

AKCJONARIUSZ

GIEŁDA EDUKACJA ANALIZY



STOWARZYSZENIE
INWESTORÓW
INDYWIDUALNYCH

ISSN 1644-3004 2/2009

Jak się strzela
do wróbla z armaty
**MANIPULACJE
NA POLSKIEJ
GIEŁDZIE**

Inwestycje
w infrastrukturę
to przeżytek

Wywiad z Jackiem Lichotą
Prezesem Zarządu Telestrada S.A.

Czy warto korzystać
z rekomendacji
giełdowych?
**STRATEGIE
KONTRARIAŃSKIE
SĄ SKUTECZNE!**

TOKSYCZNE OPCJE

Czy można spekulować
bez poniesienia
odpowiedzialności?

Czas dekoniunktury testem
na kreatywność

Wywiad z Piotrem Bielińskim Prezesem Zarządu ACTION S.A.

Spis treści

Jak się strzela do wróbla z armaty	6
Manipulacje na polskiej giełdzie, Paweł Wielgus, SII	
Czas dekonunktury testem na kreatywność	10
Wywiad z Piotrem Bielińskim Prezesem Zarządu Action S.A.	
Prezes przeprosza, a inwestorzy tracą	14
Nieprawidłowości w spółce Duda, Piotr Cieślak, SII	
Opcje nie są głównym powodem słabości złotego	15
Przyczyny słabości złotego, Piotr Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi	
Toksyczne opcje	16
Czy można spekulować bez poniesienia odpowiedzialności? Piotr Pochmara, SII	
Hazard w sieci	20
Wywiad z Wojciechem Trzaską Dyrektorem ds. Relacji Inwestorskich Bet-at-home.com AG	
Komunikacja polskich spółek giełdowych	22
Ogólnopolskie Badanie Spółek – podsumowanie wyników, Sebastian Florianowicz, Badog PR	
Inwestycje w infrastrukturę to przeżytek	24
Wywiad z Jackiem Lichotą Prezesem Zarządu Telestrada S.A.	
Bilion w środę, bilion w sobotę	27
O rozrzutności rządów krajów na całym świecie, Robert Gwiazdowski, Centrum im. Adama Smitha	
Czy warto korzystać z rekomendacji giełdowych?	28
Statystyki rekomendacji sygnalizują zmiany trendu, Piotr Cieślak, SII	
Czy się stoi, czy się leży 4% się należy	31
Inwestowanie w akcje za pośrednictwem TFI, Jarosław Augustynowicz, SII	
Czy Zarządy spółek musiały informować o spekulowaniu na walutach?	34
Możliwości dochodzenia odszkodowania przez inwestorów, mec. Andrzej Krawczyk, Adwokaci i Radcowie Prawni Izabella Żyglicka i Wspólnicy	
Barometr gospodarczy SII	36
Polska gospodarka zwalnia, ale w skali świata i tak wypadamy bardzo dobrze, Łukasz Porębski, SII	
Dane w pracy inwestora	38
Wiedza i podejście praktyczne (3), Marcin Kiepas, Przemysław Kwiecień, Paweł Śliwa, Dom Maklerski X-Trade Brokers S.A.	
Pierwsze zwiastuny problemów finansowych spółki	42
Jak upadał Sfinx i czy można to było przewidzieć? Miłosz Papst, Centrum Kompetencyjne Doradcy24	
Czy zbliża się koniec obecnego kryzysu w USA?	45
Prognoza dla rynków światowych, Jan Szarzec	
Czy to już koniec krachu na złotym?	48
Średnioterminowa analiza sytuacji na rynku walutowym, Joanna Pluta, Tomasz Regulski, Marcin Ciechoński, Dom Maklerski TMS Brokers S.A.	
Co z tą hossą?	52
Przesłanki końca bessy są widoczne, Tomasz Gessner, Dom Maklerski IDMSA	

AKCJONARIUSZ

Kwartalnik Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych

Redaktor naczelny: Michał Masłowski
 Zastępca redaktora naczelnego: Paweł Wielgus
 Redakcja: ul. Długopolska 22, 50-560 Wrocław
 telefon: +48 (0) 71 332 95 60 telefon/fax: +48 (0) 71 332 95 61
 Reklama: Kamil Karpicki, tel. 606 990 584, karpicki@sii.org.pl
 internet: www.sii.org.pl, e-mail: akcjonariusz@sii.org.pl
 Dyrektor Artystyczny: Tomasz Baziuk

Wszelkie prawa zastrzeżone. Powielanie wyłącznie za zgodą wydawcy. Redakcja nie zwraca tekstów nie zamówionych oraz zastrzega sobie prawo do ich skracania i redagowania. Redakcja nie ponosi odpowiedzialności za treść reklam.



Satyryczny komentarz



SADURSKI.COM

Szanowni Czytelnicy

Czy słowo „opcja“ musi być synonimem zła?

Przez polską giełdę przetoczyła się fala doniesień, w których to Zarządy spółek publicznych informowały o tym, że mają tzw. toksyczne opcje. Skala zjawiska okazała się wprost niewiarygodna, ponad 100 spółek giełdowych ogłosiło, że mówiąc brutalnie „dało się naciągnąć“ bankom na „zabezpieczenie“ przed wzrostem kursu złotego. Po gwałtownym osłabieniu rodzimej waluty w drugiej połowie 2008 roku problem ów urósł do rangi państwowej. Cała sytuacja skłoniła do działania nawet Wicepremiera Waldemara Pawlaka, który postanowił ratować biednych „oszukanych“ przedsiębiorców. Uznał on, że Ci „biedni zarządzający“ nie wiedzieli co czynią i wskutek zmasowanej akcji ze strony banków masowo uwikłali się w różnego rodzaju strategię inwestycyjne, które do dzisiaj, wskutek osłabienia złotego, generują ogromne straty. Pomijając fakt, że determinacja banków do zawierania niekorzystnych umów opcyjnych była w połowie 2008 roku ogromna, to w moim odczuciu o odpowiedzialności Zarządów spółek mówi się w tym kontekście zdecydowanie za mało. Chciałbym, żeby mój przekaz był jasny: **Ręce precz od opcji!** Ci „przebrzydli bankowcy“, którzy to wciskali niczego nieświadomym przedsiębiorcom opcje są tutaj najmniej winni. Zajmijmy się lepiej odpowiedzialnością Zarządów spółek i ich wątpliwymi kompetencjami. Ucierpiali na tym nasze osobiste portfele, a wygląda na to, że w skutek ułomności polskiego prawa, jedyną konsekwencją dla zarządzających może być co najwyżej odwołanie na kolejnym Walnym Zebraniu. Czy to zwiększy stan naszego portfela? Czy wynagrodzi nam straty, które ponieśliśmy wskutek nieudolnego zarządzania i ignorancji z zakresu podstawowej wiedzy z inżynierii finansowej? Wątpię.

Życzę miłej lektury.
Michał Masłowski



Nadajemy
co poniedziałek

Echa rynku

Podcast
Stowarzyszenia
Inwestorów
Indywidualnych

Wszystko o problemach inwestorów
indywidualnych i bieżącej działalności SII

Ściągnij kolejne odcinki Podcastu SII
ze strony www.sii.org.pl lub subskrybuj
Echa Rynku przez iTunes



www.sii.org.pl

giełdowy



Profil spółki Grupa ACTION S.A.

