

AKCJONARIUSZ

GIEŁDA EDUKACJA ANALIZY



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

ISSN 1644-3004

2/2010

**TWITTER
I FACEBOOK,**
czyli media
społecznościowe
w relacjach
inwestorskich

**ANALIZA
TECHNICZNA**
- sposób na giełdę
czy znikający punkt?

**INDYWIDUALNE
PREDYSPOZYCJE**
i ich wpływ
na podejmowane
decyzje

Dostęp do
informacji
poufnych
**PRZEZ
CAŁY ROK**

EXTRADODATEK



O wynikach spółek
giełdowych

e-Sądy - przełom w branży wierzycelności

Wywiad z **Arturem Gornikiem**, Prezesem Zarządu Kredyt Inkaso S.A.



Chcesz czytać Akcjonariusza o tydzień wcześniej?



Zaprenumeruj
elektroniczne
wydanie
w eGazety.pl

www.sii.org.pl

Spis treści

Dostęp do informacji poufnych przez cały rok	6
Wszystko o insider trading, Paweł Wielgus, SII	
e-Sądy - przełom w branży wierzycelności	8
Wywiad z Arturem Górnikiem, Prezesem Zarządu Kredyt Inkaso	
Warszawska giełda pręży muskuły	12
Czy GPW „połknie“ giełdę wiedeńską? Wojciech Iwaniuk, Innerlook Consultancy	
Ile warta jest wycena DCF?	14
O wadach wyceny spółek metodą zdyskontowanych przepływów, Piotr Cieślak, SII	
Media społecznościowe w relacjach inwestorskich	18
Piotr Biernacki, Euro RSCG Sensors	
Agencje ratingowe i politycy to niebezpieczna mieszanka	21
Komentarz giełdowy, Piotr Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi	
Długodystansowiec na giełdzie	22
Wywiad z Andrzejem Przybyłym, Prezesem Zarządu AB S.A.	
e-Misja specjalna	25
Co kwartał wszystko o rynku NewConnect, Tomasz Berezowski, Certus Capital	
Uwaga na głębszą korektę	28
Średnioterminowy komentarz giełdowy, Tomasz Gessner, Dom Maklerski IDMSA	
Inwestowanie w instrumenty pochodne na polskim rynku kapitałowym (3)	30
Instrumenty pochodne w zastosowaniach praktycznych, Łukasz Porębski, SII	
Grupa Complex - strategia rozwoju	34
Radosław Łodziato, Complex S.A.	
Pakiety stymulacyjne zaczynają wywoływać naturalne procesy	36
Barometr gospodarczy, Łukasz Porębski, SII	
Narzędzia nowoczesnego inwestora - infoinwestor.pl	38
Analiza techniczna - sposób na giełdę, czy znikający punkt?	40
O analizie technicznej słów kilka, Jarosław Augustynowicz, SII	
Indywidualne predyspozycje i ich wpływ na podejmowane decyzje	45
Wpływ emocji na skuteczność analizy technicznej, Mikołaj Kusiakowski, Dom Maklerski TMS Brokers S.A.	
Stopy procentowe a kurs walutowy - podejście praktyczne	48
Wszystko o kontraktach FRA, Przemysław Kwiecień, Dom Maklerski X-Trade Brokers S.A.	
SII Poleca - Podstawy analizy technicznej Martina Pringa	51
Recenzje książek związanych z inwestowaniem	
Stabilności, perspektywy, popularność, czyli jak wybrać branżę pod inwestycję (2)	52
O wpływie cyklu koniunkturalnego na kondycję finansową spółek, Miłosz Papst, YouInvest	

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: Tomasz Krawczyk, tkrawczyk@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.



250 tysięcy po raz pierwszy!

