



## Michał Stalmach

zarządzający  
funduszami akcyjnymi

Absolwent Akademii Leona Koźmińskiego, gdzie z wyróżnieniem ukończył kierunek Finanse i Bankowość. Posiada licencję maklera papierów wartościowych, aktualnie uczestnik programu CFA. Karierę zawodową rozpoczął w 2009 roku w DM BOS, gdzie zajmował stanowisko analityka. W 2016 roku dołączył do Nationale-Nederlanden PTE jako Młodszy Zarządzający Portfelem Akcji. Od października 2017 roku wzmocnił Skarbiec TFI, jako Zarządzający funduszem Skarbiec Małych i Średnich spółek oraz częścią akcyjną funduszu Skarbiec III Filar. Od października 2019 jako Zarządzający Skarbiec Akcja i Skarbiec Waga.

## Komentarz do wyniku w grudniu 2019 roku

Grudzień zakończył 2019 rok na rynkach w przyzwyczajonych nastrojach. Nie doszło co prawda do podpisania pierwszej fazy umowy handlowej pomiędzy USA, a Chinami, ale USA wycofały się z wprowadzenia kolejnych ceł na Chiny. Ustalono też, że umowa zostanie podpisana 15 stycznia, a następnie rozpoczną się dalsze negocjacje. Był to główny czynnik wspierający dobry sentyment na rynku. Sprzyjało to zwiększeniu apetytu na ryzyko, a co za tym idzie wzrostom cen akcji.

Po roku przerwy, tym razem Mikołaj dojechał na GPW, choć do końca drżeliśmy czy oby na pewno będzie miał po drodze. Ostatecznie jednak nie wszystkich obdarował po równo, a tym którzy nie zasłużyli się przez poprzednie miesiące roku, tu niechlubnie prezentował się WIG20, dał lekką karę. W efekcie WIG20 stracił w grudniu 0,4% (+2,7% w USD), największy pupil roku czyli sWIG80 zyskał 2,6%, a mWIG40 pozwolił dzięki 3,2% stopy zwrotu skończyć rok ponad kreską. W efekcie sWIG80 zyskał w 2019 roku 18,1%, mWIG40 3,0%, a WIG20... stracił 2,6% (-3,5% w USD, wszystkie stopy zwrotu z uwzględnieniem dywidend).

Przechodząc na poziom indeksów światowych w grudniu poza konkurencją pozostawał MSCI EM, wpierany porozumieniem handlowym na linii USA - Chiny. 7,4% stopy zwrotu w grudniu pozwoliło zakończyć rok solidnym, 18,6% zyskiem.

Mocne zachowanie giełd w 2019 roku to po pierwsze efekt przeceny z jesieni 2018 roku, co doprowadziło do relatywnie niskich poziomów „startowych” oraz po drugie prowadzonej na szeroką skalę ekspansyjnej polityki monetarnej. Przy płaskich EPS, wzrost indeksów to efekt wzrostu mnożników, które znajdują się obecnie powyżej 10-letnich średnich. W całym ubiegłym roku najwyższą stopę zwrotu osiągnął Nasdaq 100 +39,5% (w tym +4,0% w grudniu), następnie S&P500 +31,5% (+3,0%), DAX +25,5% (+0,1%) oraz DJIA +25,3% (+1,9%).

### Wyniki subfunduszu

Choć w 2019 roku GPW, na tle indeksów światowych indeksów rozczarowała, dla nas był to bardzo udany okres. Skarbiec Małych i Średnich Spółek skończył grudzień, tak jak i cały rok, na pierwszym miejscu w grupie porównawczej. Stopy zwrotu wyniosły odpowiednio 5,3% oraz 23,0% przy medianach w grupie porównywanych równych 2,7% i 7,4%. W stosunku rocznym udało się nam pobić benchmark o ponad 20 pkt proc. Mamy satysfakcję, że udało nam się z nawiązką odrobić straty z 2018 roku. Wierzmy, że nasz optymizm podzielają również zadowoleni Klienci.

Po krótko podsumowując pozytywną kontrybucję w grudniu, ponownie dobrze „zapracowała” branża producentów gier.

