

UZASADNIONE SPADKI NAJWIĘKSZYCH SPÓŁEK

Ostatnie tygodnie na polskiej giełdzie można oceniać dwójako. Z jednej strony wyraźnie słabszy od pozostałych rynków wschodzących był indeks WIG20, który od połowy sierpnia przecenił się o ponad 6%. Z drugiej w wyraźnym trendzie wzrostowym znajdują się spółki z segmentów średnich i małych. Drugi największy indeks mWIG40 wzrósł w tym okresie o 2%, a sWIG80 o 0,5%. Co ważne, indeksy te wzrastały znacząco więcej jeszcze w pierwszym tygodniu września (mWIG nawet o 5%). Korekta notowań rozpoczęta 8 września trochę ten dobry obraz mid-capów zaburzyła, co nie zmieniło utrzymującej się względnej słabości „blue chips” wobec tych spółek. Te z pozoru irracjonalne zachowanie indeksów staje się bardziej przejrzyste po przeanalizowaniu ich giełdowych wycen. Wskaźniki giełdowe zostały uaktualnione o ostatni sezon wyników na polskiej giełdzie, który zakończył się 31 sierpnia.

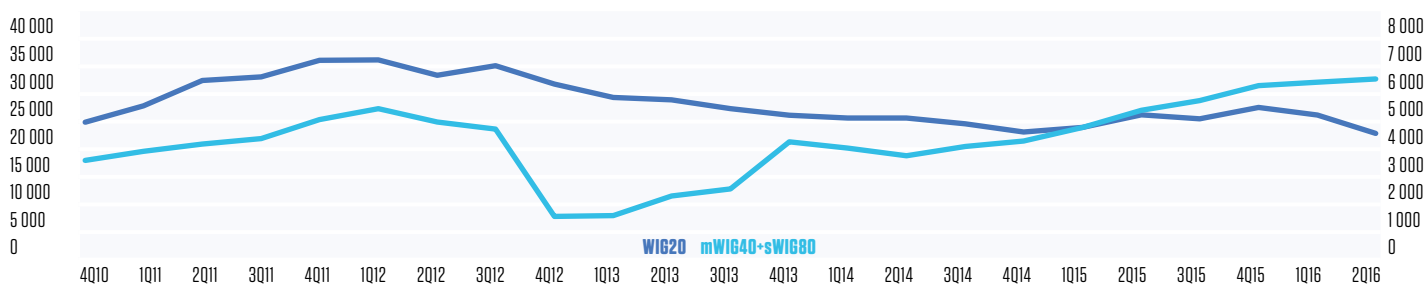
Wskaźnik P/E - polskie indeksy



Źródło: Eques TFI, stoog.pl

Powyższy wykres przedstawia wskaźniki cena/zysk dla WIG20, mWIG40 i sWIG80 za ostatnie trzy lata. Od początku bieżącego roku można zaobserwować wyraźny wzrost wyceny „blue chips” przy dość stabilnych notowaniach małych i średnich spółek. Największy polski indeks wzrósł z okolic 11x do prawie 18x, podczas gdy spółki średnie wahają się w przedziale 15-17x a małe 13-15x. Droższa wycena największego indeksu mogłaby być uzasadniona ekonomicznie, chociażby poprzez premię za płynność, czy wielkość spółek w nim zawartych, tym samym pozornie taka kolejność wycen indeksów wydaje się prawidłowa. Do innych wniosków można jednak dojść analizując wykres zysku netto trailing (to znaczy zysk za ostatnie 4 kwartały).

Net profit trailing (ostatnie 4 kwartały)



WIG20 os lewa (mln PLN), mWIG40+sWIG80 os prawa (mln PLN). Źródło: Eques TFI, DM Trigon

Jak widać na powyższym wykresie od połowy 2012 roku zyski netto komponentów WIG20 systematycznie się pogorszają a osłabienie przyspiesza w 2016 roku.



