

AKCJONARIUSZ

GIEŁDA EDUKACJA ANALIZY



STOWARZYSZENIE
INWESTORÓW
INDYWIDUALNYCH

ISSN 1644-3004 3/2009

Kto będzie liderem
nowej hossy?

**ENERGETYKA
BRANŻĄ
PRZYSZŁOŚCI**

Różne ceny
w wezwaniach
dla różnych
akcjonariuszy

Wehikuły inwestycyjne
sposobem na ominięcie
prawa

**NA WALNE
Z FOTEŁ!**

Nowelizacja K.s.h.
już 3 sierpnia

Czy dwukrotny wzrost do 2011 r.
jest możliwy?

*O perspektywach rozwoju spółki Arteria SA
opowiada Prezes Zarządu Wojciech Bieńkowski*

Spis treści

Wehikuły inwestycyjne sposobem na ominięcie prawa	6
Różne ceny wezwań dla różnych akcjonariuszy, Piotr Cieślak, SII	
Czy dwukrotny wzrost do 2011 r. jest możliwy	10
Wywiad z Wojciechem Bieńkowskim, Prezesem Zarządu Arteria SA	
Od 3 sierpnia będzie inaczej, ale czy łatwiej?	14
Nowelizacja K.s.h. z punktu widzenia inwestora indywidualnego, Paweł Wielgus, SII	
Przekroczenie masy krytycznej	17
Czy koniec recesji jest blisko? Robert Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi	
Hossa tuż pod Giewontem	18
Relacja z konferencji WallStreet 13, Katarzyna Gajda, SII	
Barometr gospodarczy SII	22
Giełdy odbiły, gospodarka nie, Łukasz Porębski, SII	
Kryzysowe milczenie nie popłaca	24
Komunikacja spółek z inwestorami, Ewa Bałdyga, Małgorzata Przybylska, Martis Consulting	
Zielony biznes na NewConnect	26
Wywiad z Mirosławem Bobrzyńskim, Prezesem Zarządu Euro-Centrum Sp. z o.o.	
Dane w pracy inwestora	28
Wiedza i podejście praktyczne (4), Przemysław Kwiecień, Paweł Śliwa, Marcin Kiepas, Dom Maklerski X-Trade Brokers S.A.	
Stwórz własne TFI	32
Wygraj z rynkiem i innymi funduszami, Jarosław Augustynowicz, SII	
Masz takie spółki w portfelu? Sprzedaj!	36
W poszukiwaniu spółek, które mają problemy z płynnością, Piotr Pochmara, SII	
Jeszcze hedging, czy już spekulacja?	40
O zabezpieczeniu ryzyka kursów walutowych, Marek Wołos, TMS Brokers S.A.	
Raport kwartalny bez tajemnic (1)	44
Jak czytać raporty kwartalne, Miłosz Papst, Comperia	
Wiedza refleks i opanowania to atrybuty wytrawnego inwestora giełdowego	47
Relacja z konkursu Lider Rynku Kapitałowego, Tomasz Krawczyk, SII	
Co z tą hossą? (2)	48
Problemy z kontynuacją trendu, Tomasz Gessner, Dom Maklerski IDMSA	
O kryzysie w europejskim gronie	50
Relacja ze spotkania Euroshareholders, Jarosław Dominiak, SII	
Czy energetyka będzie nową branżą hossy?	52
W każdej hossie dominuje inna branża, jak znaleźć tę właściwą? Jan Szarzec	

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, kkarpicki@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



Szanowni Czytelnicy

Zakończył się sezon na zwyczajne walne zebrania polskich spółek giełdowych. Byliśmy na kilkudziesięciu walnych. W szczególności staraliśmy się być na walnych tych spółek, których zarządy wymagały rozliczenia. Pytaliśmy o sprawy związane z toksycznymi opcjami, przyglądaliśmy się wnioskowi o upadłość. Tuż przed rozpoczęciem całego cyklu wyjazdów na najważniejsze WZ, zwróciliśmy się z apelem do inwestorów o większą aktywność. Prosiłiśmy o obecność na newralgicznych walnych lub też o przekazywanie nam pełnomocnictw, tak żebyśmy mogli reprezentować głosy większej grupy. To bardzo ważne dla powodzenia działań Stowarzyszenia – posiadać legitymację do reprezentowania rzeszy akcjonariuszy, a nie działać w osamotnieniu. Dzisiaj możemy ocenić jaki był odzew na nasz apel: marny. Niestety, odpowiedź inwestorów nie była tym, czego oczekiwaliśmy. Często zdarzało się, że na walnych zebraniach byliśmy jedynymi reprezentantami inwestorów indywidualnych. Były oczywiście chlubne wyjątki, inwestorzy dzwoniли i prosili: „jedźcie za mnie na walne spółki X, mam akcje, chętnie przekazę pełnomocnictwo“. Jednakże były to odosobnione przypadki i tej aktywności inwestorów z pewnością nie można nazwać masową. 3 sierpnia br. wchodzi w życie nowelizacja K.s.h., która wprowadza ogromne ułatwienia w sposobie rejestracji na walnych zebraniach. Nie ukrywam, że wiążemy duże nadzieje z tym, iż zmiany spowodują choć trochę większą aktywność polskich inwestorów.

*Życzę Państwu miłej lektury.
Michał Maślowski*

giełdowy



**Nadajemy
co poniedziałek**

Echa ryнку

**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



Czy dwukrotny wzrost do 2011 roku jest możliwy?

Wywiad z Wojciechem Bieńkowskim,
Prezesem Zarządu spółki Arteria SA

Akcjonariusz: Dynamika rozwoju Arterii, wyniki pierwszego kwartału oraz całego 2008 roku były bardzo dobre. Jaka jest Pańska recepta na sukces?

