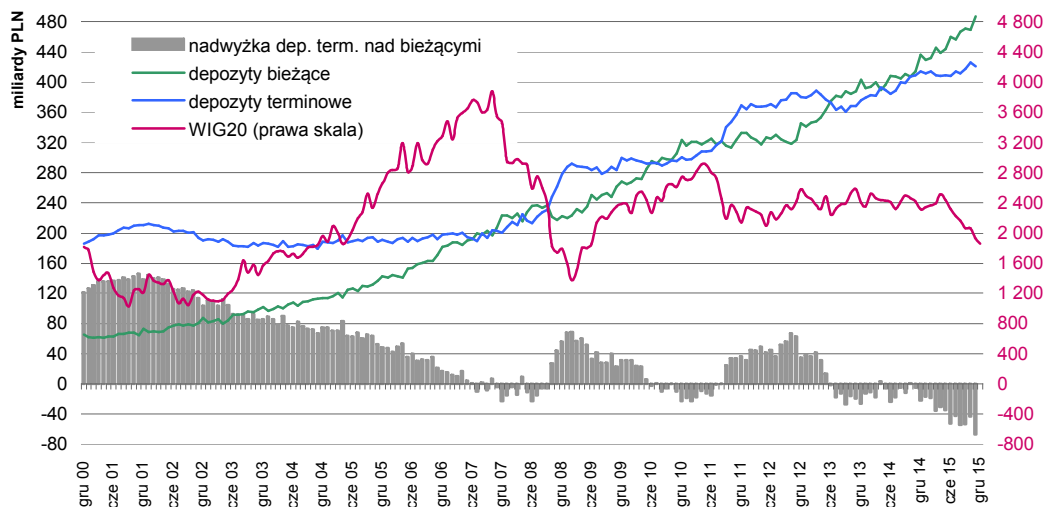
Struktura aktywów funduszy inwestycyjnych (mld PLN, %)



Źródło: NBP, Millennium DM

Aktywa netto funduszy inwestycyjnych wyniosły na koniec III kwartału ub.r. 251 mld PLN, co oznacza wzrost blisko 15% względem stanu na koniec 2014r. Zaangażowanie funduszy w instrumenty dłużne w tym okresie nieznacznie spadło (40.7% na koniec 30.09.2015r wobec 44.9% na 31.12.2014r), natomiast udział instrumentów udziałowych w portfelu wyniósł 39.3% wobec 37% na koniec 2014r.

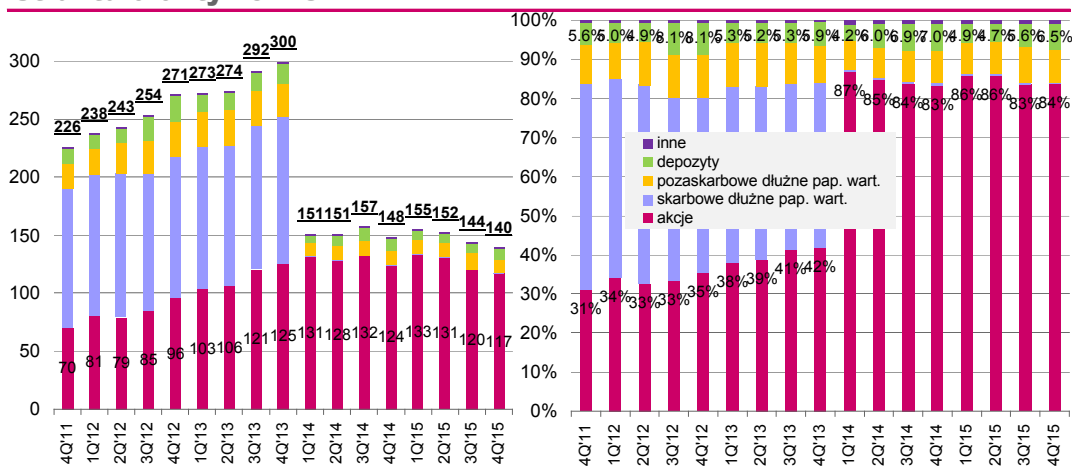
Depozyty przedsiębiorstw, gospodarstw domowych* (mld PLN) i WIG20



