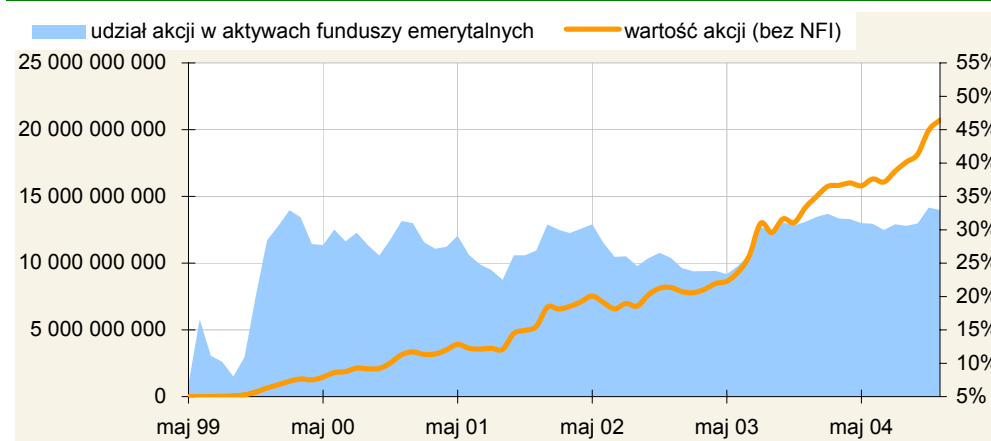


Inwestycje funduszy emerytalnych na rynku akcji grudzień 2004

Wartość akcji znajdujących się w portfelach funduszy emerytalnych w grudniu wzrosła o +3,8%, przekraczając po raz pierwszy w historii OFE granicę 20 mld PLN. Znacznie szybciej, bo o +12,2% rosła wartość akcji spółek notowanych na zagranicznych rynkach. Jednak ich udział w aktywach funduszy w dalszym ciągu pozostaje na poziomie istotnie niższym od ustawowej granicy. Na inwestycje w papiery tej grupy emitentów zdecydowały się cztery największe fundusze: Commercial Union, ING NNP, PZU Złota Jesień oraz AIG. Łącznie posiadają one papiery 32 spółek o równowartości 575 mln PLN, co stanowiło 2,7% ogólnej wartości portfela papierów udziałowych.

Zaangażowanie funduszy emerytalnych w polskie akcje

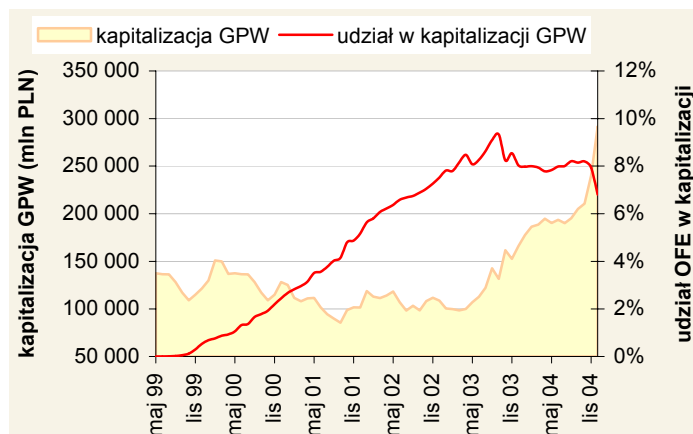


Źródło: Analizy Online na podstawie raportów OFE

Wzrost wartości akcji to między innymi wynik dobrej koniunktury giełdowej w grudniu, który stanowił swoiste ukoronowanie drugiego z kolei, świetnego roku dla krajowych emitentów. W ciągu ostatniego miesiąca WIG - wiodący indeks warszawskiego parkietu, wzrósł o +4,8% kończąc rok na poziomie wyższym niż w grudniu 2003 o prawie 28%. O 1/3, z czego w grudniu o +2,2%, poprawił swoją wartość MIDWIG, a koniec roku zdecydowanie należał do dużych spółek. Indeks WIG20 zyskał w ostatnim miesiącu +6,5% kończąc rok na poziomie wyższym o 25%.