Z kolei analizując cały miniony rok dwie z naszych spółek portfelowych wypracowały stopę zwrotu przekraczającą 100%, a jedna była bardzo blisko tego wyniku. Kolejne osiem typów, kontrybuowało z wynikiem przynajmniej +50%. Wśród najlepszych typów znaleźli się producenci gier, spółki konsumenckie (deweloperzy, sprzedaż detaliczna, dystrybucja) oraz po jednym przedstawicielu IT oraz branży medycznej.

### Pozycjonowanie subfunduszu

W związku z napływami do subfunduszu alokacja utrzymuje się na poziomie ok. 95% i jest stopniowo zwiększana w kierunku pełnego zaangażowania (100%). Trzy-czwarte subfunduszu jest sprzedawalne w ciągu 10 dni. Powyższe ułatwia około 15% ekspozycja, możliwa do spieniężenia w ciągu jednego dnia, w prywatne spółki z indeksu WIG20. Subfundusz nie posiada ekspozycji zagranicznej, ponieważ uważam że na rynku lokalnym można znaleźć wiele ciekawych inwestycji z perspektywy relacji zysku, w tym wyceny do ryzyka.

### Strategia inwestycyjna

W obecnym komentarzu chcielibyśmy skupić się na przyszłości i przestawić nasze oczekiwania na 2020 rok, gdyż wydaje się, że dla polskich akcji może być on przełomowy, ale po kolei.

Powszechne przekonanie o silnej zależności pomiędzy gospodarką a giełdą, co prawda sprawdza się w długim terminie (mierzonym w dekadach), lecz nie koniecznie w krótkim, a nawet średnim.

## Zachowanie WIG i zmiana PKB Polski za lata 2003-2019 oraz prognoza PKB na 2020

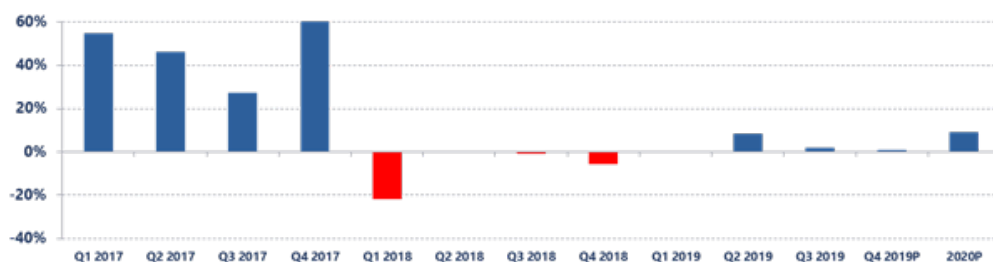


Źródło: Bloomberg, prognozy Citi Handlowy

W latach 2018-2019 silna polska gospodarka nie przełożyła się na wzrosty na giełdzie. Czy to oznacza, że możemy również doświadczyć odwrotnej tendencji - jak na przykład w 2012 roku? Prognozy ekonomistów zakładają, że spowolnienie dynamiki wzrostu PKB będzie raczej łagodne i spodziewane, co nie powinno stanowić negatywnego czynnika dla zachowania indeksu polskich akcji. Poważniejszych czynników ryzyka upatrujemy ze strony czynników specyficznych dla naszego rynku (temat kredytów CHF, zagraniczne przepływy kapitału, geopolityka, itd.). Dlatego jesteśmy pozytywnie nastawieni wobec możliwości jakie stawić będzie przed nami polski rynek w 2020 roku. Czy tego już gdzieś nie widzieliśmy? Pomimo spowalniającej globalnej gospodarki giełdowe indeksy, czy to amerykański czy niemiecki dostarczyły ponad 25-procentowe stopy zwrotu w 2019 roku.

Niemniej jednak czynnikiem wspierającym notowania lokalnych spółek powinny okazać się w końcu zyski. Po kilku słabszych kwartałach, 2Q 2019 był przełomowy dla wzrostu zagregowanych zysków spółek (dynamika wyniosła 9%). Z kolei w 3Q 2019 pomimo spadku dynamiki pozytywnie zaskoczyła szerokość wzrostu (2/3 z 100 analizowanych (najpłynniejszych) spółek poprawiło r/r zyski na poziomie netto).

