

1 Michał
Marczak
DI BRE Banku

Liczą się, bo dobrze liczą

Polegasz na rekomendacjach giełdowych? Powinieneś śledzić twórczość Michała Marczaka z DI BRE Banku, Arkadiusza Chojnackiego z Ipopemy i Piotra Zielonki z DM BH.

OFE i TFI uznały, że w 2009 r. to oni najbardziej pomagali im w pracy

Grzegorz Uraziński

Po co biura maklerskie wydają rekomendacje dla spółek giełdowych? Żeby w razie niepowodzenia zarządzający funduszami mieli na kogo zważyć winę przed swoimi szefami. Takie żarty na temat pracy analityków giełdowych odzywają w okresach giełdowej dekonjunktury.

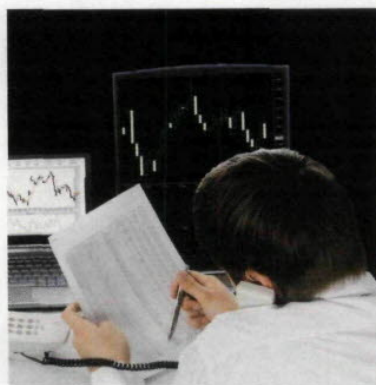
Z jednej strony nie ma się czemu dziwić. Z badania przeprowadzonego przez „Forbesa” w czerwcu 2008 r. wynikało, że 121 spółek, dla których w owym czasie było wystawionych 411 rekomendacji z krajowych biur maklerskich, miało średnio 43-proc. potencjał wzrostu. Bessa trwała wtedy już od roku, ale najgorsze

miała jeszcze przed sobą. Notowania spółek zamiast zwykować zgodnie z przewidywaniami analityków, spadły przez kolejny rok o 28 proc. (zmiana indeksu WIG). Nie stawia to w najlepszym świetle specjalistów z biur maklerskich. Tym bardziej że o dobrych rekomendacjach pamiętają tylko inwestorzy, którzy dzie-

ki nim zarobili pieniądze. Nietrafne analizy, jak wycena akcji Lotosu na 0 złotych z UniCredit, na długo pozostają w pamięci wszystkich uczestników rynku.

Z drugiej strony, kto na świecie przewidział upadek Lehman Brothers i zapaść systemu bankowego, co wywołało paniczną wyprzedaż akcji? Ze świecą szukać takich osób, a nawet jeżeli są, to zanim doszło do dramatycznych wydarzeń, mało kto dawał wiarę ich skrajnie pesymistycznym przewidywaniom. Dlatego nie warto się obrażać na analityków giełdowych. Nie mają szklanej kuli i do ich prognoz zawsze trzeba podchodzić z rezerwą. Wyceny akcji są efektem wielu założeń przyjętych w modelach i czasami nawet niewielka zmiana danych źródłowych może prowadzić do zupełnie innego wyniku końcowego. Jedno analitykom trzeba jednak przyznać: jak mało kto wiedzą, co się dzieje w spółkach i całych branżach. Wykonują dużo dobrej pracy, przetwarzając dziesiątki komunikatów od emitentów i umieszczając w raportach analitycznych przefiltrowane, najważniejsze informacje.

Od początku 2010 r. do połowy marca emitenci upublicznili 4,3 tys. komunikatów. Do tego opublikowali kilkaset raportów z wynikami za IV kwartał 2009 roku. Zarządzający, szczególnie z mniejszych funduszy, którzy nie mają własnego sztabu analityków, nie są w stanie sami zapanować nad tymi informacjami. Dlatego współpraca z analitykami z biur maklerskich jest im niezbędna, ale często mają z nimi podobny problem, jak z do-borem spółek do portfela.



GARŚC ANALIZ

2500

tyle rekomendacji i ich uaktualnień dla krajowych spółek wydali w 2009 r. analitycy z 17 biur maklerskich mających siedzibę w Polsce

OFE i TFI korzystają z reguły z usług kilkunastu biur maklerskich. Brokerzy zatrudniają średnio pięciu analityków, nie licząc osób piszących rekomendacje dla polskich spółek z zagranicznych oddziałów grup kapitałowych (np. DM BH, UniCredit CAIB, ING, DB Securities). Przeciętny analityk obserwuje 10 spółek. Wydaje rocznie dla nich 30 rekomendacji i ich uaktualnień. W skali całego rynku daje to około 2500 raportów. Do tego dochodzi jeszcze nawet kilkaset innych opracowań, takich jak: przeglądy miesięczne i kwartalne, komentarze po wynikach, prognozy zysków, portfele modelowe czy strategię. Kto to wszystko przeczyta?