Grupa Action S.A. jest jednym z największych dystrybutorów oraz producentów sprzętu komputerowego w Polsce (około 20% udział w rynku). Od 2006 r. Spółka jest notowana na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Action dystrybuje produkty największych dostawców na świecie, jest również producentem sprzętu IT pod własnymi markami Actina i ActiveJet. Klientami Grupy Action S.A. są sprzedawcy detaliczni oraz odbiorcy korporacyjni. Od ponad dwóch lat Grupa Action S.A. działa na szybko rozwijającym się rynku ukraińskim, gdzie prowadzi detaliczną sprzedaż AGD/RTV.



Czas dekonstrukcji testem na kreatywność

Wywiad z Piotrem Bielińskim Prezesem Zarządu ACTION S.A.

Michał Masłowski (Akcjonariusz): Action od ponad dwóch lat jest notowany na warszawskim parkiecie. Jak ocenia Pan ten okres? Czy okazał się on kluczowy dla rozwoju Spółki?

Piotr Bieliński (Prezes Zarządu Action S.A.): Rzeczywiście, od prawie trzech lat jesteśmy Spółką notowaną na GPW. To nobilitacja dla wszystkich grup interesariuszy – dla pracowników, dla kadry zarządzającej, a także dla klientów, którzy zyskali dodatkowe zapewnienie o naszej wiarygodności i standardzie świadczonych przez nas usług. Oczywiście dzięki wejściu na GPW

pozyskaliśmy kapitał potrzebny do realizacji naszych długoterminowych celów strategicznych. Status spółki publicznej oznacza dla nas również zwiększone zaufanie ze strony pożyczkodawców, kontrahentów oraz inwestorów. Obecność na rynku publicznym wpłynęła też na wzmocnienie naszego wizerunku. Giełda wymaga od nas przede wszystkim aktywnej komunikacji z otoczeniem. Dzięki niej jesteśmy bardziej transparentni, a rynek dobrze poinformowany o wszystkich istotnych wydarzeniach w firmie.

A czy postrzega Pan też tę obecność na giełdzie jako pewien sposób reklamy?

Spółka jest przecież kilkadziesiąt razy dziennie wymieniana w różnego rodzaju serwisach z notowaniami.

Jesteśmy dystrybutorem sprzętu IT i nie docieramy bezpośrednio do ostatecznego klienta. Dlatego występowanie nazwy Action S.A. w mediach ma wpływ przede wszystkim na budowanie świadomości marki wśród partnerów biznesowych, ale nie jest typową reklamą naszych produktów. Natomiast swoje brandy, na przykład markę produktów i materiałów eksploatacyjnych ActiveJet, reklamujemy sami poprzez duże kampanie w mediach oraz rozbudowane systemy lojalnościowe.

Czyli ta marka trafia już do konsumenta masowego?

Tak, ActiveJet jest marką, z którą trafiamy do klienta końcowego.

Action jest zarówno dystrybutorem, jak i producentem sprzętu komputerowego. Proszę powiedzieć o rentowności. Jaka jest rentowność z gałęzi produkcyjnej, a jaka z gałęzi dystrybucyjnej?

Dystrybucja nie jest łatwym biznesem. Wyniki spółek, które są notowane na GPW i ograniczają się tylko do dystrybucji, pokazują rentowność na poziomie 0,5% do 1%. W naszym wypadku jest inaczej, ponieważ wykazujemy wysoką rentowność na sprzedaży marek własnych. Ten wskaźnik uzależniony jest również od tego, jakie przetargi wygrywamy oraz od udziału w dostawach produktów marki ActiveJet, a na wielkość obu tych czynników nie narzekamy. Wiele lat pracowaliśmy również na obecny kształt naszych kanałów dystrybucyjnych i relacje z klientami - teraz możemy być z nich zadowoleni. Sytuacja na rynku i obowiązki wobec akcjonariuszy nie pozwalają nam stać w miejscu. Ciągłe się rozwijamy i szukamy nowych możliwości.

W jak dużym stopniu udało się rozwinąć segment RTV/AGD?

Najważniejsza jest dla nas rentowność wchodzenia w nowy biznes. Przeważnie, aby zaistnieć na starcie w nowym segmencie, wiele firm decyduje się na zainwestowanie dużych pieniędzy w reklamę. Nas takie rozwiązanie nie interesuje. Jesteśmy spółką notowaną na giełdzie. Akcjonariusze

obserwują podejmowane przez nas kroki. Nie możemy sobie pozwolić na gwałtowne ruchy i dodatkowy wysiłek finansowy, obarczony ponadto dużym ryzykiem i możliwością straty. Dlatego w segment RTV/AGD wchodzimy ostrożnie, ale pracujemy nad nim systematycznie.

Rynek dystrybutorów sprzętu IT jest bardzo rozdrobniony. Czym wygrywa Action S.A.?

Wygrywamy, bo mamy szeroki stock. Spośród wielu czynników wpływających na naszą konkurencyjność, najmocniejszym punktem jest ciągle rozbudowywana baza



magazynowa i jedno z najlepszych w branży rozwiązania logistyczne. W Zamieniu posiadamy potężne zaplecze magazynowe, które służy do obsługi zamówień firmy. Składa się ono z magazynu przyjęć (towarowego) oraz magazynu spedycyjnego (komplementacja i wysyłka) - jego łączna powierzchnia to 13 900 m². Action korzysta również z wynajmowanego magazynu o powierzchni 7 300 m².

nie do dystrybucji również innych niż IT produktów, dla których bardzo ważna jest sprawna logistyka. Jest to perspektywiczny kierunek rozwoju - firmy będą chciały obniżyć koszty działalności i outsorsować te usługi. Posiadamy do tego potrzebne zaplecze.

Spółka od kilku lat rozwija się aktywnie na rynku ukraińskim. Czy ten rynek postrzega Pan jako trudniejszy od polskiego? Jak ocenia Pan potencjał tego rynku?

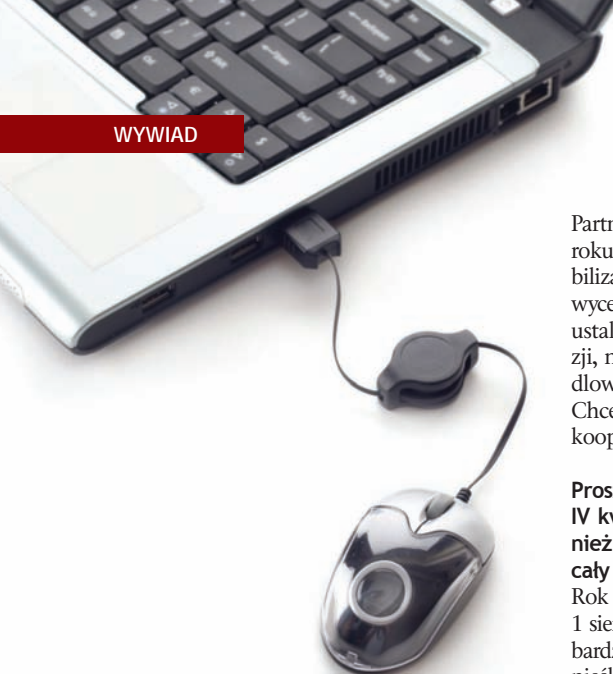
Potencjał rynku ukraińskiego jest bardzo duży, dlatego zaczęliśmy na nim funkcjonować. Jest to nadal rynek słabo nasycony i choć funkcjonowanie na nim nie jest łatwe, zwłaszcza w okresie kryzysu gospodarczego, cały czas widzimy w nim ogromny potencjał. Do tej pory prowadziliśmy na Ukrainie tylko sprzedaż detaliczną. Teraz chcemy rozszerzyć tą działalność o dystrybucję.

