

# Perspektywy polskiego rynku - miesięcznik

20 lutego 2007

## Na rozdrożu

**Uważamy, że obecne warunki na rynku nie pozwalają na zdecydowane opowiedzenie się ani po stronie agresywnej, ani po defensywnej, dlatego też utrzymujemy neutralne podejście na najbliższe cztery tygodnie. W przypadku poszczególnych sektorów zalecamy przeważanie banków, w tym akumulowanie Pekao i BPH. Utrzymujemy także pozytywne nastawienie do sektora IT, a w tym Prokomu. Jednocześnie podtrzymujemy niedoważanie sektora energetycznego oraz zamknięcie długiej pozycji na akcjach PGNiG. Negatywne nastawienie cały czas mamy do sektora metalowo-wydobywczego oraz do spółek z branży telekomunikacyjnej. Jeśli chodzi o media zalecamy redukcję długiej pozycji na akcjach TVN oraz niedoważanie Agory.**

W styczniu nie byliśmy świadkami zmiany polityki monetarnej w Polsce i wydaje się, że obecny poziom stóp procentowych jest odpowiedni dla stabilizacji inflacji blisko docelowego poziomu w średnim terminie. Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobny scenariusz zakłada, iż RPP nie podwyższy stóp procentowych wcześniej aniżeli na początku 2008. Jednakże należy zauważyć, że po ostatnich danych makro i komentarzach członków banku centralnego, ryzyko zacieśnienia polityki monetarnej się zwiększyło. Tak więc, jeśli przyszłe dane (w szczególności te z rynku pracy) zasygnalizują pogarszającą się sytuację inflacyjną, niespodzianka ze strony RPP może być możliwa.

Pomimo tego, iż MSCI World jest handlowany teraz na historycznie wysokich poziomach, polski rynek jest o 5% niżej od szczytu z początku lutego. W styczniu indeks WIG 20 zachowywał się dużo lepiej zarówno od rynków światowych jak i MSCI EMF, tak więc realizacja zysków nie pociąga za sobą negatywnej wymowy. Krajowe czynniki dotyczące przepływu kapitału w OFE oraz funduszach inwestycyjnych były w poprzednim miesiącu najlepsze w historii, dlatego ostrożne zachowanie na rynku w pierwszej połowie lutego jest całkiem dobrym sygnałem, wskazując w pewnym stopniu potencjał na dalsze zwyżki w krótkim terminie, a co najmniej ograniczając ewentualny potencjał spadkowy.

Po ostatniej korekcie, rynki wydają się być na rozdrożu z klarownymi perspektywami zarówno na spadki jak i na wzrosty. Ewentualna korekta powinna być nie większa niż 5-10% w związku bardziej optymistycznym nastawieniem ze strony menedżerów OFE oraz dalszym napływem środków do funduszy inwestycyjnych. Do optymistycznego rozwoju wydarzeń może przyczynić się utrzymanie pozytywnego globalnego sentymentu, a efektem tego może być kolejny rekord na WIG 20 napędzany przepływami do funduszy. Sądzymy, że nie jest to dobry moment na obieranie pozycji w średnim terminie. Jeśli WIG 20 dotarłby szybko w okolice naszego poziomu docelowego na ten rok – 3700 pkt., rozważalibyśmy mocniejszą korektę. Jeśli jednak rynek pozostanie w ruchu korekcyjnym to zalecalibyśmy budowanie pozycji w akcjach 5-10% poniżej obecnego poziomu.

---

**Zespół analityczny:****Marek Juraś****Paweł Burzyński****Flawiusz Pawluk****Paweł Puchalski****Andrzej Szymański****Tomasz Sokołowski**, Research Associate**Marta Rossa**, Research Associate