– Nikt się na to nawet nie sili. Prawda jest taka, że duża część rekomendacji jest bezużyteczna. Bo co komu z raportów, które zalecają np. trzymanie akcji. To, co najbardziej interesuje zarządzających, to rekomendacje dla małych i średnich firm oraz odważne, oryginalne analizy, które wnoszą nowe spojrzenie na spółkę. Takich opracowań może być już góra kilkaset. Liczba dalej maleje, jeżeli pod uwagę wziąć tylko te, które wyszły spod pióra analityków cieszących się zaufaniem u zarządzającego – mówi Marek Mikuć, dyrektor inwestycyjny i wiceprezes TFI Allianz.

W 2009 roku kilku analityków szczególnie zapracowało na to zaufanie. „Forbes” poprosił zarządzających z krajowych funduszy inwestycyjnych i emerytalnych oraz towarzystw ubezpieczeń o wskazanie osób, które najbardziej pomogły im w pracy.

Najbardziej pomocny w ulokowaniu części z 262 mld zł, jakimi zarządzają 32 podmioty, które odpowiedziały na ankietę, był w 2009 r. Michał Marczak z Domu Inwestycyjnego BRE Banku. 17 inwestorów instytucjonalnych przyznało mu 63 punkty (każdy asset manager mógł wskazać pięć osób z listy liczącej 121 nazwisk i przydzielić im od 5 do 1 pkt). Na drugim miejscu znalazł się Arkadiusz Chojnacki z Ipopemy Securities (17 firm, 58 punktów). 53 punkty od 16 podmiotów uzbierał Piotr Zielonka z Domu Maklerskiego Banku Handlowego, co dało mu trzecie miejsce.

Pierwsza dwójka to stare wygi w branży analitycznej. Pracują w tym zawodzie od kilkunastu lat, są szefami działów analiz i ich głównymi strategami. Zdążyli ubić grunt pod wysokie oceny, jakie wystawiają im odbiorcy ich produktów. Na tym tle dużym sukcesem jest trzecia pozycja Piotra Zielonki z DM BH, specjalisty od branży energetycznej, budowlanej i deweloperki.

– Pracuje z nami od maja 2008 roku. Wcześniej przez półtora roku był analitykiem w PZU Asset Management. Mimo krótkiego stażu w tym zawodzie, bardzo dużo już osiągnął. Jest przekonany, że efekty jego pracy stanowią wartość dla zarządzających i, co ważne, potrafi się z nimi dobrze komunikować – mówi ☺

NAJLEPSI ANALITYCY*

miejsce	analityk	biuro maklerskie	rok zatrudnienia**	liczba głosów	punkty
1.	Michał Marczak	DI BRE Banku	2000	17	63
2.	Arkadiusz Chojnacki	Ipopema Securities	2009	17	58
3.	Piotr Zielonka	DM BH	2008	16	53
4.	Kamil Kliszcz	DI BRE Banku	2005	16	48
5.	Milena Olszewska	ING Securities	2008	11	42
6.	Sobiesław Pająk	DM IDMSA	2008	7	27
7.	Marta Jeżewska	DI BRE Banku	2005	7	23
8.	Marcin Materna	Millennium DM	1999	4	14
9.	Andrzej Knigawka	ING Securities	2004	4	13
10.	Tomasz Bursa	Ipopema Securities	2009	4	12
11.	Andrzej Powierża	DM BH	2007	4	10

* inwestorzy instytucjonalni wskazali 5 analityków, którzy najbardziej pomogli im w pracy w 2009 r., i przyznali im od 1 do 5 pkt. Wynik to suma uzyskanych punktów. Prezentujemy maklerów, którzy zdobyli więcej niż 10 pkt. ** w obecnym biurze maklerskim
Źródło: obliczenia własne



Michał Marczak:

DOBRE REKOMENDACJE

W styczniu 2009 r. większość analityków obniżyła prognozy wzrostu PKB i kreśliła złe perspektywy dla rynku

akcji przynajmniej w pierwszym półroczu. Marczak rekomendował wtedy kupowanie akcji. Oczekiwał silnej wzrostowej korekty na surowcach, która miała pomóc m.in. akcjom KGHM. Inwestorzy, którzy przez cały rok słuchali jego rekomendacji, mogli zarobić więcej niż rynek.

