

10/2024

Q Value Newsletter

18 marca 2024



W TYM NUMERZE

Ciekawe sesje pozornie nudnego tygodnia

Wejście do WIG20 to „pocałunek śmierci”?
Niekoniecznie



Ciekawe sesje pozornie nudnego tygodnia

Warszawski Indeks Giełdowy stracił w ubiegłym tygodniu na wartości 0,19 punktu. Spadek z 80.199,54 na 80.199,35 oznacza 0,00% zmianę indeksu. Można więc powiedzieć, że na giełdzie w Warszawie było wyjątkowo spokojnie i nudno. Patrząc na poszczególne indeksy widzimy pozorne potwierdzenie tej tezy. Minimalnie spadły WIG20 (-0,03%) i mWIG40 (-0,24%), nieznacznie na wartości zyskał indeks mniejszych spółek sWIG80 (+0,17%). Bliższe przyjrzenie się przebiegowi ubiegłotygodniowych notowań ukazuje jednak zupełnie inny obraz. Warto po pierwsze zauważyć, że na uwagę zasługują tylko dwa dni: wtorek i piątek.

We wtorek poznaliśmy amerykańską inflację CPI w lutym. Wzrosty cen – zarówno CPI jak i CPI Core, czyli z wyłączeniem cen, których zmiany nie zależą od polityki FED okazały się minimalnie wyższe od konsensusu. CPI na poziomie 3,2% to też wyżej od inflacji styczniowej (3,1%), a przy okazji warto zauważyć, że jest to poziom z lipca ubiegłego roku. Tak uparcie wyższy od celu inflacyjnego FED (2%) poziom znacząco ogranicza możliwe ruchy amerykańskich władz monetarnych. W zasadzie wykluczona jest obniżka stóp w marcu i coraz mniej prawdopodobna w maju. Co ciekawe, do 50% zbliża się szacowane prawdopodobieństwo obniżki czerwcowej. Jednocześnie, zarówno FED jak i rynki finansowe doskonale zdają sobie sprawę, że im dłużej stopy pozostają podwyższone, tym twardsze może być miękkie lądowanie gospodarki. Rynki jednak, po podaniu tej raczej niekorzystnej informacji o inflacji, zareagowały wbrew intuicji i wtorek zakończył się mocnymi wzrostami. Nasz indeks największych spółek wzrósł o ponad 2,3%, co było najlepszym wynikiem w tym roku.

Drugim ciekawym dniem na warszawskiej giełdzie był piątek. WIG20 spadł podczas ostatniej sesji ubiegłego tygodnia o ponad 2,5% i była to z kolei... najgorsza sesja w wykonaniu dużych spółek w tym roku. Co spowodowało tak gwałtowny ruch indeksu? Raczej nie wstępne dane o krajowej inflacji w lutym, bo – w przeciwieństwie do danych w USA – inflacja CPI okazała się niższa od konsensusu (2,8% ver. 2,9%) i weszła po raz pierwszy od trzech lat w zakres wahań akceptowalnych dla RPP. Warto przypomnieć, że cel RPP (2,5%) jest o 0,5% wyższy niż amerykańskich czy europejskich decydentów finansowych, gdzie jest to 2%. Znacznie poważniejszym powodem znaczących piątkowych ruchów indeksu mógł być fakt, że w tym dniu wygasła marcowa seria kontraktów terminowych.

