

Portfele fundamentalne | Czterech na siedmiu brokerów zakończyło 2014 rok na plusie

Wyniki portfeli fundamentalnych „Parkietu” pokazały, że nawet mimo niesprzyjającej koniunktury rynkowej dzięki selekcji można wypracować solidne zyski. Czterech na siedmiu brokerów biorących udział w naszej rywalizacji może się pochwalić dodatnią stopą zwrotu za ubiegły rok. W rezultacie uśredniony wynik siedmiu portfeli fundamentalnych po 12 miesiącach 2014 roku utrzymał się na 7,1-proc. plusie, podczas gdy WIG zyskał zaledwie 0,3 proc. Najlepszy z portfeli – analityków DM BDM – przyniósł ponad 40-proc. stopę zwrotu. Wraz z

FOT. MAT. PRAŚOWE



Kierowany przez **Macieja Bobrowskiego** zespół analityków DM BDM okazał się w 2014 roku najlepszy, jeśli chodzi o wypracowaną stopę zwrotu. Ich portfel zarobił 40,7 proc.



FOT. K. SKŁODOWSKI

Portfel analityków DM PKO BP, którym przewodzi **Artur Iwański**, jako jedyny wypracował w grudniu zyski. Cały 2014 rok broker zakończył na trzecim miejscu.

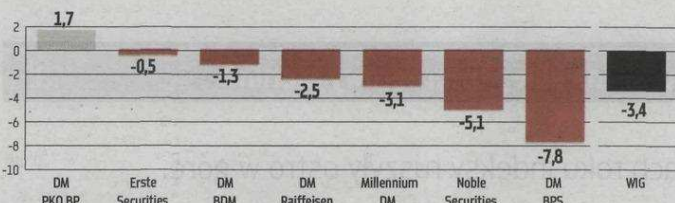
rozpoczęciem 2015 roku czas na nowe rozdanie. Dlatego w składach portfeli na styczeń zaszło sporo zmian. Czym tym razem kierowali się eksperci? Głównym argumentem są oczekiwania odnośnie do poprawy wyników. Eksperci zakładają, że znajdzie to pozytywne przełożenie na notowania. Ponadto grudniowa przecena skłoniła analityków do poszukiwania nowych okazji na rynku. Dlatego wśród nowych propozycji nie zabrakło miejsca dla spółek, które wyróżniają się atrakcyjną wyceną wskaźnikową. **.02-.03**

JIM

Zyski z akcji w 2014 roku tylko dla wybranych

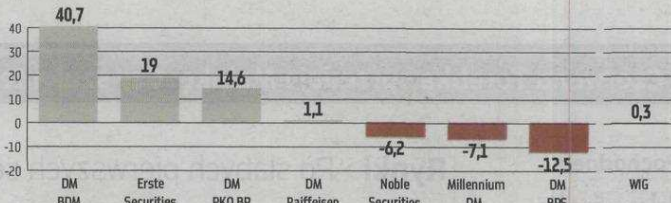
Gielda ▶ Jedyne cztery z siedmiu portfeli może się pochwalić dodatnią stopą zwrotu za ubiegły rok. Czy roszady w składach przełożą się na zyski w tym roku?

WYNIKI PORTFELI FUNDAMENTALNYCH ZA GRUDZIEŃ (PROC.)



Źródło: Obliczenia własne

WYNIKI PORTFELI FUNDAMENTALNYCH ZA 2014 ROK (PROC.)



Jacek Mysior
jacek.mysior@parkiet.com

W zakończonym 2014 roku o zyski z inwestycji na warszawskiej giełdzie było znacznie trudniej niż w poprzednich latach. Kluczem do wypracowania dodatnich stop zwrotu na wymagającym rynku okazała się selekcja spółek, co doskonale odzwierciedlają wyniki portfeli brokerów

biorących udział w naszej rywalizacji.