PROGNOZA

2010 będzie rokiem wysokiej zmienności cen akcji. Inwestorzy będą targani z jednej strony nadziejami na szybsze niż dotychczas wychodzenie światowej gospodarki z kryzysu, a z drugiej rosnącymi problemami deficytów budżetowych. Kryzys finansowy przekształca się w kryzys fiskalny, czego pierwszą, ale prawdopodobnie nie jedyną odsłoną jest Grecja (negatywne przełożenie na dynamikę wzrostu gospodarczego w latach 2011–2012). Obecne ożywienie to w dużej mierze wzrost wydatków publicznych obciążających budżety. Bez konsumpcji prywatnej zadłużone kraje nie będą w stanie dalej finansować kolejnych pakietów stymulacyjnych. W takim otoczeniu rynki akcji nie osiągną dodatniej stopy zwrotu w ciągu roku. W najbliższych miesiącach WIG20 będzie testował poziom 2100 punktów.



Arkadiusz Chojnacki:

DOBRE REKOMENDACJE

17 lutego 2009 r. wydał strategię, w której oczekiwał, że jeszcze w pierwszym półroczu

GPW odrobi 15–30 proc.

wcześniejszych spadków. Do końca czerwca rynek wzrósł o 30 procent. Wbrew rynkowemu konsensusowi w raporcie rekomendował m.in. kupno Polimexu Mostostalu. Potencjał wzrostu oszacował na 70 procent. Dziś akcje kosztują 100 proc. więcej. W przypadku akcji Echa oczekiwał 56-proc. wzrostu. Przez rok cena akcji się podwoiła.

PROGNOZA*

Oczekuję, że na koniec roku WIG20 osiągnie poziom 2600–2700 punktów. Zważywszy na dużą nierównowagę między podażą a popytem, jaka wystąpi w związku



2

Arkadiusz Chojnacki
Ipopema Securities

Witold Stępień, prezes DM BH. Zanim Zielonka w 2007 roku trafił do PZU AM, przez kilka lat pracował w departamencie nadzoru rynku w KNF, gdzie zajmował się wykrywaniem przestępstw giełdowych i równocześnie był wykładowcą w SGH.

Jacek Osowski, zarządzający portfelem akcji w PZU Asset Management, uzasadnia wysoką ocenę, którą Zielonka dostał od tej instytucji: – Jest obecnie jednym z najlepszych analityków sektorowych w Polsce. W unikalny sposób łączy podejście makro i mikro, potrafi zidentyfikować trendy w danej branży i celnie określić najciekawsze tematy. Często odważnie rekomenduje spółki wbrew konsensusowi. Najbardziej cenię jego podejście do branży budowlanej, które przypominało znaczenie cash flow i oczyszczonych wyników finansowych dla oceny atrakcyjności spółek.

Do swoich najlepszych zaleceń z 2009 roku Piotr Zielonka zalicza wydaną w maju 2009 roku rekomendację sprzedaży dla akcji Hydrobudowy, po której notowania spadły o 40 proc., i zalecenie kupna Budime-xu wydane w marcu 2009 r. przy cenie 55 złotych. Budowlaną spółkę wycenił na 74,4

złotych. Dziś kosztuje ona 87 złotych. Jednak nie wszystkie jego typy były równie udane. W maju 2009 r. wystawił rekomendację sprzedaży dla Polimexu Mostostalu i jedną akcję wycenił na 3,2 złotych. W październiku, po lepszych niż oczekiwał wynikach finansowych, zrewidował wycenę na 3,9 zł, ale podtrzymał zalecenie sprzedaży. Dziś rynek wycenia te papiery na 4,65 złotych.