W najbliższym czasie otworzymy biuro w Kijowie, a już wystąpiliśmy do niektórych producentów o rozszerzenie kontraktów na Ukrainę. Dystrybucję na Ukrainie będziemy obsługiwali z polskiego magazynu. Przy problemie starych towarów, z którym spotykają się wszyscy na Ukrainie, nasza logistyka okaże się dużym atutem. Będziemy w stanie dostarczać towar w ciągu 2-3 dni od zamówienia. To prawda, że sytuacja ekonomiczna na Ukrainie nie jest najlepsza, ale aktualnie kryzys panuje na całym świecie. Nie oznacza to oczywiście, że należy wycofać się z prowadzonych działań, trzeba jednak dostosowywać profil działalności do panujących warunków. Nasza ukraińska spółka również przeszła gruntowną restrukturyzację. Widzimy już jej efekty. Wartość sprzedaży przypadająca na jednego pracownika wzrosła o około 55%, planujemy dalsze działania służące podniesieniu jakości obsługi klienta w naszych sklepach. ➔

Łączna powierzchnia magazynowa wykorzystywana przez Spółkę wynosi obecnie ponad 21 000 m². Obecnie oddawana jest hala magazynu spedycyjnego o powierzchni 3400 m² (w tym 1100 m² podestu roboczego). Dzisiaj jesteśmy w stanie wysłać nawet do 20 000 paczek dziennie. Do 24 godzin od zamówienia możemy dostarczyć klientowi zakupiony u nas produkt bezpośrednio do domu.

Państwa zamówienie jest realizowane tak szybko?

Tak, sprawny system logistyczny pozwala na wysyłkę towaru do klienta natychmiast po otrzymaniu zamówienia. Mając tak rozbudowany magazyn, rozważamy wprowadze-



Wszyscy teraz tną prognozy, korygują wyniki...

To prawda, jednak my skupiamy się przede wszystkim na cięciu kosztów i realizacji działań, których efekty będą widoczne w dłuższej perspektywie. Chcemy, aby pomimo słabszej koniunktury nasza rentowność nadal była dobra, a spółka zarabiała pieniądze na poziomie zbliżonym do dotychczasowego. Nie zależy nam na generowaniu obrotu kosztem marży, ważne jest, jaką rentowność wypracujemy.

Czy nie obawia się Pan, że pogorszenie koniunktury i duża konkurencja wpłyną na spadek marż uzyskiwanych przez spółkę w 2009 roku?

Staram się patrzeć na spółkę długoterminowo. Jak już wspominałem, najbliższe dwa lata nie będą łatwe, ale po tym okresie na rynku utrzymają się najmocniejsi. Ktoś przecież ten rynek musi obsługiwać. Po pierwsze myślę, że w ciężkich czasach najlepiej sprawdzają się dobrzy managerowie i dobre firmy. Widzę dowody na to, że Action to zdrowa spółka zarządzana przez najlepszych specjalistów. Od ponad dwóch lat jesteśmy notowani na giełdzie, przez ten okres realizowaliśmy prognozowane wyniki, a nawet je wyprzedzaliśmy. Innym spółkom było trudno nawet w dobrych czasach.

Jakie jest Pana zdanie na temat możliwości podjęcia działań konsolidacyjnych w branży? Proszę powiedzieć o przyczynach rezygnacji z planowanej fuzji z Vobisem i PC Factory.

Na pewno jest jeszcze szansa na konsolidację. Jednak kryzys na rynku walutowym, niestabilność złotówki, negatywne zmiany na giełdach światowych, a w szczególności spadki kursów na GPW spowodowały, że wraz z Vobis oraz PC Factory zdecydowaliśmy o zaprzestaniu dalszych prac nad potencjalną konsolidacją. Porozumienie z naszymi

Partnerami zawarliśmy 27 listopada 2008 roku, czyli w okresie ponadprzeciętnej destabilizacji rynku. Utrudniła ona rzeczywistą wycenę przedsiębiorstw i, co za tym idzie, ustalenia parytetów. Pomimo podjętej decyzji, nadal deklarujemy chęć współpracy handlowej i pracujemy nad umową partnerską. Chcemy, aby była gwarancją zacieśnienia kooperacji wszystkich trzech przedsiębiorstw.

Proszę o komentarz do wyników Spółki za IV kwartał 2008, I kwartał 2009, jak również proszę o podsumowanie wyników za cały 2008 rok.

Rok obrachunkowy 2007/2008, czyli okres od 1 sierpnia 2007 do 31 lipca 2008, był dla nas bardzo dobry. Jako jedna z niewielu firm podnieśliśmy prognozy i podjęliśmy decyzję o zwiększeniu kwoty na wypłatę dywidendy dla akcjonariuszy o prawie 16 mln zł. W roku 2007/2008 osiągnęliśmy jednostkowy wynik netto w wysokości 39,7 mln, a zysk skonsolidowany wyniósł 33,7 mln zł. Wygraliśmy również liczące się przetargi publiczne. IV kwartał 2007/2008 zakończył rok obrotowy wzrostem zysku operacyjnego w stosunku do IV kwartału 2006/2007 o 37,2% i zysku netto w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku o 4,5%. Potem przyszedł I kwartał 2008/2009, w którym wykazaliśmy stratę, będącą przede wszystkim efektem przewalutowania sald. Bez względu na wynik w I kwartale, zwiększyliśmy widocznie dynamikę dystrybucji. Liczba obsługiwanych klientów wzrosła w stosunku do IV kwartału 2007/2008 o 6,01% (średnio w kwartale 9 177 klientów), rok do roku o 15,25%. Rozpoczęliśmy wdrożenie nowoczesnego systemu magazynowego, który zacznie funkcjonować najpóźniej w sierpniu 2009 roku i zwiększy wydajność logistyki firmy nawet trzykrotnie.



Niedawno Action opublikował wyniki za I półrocze. Czy można mówić o odpracowaniu straty po I kwartale?

Zdecydowanie tak. Pierwsze półrocze roku zakończyliśmy dodatnim wynikiem netto. Tym samym spółka odrobiła stratę z pierwszego kwartału. Dobre wyniki i optymistyczne perspektywy rozwoju to wynik znacznej obniżki kosztów oraz wzrostu efektywności prowadzonego biznesu. Przychody ze sprzedaży w pierwszym półroczu 2008/2009, czyli w okresie od 1 sierpnia 2008 do 31 stycznia 2009 r., wyniosły ponad 1,2 mld zł, czyli jesteśmy o 5% lepsi niż przed rokiem. Spółka zanotowała wzrost marży brutto o 3,6 punktu procentowego do poziomu 11,4%. Skoncentrowaliśmy się na sprzedaży produktów wysokomarżowych, takich jak ActiveJet. Zrezygnowaliśmy jednocześnie z nierentownych pozycji i dystrybucji. Zaczęliśmy też cyklicznie kupować walutę w celu zabezpieczenia marży przed ryzykiem związanym z wahaniami kursowymi.

A jak wyglądał zysk netto?