*Materiał przygotowany przez Michała Szukalskiego,
Członka Rady Nadzorczej Q Value S.A.*



Ciekawe sesje pozornie nudnego tygodnia

To cecha charakterystyczna trzeciego piątku każdego miesiąca kończącego kwartał, gdy ostatnia godzina handlu decyduje o cenie rozliczenia najstarszej w danym momencie serii kontraktów. Inwestorzy grający na spadki mieli jednak w ostatni piątek ułatwione zadanie. Za spadek indeksu WIG20, praktycznie w całości odpowiada olbrzymia, ponad 35% przecena LPP. Przed sesją spółka miała ponad 7% udział w indeksie. Przemnażając 7% udział przez 35% przecenę dostajemy praktycznie 2,5% stratę, którą widzieliśmy po piątkowej sesji. Udział LPP w indeksie spadł zresztą po sesji poniżej 5%. Niezwykła przecena odzieżowej spółki była skutkiem raportu Hindenburg Research, który wcześniej zajął krótką pozycję na akcjach spółki (Swoją drogą ciekawa jest koincydencja publikacji raportu akurat w dniu Trzech Wiedźm). Historia raportu i odpowiedź LPP była już wielokrotnie cytowana, nie ma więc sensu jej tutaj opisywać, natomiast sprawą, która prawdopodobnie najbardziej interesuje inwestorów jest pytanie, czy piątkowa przecena to okazja do taniego zakupu przecenionych akcji dobrej spółki (LPP plebiscyt na Giełdową Spółkę Roku skończyła na 4 miejscu, a w kategorii Relacje z Inwestorami była liderem), czy może większa część spadków jeszcze przed nami. Inwestorzy zagraniczni dość mocno kierują się wskazaniem raportów Hindenburg Research, o czym świadczy nie tylko przykład LPP, ale mocne spadki innych opisywanych przez Hindenburga spółek. Warto przyrzeć się notowaniom indyjskiej firmy Adani, przywołanej w jednym z piątkowych komentarzy LPP. Na początku ubiegłego roku, po opublikowaniu przez Hindenburg Research raportu, akcje Adani Enterprises spadły na przestrzeni kilku tygodni o ponad 2/3. Obecnie, po roku czasu, chociaż nie osiągnęły poziomów sprzed publikacji raportu, wzrosły od minimów o około 150%. Dla całego polskiego rynku lepiej byłoby, gdyby LPP wyszło zwycięsko z tej afery, bo utrata zaufania inwestorów zagranicznych do jednej z najlepiej dotychczas ocenianych spółek na giełdzie, mogłaby negatywnie wpłynąć na postrzeganie ryzyka całego rynku.

*Materiał przygotowany przez Michała Szukalskiego,
Członka Rady Nadzorczej Q Value S.A.*



Wejście do WIG20 to „pocałunek śmierci”? Niekoniecznie

Niegdyś uartało się przekonanie, że po debiucie w WIG20 spółki przynoszą stopy zwrotu już wyraźnie słabsze niż ten indeks. Nasze najnowsze dane za ostatnie 10 lat pokazują, że owszem, ciągle zdarzały się faktycznie bardzo słabe przypadki, ale większość ku naszemu zaskoczeniu okazywała się lepsza niż WIG20 (czasem nawet dużo lepsza).

Indeks WIG20 jest dość często krytykowany, a głównym powodem tej krytyki jest to, że na dłuższą metę pozostaje wyraźnie w tyle za indeksami małych i średnich spółek (na co zresztą zwracaliśmy uwagę przed tygodniem, analizując wieloletnie trendy w wynikach finansowych).

Jedną z przyczyn takiego niezaprzeczalnego stanu rzeczy upatruje się czasem w mechanizmie rewizji składu WIG20. Uartało się przekonanie, że akcje spółek włączanych do koszyka indeksu w późniejszym okresie spisują się słabo (bo największą zwyczaję notowań, właśnie otwierającą drogę do indeksu blue chips, mają już za sobą), tym samym odbierając też cenne punkty od wartości WIG20. To przekonanie nie wzięło się znikąd – również my przed laty posiłkowaliśmy się danymi, które wtedy zdawały się przemawiać za taką właśnie tezą.

Najnowsza roczna rewizja składu WIG20, w ramach której po sesji 15 marca wszedł do niego budowlany potentat **Budimex** (który notabene nie jest debiutantem w WIG20, lecz powraca do niego po 20 latach), to dobra okazja, by odświeżyć temat.

