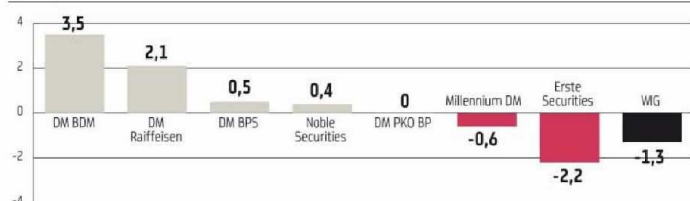


# Eksperci od fundamentów górą na wymagającym rynku

**Giełda** > W listopadzie „fundamentalści” byli górą w rywalizacji z rynkiem. Zaledwie jeden z siedmiu portfeli zanotował wynik słabszy od wskaźnika WIG.

WYNIKI PORTFELI FUNDAMENTALNYCH ZA LISTOPAD (PROC.)



Źródło: obliczenia własne

## Jacek Mysior

jacek.mysior@parkiet.com

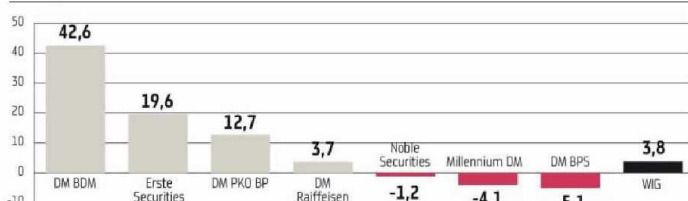
Listopad na warszawskim parkiecie przebiegał pod znakiem niewielkich wahań indeksów z lekką tendencją spadkową. Mimo niezbyt sprzyjającej koniunktury większość brokerów poprawiła swój stan posiadania, zostawiając w

tylu zarówno szeroki rynek, jak i analityków technicznych. Dodatkowych emocji dostarczyły inwestorom raporty kwartalne spółek. Nie zabrakło bowiem niespodzianek, które zatrzęsły notowaniami niejednej spółki.

Uśredniony listopadowy wynik siedmiu portfeli fundamentalnych utrzymał się na 0,5-proc. plusie. To rezultat lepszy od wyniku osiągniętego

przez specjalistów od analizy wykresów. Wartość stworzonego przez nich portfela (podsumowaliśmy go we wtorkowym wydaniu „Parkietu”) stopniała w ubiegłym miesiącu o 0,9 proc. Eksperci od fundamentów zwycięsko wyszli także z rywalizacji z rynkiem – WIG w listopadzie stracił 1,3 proc. Co ważne, wyniki aż sześciu listopadowych portfe-

WYNIKI PORTFELI FUNDAMENTALNYCH PO 11 MIESIĄCACH (PROC.)



li fundamentalnych wypadły lepiej od wskaźnika szerokiego rynku, z czego dodatnią stopę zwrotu wypracowało aż pięć zespołów analitycznych.

### Czołówka bez zmian

W zakończonym miesiącu najbardziej zyskowny okazał się portfel stworzony przez analityków DM BDM. W cią-

gu miesiąca zwiększyli stan posiadania o 3,5 proc., wyprzedzając analityków Raiffeisena i DM BPS, którym udało się wypracować odpowiednio 2,2- i 0,5-proc. stopę zwrotu. Po 11 miesiącach zmagania, dzięki najlepszym wynikowi w zakończonym miesiącu, na prowadzeniu uchronili się analitycy DM BDM. Ich portfel, mimo zawirowań na naszym

rynku akcji, jest już o 42,6 proc. grubszy niż na początku rywalizacji. Nie zmienił się też wice-lider, którym pozostaje Erste Securities. Broker powiększył dystans do lidera i praktycznie nie ma szans, jeśli chodzi o walkę o pierwszą pozycję (za miesiąc opublikujemy wyniki za 2014 r.). Od początku roku portfel Erste może się pochwalić dodatnią stopą zwrotu na

## SIEDEM PORTFELI FUNDAMENTALNYCH NA GRUDZIEŃ

### DM BDM

SPÓŁKA	KURS 31.10.2014	KURS 30.11.2014	STOPA ZWROTU (PROC.)	STOP LOSS NA GRUDZIEŃ
AGORA	8,04	8,19	1,9	
INSTAL KRAKÓW	15,87	16,59	4,5	
PATENTUS	1,31	1,27	-3,1	
STALPRODUKT	275,00	363,00	32,0	
SUNARY	11,60	11,65	0,4	
VOXEL	11,00	9,40	-14,5	
WYNIK PORTFELA			3,5	

#### Z PORTFELA WYPADAJĄ

- **Stalprodukt** | Realizacja zysków.