Według naszych szacunków, wobec tak dobrej koniunktury w końcu roku, zarządzający funduszami emerytalnymi wstrzymali się z zakupami. Szacujemy, że saldo inwestycji w skali ostatniego miesiąca

Udział funduszy emerytalnych w kapitalizacji GPW



Źródło: Analizy Online na podstawie raportów OFE i danych z GPW

mogło wynieść -235 mln PLN. Mimo tego udział akcji w portfelach nie uległ istotnemu zmniejszeniu, pozostając na historycznie wysokim poziomie (32,96%). Grudzień przyniósł natomiast gwałtowny spadek udziału OFE w kapitalizacji do poziomu 6,8%, wobec 7,94% w końcu listopada. Jednym z głównych powodów tej sytuacji jest skokowy wzrost kapitalizacji (+21,5%) dzięki pojawieniu się na warszawskim parkiecie akcji spółki IVAX Corporation. Poza tym wartość rynkowa spółek z WGPW rosła dzięki zwyżkującym cenom akcji „starych spółek” oraz dzięki kolejnym debiutom.

Struktura portfela papierów udziałowych

grupa spółek	2003-12-31	2004-12-31
WIG20	76,11%	73,06%
MIDWIG	18,70%	20,01%
WIRR	0,76%	0,93%
NFI	0,31%	0,28%
pozostałe spółki krajowe	2,86%	2,05%
certyfikaty funduszy inwestycyjnych	0,03%	0,94%
notowane za granicą	1,22%	2,74%

Źródło: Analizy Online na podstawie raportów OFE

ciągu minionych 12 miesięcy straciła na znaczeniu są akcje wchodzące w skład indeksu WIG20. Przed rokiem stanowiły one ponad ¾ portfela papierów udziałowych, a w grudniu 2004 udział ten spadł do 73%. To w dalszym ciągu sporo, jednak biorąc pod uwagę skalę operacji największych funduszy nie można oczekiwać, że największe i najbardziej płynne spółki będą stanowiły istotnie mniejszą część portfela. Wzrost udziału papierów wchodzących w skład indeksów MIDWIG oraz WIRR, czy wzrost znaczenia certyfikatów funduszy (gros tej pozycji to papiery funduszu Arka Nieruchomości) to w naszej ocenie wyraźny sygnał wzrostu zainteresowania spółkami spoza WIG20. Oczywiście część tego zaangażowania jest pochodną wyższej dynamiki wzrostu cen giełdowych średniaków, którą mogliśmy obserwować szczególnie w pierwszej połowie roku. Nie zmienia to faktu, że ów segment spółek wszedł, miejmy nadzieję - na dłuższą, w sferę zainteresowań zarządzających OFE. Zresztą jest to tendencja, którą mogliśmy również obserwować w półrocznych raportach funduszy inwestycyjnych. Przypomnijmy, że tam udział spółek z WIG20 spadł w ciągu pierwszego półrocza aż o 10 pkt. procentowych.

20 spółek o największym udziale w portfelu

spółka	liczba akcji	wartość	udział
PKN	73 210 403	2 772 477 961,6	13,2%
TPS	132 213 374	2 615 180 537,7	12,5%
PKO	79 877 366	2 224 584 643,1	10,6%
PEO	13 329 135	1 853 816 095,8	8,8%
BPH	1 787 653	911 506 388,2	4,3%
KGH	19 577 767	618 461 659,5	2,9%
KTY	3 498 275	459 463 438,5	2,2%
BSK	1 157 070	446 108 338,5	2,1%
GTC	4 121 817	437 036 256,5	2,1%
BZW	4 270 115	414 670 867,7	2,0%
CST	3 291 654	385 123 518,0	1,8%
FSC	5 781 007	332 350 092,4	1,6%
OTP Bank	bd	320 234 464,7	1,5%
ECH	3 819 964	311 403 465,3	1,5%
PKM	1 988 866	291 189 871,1	1,4%
PGF	4 880 888	290 705 689,3	1,4%
ZWC	622 491	281 365 932,0	1,3%
CPL	2 388 790	266 469 524,5	1,3%
NET	57 411 740	256 056 360,4	1,2%
DBC	2 560 411	252 968 606,8	1,2%
razem		15 741 173 711,5	74,9%

Źródło: Analizy Online na podstawie raportów OFE

przez zarządzających. Oznacza to, że spadek udziału ponad połowy największych składników był konsekwencją ich wyprzedaży z portfela. Być może pewnym uzasadnieniem tego stanu rzeczy było „robienie miejsca” dla kolejnych debiutantów. Spośród tego grona, do top20 trafiły akcje 2 spółek.

