



Sektor polskich małych i średnich spółek

Komentarz rynkowy

Łukasz Hejak

Zarządzający Funduszami:

Investor Top 25 Małych Spółek FIO

i Investor Top 50 Małych i Średnich Spółek FIO

Czerwiec 2013



Małe i średnie spółki nie wyczerpały potencjału

Pierwsze półrocze 2013 r. na warszawskiej giełdzie potwierdziło nasze prognozy ze stycznia tego roku, w których wskazywaliśmy akcje (w szczególności małych i średnich firm), jako aktywa dające zdecydowanie większą szansę na zyski niż inne lokaty, zwłaszcza papiery dłużne. Sprawdza się jednocześnie nasz scenariusz dotyczący siły relatywnej mniejszych spółek wobec WIG20.

Poprawa wyników dopiero przed nami

Tak jak prognozowaliśmy, powodem wzrostu na rynku akcji nie jest na razie ożywienie gospodarcze, ale polityka utrzymywania rekordowo niskich stóp procentowych oraz podejmowane przez banki centralne działania skutkujące zwiększaniem podaży pieniądza. Cały czas uważamy, że druga połowa roku powinna być lepsza dla światowej gospodarki. Daje to szansę na poprawę wyników finansowych spółek w kolejnych kwartałach, co z kolei byłoby dodatkowym argumentem wspierającym wzrostowy scenariusz. Pomimo wzrostu w pierwszej połowie roku i rozszerzeniu się wskaźników (o czym niżej), nie wydaje się, żeby groziła nam bardzo gwałtowna korekta. Ryzykiem pozostają oczywiście Stany Zjednoczone i zachowanie tamtejszych giełd (choć także tam korekty jak na razie są płaskie i krótkie), ale przy tak dużej ilości gotówki na rynku i coraz mniej atrakcyjnych obligacjach i depozytach akcje powinny cały czas cieszyć się zainteresowaniem inwestorów.

Kluczową dla rynków (nie tylko akcji) sprawą pozostają stabilizacyjne działania banków centralnych, które zapewniają rynkowi płynność. Programy luzowania ilościowego (QE) są już wprawdzie mocno zaawansowane i coraz częściej mówi się o ich zakończeniu, jednak wydaje się, że dopóki wskaźniki gospodarcze wyraźnie się nie poprawią, dopóty banki centralne (a w szczególności Fed) nie odważą się podjąć takiej ryzykownej politycznej decyzji. Jednocześnie wspomniany przez nas w ostatnim komentarzu model Fed służący do wyceny rynków cały czas pokazuje atrakcyjność akcji w stosunku do papierów dłużnych. Dodatkowo ceny obligacji zaczęły ostatnio spadać, więc inwestorzy z tego segmentu rynku zaczynają notować straty. Zapowiadane przez nas w styczniu przesunięcie środków z obligacji i depozytów w kierunku akcji wyraźnie ma miejsce, chociaż skala tego zjawiska na razie nie jest specjalnie duża. Spodziewamy się, że przy spadającym oprocentowaniu depozytów coraz większe grono inwestorów będzie szukało bardziej atrakcyjnych pomysłów inwestycyjnych. Jednym z czynników przemawiających na korzyść akcji jest też stopa dywidendy. Mimo wzrostu kursów akcji jest ona cały czas wyższa niż kupony z obligacji skarbowych. Jednocześnie warto zaznaczyć, że większość dywidend zostanie wypłacona w trzecim kwartale. W wielu przypadkach pieniądze te wrócą szybko na rynek akcji, co wygeneruje dodatkowy popyt.

Reasumując, pomimo ostatnich wzrostów wyceny wydają się cały czas być atrakcyjne. Szczególnie, jeśli porównamy je z innymi aktywami, które mają do dyspozycji inwestorzy. Polski rynek, który od maja zachowuje się lepiej niż inne giełdy na świecie, cały czas ma szansę pokazywać relatywną siłę – nawet, jeśli polskie akcje nie są specjalnie tanie, to stosunek stopy zwrotu do ryzyka wygląda korzystnie.