12 maja 2010 r. była szczególna sesja giełdowa, 250 tysięcy inwestorów odechnęło z ulgą. Każdy z nich zarobił przynajmniej 1000 zł. Ta cyfra, 250 tysięcy, padła podczas przemówień Premiera Tuska oraz Ministra Grada tyle razy, że bez wątpienia zostanie zapamiętana na długie lata. Oczywiście o rekordzie z czasów prywatyzacji Banku Śląskiego nie ma mowy, ale ćwierć miliona i tak robi wrażenie. Każda tego typu oferta publiczna powinna być wykorzystywana jako szansa na upowszechnianie inwestowania na rynku kapitałowym. IPO PZU z pewnością było szansą dobrze wykorzystaną. Łyżką dziegciu w beczce miodu z pewnością jest to, że wspomnianą liczbę 250 tysięcy trzeba zmniejszyć o dobre kilkadziesiąt tysięcy. Wynika to z tego, że wielu inwestorów, dla których limitowana liczba 30 akcji była zdecydowanie poniżej możliwości finansowych stosowała tzw. „zapisy rodzinne“, tj. wręczali po 10 tysięcy złotych swoim bliskim, którzy zapisywali się w ich imieniu na akcje. Nie chciałbym w żaden sposób dyskredytować sukcesu IPO PZU, jednakże nie mierzyłbym tego sukcesu liczbą 250 tysięcy.

Jest jeszcze jeden zgrzyt związany z tą prywatyzacją. Ponoć przedstawiciele PZU w ciągu zaledwie kilku tygodni po opublikowaniu prospektu odbyli ponad 500 spotkań z inwestorami na całym świecie. A wiecie Państwo ile było z tych spotkań było dedykowanych inwestorom indywidualnym? Będę strzelał: zero, ale oczywiście mogą się mylić..

Życzę Państwu miłej lektury i do zobaczenia już za kilka dni na konferencji WallStreet.

Michał Masłowski

Satyryczny komentarz giełdowy

MACIE POWIEDZIEĆ TEMU PANU,
ŻE CHCECIE SIĘ ZAPISAĆ
NA AKCJE PZU.



JAK POLACY ZAPISYWALI SIĘ NA PZU.

Dostęp do informacji poufnych przez cały rok

Termin *insider trading* kojarzy się większości inwestorów z działaniami zabronionymi prawem i etyką biznesową. Mało kto wie, że termin ten w rzeczywistości odnosi się do wszystkich transakcji dokonywanych na rynku giełdowym przez osoby mające dostęp do informacji poufnych.

■ Paweł Wielgus, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Trudno się jednak dziwić, że pejoratywna łątka została już raz przypięta, skoro w dłuższym terminie mało kto zwraca uwagę na zakup akcji przez insiderów. Inwestorzy puszczają takie informacje mimo uszu szczególnie wtedy, gdy pomimo systematycznego gromadzenia akcji przez prezesa spółki rynek i tak wie swoje, obierając na wykresie kierunek wyraźnie południowy. W pamięci zapadają natomiast spektakularne, dwucyfrowe spadki w czasie jednej sesji i notatki prasowe o tym, że znowu ktoś wiedział wcześniej o upadłości, rozwiązaniu znaczącej umowy czy też o słabych wynikach finansowych. W takich przypadkach podejrzenia padają w pierwszej kolejności na wszystkie osoby, które mają dostęp do informacji poufnych, a więc członków zarządu, rady nadzorczej oraz akcjonariuszy większościowych.

Przypomnijmy w skrócie, że informacją poufną jest każda informacja dotycząca bezpośrednio lub pośrednio jednego lub kilku instrumentów finansowych albo nabywania lub zbywania takich instrumentów, która nie została przekazana do publicznej wiadomości, a która po takim przekazaniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na ich cenę rynkową. Informacja poufna spełnia dwa istotne kryteria:

- 1) jest określona w sposób precyzyjny, a jej charakter w wystarczającym stopniu umożliwia dokonanie oceny potencjalnego wpływu na cenę lub wartość instrumentów finansowych,
- 2) mogłaby po przekazaniu do publicznej wiadomości w istotny sposób wpłynąć na cenę lub wartość instrumentów finansowych, gdyby została wykorzystana przy podejmowaniu decyzji przez racjonalnie działającego inwestora.

Członkowie zarządu są w posiadaniu informacji poufnych praktycznie przez większą część roku

Należy również pamiętać, że ustawodawca przewidział obowiązek ujawnienia każdej informacji poufnej w trybie raportu bieżącego, niezwłocznie od jej powzięcia i nie później niż w terminie 24 godzin. Proces ten można jednak opóźnić, jeśli np. ujawnienie informacji zaszkodziłoby prowadzonym negocjacjom handlowym, jednak w takim przypadku stosowny komunikat należy przekazać do KNF.