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

Wartość depozytów zgromadzonych przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe na koniec listopada ub.r. przekraczała 900 mld PLN (wobec 823 mld PLN przed rokiem). W tym czasie wartość depozytów terminowych (420 mld PLN) była niższa od stanu gotówki zgromadzonej na rachunkach bieżących (487 mld PLN). Prawdopodobna obniżka stóp procentowych przez RPP odzwierciedlona w niższym oprocentowaniu lokat może przyczynić się do dalszego przepływu kapitału do bardziej rentownych form oszczędzania.

Struktura aktywów OFE



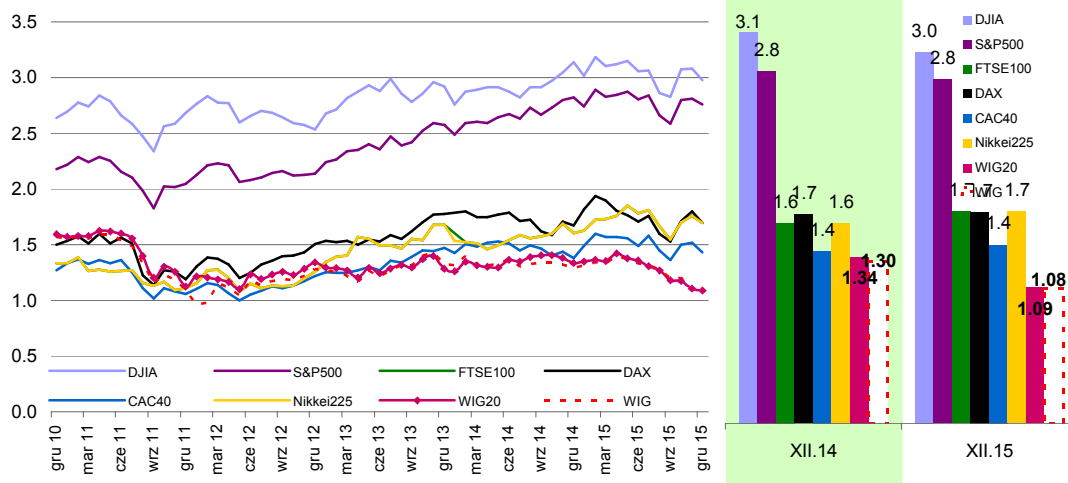
Źródło: Millennium DM, KNF

W lutym 2014r. OFE zostały zmuszone do przekazania do ZUS ok. połowy środków poprzez wydanie skarbowych papierów dłużnych. Efektem przeprowadzonej nowelizacji była zmiana struktury aktywów zgromadzonych w OFE oraz narażenie ich portfeli na wyższe ryzyko wahań koniunkturalnych. W efekcie miniony rok, niekorzystny dla rynku akcji zakończył się spadkami wartości aktywów OFE (140 mld PLN wobec 148 mld PLN na koniec 2014r). Słabszy wynik OFE może wpłynąć na decyzje odkładających na emeryturę (zwłaszcza 2.5 mln członków funduszy emerytalnych), którzy od kwietnia do końca lipca br. będą mogli skorzystać z pierwszego okienka transferowego umożliwiającego przeniesienie części swoich oszczędności pomiędzy OFE i ZUS. Liczymy, że destrukcyjne zmiany w systemie OFE przeprowadzone w 2014 roku nie będą kontynuowane przez obecny rząd w 2016 roku, choć nie można ich wykluczyć w kolejnych latach kadencji obecnego parlamentu.

