

1

Piotr Zielonka
Ipopema Securities

Tajemnica trzeciego z rzędu zwycięstwa Piotra Zielonki w rankingu analityków tkwi nie tylko w jego talencie, ale przede wszystkim w pracowitości. Zajmuje się największą liczbą branż ze wszystkich analityków, dodatkowo w zeszłym roku zmienił pracodawcę i został szefem działu



Piotr Zielonka, najlepszy z najlepszych

Piotr Zielonka zmienił pracodawcę, ale nie zmieniła się bardzo dobra opinia, jaką cieszy się w branży finansowej – trzeci rok z rzędu inwestorzy instytucjonalni uznali go za najlepszego analityka. W rankingu działów analiz wygrał DM mBanku

Tomasz Jóźwik

Branża inwestycyjna odczuwa gospodarcze ożywienie w bardzo ograniczonym stopniu. Choć giełdowe indeksy wspinają się coraz wyżej, to tempo hossy jest najwolniejsze w historii, wiele do życzenia pozostawia też tempo wzrostu obrotów. Nad branżą wisi ograniczenie skali działania Otwartych Funduszy Emerytalnych, do którego dojdzie w drugiej połowie roku, kiedy w pełni wejdą w życie wprowadzone przez rząd zmiany w drugim filarze emerytalnym. W 2012 roku krajowe biura maklerskie straciły na podstawowej działalności 66 mln złotych, w zeszłym zarobiły 35 mln złotych. Dla po-

równania w 2010 roku łączny zysk brokerów z podstawowej działalności sięgnął 343 mln złotych. Biurom jest trudno o zyski także dlatego, że wciąż niewiele spółek zainteresowanych jest pozyskaniem kapitału – dotyczy to zarówno firm dopiero wybierających się na rynek kapitałowy, jak i już notowanych na giełdzie. Licznik debiutów na głównym rynku GPW zatrzymał się na trzech po pierwszym kwartale, choć po niemal dwóch latach hossy oczekiwania były na znacznie wyższym poziomie. Konflikt wokół Ukrainy i związane z nim poczucie niepewności nie sprzyjają poprawie sytuacji na rynku pierwotnym.

Inwestowanie w akcje nie jest popularnym sposobem pomnażania majątku w szerokich kręgach, nawet jeśli weźmiemy pod uwagę, że od początku zeszłego roku regularnym strumieniem płyną pieniądze do funduszy inwestycyjnych. Do podmiotów inwestujących w akcje gotówka trafia w tempie kilkuset milionów na miesiąc, tymczasem w zaawansowanej fazie przedkryzysowej hossy zakończonej w 2007 roku było to średnio ponad 1 mld złotych miesięcznie. A dziś i stopy procentowe są istotnie niższe, i więcej pieniędzy trzymanych na depozytach, więc teoretycznie moglibyśmy na GPW inwestować znacznie intensywniej.

W tej sytuacji biura maklerskie mają kłopoty z utrzymaniem się na rynku i oszczędzają także na analitykach. W poprzednim rankingu inwestorom instytucjonalnym przedstawiliśmy listę 120 analityków podzielonych na 22 zespoły, w tegorocznym głosowano na 101 nazwisk, zespołów było 19. Od pojedynczej osoby zatrudnionej w BM BGŻ do ośmioosobowych zespołów UniCredit CAIB Poland, IDM, DM Trigon oraz DM PKO BP. Na liście nie uwzględniliśmy pięcioosobowego zespołu DI Investors – jedynego, który powstał w zeszłym roku, ale nie działał w całym uwzględnionym przez nas okresie. DI Investors, za pośrednictwem którego realizowane jest 1,5–2 proc. obrotów akcjami na GPW, stał się istotnym graczem na rynku. Niemniej można szacować, że zatrudnienie w branży analitycznej spadło o około 10 procent. Tymczasem sprawny dział analiz to jedna z głównych przewag konkurencyjnych.

– Raz na kwartał sporządzamy na nasze wewnętrzne potrzeby ranking domów maklerskich i na tej podstawie decydujemy, gdzie trafia więcej, a gdzie mniej naszych zleceń. Jakość analiz ma dla oceny całego biura duże znaczenie – mówi Michał Rabiej z departamentu zarządzania aktywami AXA TFI.