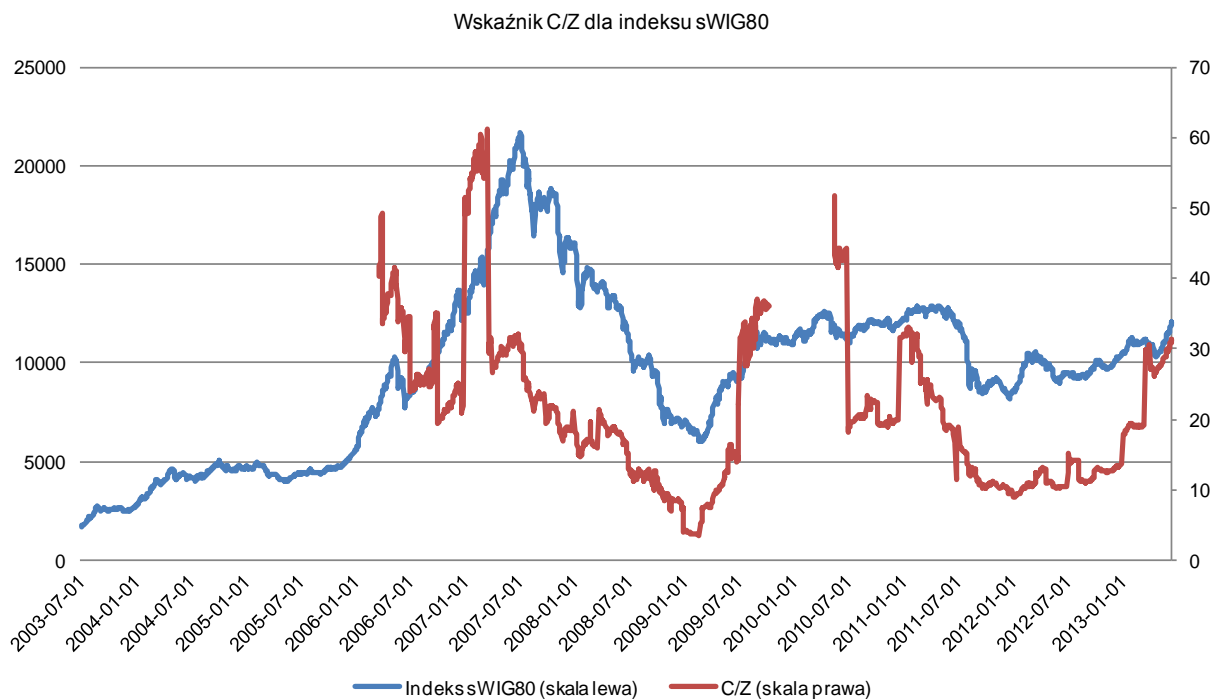
Wzrosty początkiem dłuższego trendu

Podobnie, jak w poprzednich komentarzach przedstawiamy poniżej wycenę krajowego rynku akcji przy zastosowaniu najbardziej popularnych wskaźników. Poniższy wykres pokazuje zachowanie indeksu sWIG80 – tym razem w nieco dłuższej perspektywie. Ostatnie wzrosty budowane są bardzo rozsądnie, struktura jest dobra. Nawet, jeśli na razie zyski spółek nie nadążają za indeksem, to z całą pewnością nie mamy do czynienia z żadną bańką spekulacyjną, a raczej z początkową fazą wzrostowego trendu.



Źródło: Bloomberg

Jak zaznaczyliśmy wcześniej, ostatnie wzrosty przy braku poprawy zysków spółek, zwiększyły znacznie średni wskaźnik Cena/Zysk. Nie jest to jednak jeszcze poziom wykluczający dalsze wzrosty. Dodatkowo wydaje się, że już za całkiem niedługo zyski spółek powinny zacząć rosnąć, co pozytywnie wpłynie na wartość wskaźnika. Jednocześnie trzeba podkreślić historyczną prawidłowość pokazującą, że w środowisku niskich stóp procentowych wskaźniki giełdowe zawsze są na wysokich poziomach. Obecnie stopy na całym świecie są rekordowo niskie, a dodatkowo banki centralne uruchamiają programy skupu aktywów. Wskaźnik C/Z na poziomie 31 nie powinien więc nikogo dziwić – to raczej C/Z na poziomie 10 byłby czymś niezwykłym.