Wojciech Bieńkowski, Prezes Zarządu spółki Arteria SA: Spółka miała rzeczywiście udany kwartał. Dzięki poprawie efektywności we wszystkich kanałach sprzedaży i wdrożeniu programu oszczędności kosztowych osiągnęliśmy bardzo dobre wyniki. Możliwe to było także dzięki zmianie struktury przychodów, czyli znaczącemu wzrostowi procentowemu sprzedaży produktów i usług kosztem bezmarżowego obrotu sprzętem, jaki prowadziliśmy w zeszłym roku (telefony i akcesoria teleinformatyczne). Znaczący udział w wyniku miały też spółki zależne,

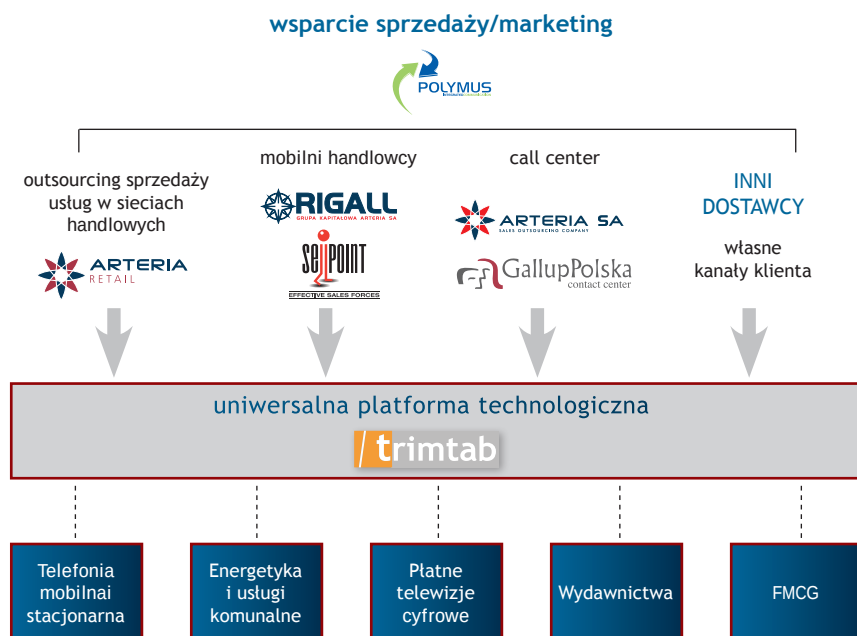
podlegające konsolidacji (Rigall Distribution, Polymus, Arteria Retail). Co do wyników kolejnych kwartałów - jestem ostrożnym optymistą.

Jak ocenia Pan perspektywę rynku, na którym działacie?

Mimo spowolnienia gospodarczego, Arteria obserwuje znaczący wzrost zainteresowania usługami typu BPO (Business Process Outsourcing). Kryzys wyraźnie sprzyja rozwojowi tej branży. Firmy szukają optymalizacji kosztowej, dążąc do zamiany części kosztów stałych na koszty zmienne. Dlatego są gotowe rozwijać własne działy sprzedaży w oparciu o kompetencje zewnętrznych specjalistów. Z tego powodu perspektywy tego rynku są obiecujące. Ale z drugiej strony staje się on coraz bardziej konkurencyjny.



Model biznesowy Arteria SA - multikanałowa platforma sprzedaży



Czy w takim razie nie obawia się Pan trwającego kryzysu?

Działamy w określonym otoczeniu rynkowym, które dotyka kryzys gospodarczy. Dlatego obawiamy się go jak wszyscy. Jednak nie czekamy beczynnie. Przeciwnie, próbujemy możliwie skutecznie zabezpieczyć się przed jego skutkami. Weryfikacją naszych starań będą wyniki kolejnych kwartałów. Spółka nie zamierza jednak na razie ogłaszać prognozy rocznej.

Jak ocenia Pan dotychczasowe akwizycje Arterii? Czy ich wpływ na rozwój Grupy jest zgodny z pierwotnie przyjętymi założeniami?

Akwizycje są bardzo istotne dla budowania naszego modelu biznesowego i poszerzania go o nowe kompetencje. Każda z dotychczas przeprowadzonych transakcji wzmocniła zasoby naszej Grupy Kapitałowej i, co najważniejsze, od razu zarabiała dla niej pieniądze. Warto też zauważyć, że warunki, na jakich dokonywaliśmy poszczególnych transakcji,

były dla nas korzystne i znacząco poniżej wycen rynkowych prezentowanych przez niezależne firmy doradcze.

Czy spółka zamierza wykorzystać kryzys i niskie wyceny podmiotów z branży do kolejnych akwizycji?

Tak. Prowadzimy zaawansowane rozmowy z kilkoma podmiotami z obszaru usług BPO. Są wśród nich firmy działające na rynku call center oraz firmy zajmujące się przechowywaniem i archiwizowaniem dokumentów. Szukamy partnerów biznesowych wśród spółek, które pasują do naszego modelu biznesowego i dysponują komplementarnym zakresem usług.

W jaki sposób Arteria zamierza sfinansować dalszy rozwój i ewentualne przejęcia?

Mamy przygotowanych kilka scenariuszy. Rozmawiamy z funduszem inwestycyjnym, a także myślimy o częściowym sfinansowaniu akwizycji długiem oraz ze środków własnych. Konkretnie rozwiązania będą dopasowane do ostatecznych ustaleń negocjacyjnych.

Czy mógłby Pan bliżej przedstawić inwestorom obecną strukturę Grupy?

Arteria SA jest jedynym akcjonariuszem spółek: Trimtab SA, jej spółki zależnej one-zone communication, a ponadto Arteria Retail oraz Gallup Polska. Posiadamy także 90% udziałów w spółce Rigall Distribution oraz 89% w agencji Polymus. W ramach porządkowania Grupy Kapitałowej, planowane jest wniesienie zorganizowanej części przedsiębiorstwa do nowej spółki zależnej. Poza własnym call center działającym w dwóch lokalizacjach (Warszawa, Gliwice) oraz spółką zależną Gallup Polska (Ruda Śląska), znajdują się tam prawdopodobnie zasoby Trimtab SA oraz jedna lub dwie nowe spółki z obszaru usług BPO. Właścicielem nowego podmiotu będzie Arteria SA.

Który segment działalności spółki cechuje się najwyższym poziomem rentowności? Który generuje najwyższy poziom przychodów?