Po półroczu wyniósł 3 262 tys. zł i był o ponad 80% niższy niż w pierwszym półroczu 2007/2008. Musieliśmy jednak nadrobić straty po pierwszym kwartale, które powstały na skutek przewalutowania sald. Wyniki samego drugiego kwartału wskazują już na stabilne tempo wzrostu. Zysk netto w porównaniu z drugim kwartałem 2007/2008 wzrósł o ponad 57%, zysk operacyjny o 16,7%, a marża brutto o ponad 4 punkty procentowe. Chcę też podkreślić, że Action odnotował w pierwszym półroczu dodatnią dynamikę sprzedaży, co w dzisiejszych czasach nie jest proste. Liczba obsługiwanych klientów wzrosła w stosunku do pierwszego półroczu 2007/2008 o 6,08%, liczba pozycji na fakturach zwiększyła się o 4,35%, a liczba pozycji w zamówieniu o 6,57%. W drugim kwartale sporo obniżyliśmy koszty operacyjne. Efekty będzie widać już niedługo.

Proszę jeszcze powiedzieć o sposobach redukcji kosztów. Na czym będzie to polegało w przypadku takiej Spółki jak Action?

Skupiamy się na cięciu kosztów na projektach, które przyniosłyby zysk dopiero w perspektywie kilku lat, a ich wdrożenie nie jest konieczne już teraz i, bez uszczerbku dla biznesu, można je wstrzymać. Mam na myśli chociażby otwarcie nowego działu inwestycji. Inną formą oszczędności jest redukcja kosztów szkoleń, na które wydajemy teraz bardzo dużo pieniędzy. Dzięki pozyskaniu funduszy z Unii Europejskiej budżet firmy nie będzie już obciążony kosztami szkoleń, a nasi pracownicy nadal będą mogli się rozwijać.

Trzeba dowieźć firmę w dobrej kondycji do koniunktury...

Nawet więcej! W czasach dekonunktury można również zarobić. Są firmy, które w czasie kryzysu osiągają świetne wyniki. Wiele firm upada, ale te, które mają pomysł na przekucie kryzysu w swój sukces, nie tylko przetrwają trudne czasy, ale umocnią swoją pozycję na rynku. Mamy zaplecze i rozwiązania, które pozwolą nam znaleźć się w tej drugiej grupie. Dobrym przykładem może być nasza spółka zależna A.pl, prowadząca internetowy supermarket. Niedawno uruchomiliśmy nową odsłonę serwisu w technologii ASP.NET MVC. Jest to pierwsza tego typu aplikacja w Polsce. Nowa witryna jest intensywnie promowana. Efekt? Ponad 220% wzrost liczby zamówień w styczniu 2009 w porównaniu do stycznia 2008 oraz 15% wzrost liczby klientów! W ciągu najbliższych dwóch miesięcy uruchomimy nową platformę wysyłkową, która umożliwi dostawę części asortymentu na terenie całej Polski.

Czy spółka wykorzystała już środki pozyskane z emisji akcji i czy są w planach kolejne emisje?

Na realizowane przez nas inwestycje wydaliśmy już dużo więcej pieniędzy, niż pozyskaliśmy z dotychczasowej emisji akcji. Mogliśmy sobie na to pozwolić, ponieważ

zarabialiśmy bardzo dużo, a nasze wyniki przez ostatnie trzy lata były równie dobre. Pozyskane pieniądze były mądrze inwestowane, co przejawiało się chociażby w realizowaniu kolejnych, podnoszonych prognoz. Myślę, że rynek odwróci się w ciągu dwóch, trzech lat. Bessa nie może panować bez końca. Wtedy być może będziemy myśleć o ewentualnych kolejnych emisjach.

W jak dużym stopniu zdywersyfikowane są źródła przychodów?

Zawsze nam zależało, żeby mieć jak najszerszą ofertę oraz rozbudowaną bazę klientów. Staraliśmy się wypracować taki model współpracy z partnerami zewnętrznymi, aby uniknąć ryzyka, z którym spotykają się inne firmy nastawione na jednego, dwóch dużych klientów, którzy generują większość obrotu. Odejście takiego klienta odbija się katastrofalnie na wyniku spółki. Nas ten problem nie dotyczy, właśnie ze względu na dużą dywersyfikację źródeł przychodów. Nasz największy klient generuje około 2% obrotu.

Jakie jest Pana zdanie o bieżącej wycenie akcji Spółki poniżej 6 zł?

Bieżąca wycena naszych akcji mija się z rzeczywistą wartością spółki i jest wynikiem ogólnej dekonunktury na rynku, która

dotknęła również branżę IT. Bardzo duże niedowartościowanie akcji może być również związane z wynikiem zanotowanym w I kwartale 2008/2009. Stratę już odrobiliśmy, więc liczymy na większą przychylność inwestorów.

Czy może Pan szerzej omówić pomysł na promowanie się poprzez sponsoring drużyny kolarskiej? I dlaczego kolarstwo, a nie inna dyscyplina sportu?

Zawsze byliśmy zwolennikami lekkoatletyki, choćby dlatego, że w Action część pracowników to właśnie byli biegacze, na przykład moja żona, Anna Bielińska, i ja. Kolarstwo wybraliśmy ze względu na jego dużą medialność, ale również ogromną sympatię do tej dyscypliny. Wierzymy w naszą drużynę, zawsze była jedną z najsilniejszych grup kolarskich w Polsce. Cezary Zamana wygrał nawet Tour de Pologne. A



NO1
DOM MAKLESKI
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.



Nagradzają najlepszych...

Dziękujemy Naszym Klientom i Partnerom za zaufanie i uznanie. To dzięki Państwa aktywności po raz kolejny otrzymaliśmy dwa wyróżnienia od prezesa GPW za największy udział na rynku kontraktów w 2008 roku.



DOM MAKLESKI
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

Najlepszy dom maklerski wg rankingu Stowarzyszenia
Inwestorów Indywidualnych i Forbes'a 2008

Forbes

Centrala:

ul. Marszałkowska 78/80, 00-517 Warszawa, tel.: (+48) 22 50 43 000, makler@bossa.pl, www.bossa.pl

DM BOŚ S.A. działa na podstawie zezwolenia KNF



■ Piotr Cieślak, SII

Nieprawidłowości w spółce Duda

Prezes przeprasza, a inwestorzy tracą...

Spółka PKM Duda S.A. jeszcze w pierwszej połowie lutego br. uznawana była przez inwestorów giełdowych za jedną z bardziej niedoszacowanych firm z sektora spożywczego. Spółka mimo niepewnej sytuacji gospodarczej dość dobrze radziła sobie z wynikami finansowymi. Bardzo atrakcyjnie prezentowały się również podstawowe wskaźniki rynkowe, zachęcając wielu do zakupu walorów, szczególnie w kontekście planowanej emisji akcji, która miała poprawić płynność i kondycję finansową oraz umożliwić realizację dalszych inwestycji.

