



Raport „Rz”

# Rynki kapitałowe w 2010 roku

# Rok giełdowej niepewności

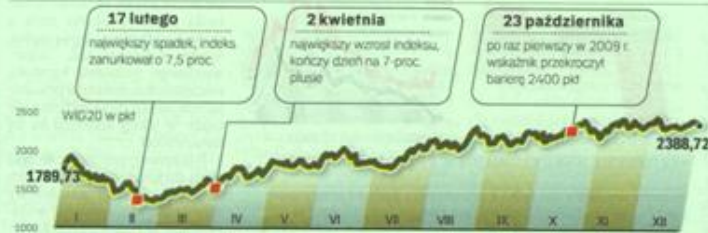
**FINANSE** | Po ponad 30-proc. wzroście WIG20 w zakończonym roku w nowym eksperci oczekują 13-proc. zwyrzki

**WOJCIECH IWANIUK**

Wydaje się, że okres łatwych giełdowych zysków mamy za sobą - ocenia Jarosław Lis, zarządzający Union Investment TFL - Czecha nas rok dużej zmienności i niepewności - dodaje Mirosław Saj, makler z BM DnB Nord.

Mimo to większość polskich zarządzających i analityków oczekuje - podobnie jak globalne banki inwestycyjne - dalszego wzrostu indeksów. Przedstawiciele 15 instytucji finansowych ankietowani przez „Rz” uważają, że wskaźnik największych spółek urośnie średnio o 13 proc. i zamknie rok w okolicach 2700 pkt. Wobec WIG, grupującego większość firm notowanych na GPW, oczekują wzrostu mniejszego, zaledwie o 1 pkt proc.

Jednak nawet najwięksi optymisty, którzy zakładają wzrost WIG20 o jedną czwartą, nie liczą, że powtórzy się skala zwyrzki z 2009 r. - Kontynuacja ożywienia gospodarczego przy niskiej bazie odniesienia stwarza warunki do istotnej poprawy zysków spółek giełdowych zarówno w Polsce, jak i na rynkach rozwiniętych w 2010 r. - ocenia Jarosław Antonik, dyrektor biura analizy doradztwa inwestycyjnego KBC TFL - Głównym założeniem wzrostu w 2010 r. jest to, że nie wybuchnie żadna boma-



**2009 ROK: UPADKI I WZLOTY INDEKSU NAJWIĘKSZYCH SPÓŁEK WARSZAWSKIEJ GIEŁDY**

**Od paniki do euforii.** Dramatyczna wyprzedaż akcji w lutym zepchnęła WIG20 do najniższego poziomu od roku 2003.

ba - dodaje Rafał Wiatr, szef analityków DM Banku Handlowego.

**Za granicą wyższe zyski**

A rok 2009 mimo nerwowego początku okazał się łaskawy dla inwestorów. WIG20 zyskał 53 proc. Jeszcze mocniej, bo o 47 proc., wzrósł WIG. Najmocniej urosły papiery firm spożywczych i deweloperskich, ich branżowe indeksy zyskały po ponad 100 proc. Z nich rekrutował się też ubiegłoroczny lider wzrostu, czyli ImmoSto, którego kurs wyrzucił o ponad 700 proc.

Mimo tak gigantycznych zwyrzki GPW na tle innych giełd

wypada dość słabo. Dość powiedzieć, że w tym samym czasie indeks 22 rynków wschodzących, do których zalicza się też Polska, zyskał aż 75 proc. Na tym tle wzrost WIG20 bardziej przypomina zwyrzki na zachodnich rozwiniętych parkietach.

Światowy wskaźnik MSCI World Index zyskał w 2009 r. 28 proc., co było najlepszym wynikiem od 2003 r. Skala tych zwyrzki zdaniem części przedstawicieli rynku już dyskontuje odbicie gospodarcze, jakie powinno nastąpić - 2010 rok będzie udany dla gospodarki, ale już dla giełdy niekoniecznie. Moim zdaniem to powinien być okres poszukiwania okazji do wyjścia z rynku, a

nie wzmocnionych zakupów - ocenia Konrad Łapiński, zarządzający funduszem Total FIZ.