Nasz model biznesowy zakłada, że poszczególne kanały, funkcjonujące w ramach multikanałowej platformy sprzedaży pozwalają na pełną integrację posiadanych zasobów i tym samym obsługę klienta w pełnym zakresie. Stanowi to o unikalności modelu w skali kraju, daje przewagę konkurencyjną oraz jest źródłem dobrych wyników. Każdy z segmentów (call center i obsługa klienta, outsourcing sprzedaży poprzez punkty detaliczne, sprzedaż mobilna) jest rentowny, choć poziom rentowności jest zróżnicowany ze względu na specyfikę stosowanych narzędzi



do obsługi klienta. Najwyższą charakteryzuje się kanał call center, dlatego myślimy o jego rozbudowie w ciągu następnych lat do co najmniej 900 stanowisk. Największe przychody generuje natomiast obszar sprzedaży mobilnej, który wypracowuje w ten sposób masę marży.

Struktura Grupy docelowo ma składać się i rozwijać w ramach samodzielnych spółek kapitałowych. Kiedy Grupa osiągnie docelową

strukturę? Czy poszczególne spółki będą wprowadzane na giełdę?

Docelowa struktura Grupy Kapitałowej będzie składać się z 4 centrów biznesowych: sprzedaży telefonicznej i aktywnej obsługi klienta, mobilnej sprzedaży aktywnej, outsourcingu sprzedaży usług w nowoczesnych sieciach handlowych, wreszcie usług wsparcia sprzedaży. Liczba spółek oraz ich formalne powiązania będą w tym przypadku sprawą drugorzędną. Przy obecnej kondycji rynku

Potencjał Grupy Kapitałowej Arteria SA

Przychody w 2008 r.: > 127 659 000 PLN

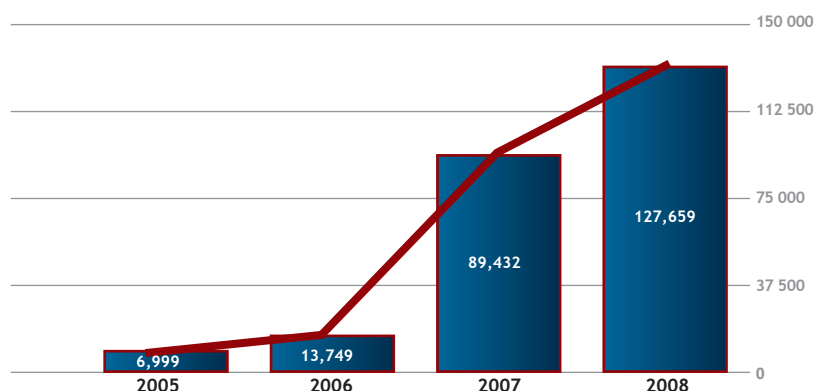
Ilość zatrudnionych osób w 2008 r.: > 1 500 osób

	Wolumen	Ilość operacji (rocznie)	Sprzedaż (rocznie)
CALL CENTER	900 konsultantów	12 000 000 telefonów wych. 180 000 umówionych spotkań	340 000 sprzedanych produktów
SPRZEDAŻ USŁUG W SIECI MEDIAMARKT I SATURN	120 handlowców	86 000 000 Klientów odwiedzających sieć Media Saturn Holding	140 000 podpisanych umów
SPRZEDAŻ MOBILNA	650 mobilnych handlowców	220 000 odbytych spotkań	135 000 podpisanych umów
TECHNOLOGIE INFORMATYCZNE		1 500 000 dokumentów/miesięcznie 150 000 podpisanych umów miesięcznie 60 000 nazwanych użytkowników 3 000 użytkowników równoległych	
RAZEM	1670 handlowców/konsultantów	Ponad 35 000 Kontaktów sprzedażowych dziennie	Ponad 600 000 Sprzedanych produktów / podpisanych umów

Schemat organizacyjny holdingu



Historia rozwoju Grupy Arteria SA



2005 uruchomienie call center

2006 debiut na GPW i rozbudowa call center w Warszawie

2007 przejęcie Rigall, stworzenie sieci outsourcingu sprzedaży w sieciach handlowych, otwarcie oddziału w Gliwicach

2008 wydzielenie Arteria Retail SA, przejęcie Polymus, rozmowy akwizycyjne z Trimtab i Gallup, zwiększenie udziału w Rigall

2009 przejęcie spółek Gallup, Trimtab SA i O2O Communication

kapitałowego, za wcześniej jest deklarować, czy będziemy upubliczniać kolejne spółki. Zależać to będzie od naszej strategii i wycen, jakie będzie można uzyskać za sprzedane pakiety akcji.

Jaka jest obecna pozycja Arterii w Polsce w obszarze call center?

Call center jest tylko jednym z kilku kanałów sprzedaży, w jakim prowadzimy obecnie dzia-

łalność operacyjną. Niemniej jednak, jesteśmy jedną z pięciu największych firm posiadających zasoby telemarketingowe w kraju.

Jaka jest obecna i docelowa liczba stanowisk call center działających w ramach Grupy?

Obecnie mamy ich 450, ale w 2011 roku ich liczba ma wzrosnąć do co najmniej 900 stanowisk.

Jak ocenia Pan perspektywy segmentu sprzedaży specjalistycznych produktów i usług z obszaru telekomunikacji, internetu i telewizji cyfrowej?

Outsourcing sprzedaży prowadzony w wielkopowierzchniowych sieciach handlowych jest dla nas strategicznym kanałem sprzedaży. W jednym miejscu konsument ma szansę wyboru pomiędzy abonamentowymi ofertami dwóch operatorów komórkowych. Ponadto sprzedajemy w naszych punktach ofertę telewizji cyfrowej oraz dostęp do internetu kilku dostawców. Dzięki temu jesteśmy jedynym dostawcą usług i produktów typu multibrand w Polsce. Biorąc pod uwagę stopień nasycenia polskiego rynku tego typu usługami, w porównaniu z innymi krajami w Unii Europejskiej, rynek ten należy uznać za bardzo perspektywiczny.