---

**Zespół analiz ekonomicznych:****Maciej Reluga****Piotr Bielski****Piotr Bujak****Cezary Chrapek**

---

**Opracowanie wersji polskiej:****Tomasz Kaczmarek**, doradca inwestycyjny

tomasz.kaczmarek@bzwbk.pl

**Michał Cichosz**

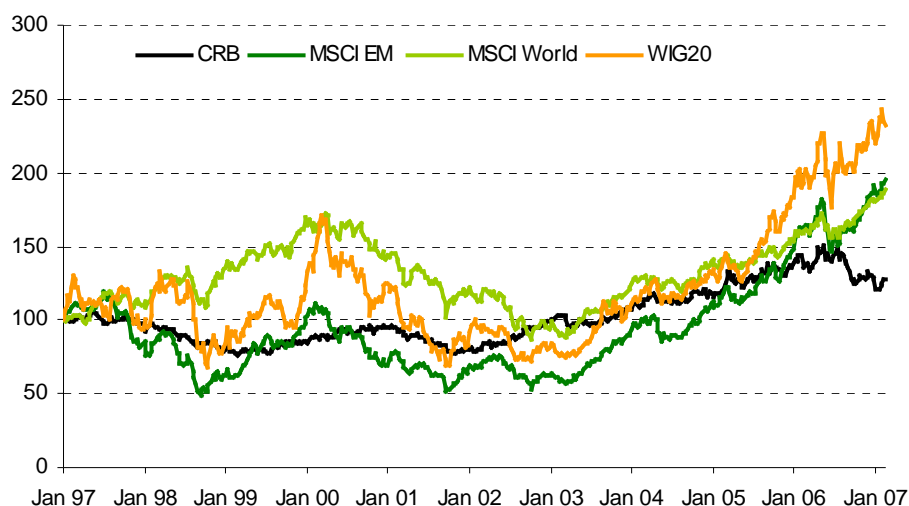
michal.cichosz@bzwbk.pl

## Perspektywy polskiego rynku akcji

Hossa na rynkach globalnych trwa nieprzerwanie od ostatniego lata. Początek roku 2007 przyniósł kolejne argumenty dla kupujących – mocne spadki cen surowców ograniczyły presję inflacyjną, a ostatnie dane makro pokazały, że gospodarka amerykańska w najgorszym wypadku zaliczy „miękkie lądowanie”. W średnim terminie trend zbliża się do etapu dojrzałości i wykazuje pewne sygnały osłabienia, ale nie możemy stwierdzić, że jesteśmy blisko odwrócenia tendencji. Z racji, iż nie jesteśmy w stanie znaleźć żadnego argumentu, który by usprawiedliwiał ewentualne pogorszenie światowego sentymentu, możemy tylko powtórzyć to co napisaliśmy miesiąc temu: „rynki globalne są w tak dobrym stanie, że mądry inwestor nie powinien zadawać pytań, ale raczej trzymać się trendu do momentu jego zakończenia”.

Pomimo tego, iż MSCI World jest handlowany teraz na historycznie wysokich poziomach, polski rynek jest o 5% niżej od szczytu z początku lutego. W styczniu indeks WIG 20 zachowywał się dużo lepiej zarówno od rynków światowych jak i MSCI EMF, tak więc realizacja zysków nie pociąga za sobą negatywnej wymowy. Krajowe czynniki przepływu kapitału w OFE oraz funduszach inwestycyjnych były w poprzednim miesiącu najlepsze w historii, dlatego ostrożne zachowanie na rynku w pierwszej połowie lutego jest całkiem dobrym sygnałem, sygnalizując w pewnym stopniu potencjał na dalsze zwwyżki w krótkim terminie, a co najmniej ograniczając ewentualny potencjał spadkowy.

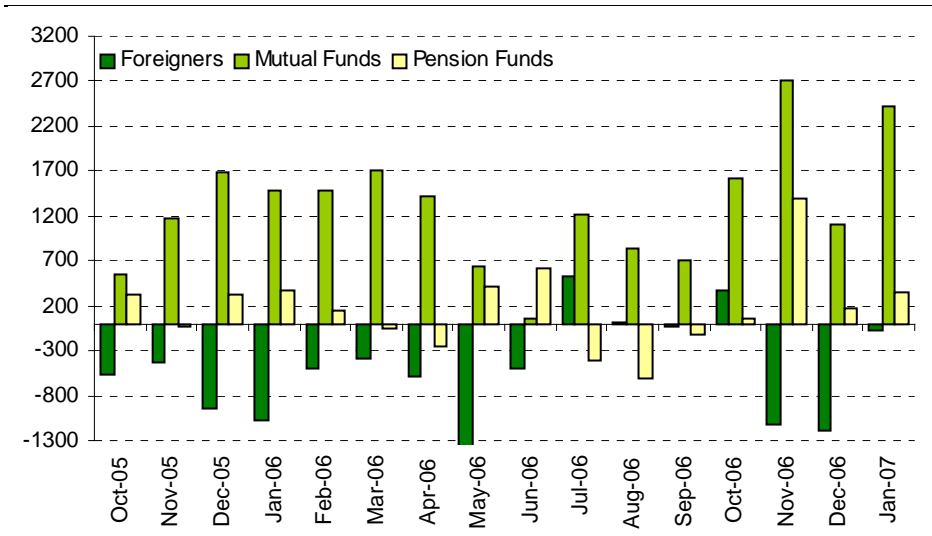
**Zachowanie rynków i surowców**  
*Rebalanced to 100*