Polskie akcje pozostały tanie

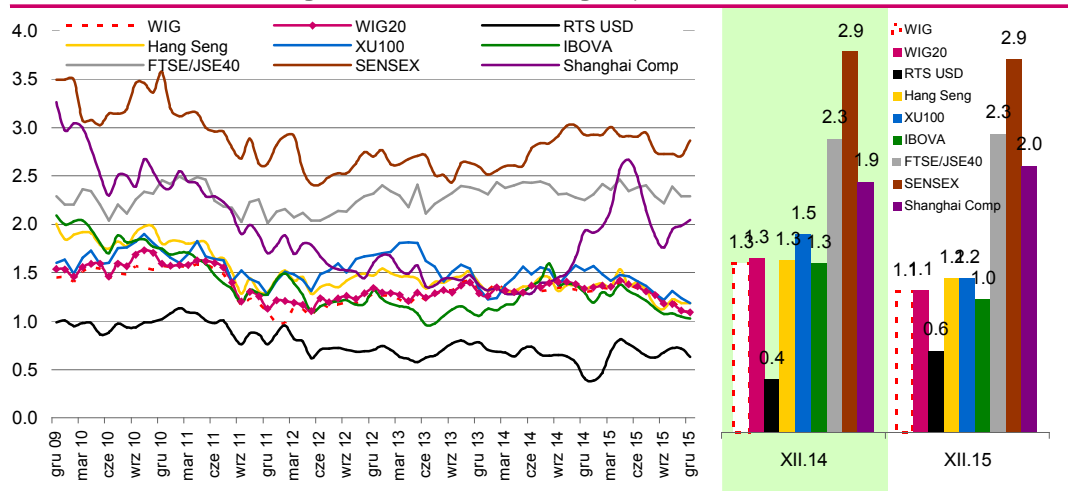
Ubiegły rok był nieudany dla rynków akcji, szczególnie polskiego. Polskie akcje wyceniane są niżej niż przed rokiem, jednak w perspektywie 12 miesięcy możliwe jest ich dalsze przewartościowanie. Biorąc pod uwagę wskaźnik C/WK (cena do wartości księgowej) polskie akcje wciąż należą do najtańszych zarówno wśród rynków dojrzałych, jak i rynków wschodzących (obawiamy się że ta sytuacja szybko się nie zmieni).

Wskaźnik C/WK na wybranych rynkach dojrzałych, 31/12/2015



Źródło: Bloomberg wg danych na 31/12/2015

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



Źródło: Bloomberg wg danych na 31/12/2015

Wśród rynków wschodzących zdrożały, uprzednio mocno przecenione (pod względem wskaźnika C/WK), akcje na rynku rosyjskim (pomimo trudnej sytuacji gospodarczej kraju). Polskie akcje wpisały się w trend spadkowy jaki dotknął rynek akcji w Turcji (borykającej się z problemem uchodźców, zamachów terrorystycznych i zaangażowaniem w wojny w krajach sąsiednich - Iraku i Syrii) oraz w Brazylii (spadek PKB, kilkunastoprocentowa inflacja, wysoki deficyt budżetowy, zniechęcające wskaźniki wyprzedzające).

Podsumowanie

Ubiegłoroczny kryzys migracyjnym w Europie potwierdził niemoc UE przy wypracowaniu jednolitego stanowiska i elastycznej reakcji na pojawiające się problemy. Kryzys zadłużeniowy krajów południa Europy czy groźba opuszczenia UE przez Wielką Brytanię wciąż pozostają czynnikami negatywnie wpływającymi na nastroje inwestorów. W grudniu ub.r. amerykański FED zdecydował się na

pierwsza od lat podwyżkę stóp procentowych symbolicznie rozpoczynając proces zacieśnianie polityki pieniężnej. W przypadku Europy nadal trudno mówić o wyraźnej i trwałej poprawie sytuacji makroekonomicznej, natomiast coraz większe znaczenie mają czynniki geopolityczne, które teraz podobnie jak i przed rokiem uznawaliśmy za największe zagrożenie dla pozytywnego scenariusza dla rynku akcji. Ubiegłoroczna zmiana w sytuacji politycznej Polski i jej konsekwencje to także kluczowe determinanty słabego zachowania indeksów giełdowych na rynku krajowym. Wśród głównych czynników przemawiających za wzrostami na rynkach akcji wymienić natomiast można:

- ❑ niska atrakcyjność innych sposobów inwestowania
- ❑ prawdopodobieństwo obniżki rekordowo niskich stóp procentowych w Polsce przez RPP w nowym składzie
- ❑ wysoka płynność (niskie stopy i możliwe rozpoczęcie operacji ilościowego luzowania polityki pieniężnej w strefie euro)
- ❑ wysokie stany depozytów terminowych w sektorze niefinansowym (na rachunkach bieżących i w depozytach terminowych zgromadzono ponad 900 mld PLN)
- ❑ przepływ środków z funduszy obligacyjnych i pieniężnych
- ❑ polskie akcje pozostały tanie: dla WIG20 wskaźnik C/Z wynosi 14.2, C/WK 1.09, a DY 3.74% wobec 2.93% rentowności obligacji skarbowych (wskaźniki dla WIG odpowiednio: C/Z = 16.5, C/WK = 1.08, DY = 3.20%)
- ❑ spadek cen surowców (spadek cen ropy poniżej 30 USD/baryłka) oznaczający niższe koszty i szanse na poprawę wyników
- ❑ spadek wartości złotego szansą dla eksporterów
- ❑ możliwy korzystny wpływ na konsumpcję programu 500 PLN na dziecko oraz podwyższenie kwoty wolnej od podatku od przyszłego roku
- ❑ niewykluczona próba luzowania monetarnego w Polsce

Podsumowując, nie spodziewamy się dobrego wyniku indeksów giełdowych, jednak rok bieżący **może okazać się dobrym okresem do kupowania przecenionych walorów**. Ponadto trudno wskazać klasę aktywów inwestycyjnych stanowiących bezpieczniejszą przystań niż dobrze wyselekcjonowane akcje (niska rentowność obligacji skarbowych czy oprocentowania depozytów). Zakończenie procesu stymulowania amerykańskiej gospodarki ultra luźną polityką monetarną stanowi szansę dla gospodarek europejskich. Utrzymujące się niskie stopy procentowe, jeszcze tańsze niż przed rokiem surowce powinny ułatwić europejskim przedsiębiorstwom konkurowanie na rynkach światowych, przyczyniając się do odbudowy rodzimych gospodarek. Mając na uwadze ryzyka geopolityczne oraz zmienne warunki makroekonomiczne ponownie podtrzymujemy zalecenie selekcji solidnych spółek dywidendowych, w tym małych i średnich.

Sugerowane nastawienie do rynków

Klasy aktywów - Nastawienie na 2016 r.