Według branży inwestycyjnej trzeci rok z rzędu najwyższą jakość analiz gwarantuje Piotr Zielonka. Ranking indywidualny opiera się na ankiecie wypełnianej przez działy zarządzania aktywami, w której pytamy o pięciu najbardziej pomocnych w pracy analityków w ostatnich 12 miesiącach. W tym roku otrzymaliśmy 35 odpowiedzi, w których 20 razy padło nazwisko Piotra Zielonki, w tym 11 razy na pierwszym miejscu. Jako największą wartość dodaną analiz lidera menedżerowie funduszy podają zdolność zaobserwowania pewnych zjawisk z wyprzedzeniem. Tak było na przykład ze słabością branży budowlanej i upadkiem PBG czy brakiem perspektyw sektora energetycznego. Prawidłowo wskazał też koniec dobrej passy Eurocashu, do niedawna jednego z liderów hossy. Od dłuższego czasu Zielonka podkreślał zalety modelu biznesowego LPP i CCC, dwóch wiodących w ostatnich latach spółek.

– Na samym końcu liczy się trafność rekomendacji – mówi Adam Nowakowski,

SPADEK ZATRUDNIENIA

106

analityków

wystawili w tegorocznym rankingu krajowi brokerzy. Zatrudnienie w branży analitycznej spadło o 10 proc. przez rok

szeef analityków w BZ WBK Asset Management. Jeśli zawarta w nich argumentacja jest przekonująca, to zespół zarządzający funduszami przekłada je na konkretne decyzje inwestycyjne.

– Wartość dodana pomysłów podsumowanych przez Piotra Zielonkę wynika z identyfikacji przez niego kluczowych zjawisk zachodzących w spółkach, ich otoczeniu często ze znacznym wyprzedzeniem – ocenia Nowakowski.

Duża popularność Piotra Zielonki, którego uważnie słucha 60 proc. zarządzających, a pozostali również muszą liczyć się z jego zdaniem, skłania do postawienia pytania, jaki wpływ jego opinii mają na

giełdowe kursy. – W krótkim terminie może to być wpływ znaczący. W długim terminie o zachowaniu spółki świadczą jej fundamenty, a nie opinia formułowana przez analityka – zwraca uwagę Nowakowski.

W zeszłym roku Piotr Zielonka zawiesił sobie poprzeczkę jeszcze wyżej: przeszedł z DM Citi Banku Handlowego do Ipopema Securities i objął funkcję szefa działu analiz, w miejsce Arkadiusza Chojnackiego. Chojnacki wraz z trzema analitykami z Ipopemy przeszedł na drugą stronę rynku, otwierając Opti TFI. Przed Zielonką niełatwe zadanie odbudowania pozycji działu analiz, który na zmianę z odwiecznymi rywalami z DM mBanku wygrywał nasz ranking. W tym roku z pierwszego miejsca Ipopema spadła na szóste.

– Do skompletowania zespołu brakuje nam jeszcze jednej osoby i ona pojawi się w najbliższym czasie. Naszym celem jest powrót na szczyt – mówi Piotr Zielonka.

Współpracowników dobiera pod kątem zdolności do wnikliwej analizy raportów finansowych spółek, co na krajowym rynku w dalszym ciągu jest warunkiem