**EQUES
INVESTMENT
TFI SA**

Oddział w Warszawie:
Plac Bankowy 1
00-139 Warszawa
tel.: (+48) 22 379 46 00
fax: (+48) 22 379 46 10
e-mail: warszawa@eitfi.pl

Siedziba:
ul. Chłopska 53
80-350 Gdańsk
tel.: (+48) 58 761 00 00
fax: (+48) 58 761 00 01
e-mail: biuro@eitfi.pl

Analogicznie zyski netto spółek mniejszych i średnich (skumulowane) systematycznie poprawiają się od końca 2012. Biorąc pod uwagę obydwa wykresy można dojść do wniosku, że indeks największych spółek jest nadal zbyt drogi i należałoby się spodziewać dalszych jego spadków.

Genezą słabszych wyników spółek WIG20 jest z całą pewnością jego struktura. Obecnie sektor bankowy (zaliczając do niego blisko powiązany PZU) posiada prawie 50% udziału w indeksie. Choć banki przebiły w większości konsensus rynkowy w wynikach za 2Q, to był to głównie efekt większego, niż oczekiwano, wpływu z transakcji Visa. Emitenci tacy jak BZ WBK, PKO BP czy MBANK zmagają się z problemem kredytów frankowych i chociaż propozycja nowej ustawy wydaje się pozytywna (zwrot jedynie spread'ów), to jak podają eksperci jej koszt może być nawet dwa razy większy niż zakładano (8 mld PLN). Pozostałe banki ALIOR I PEKAO także nie są do końca bezpieczną inwestycją, ponieważ pierwszy będzie zmagał się z przejściowym pogorszeniem wyników w 2017 roku z uwagi na konsolidację BPB i kosztami z nią związanymi, drugi, chociaż fundamentalnie bardzo solidny, może stracić całą swoją premię rynkową z tytułu braku udziału Państwa w akcjonariacie w momencie przejścia go przez PZU/Alior. Kolejne 10% indeksu to: „kulejąca” energetyka, tutaj głównym ryzykiem jest brak dywidend w następnych latach (finansowanie kopalń). W WIG20 duży udział mają również spółki paliwowe i wydobywcze (ok. 25%), które przeżywają trudny okres związany z niską ceną ropy i gazu (LOTOS I PGNIG), miedzi (KGHM) i będący trochę z boku PKN ORLEN, który pomimo stosunkowej odporności na spadki cen ropy obecnie notuje marże rafinerijne na znacznie niższym poziomie, niż w rekordowym 2015 roku. Z pozostałych negatywnie wyróżniających się spółek wskazać należy borykającą się z problemami LPP z ponad 3% udziałem w indeksie (zamknięcie nowo utworzonej marki Tallinder, obniżka rentowności). Sumując wyżej wymienione negatywnie prosperujące spółki otrzymujemy jedynie 25% spółek (włączając PKN ORLEN), których wyniki są mniej zagrożone wysoką zmiennością. Tak niski udział z całą pewnością uzasadnia słabość największego polskiego indeksu.

Jak już wiele razy wspominaliśmy korelacja WIG20 z MSCI EM została złamana i polski indeks „blue chips” w tym roku zachowuje się znacznie słabiej. Co więcej, w ostatnim okresie wzrosło również ryzyko podwyżki stóp procentowych w USA jeszcze w tym roku (wypowiedzi członków FED), nie jest to pozytywny sygnał dla rynków akcji, co z resztą można zaobserwować od początku tego tygodnia. Trudno jest wskazać dalszy kierunek polskiego rynku. Z jednej strony fundamentalnie rzecz biorąc, wycena WIG20 przy stale pogorszających się wynikach jest zbyt wysoka i powinna zbliżać się do swojej 3-letniej średniej (okolice P/E 15). Z drugiej strony małe i średnie spółki radzą sobie bardzo dobrze i systematycznie poprawiają swoje wyniki. Czy w takim razie polski rynek czeka hossa na mid-capach, jaka miała miejsce od połowy 2014 roku? W tamtym okresie WIG20 znajdował się w trendzie bocznym, obecnie jest w spadkowym, co może niestety rzutować również na mniejsze spółki (postrzeganie przez zagranicznych inwestorów polskiego rynku, głównie przez pryzmat WIG20).