Kategoria	Nastawienie	Komentarz
Akcje		Rok 2016 na rynku akcji zapowiada się mniej optymistycznie niż wyglądało to w przypadku roku ubiegłego, choć i ten okazał się dość niespokojny. Przybierające na znaczeniu ryzyko polityczne oraz dywergencja w polityce monetarnej, to główne czynniki, które będą kształtować zachowanie giełd w 2016 roku. Wciąż naszym głównym typem pozostaje strefa euro oraz Japonia, słabiej powinien zachowywać się rynek w USA. W odwrocie cały czas pozostaną rynki wschodzące, choć niewykluczone jest chwilowe odbicie notowań w ślad za możliwym odreagowaniem ubiegłorocznych spadków na rynkach surowców. Giełda w Warszawie najgorsze wydaje się już mieć za sobą, choć tu także pierwsze skrzypce będzie odgrywało ryzyko polityczne. Generalnie spodziewamy się raczej niskich stóp zwrotu w perspektywie całego roku, a częstym gościem na giełdach powinna być podwyższona zmienność.
Rynki rozwinięte		
Europa	+	Giełdy krajów Europy Zachodniej mają za sobą całkiem udany rok, szczególnie jeśli porównamy je do innych rynków rozwiniętych. Wyjątek stanowi giełda w Londynie, gdzie obawy o rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp procentowych przez Bank Anglii skutecznie odstraszyły inwestorów giełdowych. Podobnie powinien wyglądać scenariusz na rok 2016. Gotowość władz EBC na dalsze wspieranie wzrostu gospodarczego, słabsze euro wspierające konkurencyjność eksportu, a co za tym idzie zyski przedsiębiorstw, to główne czynniki przemawiające za wyborem aktywów właśnie z tej części Europy. Akcje państw strefy euro pozostają więc naszym głównym typem także na rok 2016.
USA	=	O ile jeszcze w pierwszej połowie 2015 rynek amerykański był oazą spokoju i oscylował w okolicach historycznych maksimów, to już druga połowa była zdecydowanie gorsza, co objawiło w postaci silnych wahań głównych indeksów. Na takie zachowanie wpływ miała zbliżająca się pierwsza od prawie 10 lat podwyżka stóp procentowych przez FED, która ostatecznie miała miejsce po grudniowym posiedzeniu. Zapowiedziane przez władze kolejne ruchy w 2016 r. nie są dobrym prognostykiem dla rynku akcji w USA. Silne umocnienie dolara w ubiegłym roku może być kontynuowane także w kolejnych 12 miesiącach, co przełoży się na spadek konkurencyjności amerykańskiego eksportu. Pomimo zdrowych fundamentów gospodarki USA, uważamy, że rok 2016 powinien być znacznie trudniejszy niż 2015, a notowania głównych indeksów będą podlegać jeszcze większym wahanom, by w najlepszym scenariuszu osiągnąć kilkuprocentową stopę zwrotu w skali całego roku.
Japonia	+	Rynek akcji w Japonii, podobnie jak to miało miejsce w przypadku krajów Europy Zachodniej, ma za sobą bardzo udany rok, i to pomimo nienajlepszych danych makroekonomicznych z samej gospodarki. Głównym czynnikiem wspierającym rynek akcji w 2016 r. cały czas pozostaje pro wzrostowy mix polityki monetarnej Banku Japonii i fiskalnej rządu premiera Abe oraz stabilnie rosnące zyski tamtejszych przedsiębiorstw. Największe zagrożenie to przede wszystkim trwałe spowolnienie gospodarcze Chin oraz w mniejszym stopniu wypadające w połowie roku wybory do Izby Wyższej. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki uważamy, że wciąż jest większa szansa na kontynuację wzrostów z ubiegłych lat, choć pewnie ich tempo lekko wyhamuje, co nie zmienia faktu, że Japonia powinna utrzymać miano jednego z liderów wzrostów także w 2016 r.

Rynki wschodzące		
Europa Środ-Wsch	-	Rok 2015 nie zapisze się jako udany na rynkach krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Większość przedstawicieli regionu osiągnęła ujemne stopy zwrotu, które niekiedy sięgały liczb dwucyfrowych (Grecja, Polska, Turcja). Z drugiej strony mamy takie państwa jak Węgry czy Rosja, gdzie indeksy giełdowe urosły o odpowiednio 40% i 20%, głównie za sprawą odreagowania wcześniejszych, jeszcze silniejszych spadków. Niestety perspektywy na 2016 rok wciąż pozostają pesymistyczne, głównie za sprawą silnego ryzyka politycznego w poszczególnych krajach (Polska, Turcja) oraz spadających mocno cen surowców (Rosja). Choć nie wykluczamy przejściowego odbicia notowań, to w perspektywie całego roku prezentujemy negatywne nastawienie do tego regionu.
Azja	=	Region Azji Środkowo-Wschodniej stał się w 2015 r., głównie za sprawą największego jego przedstawiciela Chin, punktem zapalnym. To właśnie obawy o utrzymanie tempa wzrostu gospodarczego w Państwie Środka w kolejnych latach spowodowały silną przecenę w sierpniu i wrześniu, a kwestia ta pozostanie zapewne otwarta także w kolejnym roku. Naszym zdaniem największy szok jest już za nami, jednak wciąż można spodziewać się kolejnych negatywnych niespodzianek w najbliższym czasie, jednocześnie nie widać też większych przesłanek do euforycznych wzrostów z początku roku ubiegłego. Uważamy, że zdecydowanie lepiej powinny zachowywać się takie rynki jak Indie, Filipiny czy Indonezja, gdzie środowisko niskich cen surowców naturalnych oraz wewnętrzne reformy powinny wspierać notowania spółek na tamtejszych giełdach.
Ameryka Łacińska	-	Region Ameryki Południowej i Środkowej to chyba największy przegrany całego 2015 roku. Co więcej, nie widać też większych szans na zmianę tej sytuacji. Głównym sprawcą słabości całego regionu pozostaje Brazylia z coraz bardziej napiętą sytuacją polityczną, która w ostatnich dniach ubiegłego roku jeszcze bardziej przybrała na sile. Rozpoczęta w grudniu procedura impeachmentu prezydent Dilma Rousseff, rezygnacja ministra finansów oraz mocno rozczarowujące dane o PKB (-4.5% r/r w III kw. 2015) sprawiają, że także rok 2016 nie będzie raczej udany. Szczególnie jeśli dołożymy do tego spadające ceny surowców oraz rozpoczęty cykl podwyżek stóp procentowych w USA. Lepsze nastroje powinny zapanować w Argentynie czy Wenezueli, gdzie w grudniu w obu przypadkach dokonała się znacząca zmiana warty w tamtejszych władzach.