Najnowsze dane o debiutantach

Pod lupę wzięliśmy dane za ostatnie 10 lat, w trakcie których odbyło się (wliczając Budimex) okrągłe 20 nowych włączeń do WIG20 (nie mówimy o 20 nowych spółkach, bo jedna z nich, Alior Bank, wszedł w tym okresie dwukrotnie). To już wystarczająco spora liczba ze statystycznego punktu widzenia, by poszukiwać wiarygodnych wniosków.

Oczywiście można wyobrazić sobie analizowanie zachowania spółek po wejściu w skład WIG20 w rozmaitych horyzontach czasowych, ale na potrzeby niniejszego artykułu pod uwagę wzięliśmy dla uproszczenia okres 12-miesięczny. W obliczeniach uwzględniliśmy dywidendy i ich reinwestycję.

*Materiał przygotowany przez Tomasz Hořdo, CFA
Starszy Ekonomista Quercus TFI S.A.*



Wejście do WIG20 to „pocałunek śmierci”? Niekoniecznie

Stopy zwrotu po 12 miesiącach od wejścia do WIG20

Spółka	Data wejścia do WIG20 (po sesji)	Akcje spółki*	WIG20*	Różnica (pkt. proc.)
LPP	2014-03-21	-15,6%	6,0%	-21,6
Alior Bank	2014-03-21	-2,7%	6,0%	-8,7
Cyfrowy Polsat	2015-03-20	-7,0%	-15,8%	8,8
Energa	2015-03-20	-47,5%	-15,8%	-31,8
Enea	2015-03-20	-24,0%	-15,8%	-8,2
CCC	2015-12-18	47,2%	6,3%	40,8
Lotos	2016-03-18	114,5%	20,6%	93,9
JSW	2017-03-17	31,0%	1,5%	29,5
CD Projekt	2018-03-16	70,4%	5,0%	65,4
Dino PL	2019-03-15	23,1%	-40,0%	63,1
Play	2019-03-15	13,3%	-40,0%	53,2
Allegro	2020-10-14	-32,9%	50,5%	-83,4
Asseco Poland	2020-11-26	46,3%	34,0%	12,2
Mercator	2021-03-19	-79,1%	11,3%	-90,4
mBank	2022-03-18	-20,5%	-17,3%	-3,2
Pepco	2022-03-18	-12,3%	-17,3%	5,0
Kęty	2022-08-03	28,8%	29,0%	-0,2
Kruk	2022-11-04	95,3%	31,8%	63,5
Alior Bank**	2023-03-17	178,4%	50,0%	128,4
Budimex	2024-03-15	?	?	?
Średnia	-	21,4%	4,7%	16,7

Źródło: Qnews.pl, GPW, Bloomberg. * W obliczeniach uwzględniona reinwestycja dywidend. ** Dane do 12 marca br.

Jaki obraz wyłania się z tych obliczeń? Zaczniemy od negatywnych przypadków, które wpisują się w historyczny osąd sprzed lat. Rzut oka na naszą tabelę pokazuje, że ekstremalnych rozczarowań do debiucie w WIG20 na przestrzeni ostatnich dziesięciu lat było ... dwa.

*Materiał przygotowany przez Tomasz Horido, CFA
Starszy Ekonomista Quercus TFI S.A.*