RANKING ANALITYKÓW*

miejsce	analityk	zdobyte punkty (liczba ocen)	biuro	oceniane branże
1 (1)	Piotr Zielonka	85 (20)	Ipopema Securities	górnictwo, budownictwo, deweloperzy, handel i dystrybucja, energetyka, strategia
2 (3)	Piotr Łopaciuk	47 (15)	DM PKO BP	przemysł, budownictwo, inne
3 (2)	Kamil Kliszcz	24 (7)	DM mBanku	paliwa, chemia, energetyka
4 (14)	Tomasz Duda	22 (7)	Erste Securities Polska	wydobycie, przemysł, energetyka
5 (26)	Sylwia Jaśkiewicz	20 (5)	IDM	materiały budowlane, dobra konsumpcyjne, farmacja
6 (18)	Jakub Szkopek	17 (6)	DM mBanku	przemysł
7 (8)	Artur Iwański	17 (4)	DM PKO BP	górnictwo i metale
8 (20)	Andrzej Kubacki	15 (5)	ING Securities	ropa i gaz, przemysł, telekomunikacja, budownictwo
9 (11)	Robert Brzoza	14 (4)	UniCredit CAIB Poland	strategia, nieruchomości
10 (-)	Konrad Książkowski	13 (3)	Banco Espirito Santo	telekomunikacja-media-technologie informatyczne
11 (48)	Marek Czachor	13 (5)	Erste Securities Polska	IT, dystrybucja, handel, farmacja
12 (-)	Marcin Stebakow	11 (4)	DM Banku BPS	dobra konsumpcyjne, handel
12 (7)	Andrzej Powierża	11 (4)	DM Citi Handlowy	finanse
12 (42)	Tomasz Kasowicz	11 (4)	DM BZ WBK	paliwa, chemia
15 (12)	Tomasz Sokołowski	10 (4)	DM BZ WBK	handel i dystrybucja, FMCG, farmacja
15 (9)	Marcin Materna	10 (4)	Millennium DM	banki, ubezpieczenia
15 (40)	Marcin Gątarz	10 (4)	UniCredit CAIB Poland	przemysł, górnictwo i metale, rolnictwo, branża spożywcza
18 (-)	Kamil Stolarski	10 (3)	Banco Espirito Santo	banki, finanse, ubezpieczenia
18 (56)	Łukasz Jańczak	10 (3)	Banco Espirito Santo	finanse

*Zespoły zarządzające aktywami wskazywały 5 analityków, którzy najbardziej pomogli im w pracy w ostatnich 12 miesiącach, i przyznawali im od 1 do 5 punktów. Ankietę przeprowadziliśmy między 4 a 10 marca 2014 roku. Ranking uwzględnił głosy 35 zespołów. O miejscu poszczególnych analityków w rankingu decydowała suma zdobytych punktów. Prezentujemy analityków, którzy zebrali przynajmniej trzy oceny i 10 punktów

wystarczającym do uzyskania przewagi nad konkurencją.

W nowym miejscu pracy Zielonka odpowiedzialny jest także za pisanie strategii.

– Staram się trochę inaczej niż konkurencja patrzeć na rynek. Skupiam się na analizie czynników globalnych – wyjaśnia.

Pochodną tego spojrzenia jest

strategia, którą w największym skrócie można opisać jako „ciężkie sektory nie, lekkie tak”. Chodzi w niej o to, żeby w najbliższych kilku latach unikać inwestycji w spółki wydobywcze, paliwowe czy energetyczne, na notowaniach których ciążą właśnie czynniki globalne (spowolnienie w Chinach, stopniowa zmiana polityki monetarnej przez Fed) lub lokalne (intensywny program inwestycyjny w energetyce). Z drugiej strony warto inwestować w firmy powiązane z konsumpcją, którą dodatkowo będą napędzać napływające pieniądze z nowej unijnej perspektywy budżetowej.

2

Piotr Łopaciuk DM PKO BP

Najpierw było miejsce dwunaste, przed rokiem – trzecie, w tegorocznym rankingu głosy 15 zespołów zarządzających aktywami dały Piotrowi Łopaciukowi 47 punktów i drugie miejsce. Specjalista od małych i średnich spółek buduje w branży pozycję i popularność równie szybko jak przed kilku laty Piotr Zielonka



Choć zwycięstwo Piotra Zielonki jest niepodważalne, to jednak przed rokiem zdobył niemal trzy razy więcej punktów niż wicelider, w tym od drugiego Piotra Łopaciuka z DM PKO BP o 90 procent więcej punktów. Łopaciuk to wschodząca gwiazda branży: przed dwoma laty został przez inwestorów instytucjonalnych zauważony po raz pierwszy i zajął 12. miejsce, w zeszłym roku wspiął się na najniż-

szy stopień podium, dziś jest wiceliderem rankingu. Został doceniony przez 15 zespołów zarządzających aktywami i jego kariera rozwija się w podobnym tempie jak Piotra Zielonki.

– Potrafi spojrzeć na rynek oczami zarządzającego i wesprzeć swoją wiedzę w taki sposób, że można ją wykorzystać w praktyce. Poza twardymi umiejętnościami ma także duże wyczucie rynku – mówi Michał Rabiej. – Piotr Zielonka i Piotr Łopaciuk reprezentują dwa różne podejścia do rynku, ale ich cechą wspólną jest duża skuteczność – dodaje Rabiej.