Kategoria	Nastawienie	Komentarz
Surowce		
Metale szlachetne	=	Metale szlachetne po dość ciężkim roku mają przed sobą, jak się wydaje, jeszcze słabsze perspektywy. Główną przesłanką takiego stwierdzenia są duże oczekiwania do kolejnych podwyżek stóp procentowych w USA, co przełoży się z kolei na dalsze umocnienie dolara amerykańskiego. Dodatkowym czynnikiem jest wciąż niski popyt ze strony producentów biżuterii oraz banków centralnych. Jedynym pocieszeniem pozostaje sama cena kruszcu, która w wielu przypadkach oscyluje już w okolicach kosztów jego wydobycia. Jednak jak pokazały ostatnie miesiące, cena zawsze może być niższa. Dlatego nasze nastawienie jest neutralne do tej klasy aktywów.
Surowce mineralne	-	Chyba mało kto spodziewał się tak silnej przeceny surowców mineralnych w 2015 r. Spadki cen o 25-35% w przypadku miedzi czy ropy naftowej to skutek obniżenia popytu na te produkty ze strony Chin, które należą do ich największych importerów. Obawy o utrzymanie tempa wzrostu gospodarczego będą główną niewiadomą także w kolejnym roku, co nie wróży silniejszego odbicia cen. Zwiększanie produkcji ropy przez państwa OPEC, rozpoczęcie eksportu ropy amerykańskiej, a także przez takie kraje jak Iran czy Libia przemawiają za dalszymi spadkami cen „czarnego złota” w kierunku 30 USD za baryłkę. Jednocześnie nie wykluczamy, że po tak silnej przecenie, w drugiej połowie roku nastąpi nieznaczne odbicie cen, jednak nie zmienia ono naszego negatywnego nastawienia na cały 2016 rok.
Surowce rolne	+	Surowce rolne mają dużą szansę aby stać się jedyną zyskowną lokatą w tej klasie aktywów. Pomimo dość sporych spadków cen w całym 2015 r., w ostatnim czasie pojawia się coraz więcej informacji, mówiących o pogarszających się warunkach pogodowych w głównych regionach upraw (Rosja, Ukraina, Brazylia), a tegoroczny sezon El Nino tylko podgrzewa atmosferę niepewności. Wszystko to sprawia, iż w nadchodzących miesiącach można spodziewać się odbicia notowań większości produktów rolnych, szczególnie że pojawią się także pierwsze prognozy mówiące o możliwości silniejszego wzrostu popytu, szczególnie ze strony coraz bardziej bogacącego się społeczeństwa krajów wschodzących. Zalecamy więc ulokowanie przynajmniej części kapitału właśnie w produktach rolnych.