O ile w tym czasie wielu eksporterów borykało się z olbrzymimi problemami wynikającymi z transakcji „zabezpieczających”, o tyle akcjonariusze spółki Duda czuli się pod tym względem wyjątkowo bezpieczni, bo, zgodnie z zapewnieniami Prezesa Macieja Dudy, spółka miała być wolna od ryzykownych instrumentów. Potwierdziła to wypowiedź Prezesa z dnia 1 grudnia dla Pulsu Biznesu: „Nie korzystaliśmy z opcji walutowych. Możemy za to pochwalić się całkiem dobrą rentownością naszego eksportu. Szczególnie opłacalny jest Daleki Wschód”. Jak się później okazało, była to wypowiedź nieautoryzowana. Niemniej po jej opublikowaniu Prezes nie wnosił żadnych zastrzeżeń. Mało tego, zaledwie tydzień później na łamach TVN CNBC Prezes spółki znów zapewniał widzów, że zawarte transakcje zabezpieczające nie będą miały negatywnego wpływu na wynik, bo spółka nabyła wyłącznie instrumenty bezpieczne. Wielu uwierzyło, by rozczarować się w dniu 16 lutego br. Spółka poinformowała wówczas, że ujemna wycena instrumentów pochodnych, w tym w dużej mierze opcji asymetrycznych o charakterze bezkosztowym, wynosi na dzień 31 grudnia 2008 r. niemal 30 mln zł. Reakcja rynku była natychmiastowa. Kurs akcji po opublikowaniu komunikatu spadł z 1,2 zł do 80 gr, a kilka dni później poniżej 50 gr. Akcjonariusze spółki, którzy zaufali Prezesowi i uwierzyli w siłę fundamentalną spółki zawiedli się, tracąc istotną część swojego kapitału. Późniejsze wyjaśnienia władz PKM Dudy niewiele wniosły. Słowa „przepraszam” i ogólnikowe wyjaśnienia, to za mało...

Niezbędne są działania prawne

SII uznało, że takich sytuacji nie można tolerować. Zwróciło się do właściwych organów

o podjęcie działań mających na celu ustalenie, czy Zarząd Spółki nie dopuścił się naruszenia przepisów prawa przy zawieraniu transakcji na opcjach walutowych, a także wnioskowało o podjęcie odpowiednich środków prawnych zmierzających do pociągnięcia członków Zarządu Spółki do odpowiedzialności cywilnej i karnej.

W opinii SII, wypowiedzi Pana Macieja Dudy wprowadziły akcjonariuszy w błąd, naruszając przy tym art. 39 ust 2 pkt. 4 lit b Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Wypowiedzi Prezesa Dudy wskazywały, że spółka nie jest narażona na ryzyko strat wynikające z transakcji „zabezpieczających”. W ocenie SII należy oceniać te wypowiedzi jako rozpowszechnianie za pomocą środków masowego przekazu fałszywych lub nierzetelnych informacji, które wprowadzały lub mogły wprowadzać w błąd w zakresie oceny akcji Spółki przez osobę, która wiedziała lub przy dołożeniu

należytej staranności mogła się dowiedzieć, że są to informacje nieprawdziwe lub wprowadzające w błąd. Należy podkreślić, że jako członek Zarządu Pan Maciej Duda obowiązany jest do zachowania podwyższonego stopnia staranności, wynikającego z zawodowego charakteru jego działalności. W opinii SII mogło również dojść do niewywiązania się Spółki z obowiązków informacyjnych wynikających z art. 56 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej. **A**

Inwestorzy proszeni są o kontakt

Zachęcamy wszystkich poszkodowanych oraz posiadających materiały dowodowe w sprawie do kontaktu z SII. W przypadku wystąpienia na drogę cywilną przeciw Zarządowi Dudy, osoby i podmioty poszkodowane przez Spółkę, które za pośrednictwem Stowarzyszenia przekazują Kancelarii Gessel pełnomocnictwo, będą reprezentowane w sprawie. Więcej informacji na stronie www.sii.org.pl



Opcje nie są głównym powodem słabości złotego

■ Piotr Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi

Pora podsumować całe to zamieszanie na rynku walutowym. W końcu stycznia przecierałem oczy zdumiony tym, co przeczytałem (byłem poza Polską). Wtedy to premier Donald Tusk zapowiedział cięcia wydatków o blisko 20 mld złotych. W listopadzie rząd złożył autopoprawkę do budżetu, upierając się, że jego założenia odnośnie wzrostu PKB i wielkości przychodów są realne, a już w styczniu (po dwóch miesiącach)

okazało się, że projekt budżetu był wirtualny. Czy w tej sytuacji można się dziwić, że nasza waluta była taka słaba? Analitycy mówią, że złoty traci z powodu „braku apetytu na ryzyko” oraz z powodu problemów z opcjami walutowymi. To pierwsze jest faktem, ale to drugie według mnie nie. KNF ostatnio poinformowała, że mówimy o około 15 mld euro, a nie o 50, czy o 200, do których zagrożenie urosło w mediach. Szkodziły więc nie same opcje, ale przedstawianie dantejskich scenariuszy. To budowało napięcie, strach i psychologiczny fundament do osłabiania złotego. Nie wiadomo jak by się to wszystko skończyło, bo graczy globalnych przeraził raport agencji ratingowej Moody's Investor Service.

Analitycy tej firmy twierdzili, że kraje Europy Wschodniej będą miały olbrzymie problemy (miesiąc potem jednak zaczęli bardzo pozytywnie wypowiadać się o Polsce).

Tego już było rządowi za wiele. Konferencja premiera Donalda Tuska, który powiedział, że rząd będzie interweniował, jeśli kurs EUR/PLN przetamie poziom 5 złotych, zmusiła rynek do korekty. Ogłaszanie poziomu było błędem, bo prowokowało graczy do testu i sprawdzenia siły interwencji i bardzo różnie mogło się skończyć. Na szczęście zmasowana krytyka wywołała refleksję i doprowadziła do naprawienia błędu. Ministerstwo Finansów już

następnego dnia poinformowało, że przeprowadziło operację wymiany części środków europejskich na rynku. Teraz gracze nie będą już wiedzieli, na jakim poziomie nastąpi kolejna interwencja. Pomógł też rządowi Goldman Sachs, który poinformował, że zmienia rekomendacje dla złotego. Kropkę nad „i” postawiła słowna interwencja banków centralnych Polski, Węgier i Czech.