Istnieje ustawowy, kategoriyczny zakaz ujawniania, przekazywania i wykorzystywania informacji poufnych nie tylko przez członków organów spółki i jej pracowników, akcjonariuszy, doradców i maklerów, ale również przez każdą osobę, która weszła w jej posiadanie (inną kwestią jest natomiast, czy osoba w żaden sposób nie związana ze spółką

i w ogóle z rynkiem kapitałowym zdaje sobie sprawę z poufności pozyskanych informacji). Nie jest tajemnicą, że bezpośredni dostęp do informacji poufnych mają w pierwszej kolejności członkowie zarządu. Z tego powodu ustawodawca przewidział zakaz handlu akcjami danej spółki przez osoby nią zarządzające w tzw. okresach zamkniętych. Panuje powszechne przekonanie, że okresy zamknięte zdefiniowane są jedynie względem daty publikacji raportów finansowych: dwa miesiące przed raportem rocznym, miesiąc przed półrocznym oraz dwa tygodnie przed kwartalnym. Okresem zamkniętym jest jednak również okres od powzięcia informacji poufnej przez członków zarządu i rady nadzorczej do przekazania tej informacji do publicznej wiadomości. Zaryzykuję w tym miejscu hipotezę, że członkowie zarządu są w posiadaniu informacji poufnych praktycznie przez większą część roku, gdyż na bieżąco nadzorują wyniki finansowe i podpisują istotne umowy. Handel akcjami przez te osoby

w wielu przypadkach odbywa się więc z naruszeniem zakazu nałożonego okresem zamkniętym. Czy można ten stan w jakikolwiek sposób zmienić? Jednym z rozwiązań mogłoby być całkowity zakaz handlu akcjami przez osoby zarządzające. Niestety, jest to rozwiązanie tylko połowiczne, bo zarząd powoływany jest przez radę nadzorczą (czasami bezpośrednio przez walne zgromadzenie), której skład z kolei ustalają akcjonariusze, przez co zawsze istnieje ryzyko ujawnienia informacji poufnej pomiędzy poszczególnymi poziomami w strukturze właścicielskiej. Akcjonariusze mniejszościowi mogą natomiast liczyć jedynie na uczciwość i etyczne zachowanie osób rzeczywiście kontrolujących spółkę i obsadzających w niej kluczowe stanowiska. Nadzór nad przepływem i wykorzystaniem informacji poufnych jest w praktyce symboliczny, żeby nie powiedzieć fikcyjny. Statystyki Komisji Nadzoru Finansowego i organów ścigania wyraźnie wskazują, że udowodnienie posiadania informacji poufnej, jej przekazania lub wykorzystania jest trudne, a w większości przypadków wręcz niemożliwe. Niewątpliwym utrudnieniem jest brak możliwości nakładania kar finansowych bezpośrednio przez KNF, gdyż odpowiedzialność za działania związane z ujawnieniem lub wykorzystaniem informacji poufnej określona jest przepisami karnymi, przez co sprawy takie muszą zostać przekazane do prokuratury. Na ich zakończenie trzeba później czekać nawet latami (aż prosi się, żeby powołać specjalną grupę prokurato-



rów zajmujących się wyłącznie przestępczością giełdową). W komunikatach z posiedzeń KNF pojawiają się co prawda wzmianki dotyczące informacji poufnych, jednak zasadniczo chodzi wyłącznie o naruszenie obowiązków informacyjnych w związku z nieprzekazaniem tych informacji do wiadomości publicznej. Przykładowo wiele kar pieniężnych nałożonych zostało przez KNF na spółki giełdowe za brak publikacji informacji poufnej o zawarciu umów opcyjnych niosących ryzyko poniesienia nieograniczonej straty (oczywiście dopiero po tym, jak już udało się przekonać KNF, że informacja taka rzeczywiście jest informacją poufną).

Konsekwentnie karane są również osoby fizyczne, choć w tym przypadku kary dotyczą manipulacji informacją poprzez wprowadzanie akcjonariuszy w błąd. Niechlubnie zasłynął na tym polu np. były przewodniczący rady nadzorczej Kolastyny, prezes Dudy czy też były prezes Biotonu.