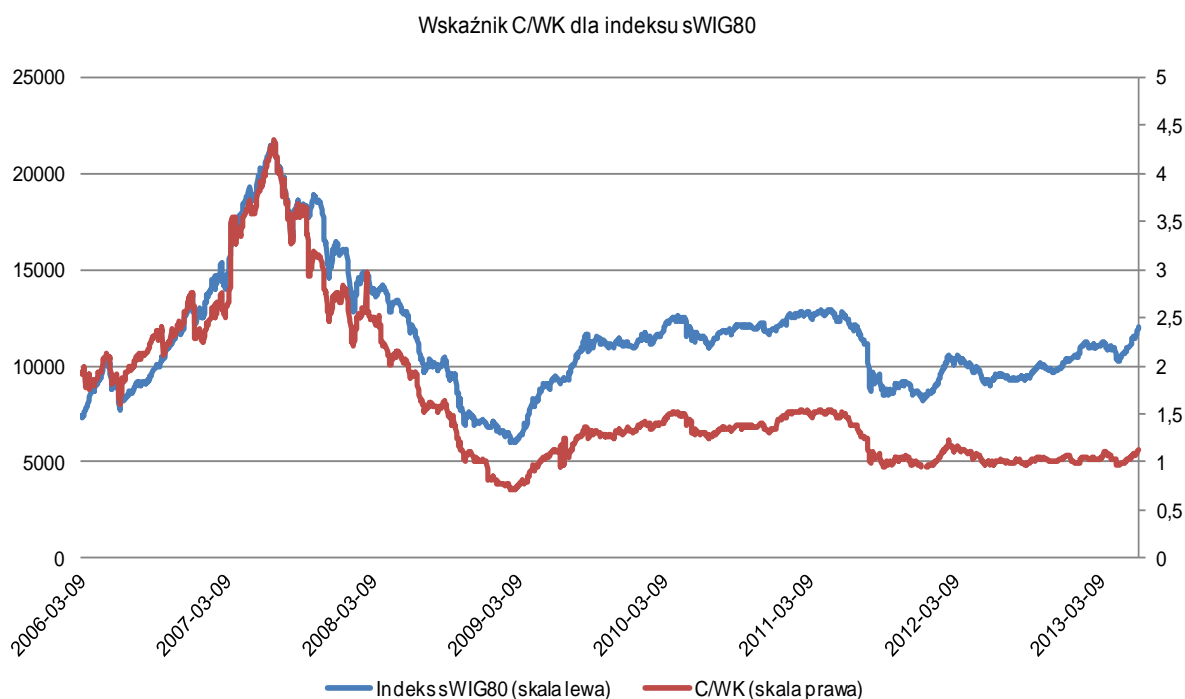
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Patrząc na wyniki spółek w ostatnich kwartałach widać, że (zgodnie z naszymi oczekiwaniami) nie poprawiały się one, ale nie obserwowaliśmy też dalszych spadków. Stabilizację sytuacji oceniamy pozytywnie. Konsensus oczekiwań rynkowych jest obecnie na takim poziomie, że wyniki spółek powinny sprostać oczekiwaniom rynku, a w kolejnych kwartałach (IV kwartał 2013 r. i później) jest szansa na pozytywne zaskoczenia.



Źródło: Bloomberg

Innym wskaźnikiem, który prezentowaliśmy już w poprzednich komentarzach jest stosunek wyceny spółki do jej wartości księgowej (C/WK). Pomimo wzrostu indeksu, wskaźnik C/WK znajduje się cały czas na atrakcyjnym poziomie 1,13, co oznacza, że jesteśmy tańsi niż konkurencyjne rynki. Także w odniesieniu do wartości historycznych obecny poziom wydaje się być atrakcyjnym. W Polsce cały czas obserwujemy korzystną kombinację relatywnie niskiego wskaźnika C/WK przy relatywnie wysokiej stopie dywidendy, co może przyciągać zagranicznych inwestorów.