#### DO PORTFELA WCHODZĄ

- **Rawplug** | Po ostatnich spadkach kapitalizacja spółki wróciła do poziomu z I połowy 2013 r. przy wyraźnej poprawie oczyszczonych wyników i perspektyw spółki na 2015 r. (duża dźwignia operacyjna).

### DM BPS

SPÓŁKA	KURS 31.10.2014	KURS 30.11.2014	STOPA ZWROTU (PROC.)	STOP LOSS NA GRUDZIEŃ
BYTOM	1,41	1,23	-12,8	
CCC	129,20	145,50	12,6	
ELEKTROBUDOWA	77,74	78,02	0,4	
FERRO	9,92	9,85	-0,7	
HERKULES	2,61	2,94	12,6	
MAGELLAN	78,12	68,99	-11,7	
MW TRADE	18,10	17,79	-1,7	
PRIME CAR				
MANAGEMENT	50,85	53,90	6,0	
STOMIL SANOK	46,55	47,28	1,6	
TRAKCJA	1,11	1,09	-1,8	
WYNIK PORTFELA			0,5	

#### Z PORTFELA WYPADAJĄ

- **Bytom** | Dobre fundamenty, ale ich wpływ na notowania spółki jest ograniczony.
- **CCC, Herkules, PCM** | Realizacja zysków.
- **Elektrobudowa** | Neutralny wpływ na portfel.
- **Magellan, MW Trade** | Negatywny wpływ na wartość portfela.

#### DO PORTFELA WCHODZĄ

- **Ergis** | Korzystna wycena wskaźnikowa.
- **Kerdos (d. Hygienika)** | Sprzedaż zakładu, obniżka zadłużenia i dodatkowa gotówka.
- **Polnord** | Poprawa wyników, redukcja zadłużenia.
- **Radpol** | Wykorzystujemy ostatni spadek notowań do zajęcia pozycji.
- **Solar** | Typ spekulacyjny pod odbicie.

### DM PKO BP

SPÓŁKA	KURS 31.10.2014	KURS 30.11.2014	STOPA ZWROTU (PROC.)	STOP LOSS NA GRUDZIEŃ
ALUMETAL	43,49	42,40	-2,5	
AMICA	107,50	112,00	4,2	
APATOR	37,51	37,50	0,0	
DUON	7,22	1,97	-11,3	
FERRO	9,92	9,85	-0,7	
FORTE	57,00	49,00	-14,0	
GPW	44,00	48,00	9,1	
KETY	278,8	293,95	5,4	
PEKAES	9,08	9,75	7,4	
ZETKAMA	65,00	66,89	2,9	
WYNIK PORTFELA			0,0	

#### Z PORTFELA WYPADAJĄ

- **Forte, GPW, Zetkama** | Ustupują miejsca atrakcyjniejszym typom.

#### DO PORTFELA WCHODZĄ

- **Budimex** | Pozytywnie wyróżniająca się spółka w sektorze budowlanym.
- **Ergis** | Nasz typ w sektorze spółek przemysłowych (obok obecnych w portfelu Amiki, Apatora, Ferro i Kety).
- **PKP Cargo** | Wyróżniająca się spółka z segmentu logistycznego.

### DM Raiffeisen

SPÓŁKA	KURS 31.10.2014	KURS 30.11.2014	STOPA ZWROTU (PROC.)	STOP LOSS NA GRUDZIEŃ
AMICA	107,50	112,00	4,2	
ARCTIC PAPER	3,52	4,24	20,5	3,69
ARTERIA	16,65	16,30	-2,1	14,38
CCC	129,20	145,50	12,6	
CYFROWY POLSAT	25,77	23,98	-6,9	
INTEGER	199,90	184,10	-7,8	
KRUK	107,75	116,45	8,1	
MAGELLAN	78,12	69,90	-10,5	
MONNARI	9,45	9,96	5,4	8,87
PKP CARGO	79,63	77,60	-2,5	
WYNIK PORTFELA			2,1	

#### Z PORTFELA WYPADAJĄ

- **Amica, CCC, Kruk** | Realizacja zysków.
- **Cyfrowy Polsat, Integer Magellan** | Realizacja zlecenia stop loss.
- **PKP Cargo** | Preferujemy mniejsze spółki.