Oprócz przygotowywania strategii dla rynku Michał Marczak, szef zespołu analityków DI BRE Banku, zajmuje się spółkami z branż: telekomunikacja, metale i surowce. Jako nieliczny może się pochwalić 10-letnim stażem w jednej instytucji. W DI BRE pracuje od 2000 r. i wśród 11 najlepiej ocenianych analityków ustępuje tylko Marcinowi Maternie, który w 1999 roku trafił do Millennium Domu Maklerskiego. Zwycięstwo w rankingu „Forbesa” zawdzięcza celnym rekomendacjom wystawianym na początku 2009 roku.

– Bardzo sobie cenimy ubiegłoroczną współpracę z analitykami DI BRE Banku. Nasze fundusze były wtedy jednym z najagresywniej kupujących, a oni jako nieliczni wystawiali bar-

TYLKO DLA WYBRANYCH

50

średnio dla tylu firm biura maklerskie przygotowują raporty analityczne. Nie jest to dużo, biorąc pod uwagę, że na GPW notowanych jest 378 spółek

dzo odważne rekomendacje kupna, które okazały się trafne – mówi Marek Mikuć.

Spod pióra Marcza pod koniec stycznia 2009 r. wyszła strategia, w której pisał, że dynamiczny wzrost na rynku akcji zacznie się już w pierwszym kwartale. W drugiej połowie roku, gdy inwestorzy zaczęli szukać pretekstu do odreagowania wcześniejszej silnej zwyżki, Marczak podtrzymał pozytywną rekomendację i wyznaczył poziom dla indeksu WIG20 na koniec roku na 2500 punktów. Sprawdziło się idealnie.

Pozytywna strategia dla rynku była przyczynkiem do wysokich ocen także w przypadku Arkadiusza Chojnackiego.

– Oprócz bardzo dobrego wyuczucia i znajomości branży budowlanej oraz deweloperskiej, trafnie przewidział rozwój sytuacji w 2009 roku. Uznanie należy mu się także za zbudowanie dobrego zespołu analiz w Ipopemie – twierdzi Paweł Homiński z Noble Funds TFI.

Do Ipopemy Arkadiusz Chojnacki trafił na początku 2009 roku. W 2008 r. na krótko zagościł w polskim oddziale portugalskiego biura maklerskiego Espirito Santo de Investimento jako dyrektor działu analiz. Wcześniej przez osiem lat był analitykiem w Domu Maklerskim Banku Handlowego.

Półtora roku temu dział analiz Ipopemy był jednym z najgorzej ocenianych przez zarządzających

z funduszy inwestycyjnych i emerytalnych. Chojnacki dostał za zadanie zbudowanie profesjonalnego zespołu, który będzie przygotowywał raporty dla 60–65 spółek (średnia dla rynku to 50 spółek). I to mu się udało. W klasyfikacji zespołowej specjaliści z tego biura maklerskiego zajęli drugie miejsce w rankingu „Forbesa” (na wynik składają się punkty zebrane przez wszystkich analityków). Oprócz Chojnackiego, w pierwszej dziesiątce najbardziej pomocnych w pracy zarządzających zna-

lazł się jeszcze Tomasz Bursa, który wydaje rekomendacje dla banków – 12 pkt z czterech instytucji.

Jeszcze lepiej Ipopema wypadła w ogólnej ocenie departamentów researchu. Zarządzający oceniali je pod czterema względami: kompleksowość oferty, profesjonalizm, walory estetyczne i merytoryczne przygotowanych raportów. Uznali, że Ipopema działa najbardziej profesjonalnie, a w pozostałych kategoriach ułokowali ją na drugim miejscu, co ostatecznie i tak pozwoliło uzyskać najlepszy wynik. Zebrała 4,11 pkt na 5 możliwych, wyprzedzając o 0,01 pkt DI BRE Banku i o 0,38 pkt ING Securities.

Biuro analiz DI BRE minimalnie ustąpiło Ipopemie w ogólnej ocenie, ale to ten zespół wniósł najlepiej do pracy zarządzających w 2009 roku. Oprócz Michała Marcza w pierwszej dziesiątce znaleźli się Kamil Kliszcz (4. miejsce, 48 pkt z 16 instytucji), który zajmuje się spółkami paliwowymi, energetycznymi, chemicznymi i handlowymi, oraz Marta Jeżewska, specjalistka od banków (7. pozycja, 23 pkt z 7 instytucji).