Obecnie Arteria prowadzi swoje punkty detaliczne w sieciach Saturn i MediaMarkt. Czy spółka zamierza wejść do kolejnych sieci? Czy zamierza poszerzyć swoją ofertę o usługi innych firm telekomunikacyjnych?

Do 2011 roku chcemy wejść z naszą ofertą do dwóch kolejnych sieci handlowych. Rozmawiamy też o jej poszerzeniu z kolejnym operatorem komórkowym. Jednak za wcześniej na szczegóły.

Zgodnie z zapowiedziami medialnymi Arteria zamierza do 2011 roku ponad dwukrotnie zwiększyć skalę swojej działalności. W jaki sposób spółka zamierza to osiągnąć?

Chcemy rozwijać się organicznie oraz być aktywnym graczem w procesie konsolidacji rynku outsourcingu usług procesowych (BPO). Dotychczasowa dynamika rozwoju Grupy Kapitałowej pokazuje, iż nasz cel jest trudny, ale realny do osiągnięcia. Dużo zależy będzie od skutków, jakie dla gospodarki przyniesie kryzys gospodarczy.

Czy za wzrostem przychodów podążą również wzrost rentowności na poziomie EBIT oraz netto?

Celem strategicznym naszego rozwoju jest wzrost przychodów, ale przede wszystkim wzrost rentowności zarówno na poziomie EBIT, jak i netto. Chcemy, aby Grupa Kapitałowa generowała możliwie najwyższe zyski.

Czy Spółka zamierza rozszerzyć swoją działalność na rynki zagraniczne?

Nie mamy takich planów. Strategia rozwoju Grupy Kapitałowej nie przewiduje tego kierunku rozwoju przynajmniej do 2011 roku. Nie należy jednak wykluczyć, iż w przypadku, gdy otrzymamy ciekawą ofertę z zagranicy, rozważymy ją.

W 1 kwartale Arteria wdrożyła program racjonalizacji kosztowej? Na czym on polega? W jakich obszarach spółka szuka oszczędności?

Spółka rozwija się dynamicznie od 2006 roku. Przyszedł więc czas na uporządkowanie Grupy Kapitałowej i poszukanie synergicznych rozwiązań wewnątrz jej struktury. Strategicznym posunięciem było wprowadzenie do Grupy zasobów Trimtab. Potencjał technologiczny i rozwiązania procesowe tej spółki pozwoliły na wdrożenie rozwiązań, które usprawniły procesy komunikacji, obiegu dokumentacji oraz usług księgowych i kadrowych. Przyniosło to oszczędności we wszystkich obszarach działalności. Doszły do tego zmiany systemów płacowych dla pracowników. Dzięki temu jeszcze skuteczniej udało się nam powiązać wyniki sprzedaży z wysokością wynagrodzenia.

Czy mógłby Pan wskazać słabe strony i zagrożenia związane z działalnością spółki?

Istnieje szereg zagrożeń dla takiej firmy jak nasza. Są one związane z otoczeniem rynkowym i makroekonomią. Szereg naszych usług kierujemy na rynek konsumencki, dlatego dalsze spowolnienie gospodarcze może wpłynąć w konsekwencji i na nasze wyniki. Z tego powodu nie publikujemy prognozy wyników

rocznych. Zagrożeniem może okazać się także nietrafiona akwizycja. Dlatego, w ramach prowadzonych rozmów i negocjacji, wspomagamy się doradcami, którzy posiadają duże doświadczenie oraz wymierne sukcesy na rynku fuzji i przejęć. Potencjalne ryzyka staramy się mini-

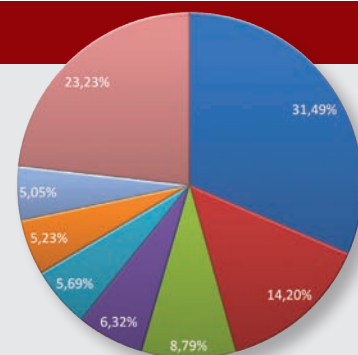
malizować poprzez dywersyfikację działań w ramach kilku kanałów sprzedaży oraz budowanie rozwiązań procesowych przygotowanych pod konkretnych klientów oraz ich zapotrzebowanie. Takie rozwiązania okazują się – jak do tej pory – bardzo skuteczne. **A**

Profil spółki Arteria SA

Grupa Kapitałowa Arteria SA oferuje pełny zakres zintegrowanych rozwiązań sprzedażowych i zarządczych. Prowadzi działalność operacyjną o zasięgu ogólnopolskim w modelu multi-kanałowej platformy sprzedaży. Tworzy ją struktura sprzedaży i dystrybucji prowadzona przy wsparciu narzędzi technologicznych i procesowych, za pośrednictwem czterech centrów biznesowych:

- telefoniczna sprzedaż aktywna oraz obsługa klienta (450 stanowisk call center, oddziały w Warszawie i Gliwicach, Gallup Polska - Ruda Śląska)
- outsourcing sprzedaży usług prowadzony w nowoczesnych sieciach handlowych (51 punktów: Arteria Retail)
- sprzedaż mobilna (500 handlowców, 38 centrów sprzedaży: Rigall Distribution,)
- usługi wsparcia sprzedaży

Wszystkie kanały są zintegrowane w ramach uniwersalnej platformy technologicznej (Trimtab). Zasoby Grupy Kapitałowej Arteria SA uzupełnia zespół realizujący projekty w obszarze zarządzania procesami biznesowymi oraz usługi konsultingowe (one2one communication).