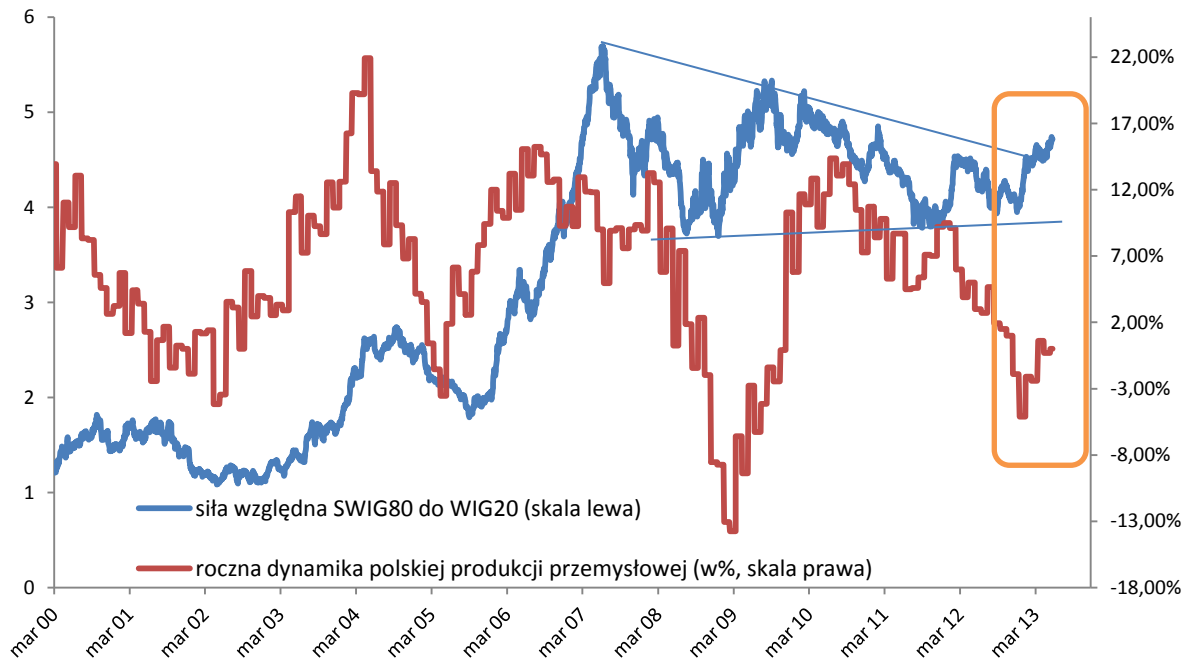


Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Problem OFE zdyskontowany przez rynek

W poprzednim komentarzu, jako czynnik ryzyka wymienialiśmy rekordowo dobry sentyment do rynku akcji i sektora małych spółek. Ostatecznie jednak dobre zachowanie indeksów przełożyło się na napływ nowych środków na rynek akcji (na co wskazuje analiza napływów netto do funduszy inwestycyjnych), co będzie pozytywnie oddziaływało na notowania. Tym razem, jako główny element ryzyka wskazujemy próby reformowania przez rząd funduszy emerytalnych. Wydaje się, że OFE już za chwilę przestaną być podmiotem stabilizującym rynek, tak jak to bywało w przeszłości. Liczymy się ze znacznym ograniczeniem napływu środków do OFE do tego stopnia, że mogą one przestać być netto kupującym akcje. Patrząc na pojawiające się komentarze wydaje się jednak, że nasz pogląd nie jest odosobniony – dlatego zakładamy, że ten zły scenariusz jest już zdyskontowany przez rynek.

Nie zmieniamy naszego przekonania o większej sile relatywnej małych spółek do indeksu WIG20. Cały czas uważamy, że liderów wzrostów należy szukać właśnie wśród mniejszych firm.



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Dynamika produkcji przemysłowej powinna w najbliższych miesiącach się poprawiać, co pomoże indeksowi. Widzimy także pierwsze pozytywne tendencje na wykresie wskaźnika szerokości rynku – stabilizacja, którą obserwujemy w ostatnim czasie powinna przerodzić się w trend wzrostowy (co będzie spowodowane naszym zdaniem coraz większymi odptywami środków z rynku obligacji i z depozytów w kierunku rynku akcji).