Stowarzyszenie na bieżąco analizuje gwałtowne zmiany kursów akcji spółek giełdowych na tle docierających z tych spółek informacji. Wszystkie sprawy, w których nie jest możliwe ustalenie osób przeprowadzających transakcje, kierowane są do KNF. Wiele z nich wciąż nie zostało wyjaśnionych. W ubiegłym roku Urząd z a w i a d o m i o n y został m. in. o podejrzeniu wykorzystania informacji poufnej przez akcjonariuszy ZPUE (wzrost kursu przed publikacją pozytywnych wyników finansowych), Invar & Biuro System (wzrost kursu przez przekazaniem informacji o skupie akcji własnych po cenie znacznie przekraczającej cenę rynkową) czy też Bomi (spadek kursu przed przekazaniem informacji o odstąpieniu od połączenia

z Baćpolem). Zwracam uwagę, że konsekwentnie podejmujemy działania zmierzające do wyjaśnienia okoliczności zarówno sesji silnie spadkowych, jak i zwykłych (choć te drugie przyjmowane są przez inwestorów nierzadko z dużym entuzjazmem). W sytuacji, gdy możliwe jest ustalenie osób, co do których zachodzi podejrzenie wykorzystania informacji poufnej, do prokuratury kierowane jest zawiadomienie o możliwości popełnienia przestępstwa. Tak było m. in. w przypadku Swarzędza (sprzedaż akcji przed ujawnieniem informacji o likwidacji) i Techmexu (sprzedaż akcji przed ujawnieniem informacji o upadłości likwidacyjnej). Ostatni przypadek wydaje się być szczególnie interesujący, gdyż skłania do zastanowienia się, czy postanowienie sądu gospodarczego może być informacją poufną. W przypadku Techmexu informacja o zamianie upadłości z likwidacyjnej na układową dotarła na rynek przed publikacją przez spółkę raportu bieżącego. Uzyskanie tej niewątpliwie cenotwórczej informacji było trywialnie proste, wystarczył jeden telefon do sądu. Trudność w ocenie tego zdarzenia polega na tym, że posiedzenia sądów gospodarczych są z definicji jawne i każdy inwestor może się udać na rozprawę osobiście. Nie zmienia to faktu, że w większości przypadków o decyzji sądu jako pierwszy dowiaduje się zarząd spółki, który powinien zdecydować o niezwłocznym przekazaniu pozyskanej informacji w drodze raportu bieżącego. Nawet niewielkie opóźnienie w wykonaniu obowiązku informacyjnego stwarza więc pole do intratnych nadużyć.

Wysoka grzywna i kara pozbawienia wolności za ujawnienie (do 2 mln zł i do 3 lat pozbawienia wolności) lub wykorzystanie informacji poufnej (do 5 mln zł i od 3 miesięcy do 5 lat pozbawienia wolności, a w przypadku członków zarządu i rady nadzorczej od 6 miesięcy do 8 lat) powinny skutecznie odstraszać od popełnienia przestępstwa. Jak jest w rzeczywistości – pozostawiam Czytelnikom do oceny własnej. Ustawowa groźba kary nie jest tutaj problemem, w przeciwieństwie do jej egzekwowania, które do dzisiaj pozostaje najsłabszym ogniwem w całym ciągu zdarzeń następujących po ujawnieniu informacji poufnej. Pod tym względem

KOMENTARZ PRAWNIKA



Daniel Lipnicki,
Kancelaria Gessel

Informacja poufna z definicji powinna być precyzyjna i mieć cenotwórczy charakter (dla racjonalnego inwestora). Istnienie okresów zamkniętych dla osób będących w posiadaniu informacji poufnych jest uzasadnione koniecznością zapewnienia równego traktowania wszystkich inwestorów. Problem w tym, iż klasyfikacja danego zdarzenia dokonywana musi być na bieżąco, a w praktyce ten sam fakt w zależności od okoliczności dotyczących danego emitenta może, ale nie musi być informacją poufną.

bardzo dużo brakuje nam jeszcze do praktyki rynku amerykańskiego. Na stronach internetowych SEC (The Securities and Exchange Commission, amerykański odpowiednik KNF) statystycznie raz w miesiącu można znaleźć nową informację o zarzutach lub zakończeniu postępowania dotyczącego negatywnej wersji insider trading. Na porządku dziennym są dobrowolne zwroty nielegalnych zysków, postępowania sądowe kończące się w czasie kilku miesięcy czy też zamrożenia kont bankowych jeszcze w dniu wykrycia sprawy. Wszystkie informacje publikowane są na bieżąco na stronie internetowej, łącznie z danymi personalnymi osób podejrzanych i szczegółowym opisem mechanizmu przestępstwa. Pod tym względem budowanie zaufania społecznego do rynku kapitałowego przez polskie instytucje i organa ścigania jest wciąż w powijakach.