Łopaciuk zajmuje się spółkami przemysłowymi i budownictwem oraz wszystkimi innymi z grupy przedsiębiorstw o niskiej i średniej kapitalizacji, w których widzi potencjał wzrostowy. Zainteresowanie tą grupą firm stopniowo rosło w zeszłym roku, także za sprawą rekomendacji Łopaciuka, który potrafił odszukać tak dobre inwestycje jak Forte czy Stomil Sanok. Wartość Łopaciuka i jego pozycję w branży zweryfikuje bessy, która w segmencie małych i średnich bywa na GPW wyjątkowo dotkliwa.

Na trzecim miejscu znalazł się Kamil Kliszcz z DM mBanku, nazwisko w branży już uznane. Obronił miejsce na podium i jest najsolidniejszym filarem najwyższej ocenianego w Polsce działu analiz. Po zeszłorocznym drugim miejscu kierowany od ośmiu lat przez Michała Marcza z zespołu wrócił na pozycję lidera, choć w tym roku wygrał o włos, dzięki różnorodności oferty. DM mBanku to dziś najsolidniejsza marka w analizach, o czym świad-

RANKING DZIAŁÓW ANALIZ BIUR MAKLESKICH*

miejsce (ub.r.)	biuro	liczba ocen	średnia	kompleksowość oferty 1)	profesjonalizm	jakość raportów i biuletynów 2)	przydatność raportów i biuletynów 3)	Corporate Access 4)
1 (2)	DM mBanku	31	3,64	4,03 (1)	3,53 (5)	3,75 (1)	3,57 (2)	3,32 (5)
2 (11)	Banco Espirito Santo	20	3,64	3,61 (3)	3,80 (1)	3,65 (2)	3,63 (1)	3,50 (2)
3 (5)	DM BZ WBK	26	3,54	3,68 (2)	3,52 (7)	3,63 (3)	3,38 (6)	3,47 (3)
4 (8)	Wood&Company	20	3,50	3,48 (7)	3,74 (3)	3,33 (9)	3,28 (8)	3,65 (1)
5 (4)	DM PKO BP	25	3,48	3,60 (4)	3,64 (4)	3,38 (8)	3,30 (7)	3,46 (4)
6 (1)	Ipopema Securities	28	3,40	3,52 (6)	3,76 (2)	3,49 (6)	3,47 (4)	2,75 (9)
7 (14)	Erste Securities Polska	22	3,30	3,36 (9)	3,52 (6)	3,26 (10)	3,40 (5)	2,95 (7)
8 (6)	ING Securities	23	3,28	3,57 (5)	3,47 (9)	3,47 (7)	3,23 (10)	2,66 (10)
9 (9)	IDM SA	18	3,27	3,12 (11)	3,23 (11)	3,56 (4)	3,55 (3)	2,89 (8)
10 (7)	UniCredit CAIB Poland	25	3,22	3,41 (8)	3,49 (8)	3,50 (5)	3,08 (11)	2,63 (11)
11 (10)	DM Trigon	24	3,14	2,86 (13)	3,10 (12)	3,21 (11)	3,26 (9)	3,29 (6)
12 (3)	DM Citi Handlowy	17	2,89	3,26 (10)	3,47 (10)	2,87 (12)	2,89 (12)	1,96 (13)
13 (-)	Noble Securities	13	2,52	2,37 (16)	2,57 (16)	2,83 (13)	2,46 (15)	2,39 (12)
14 (13)	DB Securities	17	2,47	2,94 (12)	2,70 (15)	2,64 (14)	2,51 (14)	1,56 (16)
15 (17)	BDM	11	2,45	2,43 (15)	2,90 (13)	2,55 (15)	2,60 (13)	1,76 (14)
16 (16)	Millennium DM	18	2,30	2,50 (14)	2,71 (14)	2,39 (16)	2,14 (16)	1,75 (15)