Struktura Akcjonariatu

- Nova Group (Cyprus) Limited
- Mayas Basic Concept Limited
- Fundusze DWS Polska TFI S.A.
- Wojciech Bieńkowski
- Pioneer Pekao
- Generali OFE
- Aldan the One Limited
- Pozostali Akcjonariusze

BDO

The world's 5th largest advisers for business

Przygotowanie do egzaminu państwowego na usługowe prowadzenie ksiąg rachunkowych
Warszawa, rozpoczęcie 05-06.09.2009

Kurs dla kandydatów na członków rad nadzorczych spółek z udziałem Skarbu Państwa
Warszawa, rozpoczęcie 12-13.09.2009

Przygotowanie do egzaminów państwowych dla kandydatów na biegłych rewidentów – semestr II
Warszawa, rozpoczęcie październik 2009

Przygotowanie do egzaminu państwowego na doradcę podatkowego
Warszawa, rozpoczęcie 03-04.10.2009

Kontakt:

Agnieszka Tworzyńska
tel. 022 543 16 82
e-mail: agnieszka.tworzynska@bdo.pl
odwiedź nas: www.bdo.pl



Ożywienie na giełdzie,
a gospodarka zbliża się do recesji

Barometr gospodarczy SII

■ Lukasz Porębski, SII

Wszelobecnym kryzys, który na początku wydawał się kłopotem jedynie amerykańskich banków, już praktycznie doprowadził zglobalizowany świat do recesji. Jego skutkiem będzie skurczenie się światowej gospodarki w 2009 roku po raz pierwszy od drugiej wojny światowej. Winę za to ponoszą głównie kraje wysoko rozwinięte.

Od pewnego czasu obserwujemy wyraźne zmiany w stosunkach międzynarodowych oraz strukturze światowej gospodarki, w której coraz więcej do powiedzenia mają kraje BRIC oraz grupa G20 (oprócz uprzemysłowionych państw grupy G7 również kraje szybko rozwijające się). W przyszłości może to doprowadzić do końca światowej dominacji Stanów Zjednoczonych i dolara oraz powstania nowej potęgi, najprawdopodobniej Chin. Polska gospodarka pomimo wyhamowania wypadła na tle świata i regionu relatywnie dobrze. Choć zmiana PKB w I kw. 2009 była na małym plusie, to w kolejnych kwartałach ze względu na malejące spożycie, inwestycje i produkcję jest to już mało prawdopodobne. Zwiastować to może przede wszystkim malejąca liczba nowych zamówień w przemyśle i słabnąca dynamika sprzedaży detalicznej (konsumpcji), spowodowana spadkiem dochodów i oszczędności oraz niepewnością jutra (rosnące bezrobocie).

Po czterech kwartałach nieprzerwanych spadków na rynkach akcji notowania wszystkich indeksów GPW w Warszawie wzrosły (od dołka w połowie lutego ponad 50%). Stało się tak pomimo negatywnych informacji napływających z realnej gospodarki oraz braku podstaw do wiary we wzrost zysków przedsiębiorstw w przyszłości. Może to zapowiadać zakończenie

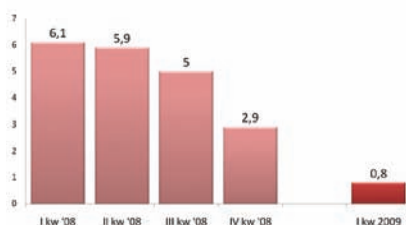
Indeksy
giełdowe
od lutego
+50%

2,5%
o tyle wg MFW w 2009
roku skurczy się światowa
gospodarka (z 61 do
55 bln USD, w cenach
rynkowych)

problemów, gdyż giełda wyprzedza realną gospodarkę o około 5-7 miesięcy. Niemal pewne jest jednak, że czeka nas korekta tej wiosennej małej hossy, która powinna nastąpić w okresie wakacji lub na jesień. Wtedy to pieniądże popłyną do realnej gospodarki (w tym okresie produkcja sprzedana przemysłu i budowlano-montażowa są najwyższe w roku).

Powodem wzrostów na światowych rynkach akcji była malejąca rentowność na rynku obligacji, duża ilość pieniędzy wpompowana przez rządy w gospodarkę oraz bardzo atrakcyjne wyceny niedoszacowanych wartości spółek.

1 Dynamika PKB Polski r/r [%]



Podtrzymujące do tej pory wzrost gospodarczy kraje rozwijające się, w tym Polska, odczuwają kłopoty krajów uprzemysłowionych, zmniejszających import. Największe problemy mają kraje Europy Środkowo-Wschodniej z dwucyfrową dynamiką spadku PKB (rekordzista jest Łotwa -18,6% w I kw.), wśród których najlepiej radzi sobie Polska. Zwalnia nawet przodująca na świecie gospodarka Chin, której dynamika wzrostu jest najmniejsza od wielu lat (tylko +6,1% w I kw. w ujęciu rocznym).

Zwiększa się liczba krajów, które są już oficjalnie w recesji, tzn. takich gdzie dwa kwartały z rzędu wystąpiła ujemna dynamika PKB

W drugiej połowie 2009 roku spowolnienie będzie jeszcze bardziej widoczne. Pojawiające się negatywne sygnały doprowadzą dynamikę krajowego wzrostu gospodarczego w okolice zera oraz spowodują kłopoty krajowego budżetu (łatanego obecnie dywidendami spółek Skarbu Państwa).

popyt krajowy	-1,0%
nowe zamówienia w przemyśle	-20,3%
wyniki finansowe spółek	-48% netto i -53% brutto
produkcja sprzedana przemysłu	-12,4%
sprzedaż detaliczna	-0,7%
zatrudnienie	-1,4% (największy spadek w przetwórstwie przemysłowym)
deficyt budżetowy	-15,3 mld zł (84% założonej w budżecie na 2009 kwoty!)
inne	spadek dynamiki kredytów i zaufania instytucji finansowych

Prawdziwe zagrożenie wywołują również rosnące wskaźniki inflacji, spowodowane ogromnym długiem zaciągniętym na realizację programów ratunkowych (niestety nie rozwiązujących problemów) oraz rosnąca podaż pieniądza przy zmniejszającej się ilości dóbr.

Koszt ten poniosą podmioty gospodarcze i gospodarstwa domowe, które już doświadczają wysokiego tempa wzrostu cen towarów (surowców, żywności i metali) oraz malejącej dynamiki wynagrodzeń.