W przypadku spółek o niewielkiej kapitalizacji insider trading prowadzić może do gwałtownych wahań kursu. Ponieważ na krajowej giełdzie nie funkcjonuje jeszcze ogólnie dostępna krótka sprzedaż, to inwestorzy nie przywiązują większej wagi do nagłych wzrostów wyceny rynkowej, zwracając za to baczniejszą uwagę na gwałtowne przeceny. Bez względu na to, w którą stronę kieruje się rynek, trzeba zawsze pamiętać, że prawdopodobieństwo znacznego ruchu w stronę przeciwną jest bardzo duże, przez co przejażdżka takim rollercoasterem jest zajęciem dla inwestorów o mocnych nerwach. Jeżeli członkowie zarządu i rady nadzorczej jakiejś spółki nie potrafią uszanować obowiązującego prawa oraz akcjonariuszy mniejszościowych, to może warto dopisać ją do swojej czarnej listy. W końcu jest już w czym wybierać.



e-SĄDY

Wywiad z Arturem
Górnikiem,
Prezesem Zarządu
Kredyt Inkaso S.A.

wartość nominalna wynosi ponad pół miliarda złotych.

Spółka podpisała ostatnio umowę o współpracę z TFI Allianz zobowiązującą do nabycia certyfikatów funduszu sekurytyzacyjnego. Czy znaczy to, że Spółka zaangażuje się w transakcje z bankami?

Tak. Umowa z TFI Allianz jest krokiem do uzyskania znaczącej pozycji w transakcjach hurtowych realizowanych przez banki. Nasze plany na najbliższe dwa, trzy lata zakładają osiągnięcie pozycji na tym rynku odpowiedniej do tej, jaką mamy w transakcjach z telekomami. Tam osiągnęliśmy około 40% udział, stąd też skierowanie naszej uwagi na wierzycielności bankowe - rynek ten wartościowo jest znacznie większy. Tylko w 2010 roku spodziewać się należy - na podstawie już przekazanych przez banki informacji, że do sprzedaży trafią pakiety o wartości ponad 2 mld zł. Oferty sprzedaży znaczących pakietów kierowane są praktycznie wyłącznie do funduszy sekurytyzacyjnych z uwagi na korzyści podatkowe, jakie uzyskuje bank. Natomiast o wyborze konkretnego partnera zdecydowała korzystna oferta, jaką przedstawiło nam TFI Allianz.

Jak długi jest przeciętny okres egzekucji wierzycielności?

Bliżko 70% przychodów (spłat wierzycielności) uzyskujemy w wyniku egzekucji komorniczej, która rozpoczyna się po około 12 – 18 miesiącach od momentu nabycia wierzycielności. Przekłada się to na osiągnięcie największych wpływów z pakietu w drugim i trzecim roku od zakupu. Nie można jednak zapomnieć, że tytuł wykonawczy ważny jest przez 10 lat, a sytuacja dłużnika w tym okresie może się zdecydowanie odmienić. Osoba mająca swego czasu problemy z regulowaniem zobowiązań może po np. 5 latach mieć lepszą sytuację finansową i wtedy spłacić swoje zadłużenie. Takie podejście do sprawy powoduje, że osiągamy przychody z wierzycielności nabytych kilka lat temu - nawet