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i promocyjny, w żadnym zatem wypadku nie może być traktowany jako oferta w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 29 kwietnia 1964 roku Kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93 z późn. zm.). Materiał ten nie stanowi także usługi doradztwa finansowego czy inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538), a także nie jest formą świadczenia pomocy prawnej. Prezentowane dane oparte są na opracowaniach własnych Towarzystwa, chyba że w materiale wskazano wyraźnie inne źródło pochodzenia danych. Wymagane prawem informacje, w tym: szczegółowy opis czynników ryzyka związanych z nabywaniem jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, wysokość i sposób pobierania opłat manipulacyjnych, wysokość kosztów obciążających fundusz oraz obowiązki podatkowe związane z dokonaniem inwestycji, zawarte są odpowiednio: w prospekcie informacyjnym funduszu i/lub kluczowych informacjach dla inwestorów („KIID”) albo w statucie funduszu i/lub w warunkach emisji certyfikatów inwestycyjnych funduszu. Osoby zainteresowane nabyciem jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, przed podjęciem decyzji inwestycyjnej, powinny uważnie zapoznać się z tymi dokumentami. Prospekty informacyjne funduszy, KIID-y, aktualna Tabela Opłat i statuty funduszy dostępne są na stronie internetowej EQUES Investment TFI SA („Towarzystwo”) www.eitfi.pl, w siedzibie Towarzystwa i w oddziale w Warszawie, a także - w przypadku dokumentów odnoszących się do specjalistycznych funduszy otwartych, w punktach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa. Warunki emisji certyfikatów inwestycyjnych funduszy zamkniętych stanowią załącznik do propozycji nabycia certyfikatów inwestycyjnych, przesyłanej lub w inny sposób udostępnianej nabywcom certyfikatów, do których jest ona skierowana. Fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonych lub podobnych do osiągniętych dotychczas wyników inwestycyjnych. Prezentowane wyniki dotyczą okresów wyraźnie wskazanych w niniejszym materiale i oparte są wyłącznie na danych historycznych. Ze względu na skład portfela inwestycyjnego lub na stosowane techniki zarządzania portfelem inwestycyjnym, wartość aktywów netto funduszy może cechować się dużą zmiennością. Inwestowanie w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne wiąże się z ryzykami, a Uczestnicy powinni liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Indywidualna stopa zwrotu Uczestnika nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi funduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa albo od ceny nabycia i dnia wykupienia certyfikatów inwestycyjnych, a także od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych oraz zapłaconego podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych. Przy lokowaniu aktywów Subfundusze EQUES SFID mogą nie stosować ograniczeń, o których mowa w art. 100 ust. 1 i 2 Ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. z 2004 Nr 146 poz. 1546 ze zmianami), w stosunku do papierów wartościowych emitowanych, poręczanych lub gwarantowanych przez: a) Skarb Państwa, b) Narodowy Bank Polski, c) Republikę Federalną Niemiec, d) Stany Zjednoczone Ameryki, e) Cesarstwo Japonii, f) Republikę Turcji (tj. mogą lokować powyżej 35% wartości aktywów w takie papiery wartościowe). Niniejszy materiał chroniony jest prawem autorskim na podstawie ustawy z dnia 4 lutego 1994 roku o prawie autorskim i prawach pokrewnych (tekst jednolity Dz. U. z 2000 r. Nr 80, poz. 904 z późn. zm.), a prawa autorskie do materiału przysługują wyłącznie EQUES Investment TFI SA z siedzibą w Gdańsku. Bez wyraźnej zgody Towarzystwa materiał ten nie może być w całości ani w części kopiowany, udostępniany lub wykorzystywany w inny sposób.



**EQUES
INVESTMENT
TFI SA**

Oddział w Warszawie:
Plac Bankowy 1
00-139 Warszawa
tel.: (+48) 22 379 46 00
fax: (+48) 22 379 46 10
e-mail: warszawa@eitfi.pl

Siedziba:
ul. Chłopska 53
80-350 Gdańsk
tel.: (+48) 58 761 00 00
fax: (+48) 58 761 00 01
e-mail: biuro@eitfi.pl