Lauryzbrane, teraz trzeba udowodnić, że nie było to tylko dzieło przypadku. Arkadiusz Chojnacki jest umiarkowanym optymistą i na koniec roku widzi WIG20 na poziomie 2600–2700 punktów, nie wykluczając głębszej korekty po drodze. ☺

NAJLEPSZE ZESPOŁY ANALITYKÓW

miejsce	biuro maklerskie	punkty*	liczba analityków**	udział biura w obrotach na GPW (proc.)***
1.	DI BRE Banku	139	5	7,24
2.	Ipopema Securities	89	7	8,50
3.	DM Banku Handlowego	73	5/10	12,79
4.	ING Securities	61	6/10	10,92
5.	DM IDMSA	29	7	1,18
6.	UniCredit CAIB Polska	21	6/11	6,76
7.	Erste Securities	20	5/12	2,05
8.	Millennium DM	18	6	2,08
9.	DM BZ WBK	16	5	11,00
10.	DB Securities	15	5/6	3,61
11.	DM PKO BP	10	7	6,56
11.	Wood & Company	10	3/9	3,02

* wynik zespołów to suma punktów przyznanych poszczególnym analitykom przez zarządzających.

Prezentujemy firmy, które zebrały przynajmniej 10 pkt

** w niektórych biurach rekomendacje dla największych spółek z GPW przygotowują także analitycy zatrudnieni w zagranicznych firmach z tej samej grupy kapitałowej (druga liczba obejmuje także ich).

*** za 2009 r. (dotyczy rynku akcji)

Źródło: obliczenia własne, GPW

z dużymi ofertami publicznymi, spodziewam się korekty, która zniesie indeks do przedziału 1900–2100 pkt. W związku z tym obecnie należy wstrzymać się z zakupem akcji, bo choć większość naszych wycen wskazuje na potencjał wzrostu wartości spółek, to wkrótce pojawiają się lepsze warunki do zwiększania zaangażowania na rynku akcji.

*fragment strategii wydanej 26 stycznia (WIG20 miał wtedy 2400 pkt, dwa tygodnie później spadł do 2170 pkt)



Piotr Zielonka:

DOBRE REKOMENDACJE

23 stycznia 2009 r. zmienił rekomendację dla Budimexu z trzymaj do kupuj i wycenił akcje na 74,4 zł, co oznaczało

35-proc. potencjał wzrostu. Osiem miesięcy później akcje właśnie tyle kosztowały. Dziś rynek wycenia je na blisko 90 złotych. W maju 2009 r. wydał raport o sektorze budowlanym, w którym pesymistycznie ocenił szanse na jego wzrost. Żadnej z ośmiu ocenianych spółek nie wydał rekomendacji kupna. Zalecił sprzedaż m.in. Hydrobudowy. Dziś ta spółka kosztuje 30 proc. mniej, a indeks WIG-Budownictwo przez ostatnie 10 miesięcy radził sobie znacznie gorzej niż cały rynek.

PROGNOZA

Nie wierzę w globalne ożywienie gospodarcze w kształcie litery V. Pieniądze, które są pompowane w gospodarkę przez rządzący na całym świecie, nie pomogą wrócić na tory trwałego wzrostu. Nie pomogą, bo z wyjątkiem projektów infrastrukturalnych są kierowane w sektory, które nie zapewniają efektu mnożnikowego:

- banki – dbają bardziej o płynność bilansu, niż o kreowanie akcji kredytowej,
- przemysł motoryzacyjny – w żaden sposób innowacyjny, chodzi tylko o utrzymanie stopy bezrobocia na niskim poziomie w USA i Niemczech,
- sektor green energy – nie ma żadnego sensu ekonomicznego bez dopłat państwowych.

Dlatego w średnim terminie spodziewam się znaczącej korekty i obstawiam sektory oraz spółki defensywne. Nie zalicza się do nich sektor deweloperski (komercyjny) i budowlany, z wyjątkiem spółek działających w sektorze energetycznym, gdzie będą gigantyczne nakłady inwestycyjne, więc te powinny rosnąć.