* Inwestorzy instytucjonalni oceniali departamenty analiz biur maklerskich, z którymi współpracowali w ostatnich 12 miesiącach. Ranking uwzględnia ankietę od 35 instytucji. Badanie przeprowadziliśmy od 4 do 10 marca 2014 roku. Wynik w każdej kategorii to średnia ważona z otrzymanych ocen (podzieliśmy instytucje na kwartyle: odpowiedzi firm z pierwszego kwartyla miały wagę 1,5, z drugiego 1,25, trzeciego 1,0 i czwartego 0,75). Głosy instytucji z tej samej grupy kapitałowej co oceniane biuro miały przypisaną najmniejszą wagę. Ostateczny wynik to średnia arytmetyczna z wyników każdej z pięciu kategorii. Prezentujemy biura, które otrzymały min. 10 ocen. Legenda: 1) liczba spółek i sektorów, dla których przygotowywane są analizy; 2) dostęp do analizy; 3) inne produkty: makro, prognozy zysków, portfele modelowe itp.; 4) walory estetyczne (czytelność, przejrzystość itp.); 5) dotyczy wszystkich produktów wydawanych przez dział analiz; 6) walory merytoryczne (trafność wniosków i spostrzeżeń, dokładność prognoz itp.); 7) jakość spotkań organizowanych przez biuro maklerskie z menedżerami spółek publicznych. W nawiasach podajemy miejsce, które biuro zajęło w danej kategorii

czą nie tylko wysokie noty, ale także największa w branży liczba ocen. Jakość usług brokera oceniło 31 z 36 działów zarządzających aktywami.

Jednak nawet w zespole lidera zachodzą na tyle duże zmiany, że zwycięstwo w kolejnej edycji rankingu pozostaje otwarte. Z zespołu odeszła zajmująca się bankami Iza Rokicka, podkupiona przez Ipopemę, w najbliższym czasie z pracą analityka pożegna się sam Marczak, który zasiada w zarządzie domu maklerskiego i jak sam przyznaje, na pisanie rekomendacji i strategii ma coraz mniej czasu. W 2010 roku wygrał nasz ranking indywidualny, w tym roku nie załapał się do tabeli laureatów.

Największym wygranym rankingu jest zespół Banco Espirito Santo (BESI), który z 11. miejsca awansował na pozycję wicelidera. Z DM mBanku przegrał o włos – trzecim miejscem po przecinku. Pod względem profesjonalizmu i przydatności analiz BESI nie miało sobie równych, we wszystkich kategoriach broker znalazł się w czołówce, przyciągając większość dobrych ocen, którymi w poprzednich latach instytucje obdarzały Ipopemę.

– Nie jesteśmy dużym biurem i takie wyróżnienie to dla nas ogromna motywacja do dalszej pracy – mówi Konrad Książkowski, który w zeszłym roku został szefem działu analiz w miejsce Macieja Hebdy. Hebda przeniósł się do londyńskiego oddziału BESI, nadal zajmuje się polskimi

SKUTECZNOŚĆ REKOMENDACJI 2013

biuro	średni wynik (proc.)	liczba rekomendacji
Ipopema	6,5	61
Millennium DM	5,8	50
DB Securities	5,8	71
BDM	4,4	28
Erste Securities	4,3	48
BZ WBK	3,1	152
UniCredit CAIB	3,1	52
Espirito Santo	2,8	53
DM mBank	2,6	85
Wood&Company	2,4	54
DM Citi BH	2,3	52
DM PKO BP	1,8	71
ING Securities	1,1	97

NAJLEPSZE REKOMENDACJE

biuro	spółka	rekomendacja	data wydania	zmiana kursu
Ipopema	Trakcja	kupuj	3.10.2013	83,5
Trigon DM	LPP	kupuj	28.02.2013	79,2
DM BH	Budimex	kupuj	17.05.2013	70,0
Erste Securities	LPP	akumuluj	6.03.2013	68,8
Trigon DM	InterCars	akumuluj	12.03.2013	60,0

NAJGORSZE REKOMENDACJE

biuro	spółka	rekomendacja	data wydania	zmiana kursu
DM BPS	LPP	sprzedaj	18.09.2013	71,9
DM PKO BP	Budimex	sprzedaj	17.04.2013	69,5
BDM	Budimex	redukuj	9.05.2013	66,9
Erste Securities	Pelion	sprzedaj	10.04.2013	65,5
Wood	Getinoble	sprzedaj	31.05.2013	52,4