Dzięki opublikowanym w pierwszej połowie stycznia kompletnym składom portfeli funduszy emerytalnych, możemy bliżej przyjrzeć się zmianom, jakie zaszły w nich na przestrzeni ostatniego roku. Porównanie struktury zagregowanych portfeli na początku i na końcu bieżącego roku pozwala postawić tezę o podejmowaniu prób dywersyfikacji, mających na celu umożliwienie osiągnięcia wyższych zysków. Właściwie jedyną kategorią (obok pozostałych spółek), która w

Troszkę ciekawych zmian pojawiło się w trzonie portfela akcyjnego emerytalnych funduszy. 20 największych z punktu widzenia znaczenia dla aktywów pozycji stanowiło prawie ¾ wartości zagregowanego portfela OFE. Przypomnijmy, że przed rokiem było to aż 83%. 12 miesięcy temu, aby trafić do elitarnej dwudziestki wystarczyło zainteresować zarządzających zdolnych wyłożyć 180 mln PLN. Rok później próg ów wyniósł już 250 mln PLN. Co ciekawe, tylko w przypadku 5 pozycji (PKO BP, Cersanit, GTC, DWR i PGF) nie mieliśmy do czynienia ze spadkiem udziału emitenta w portfelu akcyjnym. W pozostałych przypadkach wzrost wartości pozycji był niższy niż dynamika wzrostu wartości całego portfela. Co więcej, w pozostałych 15 przypadkach tylko dwukrotnie (Żywiec i Computerland) zmniejszenie udziału było wynikiem niższej dynamiki cen, przy jednoczesnym dokupowaniu akcji

Jeżeli uznamy, że wartość sprzedanych akcji spółki jest wyrazem braku dobrych perspektyw dla wzrostu ceny w przyszłości, to ową swoistą rekomendację „sprzedaj” uzyskało 76 papierów. Część z nich, tak jak PDA kredyt Banku czy Farmacolu lub Polfa Kutno, restrykcja ta dotknęła z oczywistych względów. Dla części jednak nie ma już tak prostego alternatywnego uzasadnienia, wobec braku dobrych perspektyw w przyszłości. Liderami pod względem wartości sprzedanych akcji okazały się papiery Prokomu (-253 mln PLN), Świecica (-136 mln PLN) i Dębicy (-93 mln PLN). Największe zmiany mierzone spadkiem zaangażowania w wielkości emisji odnotowaliśmy w przypadku Strzelca, Telmaxu i Kruka.

Udział w portfelu wobec struktury WIG

spółka	wartość	przeważenie
PKN	2 772 477 962	3,5%
TPS	2 615 180 538	1,6%
PKO	2 224 584 643	1,4%
BSK	446 108 339	1,3%
PEO	1 853 816 096	1,2%
TVN	24 231 239	-1,0%
BHW	88 528 768	-1,0%
AGO	227 697 150	-1,0%
BCA	166 737 915	-1,8%
KGH	618 461 660	-3,6%

Źródło: Analizy Online na podstawie raportów OFE

perspektywy ubiegłorocznego debiutanta z segmentu mediów - TVN, którego reprezentacja w portfelach odbiega in minus od udziału w indeksie WIG.

Łączna wartość nowych spółek w portfelu udziałowym funduszy, czyli takich których nie znaleźliśmy w sprawozdaniach z końca grudnia 2003, wyniosła aż 4,6 mld PLN, czyli ponad 1/5 całości portfela. Złożyło się na nią aż 70 pozycji, przy czym wartość 10 największych z nich przekroczyła 3,6 mld PLN. W gronie tym znajdziemy aż siedmiu tegorocznych debiutantów (PKO, GTC, Arka Nieruchomości, IVX, PEK, BCH i DWR). Dwa z nich to emitenci zagraniczni, przy czym akcje Ivax

10 nowych spółek o największym udziale w aktywach

spółka	liczba akcji	wartość	udział
PKO	79 877 366	2 224 584 643,1	10,6%
GTC	4 121 817	437 036 256,5	2,1%
BRS	10 174 603	203 899 044,1	1,0%
GTN	51 862 962	162 849 700,7	0,8%
PXM	4 409 841	148 214 756,0	0,7%
Arka Nieruchomosci FIZ	1 309 103	130 910 259,5	0,6%
IVX	2 716 943	126 962 746,4	0,6%
PEK	9 479 511	84 367 647,9	0,4%
BCH	2 407 341	75 349 773,3	0,4%
DWR	1 580 320	64 303 220,8	0,3%
razem		3 658 478 048,3	17,4%

Źródło: Analizy Online na podstawie raportów OFE

Boryszew i Getin.