**Ile debiutów w 2010 r.**

W skali całego roku liczba firm notowanych na głównym rynku warszawskiej giełdy wzrosła za ledwie o pięć. Wynik to zmniejszej liczby debiutów (13) oraz sporej liczby spółek, które już nie są na giełdzie. Mimo to kapitalizacja notowanych firm niemal się podwoiła i na koniec roku przekroczyła 420 mld zł. Niezważąc, bo 10-proc., był wzrost giełdowych obrotów, których wartość przekroczyła 350 mld zł.

**2700**  
punktów

średnio takiego poziomu WIG20 na koniec 2010 r. spodziewają się analitycy i zarządzający ankietowani przez „Rz”

już notowanych. Z pewnością natomiast wywoła ona inną zmianę, bo od końca 2010 r. indeks największych spółek polskiej giełdy ma zostać rozszerzony do 30 firm.

**Giełda na giełdę?**

Nowy rok będzie również ważny dla samej giełdy jako spółki. Zakończony 12 miesięcy przyniósł fiasko sprzedaży warszawskiego parkietu branżowemu inwestorowi.

Najbliższe 12 miesięcy ma przynieść prywatyzację polskiego parkietu, ale już w innym modelu. Akcje GPW mają zadebiutować na giełdzie. W styczniu Ministerstwo Skarbu ma przedstawić szczegóły dotyczące planowanej transakcji.

Jednak już wcześniej minister Aleksander Grad zapowiedział, że resort zjedzie pozytywnej wielkościowego pakietu akcji. Do tej pory struktura właścicielska (skarbu kontroluje 98,8 proc.) uniemożliwiała skuteczne przecięcia innych rynków z regionu. W ostatnich dniach ukraińska giełda PFTS trafiła w ręce rosyjskiego rynku.

masz pytanie, wyślij e-mail do autora w.iwaniuk@rp.pl

**10 SPÓŁEK NA KTÓRYCH AKCJACH BĘDZIE MOŻNA W TYM ROKU ZAROBIC**

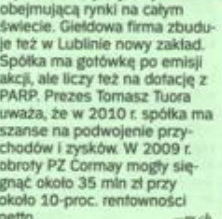
**ASSECO POLAND INFORMATYCZNY GIGANT**

Wyniki za 2009 r. będą rekordowe. Zysk netto sięgnie ok. 350 mln zł przy 3 mld zł obrotów. Znaczną część zarobku (prawie 40 proc., jak zapowiadał prezes Adam Góral) trafi do udziałowców w postaci dywidendy. 2010 r. też zapowiada się bardzo przyszybcie. Portfel zamówień grupy ma wartość ponad 1,5 mld zł, z czego 1,15 mld zł to zlecenia na sprzedaż własnego oprogramowania. Asseco, mimo że działa w branży, która mocno odczuła spowolnienie gospodarcze, wyszła z niego obronną ręką. Rzeszowska grupa umocniła się na pozycji największego producenta oprogramowania nie tylko w Polsce, ale w całym regionie, i jest piątą największą firmą software'ową w Europie.



**DMSA BROKER SKUPI AKCJE**

Poprawa sytuacji na giełdzie pozytywnie wpłynie na wyniki domu maklerskiego. DMSA planuje skup do 21,8 mln akcji własnych, 10 proc. kapitału. Spółka może przeznaczyć na to 109 mln zł, czyli większość pieniędzy z ostatniej emisji akcji. Decyzję w tej sprawie akcjonariusze podejmą pod koniec stycznia. Jeśli dojdzie do skupu, z pewnością będzie on wspierał kurs giełdowego brokera, który mimo silnego odbicia od lutego 2009 r. wciąż jest szesć razy tańszy niż w szczytowej hossy. Dodatkowo ożywienie na giełdzie powinno zwiększyć zyski, a sama spółka planuje kolejne inwestycje kapitałowe, które w pozytywnym dla giełdy scenariuszu będą oznaczały zysk dla akcjonariuszy firmy.