Source: Bloomberg, DM BZ WBK estimates

W styczniu klienci indywidualni funduszy inwestycyjnych wpłacili rekordowe 4,7mld PLN nowego kapitału. Luty nie powinien poprawić tego rekordu, ale ma szansę pozostać powyżej 12-miesięcznej średniej wpływów netto na poziomie 2,3mld PLN. Fundusze emerytalne zmieniły ostatnio swoje podejście do rynku akcji, które jest teraz bardziej optymistyczne. Najlepszym dowodem na metamorfozę jest rekordowo wysoki poziom alokacji w ryzykowne papiery, który na koniec stycznia wyniósł 36,2%.

W ciągu ostatnich czterech tygodni, mieliśmy bardzo wiele transakcji na dużych pakietach akcji, które prawdopodobnie pochodziły ze strony inwestorów zagranicznych. Międzynarodowi inwestorzy stali po stronie podaży przez większość roku poprzedniego, a w sumie sprzedali polskie akcje za 6,4mld PLN. Styczeń i luty były historycznie najlepszymi miesiącami w roku jeśli chodzi o wpływ na GPW ze strony zagranicy. Jednakże w tym roku pierwsze dwa miesiące sygnalizują, że odwrót międzynarodowych graczy z rynku polskiego jest kontynuowany.

**Zakupy polskich akcji przez poszczególne grupy inwestorów**  
 w mln PLN


Source: Bloomberg, DM BZ WBK estimates

Pomimo tego, iż jesteśmy w połowie sezonu publikacji wyników za IV kw. '06, nie oczekujemy z tej strony jakiegoś przełomu. Prognozujemy, że zyski ogółem powinny wzrosnąć r/r jedynie o 4%, dużo mniej niż 13-38% rocznej dynamiki w poprzednich kwartałach 2006. Ciągłe jednak, biorąc pod uwagę ostrożne zachowanie inwestorów przed okresem wyników, ryzyko spadku powinno być ograniczone.

Generalnie sytuacja na GPW jest podobna do tej, którą obserwowaliśmy cztery tygodnie temu. W krótkim terminie zasięg spadku jest nie większy niż 5-10% w związku bardziej optymistycznym nastawieniem ze strony menedżerów OFE oraz dalszym napływem środków do funduszy inwestycyjnych. Do optymistycznego rozwoju wydarzeń może przyczynić się utrzymanie pozytywnego globalnego sentymentu, a efektem tego może być w przeciągu kilku tygodni następny rekord na indeksie WIG 20 napędzany kolejnymi przepływami do funduszy.

Po ostatniej korekcie rynki wydają się być na rozdrożu z klarownymi perspektywami zarówno na spadki jak i na wzrosty. Sądzymy, że nie jest to dobry moment na obieranie pozycji w średnim terminie. Jeśli WIG 20 dotarłby szybko do nowego szczytu, rozważalibyśmy mocniejszą korektę. Jeśli jednak rynek pozostanie w ruchu korekcyjnym to zalecalibyśmy budowanie pozycji w akcjach 5-10% niżej od obecnego poziomu.

## Godne zainteresowania spółki o średniej i małej kapitalizacji

W ostatnim miesiącu nasz portfel średnich i małych spółek dał rekordową stopę zwrotu na poziomie 38,1%. Pięć na osiem spółek wzrosło o więcej niż 30%. Największą gwiazdą był TUP, który zyskał 127,3%. Mostostal Zabrze zwyżkował o 62,2%, a Impexmetal o 48,7%. Cena Polnordu wzrosła o 39,4%, a Tella o 33,9%.

### Rekomendowane spółki na okres 15 stycznia '07 – 15 Feb'07

Spółka	Ticker	Zmiana
Stalprodukt	STP PW	8.5%
Mostostal Zabrze	MSZ PW	62.2%
Polnord	PND PW	39.4%
Hydrobudowa	HBD PW	12.1%
Impexmetal	IPX PW	48.7%
Opoczno	OPO PW	-2.5%
TUP	TUP PW	127.3%
Tell	TEL PW	33.9%
<b>Średnia</b>		<b>38.1%</b>

Source: WSE, DM BZ WBK estimates

Po jednomiesięcznej przerwie wracamy do akcji PBG, które naszym zdaniem są najbardziej atrakcyjną inwestycją w sektorze construction. PBG razem z Hydrobudową powinny zyskać w wyniku inwestycji infrastrukturalnych finansowanych z funduszy UE.