Dane na kwiecień 2009 w stał wartości

2 Miesięczna inflacja

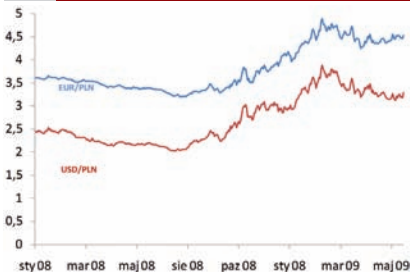


3 Dynamika przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia brutto [%]



Dodatni wzrost gospodarczy w I kw. 2009, jeden z niewielu wśród krajów UE, to zasługa dobrego eksportu, który jest z kolei pochodną słabego złotego z początku tego roku. Byłoby jeszcze lepiej gdyby nie rozliczane właśnie walutowe kontrakty opcyjne i wysokie koszty importu surowców i materiałów, potrzebne do produkcji. Eksport stanowi 27% polskiego PKB, więc jego wzrost może odsunąć od nas zagrożenie recesji. Największe obroty towarowe

4 Kursy walut



Polska ma oczywiście z Unią Europejską (81% eksportu i 60% importu), a głównym partnerem zagranicznym Polski są od wielu lat Niemcy (27% eksportu i 22% importu). Z naszych większych partnerów tylko import z Chin pozostaje na w miarę podobnym poziomie. Spadek obrotów towarowych w Polsce jest jednym z najmniejszych w Europie.

stan na kwiecień 2009	w EUR	w PLN
Eksport	-20%	tylko -3%
Import	-30%	-12%

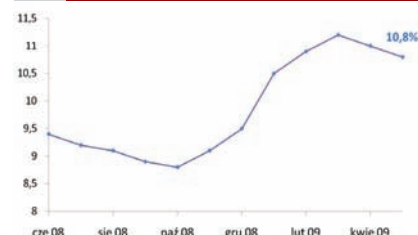
Pomimo obniżenia stóp procentowych przez banki centralne i rosnącej podaży pieniądza, wzrost kredytów jest niezauważalny. Zarówno przedsiębiorstwa, jak i gospodarstwa domowe, zmniejszają konsumpcję i inwestycje.

Stopy procentowe NBP w czerwcu -25pb

stopa lombardowa 5,00%	stopa kredytu, jaki bank centralny udziela bankom komercyjnym
stopa referencyjna 3,50% <i>najniższy poziom w historii</i>	min. stopa procentowa, po jakiej bank centralny dokonuje operacji otwartego rynku na rynku międzybankowym (regulując ilość pieniądza w gospodarce)
stopa depozytowa 2,00%	stopa depozytu, jaki bank centralny oferuje bankom komercyjnym

Stopa bezrobocia rejestrowanego zmniejszyła się w maju do 10,8%, jednak nadal była wyższa niż przed rokiem (9,8% w maju 2008). W niektórych regionach Polski stopa bezrobocia przekracza 20%, a w największych metropoliach wciąż jest mniejsza niż 4-5%.

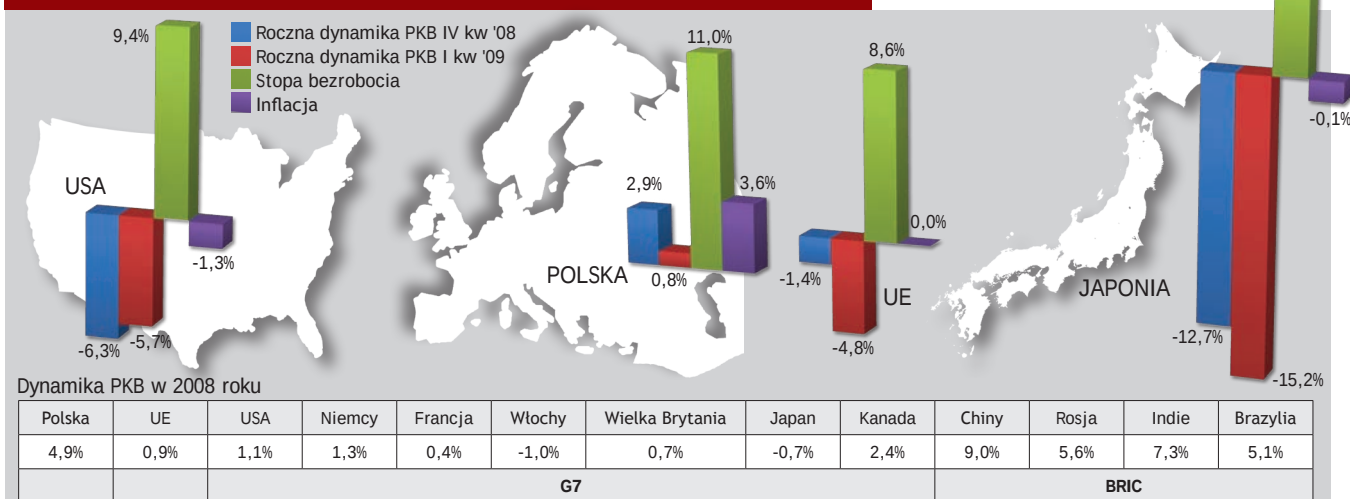
5 Miesięczna stopa bezrobocia [%]



Zadłużenie sektora finansów publicznych wzrosło o 5,5% od grudnia 2008 roku i wynosi obecnie 601 mld zł (47,1% PKB). Wpłynął na to głównie zwiększony koszt obsługi zadłużenia zagranicznego z powodu niedowartościowania złotego.

Dług publiczny w I kw. +5,5%

Podstawowe dane trzech największych gospodarek świata (USA, UE i Japonia) oraz Polski



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS, Eurostat i MFW.



Kryzysowe milczenie nie popłaca

■ Ewa Bałdyga, Małgorzata Przybylska, Martis Consulting

Stwierdzenie, że nikt nie lubi otrzymywać złych informacji i nikt nie chce ich przekazywać, jest w ostatnim czasie o tyle banalne, co prawdziwe. I chociaż w dość odległych wiekach ścinano postańców przynoszących złe wieści, zarządy niektórych spółek notowanych na GPW wciąż zachowują się tak, jakby komunikowanie gorszych wyników finansowych, czy pogorszenie sytuacji gospodarczej spółki, miało wciąż wiązać się z tą historyczną karą.