Zwiększone zainteresowanie firmami o średniej i małej kapitalizacji, wobec wzrostu aktywów do poziomu 62 mld PLN, musi skutkować coraz większym udziałem funduszy emerytalnych w akcjonariacie tych podmiotów. Według naszych obliczeń w grudniu 2004 w portfelach funduszy znajdowały się akcje 21 spółek, w których udział w wyemitowanych łącznie akcjach przekraczał 25%. Łączny udział tych podmiotów w portfelu akcyjnym przekraczał już 10,5%. Wśród tego grona pojawił się jeden ubiegłoroczny debiutant - Pekaes, w którego akcjonariacie fundusze emerytalne stanowią 28,5%.

Pewną formą oceny perspektyw poszczególnych spółek jest również relacja ich udziału w portfelach funduszy wobec struktury portfela wzorcowego, stosowanego przy porównywaniu wypracowanych wyników. Wobec braku ogólnie przyjętego benchmarku dla części akcyjnej przyjęliśmy, iż dobrą miarą oceny struktury będzie struktura indeksu WIG. Obok wielu niedoskonałości wybór ów ma jedną ważną zaletę - indeks WIG jest zrozumiałym, łatwo dostępnym i ogólnie przyjętym miernikiem koniunktury na warszawskim parkiecie. Przy tak skonstruowanych kryteriach, spółkami o największym zaufaniu są PKN Orlen, TP S.A. oraz PKO BP. Na przeciwnym krańcu znajdują się „wiecznie niedowartościowany” KGHM, Bank Austria Creditanstalt oraz Agora. Zarządzających funduszami emerytalnymi nie przekonały również

Corporation zastąpiły papiery Polfy Kutno. Można powiedzieć, że zarządzający obdarzyli amerykańów niższym zaufaniem - rynkowa wartość akcji PFK będących w portfelach OFE w grudniu 2003 wyniosła 170 mln PLN, stanowiąc 1,2% wartości portfela udziałowego. Największy ubiegłoroczny debiutant zyskał ponad 10% udział w portfelu OFE, co oczywiście nie jest żadnym zaskoczeniem.

Sporym zainteresowaniem cieszyły się papiery spółki developerskiej GTC, a na kolejnych miejscach pojawiły się przeżywające swój renesans pod rządami nowych właścicieli

Największy udział OFE w kapitalizacji

spółka	% kapitalizacji	udział w portfelu
ELB	47,7%	0,2%
PGF	39,9%	1,4%
SNK	37,4%	0,6%
ECH	36,4%	1,5%
CSS	35,5%	0,1%
CPL	34,8%	1,3%
KTY	33,3%	2,2%
ALM	31,6%	0,2%
EMX	29,2%	0,5%
LTX	28,5%	0,2%
PEK	28,5%	0,4%
PLG	27,1%	0,2%
FCL	26,8%	0,9%
KRS	26,8%	0,4%
FTE	25,5%	0,4%
RLP	25,3%	0,1%

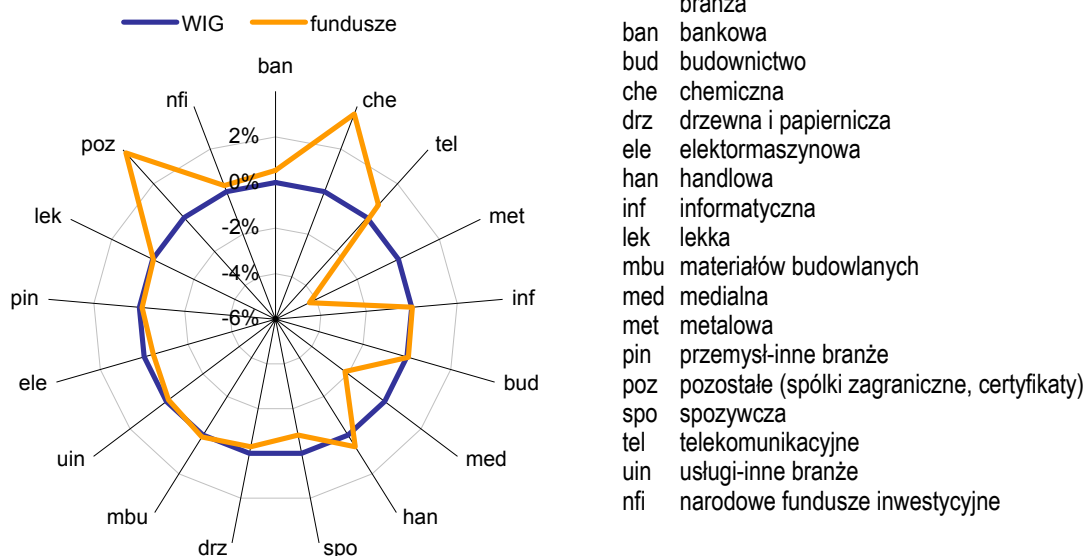
Źródło: Analizy Online na podstawie raportów OFE