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Podtrzymujemy prognozę dla funduszy akcji

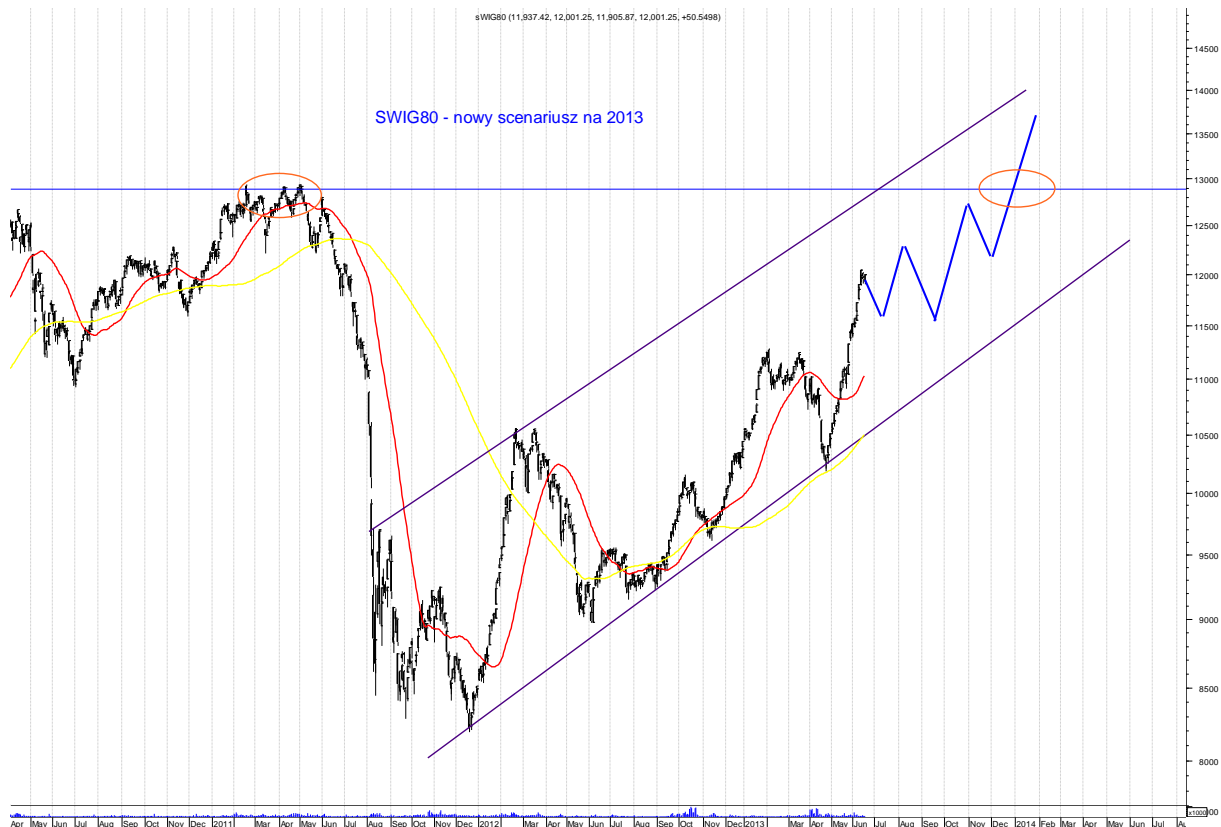
Cały czas uważamy, że nasza prognoza zysków funduszy akcji małych spółek z grudnia 2012 r., która wskazywała 25% i wydawała się być bardzo optymistyczna ma szansę się sprawdzić. Wprawdzie teraz uwidacznia się więcej ryzyk niż widzieliśmy poprzednio (przede wszystkim nie widać silnego odbicia gospodarczego w Polsce i Europie), ale na akcjach małych spółek inwestorzy powinni zarobić zdecydowanie więcej niż zarówno na depozytach czy obligacjach, jak i akcjach *blue chipów*.

Poniżej przedstawiamy wykresy pokazujące nasz bazowy scenariusz dla indeksów mWIG40 i sWIG80 do końca bieżącego roku. Wydaje się, że po krótkim przystanku indeksy mają szansę dalej piąć się na północ, co powinno przynieść zyski inwestorom.