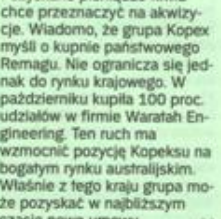


**KOPEX GOTOWY DO EKSPANSJI**

Firma ma pieniądze na inwestycje, a rok 2010 poświęci na rozwój biznesu nie tylko w Polsce. Spółka niedawno udanie sprzedała 6,7 mln akcji i pozyskała z emisji 157 mln zł brutto. Papiery objęły czołowe instytucje finansowe, m.in. BZ WBK AIB TFI, co jest zawsze dobrze odbierane przez inwestorów. Pozyskane pieniądze firma chce przeznaczyć na akwizycje. Wiadomo, że grupa Kopex myśli o kupnie państwowego Remagu. Nie ogranicza się jednak do rynku krajowego. W październiku kupiła 100 proc. udziałów w firmie Waratah Engineering. Ten ruch ma wzmocnić pozycję Kopeksu na bogatym rynku australijskim. Właśnie z tego kraju grupa może pozyskać w najbliższym czasie nowe umowy.

**MNI EFEKTY PO PRZEJĘCIU**

Spółka aktywnie uczestniczy w konsolidacji branży. W 2009 r. MNI przejęło kontrolę nad firmą PPWK i rozpoczęło porządkowanie obu grup, by poprawić strukturę, ułatwić wycenę MNI i PPWK. Docelowo MNI będzie właścicielem grupy firm telekomunikacyjnych (MNI Telecom, Długie Rozmowy, Neotel, MobilKING). Jako główny udziałowiec PPWK będzie właścicielem firm zajmujących się marketingiem mobilnym, czyli organizujących m.in. loterie esemesowe: EL2 i MNI Premium. Zarząd MNI liczy, że uporządkowanie aktywów zwiększy zainteresowanie akcjami zarówno MNI, jak i PPWK. Sama PPWK podała 30 grudnia, że jej zysk netto w 2010 r. może wynieść 25 mln zł, dużo więcej niż w poprzednich latach.



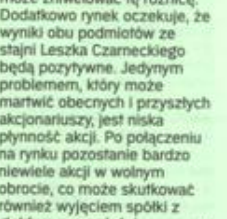
**NOBLE GETIN BANK NISKA WYCENA BANKU**

Od początku roku na giełdzie notowany będzie nowy bank, który powstał w wyniku połączenia Noble Banku z Getin Bankiem. Analitycy jasno wskazują, że nowy podmiot będzie notowany z ok. 20-proc. dyskontem do Getin Holding. Dlatego ich zdaniem w perspektywie kolejnych miesięcy kurs nowego banku może znielewać tę różnicę. Dodatkowo rynek oczekuje, że wyniki obu podmiotów ze stajni Leszka Czarnego będą pozytywne. Jedynym problemem, który może martwić obecnych i przyszłych akcjonariuszy, jest niska płynność akcji. Po połączeniu na rynku zostanie bardzo niewiele akcji w wolnym obrocie, co może skutkować również wycięciem spółki z giełdy w przyszłości.



**NOBLE BANK**

Wyniki za 2009 r. będą rekordowe. Zysk netto sięgnie ok. 350 mln zł przy 3 mld zł obrotów. Znaczną część zarobku (prawie 40 proc., jak zapowiadał prezes Adam Góral) trafi do udziałowców w postaci dywidendy. 2010 r. też zapowiada się bardzo przyszybcie. Portfel zamówień grupy ma wartość ponad 1,5 mld zł, z czego 1,15 mld zł to zlecenia na sprzedaż własnego oprogramowania. Asseco, mimo że działa w branży, która mocno odczuła spowolnienie gospodarcze, wyszła z niego obronną ręką. Rzeszowska grupa umocniła się na pozycji największego producenta oprogramowania nie tylko w Polsce, ale w całym regionie, i jest piątą największą firmą software'ową w Europie.