Wśród spółek potencjalnie pozostających pod największym wpływem OFE znajdują się Elektrobudowa, PGF i Stomil Sanok. Piszemy potencjalnie, bo w rzeczywistym układzie sił istotną rolę odgrywają głosy na walnym zgromadzeniu oraz chęć do aktywnego korzystania z korporacyjnych uprawnień wynikających z posiadanych akcji. W gronie spółek pozostających „pod wpływem” pojawił się jeszcze jeden nowicjusz - Alma Market. To wyraz wiary w powodzenie nowej strategii oraz mandat zaufania dla wdrażającego ją zarządu. W gronie tym odnotowaliśmy trzy przypadki zmniejszenia udziału funduszy emerytalnych w kapitalizacji (Kety, Echo oraz CSS).

Na koniec prezentujemy jeszcze jedno porównanie. Zgodnie z przytoczoną wyżej tezą, przeważenie udziału spółki w portfelu względem benchmarku stanowi jedną z lepszych rekomendacji dla jej akcji. Przeważenie to może mieć różne przyczyny. Jedną z nich może być niewystarczająca płynność, uniemożliwiająca zarządzającym swobodne

zajmowanie czy redukowanie pozycji. Podobną analizę można oczywiście przeprowadzić wobec branżowej struktury portfela. W jej wyniku uzyskamy odpowiedź na pytanie o to, w której gałęzi przemysłu zarządzający poszukują ponad przeciętnych wzrostów, wynikających z niedyskontowanych jeszcze przyszłych dobrych perspektyw.

Sektorowa struktura portfela OFE na tle struktury WIG



Źródło: Analizy Online na podstawie raportów OFE

Z przedstawionego wyżej diagramu wynika, że wierzą oni w dobrą koniunkturę wśród spółek chemicznych (w tym petrochemicznych), telekomunikacyjnych oraz w nieco mniejszym stopniu w banki i firmy handlowe. W ocenie zarządzających, niczym rewelacyjnym nie zaskoczą w najbliższej przyszłości firmy działające w branży metalowej oraz medialnej. Przedstawiona klasyfikacja jest zgodna z przypisaniem do branż stosowanym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie.

Tomasz Publicewicz

tp@analizy.pl

Spółka Analizy Online jest niezależną firmą analityczną zajmującą się monitoringiem rynku polskich i zagranicznych funduszy inwestycyjnych i emerytalnych oraz analizą rynku polskich papierów dłużnych. W zakres analiz rynku funduszy wchodzi między innymi rankingi funduszy, ocena efektywności działań zarządzających oraz analiza ich wpływu na polski rynek finansowy.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym zgodnie z najlepszą wiedzą i starannością autorów. Dane wykorzystane przy tworzeniu opracowania pochodzą ze źródeł uważanych przez firmę Analizy Online Sp. z o.o. za wiarygodne i dokładne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one kompletne i odzwierciedlają stan faktyczny. Opinie zawarte w niniejszym opracowaniu częściowo bazują na wartościach szacunkowych, wyznaczanych zgodnie z metodologią stosowaną przez Analizy Online Sp. z o.o., które mogą odbiegać od danych rzeczywistych. Spółka Analizy Online Sp. z o.o. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne szkody spowodowane wykorzystaniem opinii i informacji zawartych w niniejszym opracowaniu. Niniejsze opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego, własnego użytku Klientów spółki Analizy Online Sp. z o.o., którzy otrzymali je bezpośrednio od spółki Analizy Online Sp. z o.o. Publikowanie niniejszego opracowania w prasie, internecie i innych środkach masowego przekazu w całości bądź w części, jak również przytaczanie zawartych w nim opinii wymaga pisemnej zgody spółki Analizy Online Sp. z o.o.