Lepsi od rynku i techników

Mimo słabej koniunktury część brokerów poprawiła swój stan posiadania, wychodząc zwycięsko z rywalizacji zarówno z szerokim rynkiem, jak i analitykami technicznymi. Uśredniony wynik siedmiu portfeli fundamentalnych po dwunastu miesiącach 2014

roku utrzymał się na 7,1-proc. plusie. To rezultat lepszy od wyniku osiągniętego przez specjalistów od analizy wykresów. Wartość stworzonego przez nich portfela (podsumowaliśmy go w śródownym wydaniu „Parkietu”) stopniała w ubiegłym roku o 0,6 proc. Eksperti od fundamentów zwycięsko wyszli także z rywalizacji z rynkiem – indeks szerokiego rynku WIG w 2014 roku zyskał zaledwie 0,3 proc. Co ważne,

cztery z siedmiu portfeli fundamentalnych zakończyły rok zyskami. Biorąc pod uwagę, że po I półroczu na plusie było zaledwie dwóch brokerów, to całkiem przyzwoity bilans ubiegłorocznych zmagania.

Na prowadzeniu utrzymali się eksperci DM BDM z rewelacyjnym 40-proc. dodatnim wynikiem wypracowanym w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy. Drugie miejsce przypadło specjalistom Erste

Securities, którzy mogą się pochwalić ponad 19-proc. stopą zwrotu. Ostatnie miejsce na podium wywalczyli analitycy DM PKO BP. W całym minionym roku ich portfel zarobił blisko 15 proc.

Rozczarowujący grudzień

Wyniki portfeli wypracowane w 2014 roku byłyby jeszcze lepsze, gdyby nie rozczarowująca końcówka. Zamiast

wyczekiwano przez inwestorów rajdu św. Mikołaja na warszawskiej giełdzie mieliśmy przedświąteczną wyprzedaż akcji, co sprawiło, że grudzień był jednym ze słabszych miesięcy w ciągu całego minionego roku. W rezultacie tylko jednemu z brokerów udało się wówczas zwiększyć stan posiadania. Mimo niesprzyjającej koniunktury w końcu roku portfel analityków DM PKO BP zwiększył wartość o 1,7 proc.

PODSUMOWANIE GRUDNIA 2014 ROKU I ZMIANY W SKŁADACH PORTFELI FUNDAMENTALNYCH

DM BDM

SPÓŁKA	KURS 30.11.2014	KURS 31.12.2014	STOPA ZWROTU NA STYCZEŃ (PROC.)	STOP LOSS NA STYCZEŃ
AGORA	8,19	7,55	-7,8	
INSTAL KRAKÓW	16,59	15,95	-3,9	
PATENTUS	1,27	1,14	-10,2	
RAWPLUG	6,92	6,55	-5,3	
SUNWAY	11,65	14,10	21,0	
VOXEL	9,40	9,25	-1,6	
WYNIK PORTFELA			-1,3	

Z PORTFELA WYPADAJĄ

■ **Instal Kraków, Patentus, Rawplug, Voxel** | Zmiana struktury portfela.

DO PORTFELA WCHODZĄ:

■ **Asbis (0,79)*** | Mocna przecena skusiła nas do agresywnego wyboru. Zwracamy też uwagę na uspokajające komentarze władz spółki dotyczące kondycji firmy.

■ **CI Games** | Dostrzegamy impulsy do odbudowy kursu ze względu na realizację nowych projektów w 2015 i 2016 roku.

■ **Global City** | Jeden z naszych faworytów inwestycyjnych na 2015 rok; rośnie wycena Cineworld; silny box office za IV kwartał 2014 i I kwartał 2015 roku.

■ **Solar** | Wykorzystujemy przecenę kursu; jeden z tańszych podmiotów w branży handlu odzieżą bez problemów z zadłużeniem.

DM BPS

SPÓŁKA	KURS 30.11.2014	KURS 31.12.2014	STOPA ZWROTU NA STYCZEŃ (PROC.)	STOP LOSS NA STYCZEŃ
ERGIS	3,74	3,86	3,2	
FERRO	9,85	9,27	-5,9	
KERDOS	1,64	1,31	-20,1	
POLNORD	6,95	6,19	-10,9	
RADPOL	8,35	7,93	-5,0	
SOLAR	1,90	1,57	-17,4	
STOMIL SANOK	47,28	50,40	6,6	
TRAKCJA	8,72	7,60	-12,8	
WYNIK PORTFELA			-7,8	

Z PORTFELA WYPADAJĄ

■ **Kerdos, Polnord, Solar** | Negatywny wpływ na wartość portfela.

■ **Radpol** | Obawy co do nowego kierownictwa.