Głównym błędem zarządów spółek giełdowych jest ograniczenie komunikacji z rynkiem w sytuacji, w której osiągane wyniki finansowe są z kwartału na kwartał coraz gorsze. Strategia chowania głowy w piasek niestety pogłębia tylko rosnącą przepaść między oczekiwaniami rynku a zachowaniem spółek.

W praktyce jednak okazuje się, że jest zupełnie odwrotnie – zatajanie informacji, bądź wyrywkowe i niepełne ich przedstawianie, sprowadza na głowy zarządów dużo więcej kłopotów niż rzetelne i konsekwentne informowanie o pogarszającej się sytuacji rynkowej. Jeśli obecnie „leca” przysłowiowe głowy należące do członków zarządu, to częściej za to właśnie,

że akcjonariusze nie mieli szansy dowiedzieć się wcześniej o kłopotach spółki, a ich zaskoczenie daje efekt tym dramatyczniejszy dla zarządzających spółką, im większe i bardziej bolesne zaskoczenie właścicieli.

Idea obowiązków informacyjnych jest dość jasna i prosta – chodzi o zapewnienie wszystkim akcjonariuszom powszechnego i równego dostępu do rzetelnych i prawdziwych informacji na temat spółki.

*Brak komunikacji
w czasie kryzysu
to błąd*

Relacje inwestorskie, których elementem jest wypełnianie obowiązków informacyjnych, to przede wszystkim dialog z rynkiem. Dzięki komunikacji zarząd spółki ma możliwość uzyskania informacji zwrotnych dotyczących odbioru przez rynek swoich planów, poczynań i osiągnięć. Im rzetelniejsza i, co równie ważne, konsekwentna (!) komunikacja, tym większe prawdopodobieństwo, że inwestorzy precyzyjniej oszacują obecną i przyszłą (pokryzysową) wartość przedsiębiorstwa. Dlatego tak istotne, a chyba najczęściej pomijane, są modyfikacja i przedstawianie strategii biznesowych, czy opis poszczególnych zdarzeń w kontekście realizacji przyjętych wcześniej planów biznesowych.

W czasach hossy zarządy spółek z dużo większą ochotą organizowały konferencje prasowe, road shows czy inne spotkania z inwestorami. Wynajęcie sali notowań GPW na

konferencję prasową graniczyło wręcz z cudem. Dużo łatwiej było uzyskać dla planów akwizycji bądź dużych wydatków inwestycyjnych aprobatę rynku, przejawiającą się we wzroście kursu akcji bądź pojawieniu się w akcjonariacie instytucji finansowej. Większa otwartość informacyjna spółek przejawiała się również w kontaktach z inwestorami indywidualnymi – spółki chętniej niż obecnie organizowały spotkania lub korzystały z konferencji organizowanych przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, takich jak WallStreet w Zakopanem, czy cykliczne Inwestor's Day na GPW. W złotych czasach hossy oczekiwania informacyjne rynku były też diametralnie różne od obecnych. Wśród panującego powszechnego optymizmu i rosnących wskaźników gospodarczych prościej prezentowało się plany na przyszłość i sprzedawało akcje spółek, których wyceny fundamentalne często nie były najmocniejsze. Według danych warszawskiej giełdy w pierwszym półroczu 2007 roku debiutowały 32 spółki, w analogicznym okresie 2008 – 23, a od stycznia do czerwca 2009 roku na debiut zdecydowało się już tylko 6 spółek (w tym jedna przeszła z rynku NewConnect).

I mimo iż po nocy zawsze nastanie dzień, a po okresie ożywienia pojawia się trend odwrotny, czyli recesja, wielu emitentów w dość gwałtowny sposób odczuło

nadejście bessy i zmianę nastrojów inwestorów. Które spółki pod kątem polityki informacyjnej były dobrze przygotowane i które w szybki sposób przystawiły się na zmianę strategii komunikacyj-

nej? Z pewnością te, które miały właściwe procedury zarządzania informacją w kryzysie i które potrafiły poprzez rzetelną komunikację zbudować i utrzymać zaufania inwestorów.

Co się zmieniło w oczekiwaniach komunikacyjnych rynku? W okresie kryzysu charakterystyczna dla rynku jest skłonność do bardziej emocjonalnych i gwałtowniejszych reakcji wynikających przede wszystkim z niepewności rosnącej wprost proporcjonalnej do pojawiających się w mediach złych informacji gospodarczych (w myśl zasady wyznawanej przez część dziennikarzy - „im gorsza informacja, tym lepsza”). Rośnie niepokój inwestorów - szczególnie indywidualnych, którzy zazwyczaj mają trudniejszy dostęp do spółki niż pozostali inwestorzy, oraz zainteresowanie precyzyjnymi informacjami nt. sytuacji finansowej spółki, ryzykami biznesowymi wynikającymi z gorszej koniunktury, sytuacją na rynkach zbytu, czy planami naprawczymi. I o ile oczekiwania informacyjne ze strony rynku dynamicznie rosną, to zamiast je zaspakajać i wzmocnić komunikację, część spółek... przestaje odbierać telefony i ogranicza relacje z inwestorami do wysyłania obowiązkowych raportów (w ilu wypadkach z opóźnieniem lub w ogóle, tego nie wiemy). Pogłębia się niedoinformowanie rynku, a rosnące wątpliwości interpretowane są prawie zawsze na niekorzyść spółki. Przerwanie prowadzonych działań komunikacyjnych, np. zaprzestanie organizacji kwartalnych konferencji wynikowych, zwielokrotnia niepokój rynku i najczęściej jeszcze przed raportem okresowym jest komentowane w ten sposób, że spółka chce ukryć złe wyniki finansowe. Podobnie jest z prognozami finansowymi. Zarządy pozbawiają się oręża, jakim jest komunikacja i na własne życzenie tracą zaufanie rynku, co objawia się gwałtowniejszą utratą akcjonariuszy finansowych i większym spadkiem kursu akcji niż w spółkach działających w tym samym segmencie rynku.