Źródło: Metastock, obliczenia własne

sWIG80 ma szansę dotrzeć pod koniec roku w okolice szczytu z 2011 roku, czyli 13000 punktów. Biorąc pod uwagę sentyment i ogromną ilość gotówki na rynku, ale także fakt, że wyniki spółek powinny się poprawiać, mamy szansę na przebicie tego poziomu i kontynuację wzrostów w 2014 roku.



Źródło: Metastock, obliczenia własne

Nota prawna

Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. jest podmiotem prowadzącym działalność na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego udzielonego decyzją nr DFI/W/4034-30/1N-1-3432/05 z dnia 12 lipca 2005 r. w zakresie tworzenia funduszy inwestycyjnych i zarządzania nimi oraz zarządzaniu zbiorczym portfelem papierów wartościowych.

Niniejszy materiał ma wyłącznie charakter reklamowy. Opracowany został przez Investors TFI S.A. w związku z zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi. Materiał oraz zawarte w nim prognozy stanowią wyłącznie wyraz poglądów jego autora i oparte zostały na stanie wiedzy aktualnym na dzień jego sporządzenia. Przy sporządzeniu materiału i zawartych w nim prognoz oparto się na informacjach pozyskanych z powszechnie dostępnych i uznanych za wiarygodne źródła, dokładając należytej staranności, aby informacje zamieszczone w niniejszym materiale były rzetelne, niemniej jednak nie można zagwarantować ich poprawności, kompletności i aktualności. Investors TFI S.A. zastrzega sobie możliwość zmiany przedstawionych opinii, w tym w przypadku zmiany sytuacji rynkowej, bez konieczności powiadamiania o niej adresatów niniejszego materiału. Investors TFI S.A. nie gwarantuje ziszczenia się scenariuszy lub prognoz zamieszczonych w niniejszym materiale, w szczególności przedstawione informacje (historyczne i prognozowane) nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Materiał niniejszy nie stanowi oferty publicznej ani publicznego oferowania w zakresie nabycia lub sprzedaży jakichkolwiek papierów wartościowych ani oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny.

Wnioski wyciągnięte na podstawie przedstawionych komentarzy i prognoz nie powinny stanowić samodzielnej podstawy jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie reklamowy oraz nie zawiera pełnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w jednostki uczestnictwa/certyfikaty inwestycyjne funduszy. Decyzje inwestycyjne co do inwestowania w fundusze inwestycyjne powinny być podejmowane w oparciu o informacje obejmujące w szczególności: opis czynników ryzyka, zasady sprzedaży jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych, tabelę opłat manipulacyjnych oraz szczegółowe informacje podatkowe zawarte w Prospekcie Informacyjnym/Prospekcie Emisyjnym/Warunkach Emisji funduszu dostępnym w punktach dystrybucji funduszu, w siedzibie Investors TFI S.A. oraz na stronie www.investors.pl. Dotychczasowe wyniki funduszy inwestycyjnych są wynikami osiągniętymi w konkretnym okresie historycznym i nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Investors TFI S.A. ani zarządzane przez nie fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych funduszy. Przedstawiony wynik funduszu nie jest tożsamy z wynikiem inwestycyjnym uczestnika funduszu, gdyż nie uwzględnia pobieranej opłaty manipulacyjnej i podatków. Przy nabyciu jednostek uczestnictwa /certyfikatów inwestycyjnych funduszy pobierana jest opłata manipulacyjna na zasadach i w wysokości określonej w Prospekcie Informacyjnym/Prospekcie Emisyjnym/Warunkach Emisji funduszu. Prezentowane stopy zwrotu z inwestycji nie uwzględniają opłat manipulacyjnych pobieranych przy nabyciu jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych funduszy inwestycyjnych lub konwersji jednostek uczestnictwa. Wartość jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych może cechować się dużą zmiennością, w związku z czym uczestnik funduszu powinien liczyć się z możliwością utraty części wpłaconego kapitału. Zyski osiągnięte z inwestycji w jednostki uczestnictwa/certyfikaty inwestycyjne funduszy obciążone są podatkiem od dochodów kapitałowych, na podstawie Ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (t.j.: Dz.U. z 2012361 z późn. zm.).

Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Zebra Tower | ul. Mokotowska 1 | 00-640 Warszawa

tel. +48 22 378 9100 | fax +48 22 378 9101

www.investors.pl | office@investors.pl