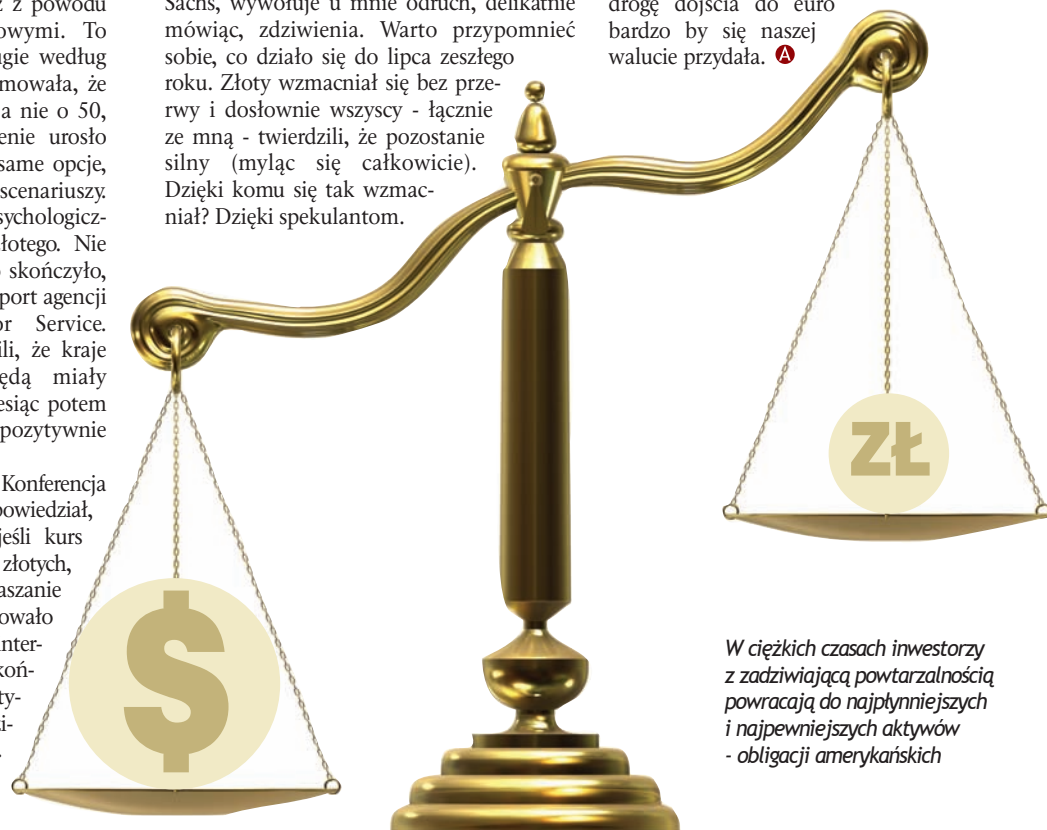
Jeśli już mówimy o Goldman Sachs, to parę słów o „spekulantach”. Od lat powtarzam, że każda inwestycja (o ile nie jest wieloletnia) jest spekulacją, a obrzucanie graczy pejoratywnymi określeniami nie ma sensu. Robienie z jakiegoś gracza „wroga nr 1”, do której to pozycji awansował wpraw JP Morgan, a teraz Goldman Sachs, wywołuje u mnie odruch, delikatnie mówiąc, zdziwienia. Warto przypomnieć sobie, co działo się do lipca zeszłego roku. Złoty wzmacniał się bez przerwy i dosłownie wszyscy - łącznie ze mną - twierdzili, że pozostanie silny (myląc się całkowicie). Dzięki komu się tak wzmacniał? Dzięki spekulantom.

Tyle, że wtedy wydawano co najwyżej ciche piski niezadowolenia.

Wybraliśmy wolny rynek, na wolnym rynku działają gracze. Nie da się zrobić jajecznicy bez rozbicia jajek - nie ma wolnego rynku bez graczy. Oczywiście powinno się coś z rynkiem walutowym zrobić, bo na dłuższą metę takie szarpanie kursami może bardzo globalnej gospodarce zaszkodzić. Sposób już dawno temu wymyślił noblista James Tobin. Tzw. podatek Tobina to nic innego, jak podatek obrotowy od każdej transakcji na rynku walutowym. Nawet niewielka skala zmniejszyłaby obroty i zmienność wielokrotnie, bo wytrąciłaby z rynku spekulantów zmieniających pozycję wiele razy w ciągu dnia. Tyle tylko, że ten podatek powinien obowiązywać na całym świecie. Zamiast zwalczać „spekulantów”, rząd polski powinien łączyć się z tymi, którzy chcą wprowadzenia takiego podatku.

Generalnie mam wrażenie, że krążące po rynku pogłoski, zgodnie z którymi zagranica będzie teraz grała na wzmocnienie złotego, zaczynają znajdować potwierdzenie. Graczom jest wszystko jedno, czy grają na spadek, czy na umocnienie waluty, a mając przeciwko sobie NBP i rząd będą woleli grać na umocnienie, bo wtedy ryzyko interwencji jest minimalne. I niespecjalnie wpływ na to ma dążenie rządu do wejścia do korytarza ERM2 (nawiasem mówiąc decyzja bardzo dyskusyjna), chociaż polityczna zgoda na drogę dojścia do euro bardzo by się naszej walucie przydała. **A**

Ogłoszenie poziomu
5 EUR/PLN
jako linii obrony
złotego było błędem



W ciężkich czasach inwestorzy z zadziwiająco powtarzalnością powracają do najpłynniejszych i najpewniejszych aktywów - obligacji amerykańskich



Komunikacja polskich spółek giełdowych

■ Sebastian Florianowicz, Badog PR

Trendy na rynkach światowych wywarły znaczący wpływ na działania komunikacyjne polskich spółek. Znaczna część z nich przystosowała swoją aktywność w zakresie relacji inwestorskich oraz public relations do oczekiwań rynku.

Jakość proponowanych przez spółki działań systematycznie poprawia się i nie ustępuje najlepszym instytucjom zagranicznym. Jednak nie wszystkie firmy, pomimo kryzysu, zdają sobie sprawę ze znaczenia komunikacji i nadal traktują ją jak „zło konieczne”. Mając to na uwadze, Stowarzyszenie Inwestorów

Indywidualnych (SII) - przy merytorycznym wsparciu agencji Badog PR - przeprowadziło w dniach od 20 listopada do 12 grudnia 2008 roku badanie polskich spółek giełdowych w celu uzyskania informacji jak zarządzający nimi postrzegają rynek kapitałowy, czy widzą konieczność prowadzenia działań z zakresu public relations oraz relacji inwestorskich i jak według nich powinny one wyglądać. W badaniu wzięły udział 84 spółki. Już sama liczba respondentów pokazuje, że kwestia komunikacji z przedstawicielami rynku nie jest dla nich najważniejsza i umyka w natłoku codziennych obowiązków. Nieudzielenie odpowiedzi w tym wypadku traktować należy jako brak należyte prowadzonych relacji z rynkiem, co powinno ulec zmianie w imię budowania wizerunku spółki i wzmocnienia zaufania rynku do jej działań.

Pomimo kryzysu...

Pierwszym poruszonym w badaniu zagadnieniem była kwestia kondycji polskiego rynku kapitałowego. Ankietowanym zadano pytanie, co jest jego największą bolączką. Wynik raczej nie jest zaskakujący. Zdaniem respondentów, największą słabością polskiej giełdy jest zbyt mała płynność – uznało tak 71 % badanych. To nie

pierwszy raz, gdy niska płynność jest uznawana za główną przeszkodę w rozwoju rynku. W przeprowadzonym przez SII Ogólnopolskim Badaniu Inwestorów prawie 50% inwestorów wskazało ten punkt jako największy problem polskiego rynku kapitałowego.

74%
tylko tyle spółek deklaruje, że umożliwi inwestorom indywidualnym uczestnictwo w Walnych Zebraniach. Pomyłka? Czy nieznanostwo prawa?

Kolejne z minusów polskiego rynku, wskazane przez ankietowane spółki, to m.in. wysokie koszty funkcjonowania na nim (25%) oraz sytuacja makroekonomiczna kraju (30%). Nie można się jednak oprzeć wrażeniu, że gdyby ankieta została przeprowadzona dziś, procent ten byłby wyższy.

Jako że kryzysowi na rynkach światowych media poświęciły już wystarczająco dużo czasu i miejsca, tutaj na ten temat rozważań nie będzie.