■ **Stomil Sanok** | Realizacja zysków.

DO PORTFELA WCHODZĄ:

■ **CD Projekt** | Przereagowanie po przełożeniu terminu premiery Wiedźmina.

■ **Ergis** | Oczekiwana poprawa wyników.

■ **Feerum** | Duży portfel zamówień na 2015 rok.

■ **Ferro** | Niska wycena wskaźnikowa.

■ **KGHM** | Nieuzasadnione dyskonto w stosunku do ceny surowców.

■ **Mirbud** | Oczekiwana poprawa wyników.

■ **Trakcja** | Oczekiwana poprawa wyników.

■ **Vistal** | Liczymy na odbicie po nie do końca uzasadnionej przecenie.

DM PKO BP

SPÓŁKA	KURS 30.11.2014	KURS 31.12.2014	STOPA ZWROTU NA STYCZEŃ (PROC.)	STOP LOSS NA STYCZEŃ
ALUMETAL	42,40	45,50	7,3	
AMICA	112,00	109,00	-2,7	
APATOR	37,50	36,95	-1,5	
BUDIMEX	132,60	141,50	6,7	
DUON	1,97	1,86	-5,6	
ERGIS	3,74	3,86	3,2	
FERRO	9,85	9,27	-5,9	
KĘTY	293,95	284,95	-3,1	
PEKAES	9,75	10,77	10,5	
PKP CARGO	77,60	83,50	7,6	
WYNIK PORTFELA			1,7	

Z PORTFELA WYPADAJĄ

■ **Alumetal, Apator, Duon, Kęty, Pekaes, PKP Cargo** | Ustupują miejsca atrakcyjniejszym typom.

DO PORTFELA WCHODZĄ:

■ **AB, Action** | Dostrzegamy dobre perspektywy dla dystrybutorów sprzętu IT.

■ **Enea** | Nasz typ w sektorze spółek energetycznych.

■ **Mercor, Selena** | Wyróżniające się spółki z ekspozycją na segment budowlany.

DM Raiffeisen

SPÓŁKA	KURS 30.11.2014	KURS 31.12.2014	STOPA ZWROTU NA STYCZEŃ (PROC.)	STOP LOSS NA STYCZEŃ
ALTUS TFI	9,36	9,25	-1,2	
ARCTIC PAPER	4,24	4,33	2,1	3,98
ARTERIA	16,30	14,58	-10,6	
BUDIMEX	132,60	141,50	6,7	124,90
GINO ROSSI	2,85	2,83	-0,7	2,58
LOTOS	27,00	25,50	-5,6	22,70
MIONNARI	9,96	10,15	1,9	8,94
MIRBUD	1,54	1,33	-13,6	
ORANGE	9,49	8,66	-8,7	
RAINBOW TOURS	17,50	18,35	4,9	
WYNIK PORTFELA			-2,5	

Z PORTFELA WYPADAJĄ

■ **Altus TFI** | Ustupuje miejsca atrakcyjniejszemu typom.

■ **Arteria, Mirbud, Orange** | Realizacja zlecenia stop loss.

DO PORTFELA WCHODZĄ:

■ **Bytom (1,16)** | Atrakcyjna wycena wskaźnikowa: C/Z za 2015 rok na poziomie 13,3x.

■ **Forte (46,89)** | Osłabienie złotego wobec euro jest korzystne dla spółki, ponieważ blisko 4/5 przychodów jest realizowane w euro.

■ **Kruk (94,79)** | Wzrost realnych dochodów polskich konsumentów i spadek stopy bezrobocia tworzą sprzyjające środowisko do poprawy wyników finansowych oraz wycen rynkowych.

■ **PKN Orlen (43,58)** | Utrzymywanie się korzystnego poziomu modelowej marży rafinerijnej i dyferencjału URAL/BRENT.

Nie miało to jednak wpływu na wyniki calorocznego rankingu. Na pocieszenie ekspertom od fundamentów pozostaje jedynie to, że w grudniu ich portfele okazały się lepsze od szerokiego rynku. Uśredniony wynik wypracowany przez wszystkich brokerów znalazł się 2,7 proc. pod kreską, podczas gdy WIG zniżył o 3,4 proc.