#### DO PORTFELA WCHODZĄ

- **Altus TFI (8,24\*)** | Historycznie niski poziom stop procentowych sprzyja szukaniu alternatyw dla lokat, w tym funduszy akcji i absolutnej stopy zwrotu.
- **Budimex (118,80)** | Niższa cena ropy może skutkować niższymi kosztami transportu oraz asfaltu w kontraktach drogowych już podpisanym, wspierając rentowność spółki.
- **Gino Rossi (2,58)** | Atrakcyjny C/Z na 2015 r. na poziomie 12,4. Podwyższenie prognozy na 2014 r. dotyczącej przychodów i EBITDA oraz jej wykonanie po trzech kwartałach uwiarygodnia spółkę w oczach inwestorów.
- **Lotos (23,88)** | Utrzymywanie się korzystnego poziomu modelowej marży rafineryjnej i dyferencjału Ural/Brent.
- **Mirbud (1,33)** | Obniżki stop procentowych powinny wspierać wyniki spółki, która ma stosunkowo wysokie zadłużenie.
- **Orange (8,66)** | Przecena w ostatnich miesiącach przy braku istotnych zmian w otoczeniu rynkowym stwarza okazje do zakupu.
- **Rainbow Tours (15,42)** | Spółka pokazała bardzo dobre wyniki za III kwartał oraz ma silną pozycję gotówkową.

poziomie 19,6 proc., co również należy uznać za bardzo dobry wynik. Trzecią pozycję utrzymali analitycy DM PKO BP, którzy wypracowali 12,7 proc. zysku. Porównując wynik od początku roku, portfele trzech brokerów wciąż pozostają pod kreską, a do końca tegorocznej rywalizacji został raptem miesiąc. Łącznie od początku sondy portfele „Parkietu” mogą się pochwalic dodatnią uśrednioną stopą zwrotu na poziomie 9,7 proc. Dla porównania: WIG zyskał w tym czasie 3,8 proc.

#### Hity miesiąca

Wyniki listopadowych portfeli pokazały, że nawet mimo niezbyt sprzyjającej koniunktury na rynku, dzięki selekcji można wypracować zyski. Kluczem do nich były oczywiście spółki, które przed miesiącem wytypowali nasi uczestnicy rywalizacji. Najbardziej zyskową inwestycją wśród firm, które znalazły się w składzie listopadowych portfeli, okazały się akcje Stalproduktu. Kurs producenta wyrobów stalowych, wsparty poprawiającymi się wynikami finansowymi, kontynuował trend z poprzednich, nie mniej udanych miesięcy. W rezultacie akcje spółki przyniosły 32-proc. stopę zwrotu, osiągając poziom cen nienotowany od ponad trzech lat. Spółka znalazła się tylko w jednym portfelu. Wybór przesądził w dużej mierze o rewelacyjnym wyniku lidera listopadowego rankingu – DM BDM.

Oplacalną inwestycją okazał się również zakup papierów Arctic Paper. Notowania producenta papieru poszybowały w listopadzie o ponad 20 proc.

Inwestorzy docenili rewelacyjne wyniki spółki za III kwartał, która pochwałała się większymi od spodziewanych zyskami, podczas gdy przed rokiem była wyraźnie pod kreską. Wyniki spółki w tym roku mocno wspiera korzystne otoczenie rynkowe, jak surowce i waluty. Na drożących walorach Arctic Paper skorzystały portfele ekspertów Erste Securities i Raiffeisena. Z pozostałych walorów dwucyfrowy zysk przyniosła w minionym miesiącu inwestycja w spółki: CCC, Herkules, Elemental Holding i Lotos.