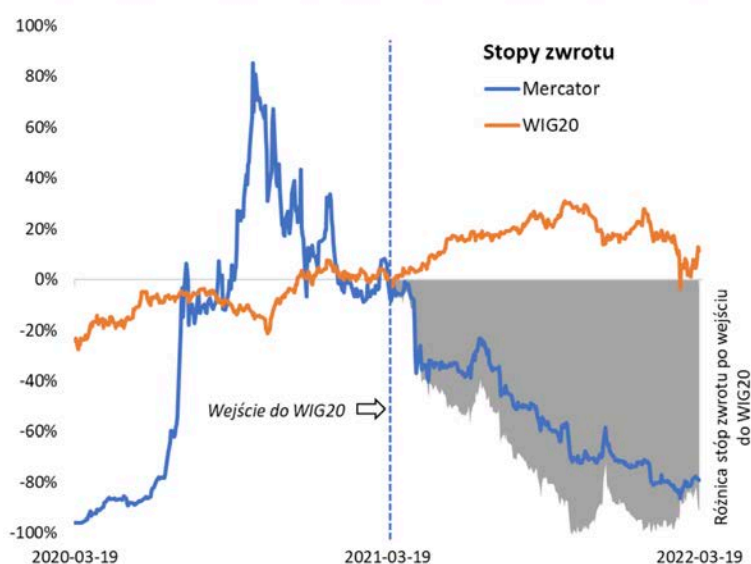
Wejście do WIG20 to „pocałunek śmierci”? Niekoniecznie

Spektakularne wpadki...

W pamięci inwestorów zapisał się casus **Allegro**, które w atmosferze powszechnej ekscytacji zostało w specjalnym trybie dopisane do WIG20 wkrótce po swym debiucie giełdowym. Niestety kolejne 12 miesięcy przyniosło ścięcie wartości akcji sztandarowego reprezentanta branży e-commerce o jedną trzecią, mimo równoległej zwyżki indeksu „elitarniej dwudziestki” o 50 proc. (z dywidendami). Różnica stóp zwrotu na poziomie -83,4 pkt. proc. należy do zdecydowanie najsłabszych przypadków w naszym zestawieniu.

Jeszcze gorzej zapisał się na kartach historii casus **Mercator Medical**. Producent będących hitem czasów pandemii m.in. maseczek i rękawiczek medycznych w WIG20 pojawił się po roku od rozpoczęcia spektakularnej hossy. W kolejnych 12 miesiącach jego akcje, dla odmiany, straciły na wartości prawie 80 proc., a różnica w stopach zwrotu względem WIG20 osiągnęła niespotykane -90,4 pkt. proc. (!). Nie tak spektakularne, ale jednak negatywne, były przypadki m.in. Energi i LPP sprzed prawie dziesięciu lat.

Rys. 1. Najbardziej negatywny przykład zachowania akcji po wejściu do WIG20



Źródło: Qnews.pl, GPW, Bloomberg.

*Materiał przygotowany przez Tomasz Hořdo, CFA
Starszy Ekonomista Quercus TFI S.A.*

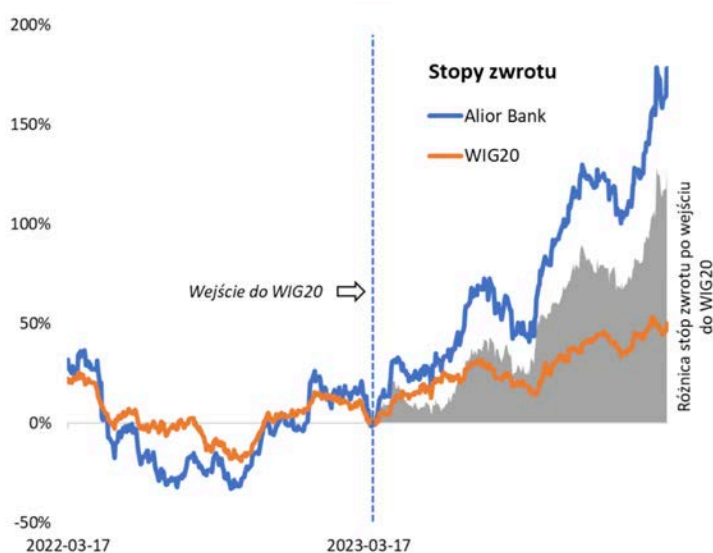


Wejście do WIG20 to „pocałunek śmierci”? Niekoniecznie

Pytanie jednak, czy sensacyjnie słabe stopy zwrotu z akcji takich, jak Allegro lub Mercator po wejściu do WIG20 stanowią normę, czy raczej wyjątek od niej? Okazuje się, że **całokształt za ostatnie 10 lat nie wygląda wcale tak negatywnie**, jak zwykło się niegdyś uważać. Można wręcz powiedzieć, że wyniki obliczeń stanowiły dla nas zdecydowanie pozytywną niespodziankę. W naszym zestawieniu wcale nie dominują ujemne różnice w stopach zwrotu, a przecież takie właśnie mieliśmy przypuszczenie, przystępując do kalkulacji.