Hity grudnia

W minionym miesiącu jedynie ograniczona liczba spółek wypracowała dodatnią stopę zwrotu. Najbardziej zyskową inwestycją wśród firm, które znalazły się w składzie grudniowych portfeli, okazały się akcje Suwar, które po kilku miesiącach zapomnienia znów znalazły się w kręgu zainteresowań inwestorów. Wzmocniony popyt na akcje spółki to efekt poprawiających się jej wyników, czego potwierdzeniem były opublikowane rezultaty za rok obrotowy 2013/2014. Zysk netto Suwar poszybował o 43 proc. przy niezmiennych przychodach, co spółka zawdzięcza stabilizacji cen surowców oraz drożęjacyemu euro. W rezultacie akcje firmy przyniosły ponad 20-proc. stopę zwrotu. Suwary znalazły się tylko w jednym portfelu - analityków DM BDM. Dwucyfrową stopę zwrotu przyniosła też inwestycja w akcje Pekaes, którego notowania poszybowały w grudniu o ponad 10 proc. Kurs spółki, wsparty poprawiającymi się wynikami finansowymi, kontynuował trend z poprzednich, niemniej udanych miesięcy. Z zapowiedzi przedstawicieli firmy wynika, że 2015 rok może być kolejnym, w którym grupa Pekaes zanotuje skokowy

wzrost przychodów i zysków. Do ich poprawy mogą się przyczynić m.in. planowane przez zarząd przejęcia. W przypadku pozostałych posiadanych spółek brokerzy mogli liczyć co najwyżej na jednoprocetowe zyski, a i tych nie było zbyt wiele.

Pechowy Getin Holding

Ze spółek, na które przed miesiącem postawili analitycy, największą stratę przyniósł Getin Holding. Wartość papierów banku w ciągu zaledwie miesiąca stopniała o ponad 21 proc., kontynuując trend spadkowy z poprzednich miesięcy. Inwestorzy nie kryją obaw, że Getin Holding może ponieść dotkliwe straty związane z działalnością w Rosji i na Ukrainie. Rynek też dyskontuje fakt, że 2015 rok z uwagi na obniżki stóp procentowych oraz zmiany regulacyjne będzie dla branży bankowej znacznie trudniejszy niż poprzednie lata. Przecena dała się we znaki analitykom Millennium DM, którzy jako jedyni posiadali spółkę w portfelu. Ponadto straty sięgające kilkunastu procent przyniosły brokerom inwestycje w papiery Arterii, Kerdosu, Mirbudu, Solaru, Polnordu oraz Trakcji.

Typy na styczeń

W składzie fundamentalnych portfeli na kolejny miesiąc znalazło się sporo nowych propozycji. Grudniowa korekta cen na giełdzie skłoniła ekspertów do znacznych zmian w składzie portfeli. Rozczarowanie dotychczasowym zachowaniem kursu i brak perspektyw na zmianę tej sytuacji w najbliższej przyszłości były głównym argumentem

przemawiającym za pozbyciem się walerów z portfela. W kilku przypadkach brokerzy postanowili zrealizować zyski (Inter Cars, Stomil Sanok).

Czym tym razem kierowali się analitycy, dodając nowe spółki do styczniowego portfela? Jednym z najistotniejszych argumentów przemawiających za wyborem określonej firmy wskazywanym przez ekspertów była perspektywa poprawy wyników finansowych. Z uwagi na to, że jesteśmy niedługo przed publikacją raportów finansowych za czwarty kwartał 2014 r. uwagę analityków zwróciły te podmioty, które w ich ocenie w najbliższych kwartałach będą się miały czym pochwalić. Specjaliści zakładają, że perspektywa poprawy zysków przez spółki pozytywnie się przełoży na ich notowania giełdowe (Action, Ergis, Enea, Forte, Introl, Kruk).

Przecena, której doświadczyła w tym roku spora liczba spółek z warszawskiego parkietu, skłoniła analityków do poszukiwań nowych okazji na rynku. Brokerzy przekonują, że w wielu przypadkach obserwowane w ostatnich tygodniach spadki nie zawsze mają fundamentalne uzasadnienie. Dlatego co najmniej w kilku przypadkach zakładają zmianę negatywnego nastawienia rynku, obstawiając odbicie ich notowań w krótkim terminie (Asbis, Solar, Vistal).