#### Pechowy Ergis

Ze spółek, na które przed miesiącem postawili analitycy, największą stratę przyniósł Ergis. Wartość papierów firmy w ciągu zaledwie miesiąca spadła o prawie 21 proc. Wyprzedzał akcje największego przetwórcy tworzyw sztucznych w Europie Środkowo-Wschodniej sprowadzający rozczerujący raport kwartalny spółki. W III kwartale firma pokazała mocny spadek zysków. Słabsze rezultaty to efekt bardzo mocno spadających marż na rynku niemieckim, co ma związek z załamaniem eksportu żywności na Wschód. Przewidzenia Ergisu dała się we znaki analitykom Erste Securities, którzy jako jedyni posiadali spółkę w portfelu. Ponadto straty sięgające kilkunastu procent przyniosły brokerom inwestycje w papiery Bytomia, CI Games, Duonu, Forte, Magellana, Mo-Bruku oraz PGE.

#### Typy na grudzień

W składzie fundamentalnych portfeli na kolejny mie-

siąc znalazło się sporo nowych propozycji. Zajęły miejsce firm, które uczestnicy rywalizacji postanowili usunąć z listy faworytów. Jednym z głównych powodów usunięcia spółek z portfeli było rozczarowanie dotychczasowym zachowaniem kursu i brak perspektyw na zmianę tej sytuacji w najbliższym czasie. Po części to efekt publikacji słabszych od oczekiwań raportów za III kwartał. Z kolei w przypadkach spółek, których notowania zgodnie z oczekiwaniami typujących obrały kurs na północ, część brokerów postanowiła zrealizować zyski (Amica, CCC, Herkules, Kruk, Stalprodukt).

Czym tym razem kierowali się analitycy, wybierając spółki do grudniowego portfela? Część firm zyskała w oczach analityków po publikacji raportów finansowych za III kwartał 2014 r. W zakończonym sezonie wyników wiele spółek, zwłaszcza tych o mniejszej kapitalizacji, pozytywnie zaskoczyło inwestorów (Arctic Paper, Duon, Elzab, Kernel, Kęty, Rainbow Tours). Brokerzy liczą, że perspektywa dalszej poprawy zysków przez spółki pozytywnie się przełoży na ich notowania giełdowe.

Przecena, której doświadczyła w tym roku spora liczba spółek z warszawskiego parkietu, skłoniła analityków do poszukiwań nowych okazji na rynku. Dlatego wśród propozycji najczęściej przewijają się spółki, które oprócz solidnych fundamentów, mogą się wyróżnić atrakcyjną wyceną wskaźnikową, zwłaszcza na tle rynkowych konkurentów. Argument ten przesądził o wyborze papierów m.in. AB, Aplisensu, Ergisu, Monnari czy Radpolu.

## Zasady tworzenia portfeli fundamentalnych

Portfel fundamentalny musi tworzyć nie mniej niż pięć i nie więcej niż dziesięć spółek. Mogą to być dowolne firmy wchodzące w skład WIG, przy czym pomijane są te z kursem poniżej 50 gr. Udziały poszczególnych spółek w portfelu są równe. Nie ma w nim gotówki. Wszelkie modyfikacje składu możliwe są raz w miesiącu (pod jego koniec), przy czym po każdej rewizji liczba spółek w portfelu może się zmienić (musi się jednak mieścić w przedziale od pięciu do dziesięciu).

Można ustawić zlecenia obronne, powodujące automatyczne zamknięcie pozycji po spadku kursu do danego poziomu (tzw. stop loss) dla każdej ze spółek.

Firma, która wypadnie z portfela z powodu realizacji zlecenia obronnego, może do niego wrócić w wyniku miesięcznej rewizji.

Rozliczenie inwestycji następuje według kursów akcji z zamknięcia ostatniej sesji miesięcznej.

Stopy zwrotu są kumulowane z miesiąca na miesiąc. W wyliczeniach pomijane są koszty transakcyjne. W wynikach inwestycji uwzględniane są za to dywidendy.