Groclin – Oczekujemy dobrych wyników za 4 kw. '06 po znaczącej restrukturyzacji kosztów, które miało miejsce w tym roku. Perspektywa na 2007 rok pozostaje dobra, ale będzie ona zależała w dużym stopniu od kursu EUR/PLN.

Mostostal Zabrze pozostaje w naszym portfelu pomimo silnej zwyżki cen akcji w ostatnim miesiącu, ponieważ w dalszym ciągu widzimy potencjał wzrostu przy obecnym kursie.

Cały czas wierzymy, że Stalprodukt jest dobrym wyborem, bo tegoroczne inwestycje w zwiększenie zdolności produkcyjnych powinny mieć bardzo pozytywny wpływ na wyniki spółki.

WSiP – akcje są mocno niedowartościowane z P/E na poziomie 12x oraz przy dużej ilości gotówki w spółce. Oczekujemy stopy dywidendy na poziomie 7,5%. Gotówka będzie prawdopodobnie wykorzystana na akwizycje oraz kolejny wykup własnych akcji, co powinno przełożyć się pozytywnie na obraz spółki w oczach inwestorów.

Pozostawiamy w portfelu TUP, mimo 127% zwyżki w ostatnim miesiącu. Uważamy, że spółka jest ciągle nieodkryta przez wielu inwestorów. Podoba nam się interesujący model biznesowy podobny do venture capital inwestującego w nieruchomości, który wydaje się atrakcyjny i zyskowy.

### Rekomendowane spółki na najbliższe cztery tygodnie

Spółka	Ticker	Cena 15 lutego (PLN)
PBG	PBG PW	295.8
Groclin	GCN PW	53.0
Mostostal Zabrze	MSZ PW	8.5
Stalprodukt	STP PW	749.5
WSiP	WSP PW	11.7
Hydrobudowa	HBD PW	157.0
TUP	TUP PW	27.4