Wśród propozycji tradycyjnie przewijały 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, Bytomia, Ferro, Ergisu, Duonu czy Trakcji.

Zasady tworzenia portfela

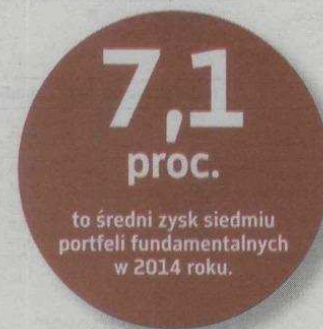
Portfel fundamentalny musi tworzyć nie mniej niż pięć i nie więcej niż dziesięć spółek. Mogą to być dowolne firmy wchodzące w skład WIG, przy czym pomijane są te z kursem poniżej 50 gr. Udziały poszczególnych spółek w portfelu są równe. Nie ma w nim gotówki. Wszelkie modyfikacje składu możliwe są raz 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 miesiąca. Stopy zwrotu są kumulowane z miesiąca na miesiąc.

W wyliczeniach pomijane są koszty transakcji. W wynikach inwestycji uwzględniane są za to dywidendy.



Erste Securities

SPÓŁKA	KURS		STOPA ZWROTU NA STYCZEŃ	STOP LOSS NA STYCZEŃ
	30.11.2014	31.12.2014		
AB	31,60	30,60	-3,2	
ARCTIC PAPER	4,24	4,33	2,1	
CD PROJEKT	17,53	16,70	-4,7	
CIECH	44,50	42,61	-4,2	
ELZAB	16,89	16,30	-3,5	
ERGIS	3,74	3,86	3,2	
GETIN NOBLE BANK	2,23	2,19	-1,8	
RAINBOW TOURS	17,50	18,35	4,9	
WAWEL	998,50	1029,60	3,1	
WYNIK PORTFELA			-0,5	

Analitycy Erste Securities wycofali się z rywalizacji w 2015 roku.

Millennium DM

SPÓŁKA	KURS		STOPA ZWROTU NA STYCZEŃ	STOP LOSS NA STYCZEŃ
	30.11.2014	31.12.2014		
AMBRA	8,48	7,80	-8,0	
AMICA	112,00	109,00	-2,7	
ELEMENTAL HOLDING	3,20	3,20	0,0	
GETIN HOLDING	2,37	1,86	-21,5	
HANDLOWY	107,80	106,95	-0,8	
J.W. CONSTRUCTION	2,43	2,49	2,5	
KREDYT INKASO	18,10	19,00	5,0	
MBANK	504,00	498,00	-1,2	
MFO	10,62	10,50	-1,1	
WYNIK PORTFELA			-3,1	

Z PORTFELA WYPADAJA

■ Ambra, Amica, Getin Holding, MFO | Ustupują miejsca atrakcyjniejszym typom.

DO PORTFELA WCHODZĄ:

- CD Projekt | W oczekiwaniu na debiut „Wiedźmina 3” akcje spółki powinny być silne.
- Comperia | Dynamiczny rozwój spółki.
- Euco | Niska wycena, wzrost zysków.
- Introl | Spółka skorzysta na inwestycjach w segmentach ochrony środowiska i energetyce.
- Orange | Przy obecnej wycenie rynkowej stopa dywidendy (6 proc.) zaczyna być znów atrakcyjna.

Noble Securities

SPÓŁKA	KURS		STOPA ZWROTU NA STYCZEŃ	STOP LOSS NA STYCZEŃ
	30.11.2014	31.12.2014		
APUSENS	12,59	11,50	-8,7	
IMPEXMETAL	2,70	2,50	-7,4	
INTER CARS	212,00	224,50	5,9	
KERNEL	29,15	28,46	-2,4	
MEDICALGORTHMICS	206,00	189,00	-8,3	
PGNIG	4,86	4,45	-8,4	
SONEL	8,10	7,55	-6,8	
WYNIK PORTFELA			-5,1	

Z PORTFELA WYPADAJA

■ Inter Cars | Realizacja zysków

DO PORTFELA WCHODZĄ:

■ Duon | Atrakcyjne wskaźniki rynkowe na 2015 rok przy zakładanym płaskim wyniku r./r.

*w nawiasach podano poziomy cenowe zleceń stop loss