Źródło: Analizy własne Millennium DM S.A.

Rekomendacje Millennium DM opublikowane w 2015 roku

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa
AB	kupuj	20 sty 15	32.0	42.0
ABC Data	neutralnie	20 sty 15	3.5	3.8
Alior Bank	akumuluj	20 sty 15	78.0	93.1
Amica	kupuj	20 sty 15	100.0	132.0
Apator	neutralnie	20 sty 15	35.7	38.0
Apisens	neutralnie	20 sty 15	11.9	12.5
Bank Handlowy	akumuluj	20 sty 15	102.7	114.9
Benefit	akumuluj	20 sty 15	311.0	363.0
BZ WBK	neutralnie	20 sty 15	350.0	364.4
CCC	neutralnie	20 sty 15	142.7	138.0
Dom Development	akumuluj	20 sty 15	44.5	52.3
Duda	neutralnie	20 sty 15	7.2	7.3
Echo Investment	akumuluj	20 sty 15	6.4	7.7
Ferro	kupuj	20 sty 15	9.1	13.0
Impel	kupuj	20 sty 15	29.7	35.8
LPP	redukuj	20 sty 15	7400.0	6350.0
mBank	kupuj	20 sty 15	464.0	546.7
Relpol	kupuj	20 sty 15	6.0	7.3
Robyg	kupuj	20 sty 15	2.2	2.7
Zetkama	akumuluj	20 sty 15	64.9	75.5
ZPUE	akumuluj	20 sty 15	421.0	493.0
Elemental Holding	kupuj	20 sty 15	3.5	4.2
Redan	akumuluj	26 lut 15	4.0	4.5
LPP	redukuj	5 mar 15	7050.0	6105.0
CCC	neutralnie	5 mar 15	186.0	171.9
Lentex	kupuj	11 mar 15	8.3	13.3
PKO BP	Kupuj	17 mar 15	34.8	40.0
AB	Kupuj	26 maj 15	43.0	51.6
ABC Data	Akumuluj	26 maj 15	3.8	4.4
Action	Neutralnie	26 maj 15	39.5	42.8
Kopex	Akumuluj	26 maj 15	9.3	10.4
Famur	Neutralnie	26 maj 15	3.0	2.8
Alior Bank	Akumuluj	27 maj 15	94.0	102.5
PKO BP	Akumuluj	27 maj 15	33.1	37.3
Bank Handlowy	Akumuluj	27 maj 15	108.7	117.0
mBank	Kupuj	27 maj 15	447.9	502.2
BZ WBK	Kupuj	27 maj 15	339.0	419.8
Getin Noble Bank	Neutralnie	27 maj 15	1.6	1.8
ING	Neutralnie	27 maj 15	138.6	143.6
Pekao	Neutralnie	27 maj 15	185.4	183.7
PZU	Akumuluj	27 maj 15	457.0	528.5
MCI Management	Kupuj	17 sie 15	13.0	19.0
Vistula	Kupuj	1 paź 15	2.9	3.6
AB	Kupuj	23 lis 15	32.7	44.1
ABC Data	Neutralnie	23 lis 15	3.4	3.5
Action	Akumuluj	23 lis 15	27.5	31.8

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, budownictwo
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	
Jarosław Oldakowski +22 598 26 11 jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl	
Marek Pszczółkowski +22 598 26 60 marek.pszczolkowski@millenniumdm.pl	
Marcin Czerwonka +22 598 26 70 marcin.czerwonka@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, Eurotel, Dekpol, GKS Katowice, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, oraz KGHM, PZU, GKS Katowice, Eurotel, Dekpol. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję współoferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółki: Lokum Deweloper, 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 S.A., Getin Holding S.A. oraz Idea Bank S.A. w zakresie bankowości inwestycyjnej. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Domu 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 sprawdzą 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 dotyczą analizy. 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 2015 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	2	50%
Akumuluj	1	25%
Neutralnie	1	25%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A.

świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

		% udział
Kupuj	0	0%
Akumuluj	1	50%
Neutralnie	1	50%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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