### Erste Securities

SPÓŁKA	KURS 31.10.2014	KURS 30.11.2014	STOPA ZWROTU (PROC.)	STOP LOSS NA GRUDZIEŃ
AB	31,00	31,60	1,9	
ARCTIC PAPER	3,52	4,24	20,5	
ERGIS	4,71	3,74	-20,6	
GRAJEW	31,20	30,49	-2,3	
LOTOS	23,37	27,00	15,5	
MO-BRUK	14,56	12,25	-15,9	
PGE	22,10	19,36	-12,4	
PROTEKTOR	2,88	2,60	-9,7	
RAINBOW TOURS	15,95	17,50	9,7	
ZE PAK	31,53	28,74	-8,8	
WYNIK PORTFELA			-2,2	

#### Z PORTFELA WYPADAJĄ

■ **Grajewo, Lotos, Mo-Bruk, PGE, Protektor, ZE PAK** | Zamykamy pozycję.

#### DO PORTFELA WCHODZĄ

- **CD Projekt** | Gramy pod premierę nowego „Wiedźmina”.
- **Ciech** | Gramy pod propagandę sukcesu zarządu.
- **Elzab** | „Track record” wzrostu wyników będzie utrzymany. Do tego dochodzi atrakcyjna dywidenda.
- **Getin Noble Bank** | Przewidzenia o 40 proc. wliczyła już ryzyko, teraz powinno być lepiej.
- **Wawel** | Gramy pod spadające ceny surowców.

### Millennium DM

SPÓŁKA	KURS 31.10.2014	KURS 30.11.2014	STOPA ZWROTU (PROC.)	STOP LOSS NA GRUDZIEŃ
AMBRA	8,60	8,48	-1,4	
AMICA	107,50	112,00	4,2	
ELEMENTAL HOLDING	2,88	3,20	11,1	
GETIN HOLDING	2,44	2,37	-2,9	
HANDLOWY	113,80	107,80	-5,3	
INDUSTRIAL MILK COMPANY	7,34	6,80	-7,4	
KREDYT INKASO	20,18	18,10	-10,3	
MBANK	498,60	504,00	1,1	
MFO	10,20	10,62	4,1	
MIESZKO	3,92	3,95	0,8	
WYNIK PORTFELA			-0,6	

#### Z PORTFELA WYPADAJĄ

■ **J.W. Construction (2,09)** | Kurs poniżej ceny z sierpniowej emisji (3,15 zł), możliwa udana końcówka nieudanego roku.

#### DO PORTFELA WCHODZĄ

- **IMC** | Realizacja zlecenia stop loss.
- **Mieszko** | Ustępuje miejsca atrakcyjniejszemu typom inwestycyjnym.

### Noble Securities

SPÓŁKA	KURS 31.10.2014	KURS 30.11.2014	STOPA ZWROTU (PROC.)	STOP LOSS NA GRUDZIEŃ
CI GAMES	9,86	8,80	-10,8	
HERKULES	2,61	2,94	12,6	
IMPEXMETAL	2,70	2,70	0,0	
INTER CARS	203,90	212,00	4,0	
MEDICALGORTHMICS	193,05	206,00	6,7	
PNIG	5,03	4,86	-3,4	
PKP CARGO	79,63	77,60	-2,5	
POLNORD	7,34	6,95	-5,3	
SONEL	8,00	8,10	1,3	
STOMIL SANOK	46,55	47,28	1,6	
WYNIK PORTFELA			0,4	

#### Z PORTFELA WYPADAJĄ

- **CI Games** | Mniejsza sprzedaż gry niż wcześniej zakładano.
- **Herkules** | Realizacja zysków.
- **Polnord** | Nawis podaży związany z pakietem akcji Prokomu.
- **PKP Cargo** | Ogłoszony program odejść pracowniczych znacząco obniży wyniki 2014 r.
- **Stomil Sanok** | Obniżenie oczekiwań na IV kwartał oraz 2015 rok.

#### DO PORTFELA WCHODZĄ

- **Aplisens** | Spółka relatywnie tania (P/E<sub>14</sub>=12,5x, P/E<sub>15</sub>=11x), po dużych spadkach spowodowanych „ryzykiem wschodnim” – dotychczas ryzyko to się nie zmateriałizowało, spadek wyników w 2014 r. tylko ok. 5 proc.; dobre perspektywy na IV kwartał oraz cały 2015 r.
- **Kernel** | Bardzo dobre wyniki finansowe za miniony kwartał, pozytywny guidance zarządu na kolejne kwartały.

\* w nawiasach podano poziomy cenowe zleceń stop loss