Jest potrzeba RI

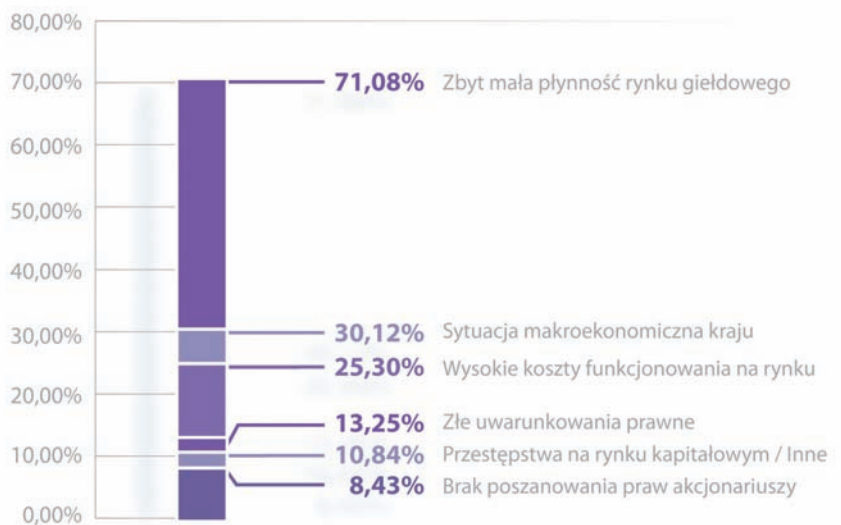
Pomimo panującego kryzysu, znaczna część emitentów nie zamierza rezygnować z prowadzonych relacji inwestorskich. Większość spółek zatrudnia osobę za to odpowiedzialną (81%), dodatkowo część współpracuje z wyspecjalizowanymi agencjami (26%).

Z badania wynika, że właściwie i rzetelnie prowadzone relacje inwestorskie są dla spółek giełdowych najważniejszym elementem wzmocniającym wizerunek przedsiębiorstwa. Uważa tak ponad 90% respondentów, przy czym 77% ankietowanych uznaje, że relacje inwestorskie prowadzone przez firmę spotykają się z zadowoleniem inwestorów. Już sama odpowiedź na to pytanie pokazuje jak różny jest odbiór prowadzonych działań przez inwestorów. We wspomnianym wcześniej Ogólnopolskim Badaniu Inwestorów SII ponad 33% ankietowanych wskazało, że spółki nie szanują ich praw. Ta widoczna rozbieżność dowodzi, że polityka informacyjna giełdowych spółek nie jest doskonała.

Dodatkowo warto zauważyć, że pomimo iż 87% badanych uznaje relacje inwestorskie za niezbędne narzędzie pozwalające dotrzeć do inwestorów i akcjonariuszy, to 53% z nich traktuje je jako obowiązek.

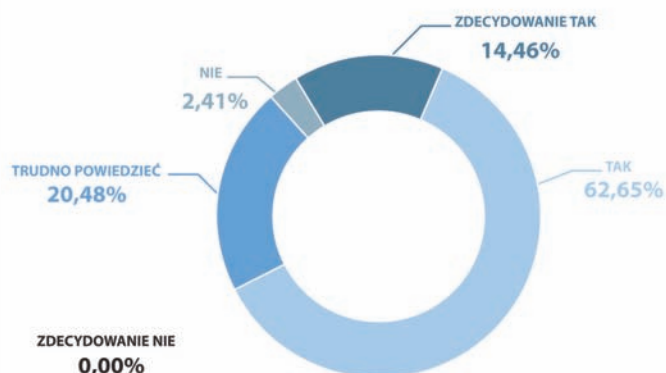
To, co uderza w badaniu, to nieznanostwo prawa, którą wykazały się ankietowane spółki. Do badania zostało celowo wprowadzone pytanie o to, czy spółki umożliwiają inwestorom indywidualnym uczestnictwo w Walnych Zgromadzeniach. Należy zwrócić uwagę, że taka możliwość jest zagwarantowana dla akcjonariuszy prawnie i dobra wola spółki

1 Największe słabości polskiego rynku kapitałowego wg. spółek giełdowych



2

Czy według spółek relacje inwestorskie odpowiadają oczekiwaniom inwestorów



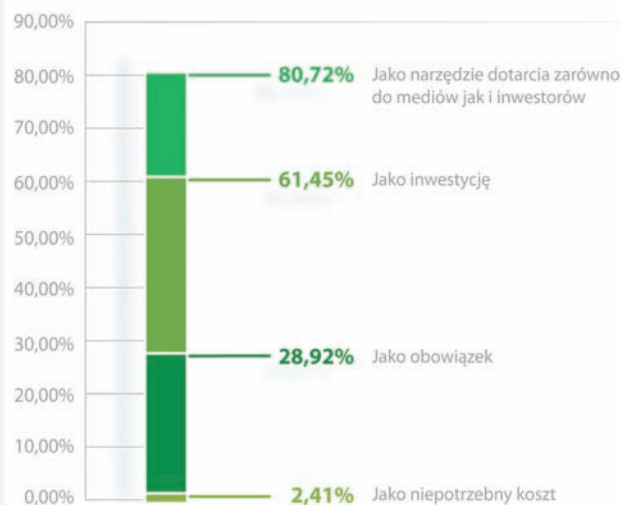
nie ma tutaj żadnego znaczenia. Tylko niecałe 74% badanych spółek odpowiedziało twierdząco na tak zadane pytanie. Oznacza to, że pozostałe 26% albo wykazuje się nieznaną prawą, albo wręcz łamie prawo, gdyż, podkreślmy wyraźnie, możliwość uczestnictwa w Walnym Zgromadzeniu to prawo akcjonariusza, a nie przywilej, o którym decyduje spółka.

PR to nie RI

Jeszcze 10 lat temu znajomość technik i narzędzi relacji inwestorskich wśród spółek giełdowych była znikoma. W późniejszym okresie utożsamiano je z działaniami public relations. Wyniki badania pokazują wyraźnie, że obecnie ankietowani widzą różnicę pomiędzy tymi dwoma pojęciami. W tym celu emitenci zatrudniają odpowiedzialnych

3

Postrzeganie działań public relations przez spółki giełdowe



za PR specjalistów w swoich strukturach (73%), a pozostałe podejmują współpracę z agencjami działającymi na rynku. Podobnie jak w przypadku relacji inwestorskich, większość ankietowanych, bo aż 76%, uważa podejmowane przez nich działania public relations za odpowiadające oczekiwaniom zarówno inwestorów, jak i mediów. 5% pytanych przyznaje, że działania te prowadzone są na poziomie niezadowolającym dla zainteresowanych stron. Podejmowane przez spółkę działania z zakresu PR polegają głównie na aktualizacji strony www i na media relations. Dużą rolę w podejmowanych przez spółkę działaniach odgrywa także ład korporacyjny oraz utrzymywanie spójnego wizerunku przedsiębiorstwa. Ankietowani wskazują również na komunikację wewnętrzną, sponsoring i eventy. 2% ankietowa-

nych uznało, że public relations to niepotrzebny koszt i że nie zamierza prowadzić jakichkolwiek działań z zakresu PR.