# Eksperti: czeka nas jeszcze większa zmienność nastrojów

**FINANSE** | Inwestycje w fundusze będą bardziej ryzykowne niż w zeszłym roku

**NATALIA CHUDZYŃSKA**

Wygląda na to, że najlepszym funduszem inwestycyjnym na 2010 rok będzie fundusz aktywnej alokacji, czyli taki, w którym udział akcji może się wahać, kosztem obligacji i innych instrumentów, najczęściej od 0 do 100 proc. Zdaniem ekspertów laskawym okiem można patrzeć też na fundusze mieszane. Jednak te, które są aktywne zarządzane, czyli - mówią - udziałem w ich portfelach zmienia się w ramach dozwolonych widełek w zależności od koniunktury.

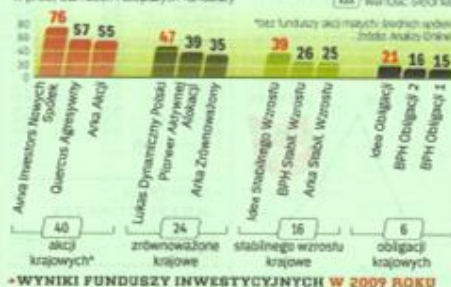
Wszystko dlatego, że ten rok zdaniem większości ekspertów będzie obfitym w liczne okazje, głównie na giełdach. - Będziemy mieć do czynienia z wysoką zmiennością i znacznie większą liczbą zwrotów sytuacji niż w 2009 r. - mówi Robert Nejman, zarządzający funduszem MCI Gandalf Aktywnej Alokaacji. Równocześnie inne klasy aktyw-

wów nie wyglądają obiecująco. Nie tylko akcje, ale i surowce w znacznej mierze wyczerpały już potencjał wzrostowy wynikający z odreagowania wcześniejszych drastycznych spadków lub też wyczerpią go w najbliższym czasie. Obligacje na większości rynków będą musiały radzić sobie z obniżkami podaży nowych walorów, co także nie sprzyja osiąganiu wysokich stóp zwrotu - tłumaczy Nejman. - Okazje na rynkach papierów dłużnych i surowców już dawno zniknęły - dodaje Piotr Zagala, zarządzający funduszami Idea TFI.

Rentowność lokat i krótkoterminowych papierów dłużnych jest na bardzo niskim poziomie, co nie sprzyja perspektywom funduszy rynku pieniężnego. - Choć mogą się tu pojawić spore możliwości osiągania zysków przy umiędzej alokacji między różnymi walutami - zaznacza Robert Nejman.

Wyjątkowo trudno jednak wskazać, która klasa aktywów

stopy zwrotu w okresie od 31 grudnia 2008 r. do 26 grudnia 2009 r. w proc., dla trzech najszybszych funduszy



**WYNIKI FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W 2009 ROKU**

przyniesie w nadchodzącym roku największe zyski. A dla przeciętnego klienta TFI przerwaniem pieniędzy między różnymi klasami aktywów to trudna sztuka. - W 2010 r. trzeba postawić na danego zarządzającego, a nie dany rodzaj funduszu - mówi Konrad Lapiński, zarządzający Total FIZ. - Oczekuje w tym roku jednej, dwóch silnych korekt. Aktywni zarządzający będą mogli wykorzystać okazje do zakupów i osiągnięcia stopy zwrotu znacznie lepsze niż benchmark. Do takiej gry najlepiej przygotowane są fundusze mieszane, czyli zrównoważone i stabilnego wzrostu - wskazuje Piotr Zagala. - Najlepiej stworzyć koszyk kilku najlepszych w tej klasie funduszy i spokojnie czekać do końca roku - radzi.

Jeżeli zdecydujemy się na fundusz akcji, trzeba być czujnym. - Warto inwestować w akcje w I połowie roku i potem stopniowo redukować ryzyko portfela, czyli przechodzić do funduszy bez-

piecznych np. rynku pieniężnego, wraz ze zbliżającymi się podwyżkami stóp procentowych na świecie. Unikajmy lub minimalizujmy inwestycje w rynki BRIC (Brzylia, Rosja, Indie, czy Chiny), gdzie popłynęły pieniądze drukowane przez banki centralne - mówi Jarosław Lis, zarządzający funduszami Union Investment TFI. Zaznacza jednak, że nawet w I półroczu nie daje szans na duży zarobek na akcjach.