Kryzys dotyka wszystkich w mniejszym lub większym stopniu i zawsze jest zaskoczeniem. Można jednak z nim żyć. Wiele spółek posiada procedury zarządzania w kryzysie opisujące prawidłowo typologię kryzysów, co pozwala na przygoto-

wanie skutecznej linii obrony. Ważne jest wprowadzenie cyklicznych szkoleń dla osób wchodzących w skład zespołu kryzysowego. Istotna jest też dostępność Zarządu (szczególnie Prezesa i Wiceprezesa ds. finansowych) dla mediów i akcjonariuszy. Osoby odpowiedzialne za relacje inwestorskie powinny cyklicznie sporządzać na potrzeby Zarządu

analizę oczekiwań rynku dotyczących spraw finansowych (konsensus, prognozy wyników), czy trendów w segmencie działalności spółki. Użyteczna dla rynku będzie opinia Zarządu na temat sytuacji rynkowej i ten-

dencji rozwojowych. I najważniejsza uwaga na koniec. Analitycy, akcjonariusze, czy stowarzyszenia zrzeszające inwestorów to recenzenci działań Zarządu i swoimi wypowiedziami w mediach, rekomendacjami, czy raportami analitycznymi wystawiają spółce określoną ocenę. Warto więc zadbać o to, żeby byli zawsze rzetelnie poinformowani. Poza tym mówienie dobrze o sobie jest ważne, ale wiarygodniejsze jest, gdy to inni mówią o nas dobrze... I tego życzymy wszystkim Zarządom spółek giełdowych. **A**

*Podczas kryzysu
do niektórych spółek
można się
nie dodzwonić*



■ Jarosław Dominiak, SII

Relacja ze spotkania Euroshareholders O kryzysie w europejskim gronie



12 czerwca 2009 roku: kuluary reprezentacyjnej sali na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, a w nich ożywiona dyskusja prowadzona w kilku językach. Wśród rozmówców przedstawiciele ponad 20 krajów europejskich. Powyższy opis mógłby posłużyć jako początek relacji z posiedzenia Parlamentu Europejskiego lub innego, równie ważnego europejskiego gremium. Poniekąd słusznie. W połowie czerwca Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych było gospodarzem dorocznego spotkania organizacji Euroshareholders. Euroshareholders jest zrzeszeniem największych stowarzyszeń inwestorów z całej Europy, którego zadaniem jest skuteczny lobbing w Komisji Europejskiej w obszarze tworzonego prawa dotyczącego funkcjonowania rynków kapitałowych. Ponadto w ramach Euroshareholders wypracowywane są standardy i zalecenia rynkowe, które organizacje członkowskie starają się implementować później w swoich krajach. Program warszawskiego spotkania zdominowany był tematyką kryzysu na rynkach finansowych, jego dalszymi następstwami, ale również zagadnieniem roli stowarzyszeń inwestorskich w przyszłości, w sytuacji turbulencji na światowych giełdach. Największe słabości dotychczasowego systemu finansowego przedstawili reprezentanci Islandii i Litwy.

Studium tych dwóch przypadków w jaskrawy sposób obnażyło błędy i brak wyobraźni, z jakim mieliśmy do czynienia we wskazanych krajach. Oba przykłady pokazały, jak dalece zjawisko globalizacji determinuje rozwój wypadków w lokalnych gospodarkach. W dalszej części spotkania przedstawiciel Komisji Europejskiej zaprezentował uczestnikom działania, realizowane w ramach urzędu, które w sposób systemowy mają zwiększyć bezpieczeństwo osób inwestujących na rynkach kapitałowych. Dzięki temu, że doroczne spotkanie Euroshareholders odbywało się w Polsce, mieliśmy okazję zwrócić uwagę na nasz rynek oraz perspektywy rodzimej gospodar-

ki. O bardzo ciekawej prezentacji wiceprezes GPW Lidii Adamskiej dyskutowano jeszcze podczas wieczornego bankietu. Zaskoczeniem dla wielu uczestników był wysoki poziom organizacji naszego rynku, w szczególności niekwestionowana pozycja lidera GPW w regionie. Mimo udziału w spotkaniu bardzo aktywnych i doświadczonych inwestorów z całej Europy, mało kto miał świadomość, że warszawski parkiet był jednym z najlepszych pod względem ilości i wielkości IPO w ostatnich kilku latach. Równie ciekawa dyskusja nastąpiła po prezentacji Przemysława Kwietnia, głównego ekonomisty domu maklerskiego X-Trade Brokers. Przedstawiciel XTb skoncentrował się na kondycji naszej gospodarki i jej najbliższych perspektywach, a także porównaniu słabości oraz mocnych stron na tle innych gospodarek.

Te dwie prezentacje pokazały jak ważna powinna być promocja naszego rynku na arenie europejskiej. O ile wiedza wielu zagranicznych inwestorów finansowych na temat naszego rynku jest na satysfakcjonującym poziomie, to w przypadku inwestorów indywidualnych warto zadbać w większym stopniu o promocję polskiego rynku.

Wszyscy uczestnicy polskiego spotkania, zwiedzając po części oficjalnej Warszawę i Kraków, byli zaskoczeni tym, jak bardzo zmienił się nasz kraj w ciągu ostatnich 20 lat. W podobny sposób, pokazując nasz rynek, możemy zyskać zainteresowanie osób fizycznych z innych krajów europejskich inwestycjami na giełdzie w Warszawie. **A**

Walne Zebranie Euroshareholders 12-13 czerwca 2009 r.

Partner strategiczny

GIEŁDA PAPIERÓW
WARTOŚCIOWYCH
w Warszawie

Partner

X-Trade Brokers
DOM MAKLERSKI S.A.

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych pragnie serdecznie podziękować Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz Domowi Maklerskiemu X-Trade Brokers za wsparcie organizacyjne i merytoryczne, które pozwoliło na organizację tak interesującego spotkania.



Uwaga!

To co widzisz to tylko
wybrane artykuły
z numeru 3/2009.

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