Rynek zweryfikuje

Podsumowując, warto zauważyć duże dysproporcje pomiędzy oceną działań emitentów przedstawioną przez same spółki, w odniesieniu do odpowiedzi inwestorów zawartych we wcześniejszych badaniach. I to właśnie inwestorzy, jako główni odbiorcy tych działań, mają prawo oceniać to, co proponują im spółki walczące o ich zaufanie. Zarządy poszczególnych emitentów powinny zwrócić większą uwagę na jakość oferowanych przez nich działań, ponieważ przy tak trudnej sytuacji ekonomicznej prędzej czy później zweryfikuje to za nich rynek. **A**

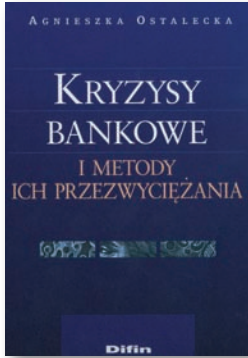


Recenzje książek związanych z inwestowaniem

SII poleca

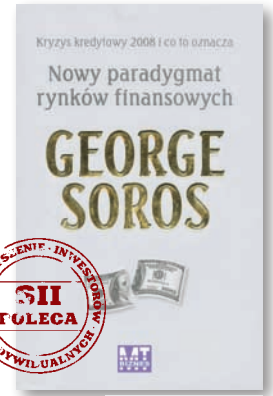


Ponadto książkę tą cechują liczne odwołania do historii, przykłady, rysunki, wykresy i tabele, co ułatwia zrozumienie prezentowanych treści i ich usystematyzowanie. Pozycja przeznaczona jest głównie dla studentów wyższych szkół ekonomicznych, jednak może być ona również wartościowa dla osób chcących rozszerzyć swoją wiedzę o szeroko rozumianych finansach międzynarodowych, będących podstawą stosunków międzynarodowych w dzisiejszym zglobalizowanym świecie (Łukasz Porębski). **A**



■ Kryzysy bankowe i metody ich przezwyciężania – Agnieszka Ostalecka, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2009
Współczesne rynki finansowe charakteryzują się wysokim stopniem liberalizacji, deregulacji oraz globalizacji. Z jednej strony sprzyja to szybkiemu rozwojowi zarówno samych rynków finansowych, jak i całych gospodarek, z drugiej jednak powoduje, iż są one bardzo podatne na wszelkiego rodzaju wstrząsy, zarówno o charakterze wewnętrznym, jak i zewnętrznym. Książka Agnieszki Ostaleckiej to udana próba kompleksowej analizy kryzysów finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem sektora bankowego. Kompleksowość pozycji przejawia się w spojrzeniu nie tylko na przyczyny i skutki kryzysów, ale także na działania podejmowane w celu ich zminimalizowania. Dzięki takiej perspektywie oraz próbie opisu kryzysów, które miały miejsce na dwóch kontynentach, możliwa jest ocena skuteczności zastosowanych instrumentów, a także możliwości ich zastosowania chociażby w dzisiejszych warunkach. Pewnym brakiem książki jest brak bezpośredniego odniesienia do obecnego kryzysu, jednakże może to wynikać z faktu, iż kryzys ten wciąż trwa, a jego pełna ocena będzie możliwa dopiero po pewnym czasie. Choć powody kryzysów w poszczególnych krajach są bardzo różne, to jednak można się doszukać pewnych wspólnych obszarów. Są nimi chociażby wysoki deficyt budżetowy, wysoki deficyt na rachunku bieżącym finansowany krótkoterminowym kapitałem spekulacyjnym, nieefektywny nadzór. Może być nim także wysoka ekspozycja na jeden rodzaj aktywów, np. nieruchomości. Momentu wystąpienia kryzysów nie da się oczywiście w sposób dokładny przewidzieć, jednakże każdy inwestor giełdowy powinien mieć umiejętność dostrzegania wczesnych sygnałów ostrzegawczych, których znaczną część z pewnością wskazuje powyższa książka (Piotr Pochmara). **A**

■ Nowy paradygmat rynków finansowych. Kryzys kredytowy 2008 i co to oznacza – George Soros, MT Biznes, księgarnia Maklerska.pl, Warszawa 2008
George Soros, legendarny inwestor, w swojej najnowszej książce omawia historię rynków finansowych, której osobiście doświadczył. Autor przedstawia w sposób niezwykle szczegółowy przyczyny najgroźniejszego kryzysu finansowego lat trzydziestych XX wieku (przede wszystkim rynek nieruchomości i kredytów hipotecznych), które sięgają wielu lat wstecz, analizuje ich prawdopodobne przyszłe konsekwencje oraz porównuje to wszystko do poprzednich kryzysów, starając się znaleźć antidotum na obecną sytuację i niedopuszczanie do powtórzenia się w przyszłości. Głównym tematem książki jest jednak omówienie – jak sam autor niejednokrotnie wspomina – w sposób dość skomplikowany, nowego poglądu na przyszłość świata finansów, gdyż obecny, mówiący o tym, że rynki finansowe dążą do równowagi, jest błędny. Stąd inwestorzy i władze monetarne kierują się fałszywymi założeniami obecnych teorii ekonomicznych. Efektem wieloletnich badań autora jest teoria zwrotności wyjaśniająca kryzysy i ożywienia gospodarcze ostatnich dekad, która opiera się na samowzmacniających i samowygaszających się falach wzrostów i spadków. Dużo miejsca jest poświęcone międzynarodowej sytuacji na świecie, głównie perspektywy dla dolara i Stanów Zjednoczonych. Pozycja jest ciekawa i inspirująca, obrazuje rynkową rzeczywistość, jednak przeznaczona jest dla wąskiego grona inwestorów, czy przedstawicieli władz monetarnych (Łukasz Porębski). **A**



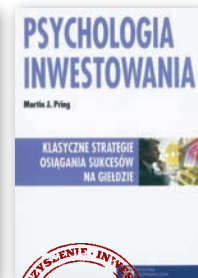
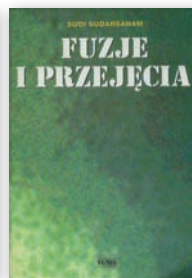
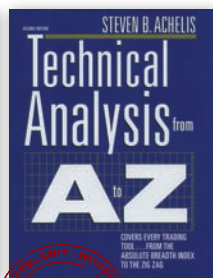
■ Finanse międzynarodowe – Bogumił Bernaś, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006
Książka Bogumiła Bernasia zawiera wszystkie zagadnienia niezbędne do całościowego poznania tematyki finansów międzynarodowych. Na początku autor porusza tematy związane z międzynarodowym systemem finansowym i jego międzynarodowymi organizacjami - współtwórcami standardów polityki finansowej świata. Następnie szczegółowo przedstawiony jest rozwój pieniądza i systemów pieniężnych oraz kursy walutowe, które odgrywają znaczącą rolę przy transakcjach z zagranicą, i instrumenty służące zabezpieczeniu przed nimi. Sporo miejsca poświęcono również polityce finansowej Polski, USA i Unii Europejskiej jako organizacji ponadpaństwowej oraz ich charakterystyce makroekonomicznej (między innymi bilansom płatniczym i pozycji inwestycyjnej). W końcowej części przedstawiono międzynarodowe rynki, analizę najistotniejszych kryzysów finansowych oraz rozliczenia międzynarodowe. Na uwagę zasługuje również fakt aktualności prezentowanych treści oraz ich przystępność.



Tę książkę można kupić w księgarni **maklerska.pl**

Recenzje wszystkich książek na stronie SII

www.sii.org.pl



Uwaga!

To co widzisz to tylko
wybrane artykuły
z numeru 2/2009.

Jeżeli chcesz przeczytać
cały numer, możesz teraz
kupić Akcjonariusza
w dystrybucji
elektronicznej.