## Zmiana r/r skumulowanych zysków dla 100 najpłynniejszych spółek z GPW



Źródło: Bloomberg, prognozy własne

## Wyceny (P/E) dla polskich indeksów od 2010 roku do obecnie



Źródło: Bloomberg

Prognozy domów maklerskich wskazują na utrzymanie pozytywnej tendencji w kolejnych kwartałach a inflacja powyżej wzrostu cen w przemyśle (PPI) daje podstawy oczekiwać poprawy marż spółek. Zakładamy, że w całym 2020 zyski na poziomie zagregowanym mają szansę **wzrosnąć o 9% r/r...**

... a spółki, w szczególności „misie”, są **atrakcyjnie wyceniane**.

WIG jest obecnie handlowany na PE 12M forward na poziomie 11,5x (najniżej od 2012 roku) oraz 6,6% poniżej długoterminowej średniej. Zdecydowanie największe dyskonto, równe 21,5%, osiąga mWIG40, przy jedynie 2,2% dla WIG20 i 0,3% dla sWIG80. Cały WIG jest również notowany z dużym dyskontem do MSCI EM (-21,75%), co wydaje się ograniczać potencjał spadku.

**... i te dyskonta mogą naszymi domknąć zakupy ze strony krajowych inwestorów.**

#### Napływy kapitału na GPW wg źródeł



Źródło: Ipopema Securities

Po dwóch latach odpływów z OFE i TFI oraz traceniu wagi w MSCI EM (szacujemy, że w 2019 roku w związku z traceniem przez Polskę wagi w indeksie MSCI EM podaż inwestorów zagranicznych przekroczyła 1 mld USD), odwrócenie przepływu kapitału zagranicznego powinno być istotnym czynnikiem wspierającym notowania spółek w 2020 roku. Wartość krajowych akcji w portfelach TFI jest najniższa od 2009 roku, stąd trudno oczekiwać, że powyższa sytuacja mogłaby się jeszcze znacznie pogorszyć. Zakładamy, że netto w bieżącym roku będzie to kwota równa zero, jednak można sobie również wyobrazić, że po dobrym początku roku chciwość weźmie górę i negatywna tendencja się odwróci. Przechodząc do strony popytowej, oczekujemy, że w 2020 napływy do PPK wyniosą 1,7 mld PLN (przy 35% partycypacji). Z kolei zakupy dokonywane przez OFE mogą w 2020 roku wynieść nawet ponad 3 mld PLN. Łącznie stanowiłyby to kwotę ponad 4,2 mld PLN (zagalimy, że 30% części udziałowej będzie lokowana w akcje zagraniczne). Realizacja takiego scenariusza stanowi swoisty „game changer” dla zachowania polskiej giełdy. Powyższy wpływ będzie w szczególności dotyczyć małych i średnich spółek, na które oddziałują przede wszystkim środki pochodzące od krajowych inwestorów, przez wzgląd płynności pozostając poza radarami inwestorów zagranicznych.

Cytując tekst piosenki „Nic nie może wiecznie trwać”, uważamy że środowisko poprawiających się zysków spółek oraz istotna poprawa salda przepływów, mogą po dwóch latach słabości, przełożyć się na bardzo dobre zachowanie krajowego indeksu. Nasuwa się pytanie, ile teoretycznie mogłyby wzrosnąć WIG w 2020 roku?

Składową stopę zwrotu z inwestycji są zarówno zmiany zysków spółki i mnożnika wyceny oraz dywidenda (którą pomijamy w naszej kalkulacji, gdyż jej delta rok do roku nie powinna mieć istotnego znaczenia). Jeśli przyjąć scenariusz bazowy, że strona kupująca wykorzysta efekt dyskonta w wycenie i będzie dążyć do powrotu w kierunku wieloletnich średnich, a prognoza wzrostu skumulowanego zysku spółek z WIG to 9%, okazuje się, że teoretycznie potencjał wzrostu dla polskiej giełdy to solidne 16%.