... ale większość przypadków jednak na plusie

Rys. 2. Najbardziej spektakularny przykład pozytywnego zachowania akcji po wejściu do WIG20



Źródło: Qnews.pl, GPW, Bloomberg.

Okazuje się, że spośród 19 przypadków, dla których dostępne są dane o stopach zwrotu za kolejne 12 miesięcy, tylko osiem wypadło słabiej niż WIG20. Innymi słowy, **większość spółek (prawie 58 proc.) odnotowała po roku rezultat lepszy niż sam indeks**, co oznacza, że w tym czasie dodały one (a nie odjęły) punkty do wartości benchmarku.

Najbardziej spektakularnym wśród pozytywnych przypadków okazał się ... ten ostatni, czyli **Alior Bank**, który po wejściu do WIG20 przed rokiem wypracował stopę zwrotu wyższą o niespotykane dotąd 128 pkt. proc. względem indeksu. Ale przypadków bardzo dobrych rezultatów jest w zestawieniu o wiele więcej. W ostatnich kilku latach zdecydowanie na plus wyróżnił się **Kruk**. Cała seria pozytywnych przypadków pojawiła się też w latach 2015-19. Wtedy to właśnie sześć kolejnych debiutantów zdołało po roku pokonać WIG20 – można śmiało powiedzieć, że był to niespotykany wcześniej rekord.

*Materiał przygotowany przez Tomasz Hořdo, CFA
Starszy Ekonomista Quercus TFI S.A.*



Wejście do WIG20 to „pocałunek śmierci”? Niekoniecznie

Jeśli podsumować całe nasze zestawienie, to okazuje się, że **spółki włączane do WIG20 przez rok wypracowały stopy zwrotu średnio o prawie 17 pkt. proc. wyższe niż sam indeks**. Trzeba przy tym przyznać, że tzw. odchylenie standardowe od tej średniej wyniosło aż 55 pkt. proc., co tylko potwierdza, że nie brakowało przypadków mocno odstających zarówno na plus, jak i na minus od normy. Inwestowanie w spółki wkraczające do WIG20 ciężko byłoby nazwać spójną strategią, choć wyniki jednoznacznie dowodzą też, że wiarygodną strategią nie jest bynajmniej mechaniczne unikanie takich spółek.

Wyceny – coś jest na rzeczy

Czy istnieje jakiś jednoznaczny klucz pozwalający oddzielić zawczasu dobrze rokujących debiutantów w WIG20 od tych, którzy okażą się słabsi od indeksu? Próbowaliśmy go szukać przykładowo w kwestii wycen akcji. W tych dociekaniach wydaje się, że coś jest na rzeczy, choć trudno znaleźć jednoznaczny związek. Owszem, można argumentować, że **niektóre najslabsze przypadki wiązały się z astronomicznym poziomem współczynnika ceny do wartości księgowej** (Allegro – 12,2, LPP – 10,4), co bez wątplenia daje do myślenia, choć już to samo kryterium w przypadku CD Projekt (11,9) już nie zadziałało wcale negatywnie (po debiucie wycena była dalej „pompowana”).