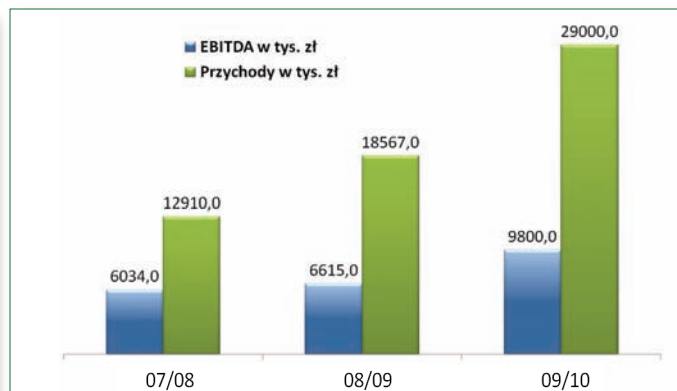
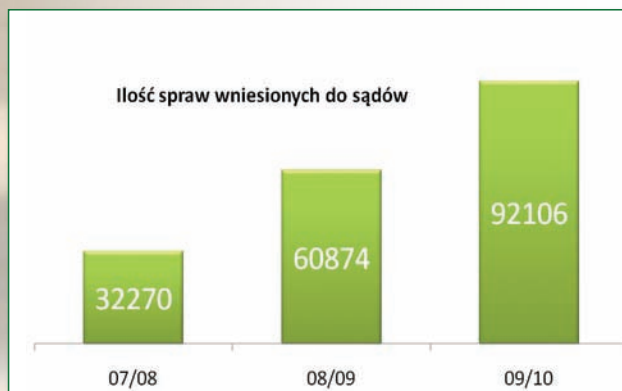
z tych zakupionych jeszcze w 2001 roku, na początku naszej działalności.

Jaki jest profil przeciętnego dłużnika Spółki? Czy częściej jest to osoba fizyczna, czy osoba prawna?

Zdecydowaną większość stanowią osoby fizyczne, których udział w wartości spraw wynosi nieco ponad 85%, a średnie zadłużenie to około 1 650 zł. Dzięki tak rozdrobnionej strukturze unikamy koncentracji ryzyka, a nasze przychody są stabilne i niezależne od jednorazowych zdarzeń, w dużej mierze także makroekonomicznych.

Od początku bieżącego roku kodeks cywilny daje firmie możliwość korzystania z e-sądów. Jak ocenia Pan tą formę dochodzenia roszczeń? Czy będzie ona skuteczna, czy przyspieszy egzekucję wierzycielności? Czy wpłynie ona korzystnie na Spółkę?

Uruchomienie e-sądu jest w naszym przypadku bardzo pozytywnym czynnikiem. Z jednej strony umożliwia nam obniżenie kosztów (brak opłaty skarbowej od pełnomocnictw, kosztów sporządzenia papierowej dokumentacji i pocztowych), a z drugiej pozwala wnieść o wiele więcej pozwów, niż ma to miejsce z wykorzystaniem klasycznej procedury. Dodatkowym atutem dla Kredyt Inkaso jest to, że nasz system teleinformatyczny był tak skonstruowany, że po niewielkiej modyfikacji mógł przystosowany do współpracy z systemem sądu, dzięki czemu wnoszenie pozwów tą drogą jest w bardzo dużym stopniu zautomatyzowane. W chwili obecnej na podstawie ilości nakazów zapłaty, jakie wpływają do Spółki, możemy jednoznacznie stwierdzić, że droga ta w znaczący sposób przyspiesza proces odzyskiwania wierzycielności. Szybsze otrzymanie nakazu zapłaty to





szybsze skierowanie sprawy do egzekucji komorniczej.

Ile pozwów Kredyt Inkaso S.A. wniosło do tej pory do e-sądu?

Do połowy kwietnia wniosliśmy blisko 71 tys. pozwów (plan minimum na 2010 rok to 130 tys. wniesionych spraw), z czego ponad 58 tys. zostało wniesionych na samym początku działalności e-sądu w styczniu. Na efekty nie musieliśmy długo czekać i już w marcu nasze miesięczne przychody wzrosły o blisko 40% do wartości blisko 3,5 mln zł. Dla porównania średnie miesięczne przychody z ostatniego półrocza wynosiły około 2,4 mln zł. Na tak znaczący wzrost przychodów miał wpływ e-sąd, a także zakupy pakietów, jakich dokonaliśmy w lutym.

Jaka jest pozycja Spółki na rynku hurtowego obrotu wierzytelnościami w Polsce? Czy firma zamierza wyjść z usługami poza granice Polski?

Na chwilę obecną szacujemy nasz udział w rynku wierzytelności pochodzących od dostawców telekomunikacyjnych na około 40%. Udział w rynku oszacowaliśmy na podstawie wartości przetargów, jakie są organizowane przez wszystkich liczących się dostawców usług telekomunikacyjnych,

KREDYT INKASO SA

w stosunku do wielkości naszych zakupów. Nie ma najmniejszego sensu szacowania naszego udziału w sektorze wierzytelności bankowych, ponieważ rynek ten jest dla nas głównym kierunkiem ekspansji w latach 2010 – 2011, a wspomniana powyżej współpraca z TFI Allianz w zakresie zarządzania funduszem sekurytyzacyjnym jest następstwem obranej strategii. W chwili obecnej analizujemy możliwości ekspansji zagranicznej, jednakże na tę chwilę nie jesteśmy zaangażowani w konkretne projekty.