3

Piotr Zielonka
DM BH

Dla Michała Marcza korekta, która zniesie WIG20 do 2100 pkt, jest punktem wyjścia. Oznaczałoby to spadek o około 15 procent. Na koniec roku oczekuje podobnego poziomu jak obecnie (2500 pkt, +/- 5 proc.). Optymizmem nie tryska Piotr Zielonka, dlatego rekomenduje spółki i sektory defensywne, czyli m.in. energetykę i działające w tym sektorze spółki budowlane. Rozliczenie za rok. Do tego czasu inwestorzy indywidualni, którzy

mają mniej możliwości bezpośredniego konsultowania się z analitykami niż instytucje, muszą pamiętać, że nawet zwyczajcy tego rankingu nie uniknęli błędów w ostatnich miesiącach. Mają jednak bardzo dobry warsztat. I to właśnie z niego należy korzystać. A wyceny mocno odbiegające od aktualnych kursów lepiej potraktować jako inspirację do zainteresowania się spółkami, niż bezgranicznie w nie wierzyć. 1

RANKING DZIAŁÓW ANALIZ BIUR MAKLERSKICH*

biuro maklerskie	kompleksowość oferty**	profesjonalizm	jakość raportów i biuletynów***	przydatność raportów i biuletynów****	średnio	liczba ocen
Ipopema Securities	4,04 (2)	4,23 (1)	4,08 (2)	4,08 (2)	4,11 (1)	28
DI BRE Banku	4,10 (1)	4,04 (2)	4,11 (1)	4,14 (1)	4,10 (2)	31
ING Securities	3,79 (3)	3,88 (4)	3,67 (3)	3,58 (3)	3,73 (3)	26
DM BH	3,56 (4)	3,92 (3)	3,4 (7)	3,2 (6)	3,52 (4)	27
DM BZ WBK	3,46 (5)	3,48 (5)	3,42 (5)	3,32 (5)	3,42 (5)	28
DM IDMSA	3,39 (6)	3,47 (6)	3,47 (4)	3,35 (4)	3,42 (5)	20
UniCredit CAIB	3,38 (7)	3,08 (9)	3,42 (5)	2,88 (9)	3,19 (7)	28
DB Securities	2,96 (9)	3,24 (7)	3,12 (8)	2,88 (9)	3,05 (8)	27
Wood&Company	3,12 (8)	3,12 (8)	2,94 (11)	2,94 (8)	3,03 (9)	19
Millennium DM	2,83 (11)	3 (11)	3,11 (9)	3,11 (7)	3,01 (10)	20
Erste Securities	2,77 (12)	3,05 (10)	3 (10)	2,68 (12)	2,88 (11)	24
DM PKO BP	2,87 (10)	2,87 (13)	2,91 (12)	2,83 (11)	2,87 (12)	25
KBC Securities	2,61 (13)	2,94 (12)	2,61 (13)	2,44 (13)	2,65 (13)	20

*Inwestorzy instytucjonalni oceniali departamenty analiz biur maklerskich, z którymi współpracowali w 2009 r. (z wyjątkiem brokerów należących do tej samej grupy kapitałowej). Ankiety były kierowane do zespołów zarządzania lub do dyrektorów inwestycyjnych. Odpowiedziały 32 instytucje, które zarządzają aktywami wartymi 262 mld złotych. Badanie zostało przeprowadzone w okresie 4–15 marca 2010 r. Wynik w każdej kategorii to średnia arytmetyczna z otrzymanych ocen. Ostateczny wynik to średnia arytmetyczna z wyników każdej z czterech kategorii. Prezentujemy biura, które otrzymały min. 15 ocen ** liczba spółek i sektorów, dla których przygotowywane są analizy; dostęp do analityków; inne produkty: makro, prognozy zysków, portfele modelowe itp. *** walory estetyczne (czytelność, przejrzystość itp.); dotyczy wszystkich produktów wydawanych przez dział analiz **** walory merytoryczne (trafność wniosków i spostrzeżeń, dokładność prognoz itp.)
Źródło: obliczenia własne