Zawsze porastają jednak inwestycje w akcje na długi czas. - Mimo dużych zwrotów z 2009 r. akcje naszym zdaniem są wciąż tanie. Jak zawsze jednak inwestycjom w akcje i fundusze aktywne będzie towarzyszyć ryzyko, które można ograniczyć, zachowując długi horyzont inwestycyjny - mówi Błażej Bogdziewicz, zarządzający funduszami Arka w EZ WKB, AIB TFI.

masz pytanie, wyślij e-mail do autorki: [n.chudzyńska@rp.pl](mailto:n.chudzyńska@rp.pl)

**OPINIE**

**Wiesław Rozłucki**

były prezes GPW, doradca banku inwestycyjnego Rothschild



Tym razem Polska nie będzie najszybciej rozwijającą się gospodarką Europy, a to z pewnością przełoży się na percepcję naszego kraju. Mimo lepszych wyników możemy być relatywnie gorzej oceniani. W światowej gospodarce to nadal będzie trudny rok. Skala tego kryzysu, czyli choroby gospodarki, uzasadnia dłuższą kurację. Pacjent nie jest zdrowy, a nie może być cały

czas szczerze podtrzymywany sterydami. Patrząc na zagrożenia, jakie widzieliśmy w obecnym roku, pozostawanie na obecnych poziomach nie jest niczym złym, a nie wierzę w bardzo szybkie ożywienie gospodarcze. Przejście do wzrostu nienapędzonego wyfałszowanymi instrumentami finansowymi będzie trudne. Z tego powodu uważam, że 2009 r. nie był początkiem nowej kikutniej hossy na giełdach.

**Tomasz Ossig**

sędzi makroów i wiceprezes DM Banku Handlowego



Na razie większość światowych instytucji finansowych prognozuje, że 2010 rok przyniesie umiarkowane zwroty na giełdach. Jednak z pewnością najbliższe dwa miesiące będzie charakteryzowała się duża niepewnością. Kursy giełdowych spółek już odzwierciedlają ożywienie światowej gospodarki. Moim zdaniem mogą one dalej rosnąć tylko pod warunkiem

napływu kolejnych dobrych informacji z gospodarki. Pozostaje pytanie, czy gigantyczne środki wspomniane w światową gospodarkę przez rządy największych krajów stanowią tylko impuls, czy doprowadzą do frwałego ożywienia gospodarki. Nawet jeśli zrealizuje się pozytywny dla gospodarki scenariusz, to uważam, że ten rok stworzy możliwość kupna akcji po cenach niższych od obecnych.

**Beata Stelmach**

prezes Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych



Rok 2010 powinien przynieść podniesienie jakości nadzoru korporacyjnego. Zwiększenie odpowiedzialności członków rad nadzorczych, wprowadzenie obowiązku powołania komitetów audytu czy też uświetnienie uczestniczenia w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (między innymi brak konieczności blokowania akcji przez WZA i możliwość zdalnego uczestniczenia) powin-

ny w istotny sposób przyczynić się do poprawy funkcjonowania spółek. Jako stowarzyszenie interesujemy pracujemy nad tymi problemami - w aspekcie informacyjnym, edukacyjnym i ściśle prawnym - tak, aby zapewnić bezpieczeństwo obrotu przy jak najmniejszych kosztach i dzięki temu nie obniżać konkurencyjności rynku względem innych krajów Unii Europejskiej.

**Krzysztof Stupnicki**

prezes Amplexu TFI



Spodziewam się, że przed końcem 2010 roku WIG20 osiągnie 2900, a WIG 48 000 pkt. Wzrost polskiego rynku akcji będzie wynikał z trzech czynników: po pierwsze, taniego pieniądza na świecie, po drugie, dobrej koniunktury na światowych rynkach kapitałowych ze względu na dodatni wzrost gospodarczy w USA i innych krajach, oraz po trzecie, wzrostu zysków pol-

skich spółek ze względu na przyspieszenie wzrostu gospodarczego Polski. W 2009 r. spodziewałem się rozpoczęcia kilkuletniego trendu wzrostowego, który doprowadzi WIG20 z powrotem do szczytu z 2007 r. Zwyżki zaczęły się od marca i WIG20 wzrósł o ponad 30 proc. Jednak tak dynamiczny wzrost głównych indeksów jak w 2009 r. jest nie do utrzymania w dłuższym okresie.