W jaki sposób Spółka ocenia jakość kupowanych pakietów?

Oceny pakietów dokonuje nasz dział analityczny. Analizy dokonywane są za pomocą metod statystycznych w oparciu o dane historyczne. W chwili obecnej wdrażamy także zaawansowane oprogramowanie, które ma wspomóc i przyspieszyć ten proces. Dynamika wzrostu wyników Kredyt Inkaso za ostatnie 3 kwartały roku obrotowego kończącego się w marcu jest imponująca. Czy Spółka zamierza ją utrzymać w kolejnym roku? Czy inwestorzy mogą liczyć na publikację prognoz finansowych?

Zaczną może od prognoz finansowych. Obecnie wdrażamy zaawansowane oprogramowanie wspomagające zarządzanie operacyjne, które ma także wspomagać prognozowanie finansowe. Trzeba jednak mieć na uwadze, jak wiele czynników wpływa na naszą działalność, w tym duża część czynników jest niezależna od Spółki, jak i koniunktury gospodarczej (szybkość działania sądów, skuteczność działań komorniczych, itp.), co niewątpliwie utrudnia proces prognozowania. Zdarzało się już naszym konkurentom publikowanie prognoz, a następnie ich odwoływanie - do takiej sytuacji nie chcielibyśmy dopuścić. Niemniej jednak, tak jak wspominałem, będziemy dążyć do publikowania prognoz i mamy nadzieję, że prognozy pojawią się już w drugiej połowie roku obrotowego 2010/2011. Jeżeli chodzi o dynamikę wzrostu wyników, to zakładamy zachowanie jej na dotychczasowym poziomie. Biorąc jednak pod uwagę nasze plany (zaangażowanie w wierzytelności bankowe) oraz uruchomienie e-sądu, możemy także spodziewać się ich szybszego wzrostu. Patrząc na przychody, jakie osiągnęliśmy w marcu, kwietniu i maju, sytuacja ta staje się bardzo prawdopodobna i mamy nadzieję, że zaskoczymy pozytywnie inwestorów. A

**JUTRO W LONDYNIE
4,3256 LITRA WODY
NA METR KWADRATOWY**

Gdyby to TMS prognozował pogodę, nie byłoby zaskoczeń.

Gdy będziesz szukał domu maklerskiego, który pomoże Ci rozwinąć swoje umiejętności w handlu walutami, skorzystaj z wiedzy i globalnego doświadczenia ludzi, którzy tworzyli ten rynek w Polsce. Dostaniesz nie tylko narzędzia i najlepszą obsługę, ale przede wszystkim prognozy walutowe, które są regularnie cytowane przez brytyjski FX Week ze względu na swoją trafność. W 2009 roku prognozy TMS Brokers po raz kolejny wygrały w rankingach organizowanych przez ten tygodnik, zdobywając pierwsze miejsce aż 43 razy.

Dowiedz się więcej na www.tms.pl

Wiedza do działania

Kontakt: (22) 529 76 30

Dom Maklerski TMS Brokers S.A.

posiada zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności maklerskiej

TMS Brokers
DOM MAKLERSKI

Warszawska giełda pręży muskuły

Polski parkiet ma szanse w tym roku stać się niekwestionowanym liderem w naszym regionie, a kapitalizacja GPW może przekroczyć wartość spółek notowanych na wszystkich rynkach zgromadzonych wokół Austriaków.

■ Wojciech Iwaniuk, Innerlook Consultancy

Na koniec pierwszego kwartału wartość spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) sięgnęła 120 mld euro. Dokładnie rok wcześniej było to nieco ponad 51 mld euro.

Tak więc wartość firm notowanych na polskiej giełdzie w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy wzrosła o prawie 140%. Jeszcze rok temu większy od warszawskiej giełdy był parkiet w Wiedniu. Jednak notowane na nim spółki nie rosły tak szybko, a na rynku tym nie pojawiły się żadne duże podmioty. W efekcie czego kapitalizacja tej giełdy wzrosła „zaledwie” o połowę. Dzięki temu wydaje się, że polski parkiet na trwałe zdystansował austriacką giełdę. Wrażenie to jest tym bardziej silne, że prywatyzacja w Polsce znacznie przyspieszyła.