Source: WSE, DM BZ WBK estimates

# Zestawienie bieżących zaleceń taktycznych DM BZ WBK

Sektor/Spółka	Zalecenie taktyczne	07P P/E	Komentarze
<b>Banki</b>	<b>Przeważaj</b>	<b>20,4</b>	Wszystkie banki dały w ostatnim miesiącu lepsze stopy zwrotu od rynku dzięki oczekiwaniom dobrych wyników kwartalnych oraz dobrej ocenie perspektyw tego sektora na 2007 rok. Czynniki te nie są jeszcze w pełni zdyskontowane i relatywna siła banków w najbliższym miesiącu może zostać podtrzymana. Utrzymujemy rekomendację przeważania banków akcjami Pekao oraz BPH.
Pekao	Przeważaj	22,0	Zalecamy zwiększanie pozycji w Pekao i BPH, po realizacji zysków, która miała miejsce w połowie lutego. Oczekujemy, że inwestorzy powinni docenić przyrost zysków Pekao po połączeniu z BPH. Z naszych kalkulacji wynika, że Pekao poprawi w 2008 roku EPS o 37% w stosunku do 2007. BPH przy stałym parytecie jest teraz w pewnym sensie instrumentem pochodnym akcji Pekao.
PKO BP	Neutralnie	19,7	
BPH	Przeważaj	17,3	
BRE	Neutralnie	22,5	
<b>Energetyka</b>	<b>Przeważaj</b>	<b>12,8</b>	Utrzymujemy zalecenie niedoważaj dla sektora głównie przez Lotos, zamykając przy tym długą pozycję na akcjach PGNiG, z racji wzrostu kursu akcji w ostatnim czasie.
PKN Orlen	Neutralnie	9,2	Zalecamy niedoważanie Lotosu pomimo spadku cen akcji o 6% w ostatnim miesiącu. Spółka jest ciągle droga w porównaniu do naszej ceny docelowej na poziomie 40 PLN. Zamykamy długą pozycję na PGNiG, po tym jak akcje te były najlepszą inwestycją ze spółek z WIG 20 w ostatnim miesiącu.
Lotos	Niedoważaj	11,7	
PGNiG	Neutralnie	16,0	
MOL	Neutralnie	-	
<b>Metale &amp; Górnictwo</b>	<b>Niedoważaj</b>	<b>9,4</b>	Utrzymujemy negatywne zdanie dotyczące sektora głównie za sprawą KGHM. Uważamy, że trend spadkowy na rynku miedzi zostanie utrzymany za sprawą słabszego wzrostu ekonomicznego w ujęciu globalnym oraz wzrostu zapasów surowca.
Kety	Neutralnie	17,0	Utrzymujemy zalecenie niedoważaj dla KGHM oraz neutralnie dla Kety. W krótkim terminie ceny miedzi raczej zanotują odbicie w wyniku większego popytu ze strony Chin, ale w dłuższym terminie presja na ceny będzie w dół z powodu zwiększających się zapasów tego surowca oraz uruchomienia kilku nowych projektów wydobywczych w najbliższym czasie.
KGHM	Niedoważaj	8,6	
<b>Telekomy</b>	<b>Niedoważaj</b>	<b>20,8</b>	Podtrzymujemy rekomendację niedoważania telekomów. Jednakże, jeśli chodzi o TPSA, uważamy, że słabość spółki będzie tymczasowa w związku z niepewnym efektem procesu deregulacji. W przypadku Netii zalecenie jest oparte w czystym stopniu na fundamentach.
TPSA	Niedoważaj	20,8	Akcje TPSA po dobrych wynikach za IV kw. '06 będą teraz bardziej narażone na działania konkurentów oraz regulatora, aniżeli oparte na faktycznych twardych danych finansowych. W przypadku Netii, po zmniejszeniu udziału w operatorze komórkowym, spółka nie oferuje żadnego potencjału wzrostu wynikającego z fundamentów.
Netia	Niedoważaj	n.a.	
<b>Media</b>	<b>Niedoważaj</b>	<b>42,8</b>	
Agora	Niedoważaj	57,8	Oczekujemy relatywnie dobrych wyników spółki za IV kw. '06 oraz w najbliższych kwartałach 2007, ale będą one wynikać z bardzo niskiej bazy w poprzednich kwartałach. Ciągłe wierzymy, że Agora nie przeszła żadnego przełomu, który sygnalizowałby sens kupna akcji w tym momencie.
TVN	Przeważaj	34,3	
			Niektórzy inwestorzy przestraszyli się uzyskaniem koncesji przez TV Puls będącym w rękach News Corp, ale na tą chwilę uważamy, że akcje spółki mogą się zachowywać lepiej od rynku w najbliższym czasie.
<b>Inne</b>	<b>Przeważaj</b>	<b>33,2</b>	
Prokom	Przeważaj	20,2	Słaby 2006 rok wreszcie dobiega końca, a IV kw. '06 może na pozycji netto dać miłą niespodziankę. Nie oczekujemy na razie większego ożywienia w segmencie publicznym, ale optymalizacja kosztów w spółce matce, konsolidacja Asseco przy oczekiwanych przejęciach przez tą spółkę powinny dostarczyć dobrych fundamentów do wzrostu cen akcji Prokomu. Podtrzymujemy zalecenie przeważaj.
Bioton	Neutralnie	47,7	Utrzymujemy neutralne nastawienie, gdyż w najbliższych tygodniach nie oczekujemy żadnych pozytywnych informacji ze spółki. Wyniki za IV kw. '06 będą raczej słabe. Motywem wspierającym cenę Biotonu w średnim terminie może być zwiększenie udziału Biotonu w HTL Strefa.
GTC	Neutralnie		Nie analizowany
CEZ	Neutralnie		Nie analizowany

*\* Zalecenia taktyczne odzwierciedlają pogląd autorów rekomendacji dotyczący przyszłego krótkoterminowego zachowania się kursu akcji spółek. Wartość fundamentalna spółek jest odzwierciedlona w oficjalnych rekomendacjach.*

Wszystkie wykresy przygotowano za pomocą programu Metastock. Dane do wykresów dostarcza GPW, Akcje.net i DM BZ WBK S.A. Źródłem pozostałych danych są PAP, Reuters, prasa finansowa i internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. Dane prezentowane w niniejszym raporcie zostały uzyskane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez DM BZ WBK S.A. za wiarygodne, jednakże DM BZ WBK S.A. nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. Niniejsze opracowanie i zawarte w nim komentarze są wyrazem wiedzy oraz poglądów autorów i nie powinny być inaczej interpretowane. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez pisemnej zgody DM BZ WBK S.A. jest zabronione.