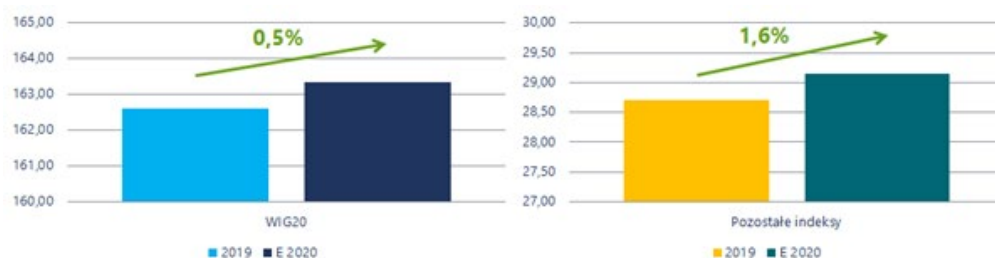
Wracając jeszcze do kwestii PPK, chcielibyśmy obalić pewien mit zgodnie z którym spółki z WIG20 (a w opinii niektórych wprost spółki państwowe), są głównym beneficjentem nowego programu.

## Wyceny (P/E) dla WIG od 2010 roku do obecnie



Źródło: Bloomberg

## Obroty na WIG20 oraz pozostałych spółkach w 2019 roku oraz teoretyczne w 2020 roku po uwzględnieniu PPK



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

W 2020 roku przy 35% partycypacji napływy do programu PPK powinny wynieść ok. 1,7 mld PLN, w tym ok. 0,75 mld PLN na WIG20 oraz 0,45 mld PLN na „misie”. Z kolei obroty na GPW w 2019 roku wyniosły 191,3 mld PLN, w tym 162,6 mld PLN przypadało na WIG20 oraz 28,7 mld PLN na pozostałe spółki. Zestawiając zatem historyczne obroty z prognozowanymi napływami, nominalnie więcej zyskałyby blue chips, jednak relatywnie napływ na „misie” ma szansę być zdecydowanie bardziej odczuwalny (może być 3x większy).

Przechodząc do klasycznego pytania **WIG20 czy „misie”?** Duże spółki pozostają pod wpływem polityki, które to ryzyko dało się ponownie odczuć inwestorom m.in. poprzez nieoczekiwane zmiany w zarządzie Pekao czy wezwanie PKN Orlen na Energe, które zrodziło typowanie kolejnych przejmujących i silne przeceny spółek o dobrej sytuacji bilansowej. Poza tym największe spółki pozostają pod wpływem trudnych do przewidzenia globalnych flowów i funduszy pasywnych. Brak powyższych ryzyk w gronie prywatnych spółek „misiowych”, którymi zainteresowanie wykazują przede wszystkim krajowi inwestorzy, wydaje się być silnym argumentem na ich korzyść. Ponadto relatywnie lepsze momentum wynikowe w „misiach” niż blue chips (o kilka punktów procentowych, które to może się jeszcze rozszerzyć przy rosnących rezerwach na kredyty frankowe), w połączeniu z ich atrakcyjniejszą wyceną mnożnikową i wyższymi stopami dywidend, łącznie przekłada się na wyższą oczekiwaną stopę zwrotu utwierdza nas w przekonaniu, że w swojej podgrupie małe i średnie spółki prezentują się zdecydowanie bardziej atrakcyjnie.

Pozostając optymistyczne nastawieni, chcielibyśmy jeszcze poruszyć kilka czynników, które mogłyby zaskoczyć na **plus w 2020 roku**. Zaczynając globalnie: (i) walka o reelekcję przez prezydenta Trumpa i deeskalacja „wojny” handlowej oraz (ii) długo oczekiwane osłabienie USD, wspierające napływy do funduszy rynków rozwijających. Schodząc na poziom lokalny, wymienilibyśmy: (i) rosnący stopień partycypacji w PPK, (ii) korzystne informacje z „frontu” banki – klienci w sporach o kredyty walutowe, (iii) napływy do TFI oraz (iv) dalsze wsparcie konsumenta jako toczącej

się kampanii prezydenckiej. Ponadto wydaje się, że poprzez negatywne postrzeganie spółek państwowych i sektora bankowego sentyment do GPW jest obecnie bardzo słaby. W naszej ocenie taki rozkład szans/ryzyk daje dostawy sądzić, że przy nawet niewielkiej poprawie w tym zakresie jest potencjał do re-ratingu wskaźników.

Podsumowując wydaje nam się, że o ile nie doświadczymy nagle załamania globalnego sentymentu, to może być dobry rok dla polskiej giełdy, w szczególności małych i średnich spółek.