Z drugiej strony, **niektóre spółki o najniższych w całym zestawieniu wskaźnikach P/BV wykazały się, zgodnie z intuicją, najlepszym zachowaniem kursu** po wejściu do WIG20. Stwierdzenie to dotyczy wspomnianego Alior Banku, który przed rokiem miał P/BV na poziomie zaledwie 0,73, oraz Lotosu, który w 2016 roku dołączał do indeksu ze współczynnikiem równym 0,65. Ale, żeby sprawa nie była za prosta, niskie P/BV Enei w 2015 roku nie uchroniło jej przed stopą zwrotu gorszą niż WIG20.

O jednoznacznej receptę więc ciężko, ale ogólnie można zatem przyjąć, że z wielką ostrożnością należy podchodzić do tych akcji debiutujących w WIG20, które mają za sobą np. szaleńczą zwyżkę notowań, napędzaną przez zdarzenia o przemijającym charakterze, lub też tych bardzo wysoko wycenianych. W każdym wypadku przyda się jednak dogłębniejsza analiza fundamentalna.

*Materiał przygotowany przez Tomasz Hořdo, CFA
Starszy Ekonomista Quercus TFI S.A.*



Wejście do WIG20 to „pocałunek śmierci”? Niekoniecznie

Reasumując, o ile niegdyś wydawać się mogło, że unikanie spółek po ich wejściu do WIG20 to swoiste ponadczasowe przykazanie inwestycyjne, to nasze najnowsze dane obejmujące ostatnie 10 lat zdecydowanie łagodzą to wcześniejsze przekonanie. Obok pojedynczych przypadków, które faktycznie odnotowały bardzo słabe stopy zwrotu po debiucie w WIG20, większość wypadła jednak lepiej niż indeks w okresie kolejnych dwunastu miesięcy.

*Materiał przygotowany przez Tomasz Horido, CFA
Starszy Ekonomista Quercus TFI S.A.*



Pomóż Kresce :)

Bardzo delikatna, lękowa sunia... jeszcze dużo pracy przed nią, a warunki schroniskowe nie pomagają... Do schroniska trafiła w październiku 2022 roku z gminy Naruszewo.

Urodziła się prawdopodobnie w 2019 roku, waży ok 12 kg.

Kreska jest sunią lekową, która bardzo boi się nowych osób, nie zaufała jeszcze nikomu. Do tej pory unika kontaktu, ale smakołyki bardzo chętnie bierze, nawet z ręki.

Na razie trzeba też używać podstępów żeby przypiąć jej smycz, ale powoli uczy się wychodzenia na spacer.

Szczegóły na: <https://schronisko.info.pl/zwierzak/kreska-2/>



Kontakt do schroniska

Korabiewice 11, Puszcza Mariańska,

+48 519 615 975

fcb@viva.org.pl

Materiał przygotowany przez Zespół Q Value S.A.



Q Value w Polsce

WARSZAWA

Q Value S.A. - Centrala

WIDOK TOWERS

Aleje Jerozolimskie 44

00-024 Warszawa

Tel.: 22 598 77 00 email: biuro@qvalue.pl

KRAKÓW

Q Value S.A. – Oddział

Krasickiego 36A

30-503 Kraków

KIELCE

Q Value S.A. – Oddział

Warszawska 31 (ew.nr lok. 204)

25-518 Kielce

LUBLIN

Q Value S.A. – Oddział

Tomasza Zana 39A

20-634 Lublin

KATOWICE

Q Value S.A. – Oddział

Żelazna 2 (bud. CitySpace Face2Face)

40-851 Katowice

ŁÓDŹ

Q Value S.A. – Oddział

Gdańska 130 (budynek Stara Drukarnia)

90-520 Łódź

POZNAŃ

Q Value S.A. – Oddział

(budynek Business Link Maraton)

ul. Królowej Jadwigi 43

61-871 Poznań

WROCŁAW

Q Value S.A. – Oddział

Szczytnicka 11

50-382 Wrocław

Śledź nasze profile!



qvalue.pl



[QvalueAFI](#)



[qvalueafi](#)



[qvaluepl/](#)

<https://qvalue.pl/kontakt/>