**PEP**  
**EKOLOGICZNA ENERGIA**

**Rosnące zyski i perspektywy.**

Firma wytwarzająca zieloną energię na pewno będzie dalej wyraźnie poprawiać wyniki finansowe. Jej zarobek w 2010 r. ma przekroczyć 56 mln zł. Dla porównania w 2009 r. zysk netto ma wynieść 44 mln zł. Inwestorzy mogą też dyskontować fakt, że w 2011 r. firma uruchomi dwie nowe farmy wiatrowe. W tym samym roku ma otrzymać 80 mln zł unijnego grantu na sfinansowanie kolejnych projektów. Z analiz dostępnych na rynku wynika, że począwszy od 2009 aż do 2015 r. PEP zamierza corocznie poprawiać zysk netto o 24 proc. Spółce pomaga też niewątpliwie system wsparcia, który jest w Polsce bardziej opłacalny niż w innych częściach Europy. -pp



■ dla PKN Orlen ■ dla branży



**PKN ORLEN**  
**KONIEC CIĘŻKIEGO ROKU**

**2010 r. rysuje się znacznie lepiej.**

Choć czynnik makro (głównie marże rafinerijne) i różnice w cenie ropy gwałtownie Ural i Brent) pozostaną przez najbliższe miesiące niekorzystne dla spółki, to są szanse na inne zmiany. Wszystko wskazuje na to, że Orlen wypełni na 31 grudnia zobowiązania wobec banków. Uniknie zatem kolejnych negocjacji, a warunki kredytowania nie powinny się pogorszyć. Zapowiadana na I półrocze sprzedaż akcji Polkomtelu i Anwilu znacząco zmniejszy zadłużenie spółki. Rysuje się też szansa na zmiany w ustawie o zapasach obowiązkowych paliw i ropy. Gdyby ze spółek paliwowych zdjęto obowiązek gromadzenia rezerw, PKN mógłby liczyć na jednorazowy zastrzyk nawet ok. 4 mld zł gotówki. -ham

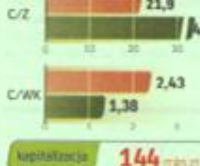
**POZBUJ**  
**SYSTEMATYCZNY ROZWOJ**

**Producent drewnianych**

co roku poprawia wyniki finansowe. W 2009 r. też realizuje prognozę, która zakłada wypracowanie 6,8 mln zł zysku netto (4,6 mln zł przed rokiem) i 70 mln zł obrotów (43,8 mln zł). Zarząd wielkopolskiej firmy nie ukrywa, że w 2010 r. zamierza dalej dynamicznie zwiększać główne wskaźniki finansowe. Pozubud planuje w I kw. emisję 5 mln walorów bez prawa poboru (21 proc. podwyższonego kapitału). Patrząc na aktualny poziom notowań, może pozyskać od inwestorów finansowych około 20 mln zł. Z jej uplasowaniem nie powinno być żadnych problemów. Pieniądże chce przeznaczyć na przejęcia oraz dalsze rozszerzenie oferty handlowej. -pp



■ dla Radpol ■ dla branży



**RADPOL**  
**OCZEKIWANY ROZWOJ**

**W ciągu 12 miesięcy przychody**

spółki mają się podwoić. W minionym roku spółka pokazała, że dobrze wychodzi jej przejęcie. Na ukończeniu jest kolejna warta 27 mln zł transakcja, która uzupełni ofertę produktową dla dotychczasowych klientów i zwiększy skalę biznesu. Po trzech kwartałach przychody firmy przekroczyły 40 mln zł, a w 2010 r. mają być dwa razy wyższe niż w całym minionym roku. Spółka nie jest zadłużona, a zyski zaczyna jej przynosić wybudowana za ok. 50 mln zł nowa hala produkcyjna. Dodatkowo dynamicznie rozwija się eksport, a Radpol mówi również o tym, że chce przejąć którąś z zagranicznych firm. Efekty wielu tych działań będą już widoczne w 2010 r. -w.l.