Oceniliśmy rekomendacje wydane w 2013 roku dotyczące 60 największych notowanych na GPW spółek. Rekomendacje zakupu („kupuj”, „akumuluj” itp.) są oceniane według stopy zwrotu liczonej od ceny z dnia wydania rekomendacji do czasu, aż przestała obowiązywać – wydano kolejną dla tej samej spółki lub minęło pół roku. Zalecenia sprzedaży („sprzedaj”, „redukuj”) ocenione zostały analogicznie, z tym że ich wynik został przemnożony przez -1. Rekomendacje neutralne oceniane były jako zgodność kursu z indeksem WIG. Im mniejsza różnica pomiędzy zmianą kursu a indeksem WIG, tym wyższy wynik rekomendacji – maksymalnie 20 punktów. Jeżeli różnice w zmianie kursu spółki i indeksu była powyżej 20 pp., przyznawaliśmy punkty ujemne

spółkami. – Nie mamy szczególnej recepty na sukces – po prostu staramy się wykonywać naszą pracę najlepiej, jak potrafimy. W każdym raporcie analitycznym staramy się zwrócić uwagę na coś nowego. Dodatkowo nasz zespół jest wyjątkowo zgrany – dodaje Książkowski. Wśród 19 analityków, którzy otrzymali minimum 10 punktów i trzy oceny, znalazły się trzy osoby zatrudnione w BESI. Każdy z zespołu zdobył przynajmniej 1 punkt, co nie udało się innym brokerom.

Pod względem udziału w obrotach akcjami BESI, z niemal 2-proc. udziałem, znajduje się pod koniec drugiej dziesiątki wśród działających na GPW brokerów.

Podium rankingu drużynowego uzupełnia DM BZ WBK, dla którego tak wysokie miejsce nie jest nowością. Obok DM mBanku i Ipopemy wielkopolski broker zebrął najwięcej ocen od inwestorów instytucjonalnych.

Ranking drużynowy jest pośrednim potwierdzeniem wysokiej klasy i popularności Piotra Zielenki. Zespół analiz DM Citi Handlowy, który w zeszłym roku analityk opuścił, spadł w rankingu z 3. na 12. miejsce. Średnia ocena obniżyła się o ponad 20 procent.

Ostatnim elementem oceny pracy analityków jest spojrzenie na skuteczność wydawanych rekomendacji. Tradycyjnie budzi ona najwięcej wątpliwości – opowiadanie o ideach i pomysłach idzie analitykom dobrze, trochę gorzej wskazanie właściwego momentu, w którym należy wprowadzić je w życie. Pod tym względem najlepiej wypadła Ipopema, z wynikiem 6,5 procent. W uproszczeniu oznacza to, że kupując/sprzedając akcje w momencie wskazanym przez analityków Ipopemy, można było zarobić średnio 6,5 proc., nim rekomendacja została zmieniona. W tej kategorii wyróżniły się także Millennium DM i DB Securities. Jednak nawet wyniki najsukcesowniejzych brokerów trudno uznać za satysfakcjonujące, jeśli weźmiemy pod uwagę, że 2013 rok upłynął pod znakiem wzrostu kursów na GPW. Odpowiedź na pytanie, czy rekomendacje to przydatne narzędzie dla inwestora indywidualnego, który najczęściej zapoznaje się jedynie z samym zaleceniem, a nie całym uzasadnieniem rekomendacji, pozostaje niejednoznaczna. ①

SPROSTOWANIE

W poprzednim numerze „Forbesa” (3/2014) w artykule „Na dużych spółkach trudno będzie zarobić” błędnie napisałem, że właścicielem sieci sklepów Biedronka jest Eurocash, gdy w rzeczywistości jest nim firma Jerónimo Martins Polska. Zainteresowanych i czytelników przepraszam
Tomasz Józwiak

3

Kamil Kliszcz DM mBanku

Od kilku lat utrzymuje się w ścisłej czołówce krajowych analityków. Dzięki głosom 7 zespołów zarządzających aktywami zdobył 27 punktów i obronił zdobyte w zeszłym roku miejsce na podium. Zespół, którego jest częścią, zebrął w tym roku najwyższe oceny w branży i duża w tym zasługa Kamila Kliszcz