Walka z wiedeńczykami nie była łatwa. W lipcu 2008 r. kapitalizacja spółek notowanych na warszawskiej giełdzie pierwszy raz przekroczyła wartość firm notowanych na austriackim parkiecie. Wtedy Marek Juraś, szef działu analiz DAM BZWBK, a obecnie strateg UniCredit CAIB twierdził, że za dwa lata ta dysproporcja będzie jeszcze bardziej korzystna dla polskiego rynku i się nie pomylił, chociaż droga była wyboista. Jego zdaniem długoterminowe perspektywy od dawna przemawiają za rozwojem centrum finansowego właśnie w Warszawie.

- O tym, jak zmieniają się kapitalizacje giełd, decyduje kilka czynników, m.in. tempo rozwoju gospodarczego czy zdolność do przyciągania nowych spółek na parkiet – mówi Marek Juraś, strateg rynku akcji Unicredit CAIB Polska, który odpowiada za cały region Europy Centralnej (CE3). – *Bardzo duże znaczenie ma również wielkość gospodarki, a Polska jest największa pod tym względem*

w regionie, a dodatkowo znacznie lepiej poradziła sobie z kryzysem gospodarczym od sąsiadów – dodaje Marek Juraś. Podobnego zdania jest Paweł Puchalski, analityk DM BZ WBK: - Kluczem do zrozumienia trwałych różnic pomiędzy polską giełdą a innymi rynkami w naszym regionie jest przede wszystkim skala gospodarek, i to zarówno pod względem wartości Produktu Krajowego Brutto (PKB), jak i liczby ludności – twierdzi Paweł Puchalski. – Wartość PKB i jego perspektywy na przyszłość wskazują na Polskę jako na naturalnego długotrwałego lidera w regionie - dodaje.

Specyficzna baza inwestorów

Przewaga polskiego rynku polega m.in. na tym, że polskie firmy nie muszą liczyć tylko na dynamiczny rozwój eksportu, a mogą rozwijać się do potężnych rozmiarów, bazując na krajowym potencjale. Nieporównywalnie większa liczba ludności gwarantuje nie tylko większe fundusze możliwe do ulokowania w krajowych akcjach, ale i możliwość rozwoju dla firm tylko w oparciu o krajowy potencjał. Przeprowadzona po transformacji reforma emerytalna stworzyła kolejną niezwykle silną grupę krajowych inwestorów, jakimi są Otwarte Fundusze Emerytalne. Dodatkowo, z niewielkimi przerwami, udział inwestorów indywidualnych kształtuje się od lat w okolicach 30% całości obrotów. Co jest z pewnością fenomenem na skalę europejską.

GPW już dojrzała

O poziomie rozwinięcia naszego rynku świadczy m.in. poziom koncentracji obrotów, który na GPW jest zbliżony do tego, jaki obserwujemy w Hiszpanii,



Zdjęcie: © Jeancliciac, Cofkocor - Fotolia.com

a nie w innych krajach z naszego regionu. W dziewiętnaście lat po utworzeniu polskiego parkietu pięć największych spółek odpowiada za 46% całości handlu. W Pradze jest to 89%, a w Budapeszcie aż 98%.

Do krajów zachodnich Polskę zbliża również zachowanie naszej gospodarki, która jako jedyna w Unii Europejskiej uniknęła w zeszłym roku recesji. Patrząc na wielkość i zachowanie polskiej gospodarki oraz na fakt, że GPW jest rynkiem defensywnym, który nie podlega tak dużej zmienności jak typowe rynki wschodzące, pojawiają się głosy, że Polska nie jest już rynkiem zaliczanym do tzw. emerging markets. Jeśli przekonanie to by się utwierdziło, to byłaby to doskonała informacja dla naszej giełdy. Dlaczego? Ponieważ pieniądze inwestowane w akcje na rozwiniętych rynkach są kilka razy większe od tych dedykowanych rynkom

2008
w tym roku po raz pierwszy kapitalizacja GPW przekroczyła wartość firm z wiedeńskiego parkietu



wschodzącym. Uzyskanie tabliczki dynamicznie rosnącej gospodarki rozwiniętej byłoby najlepszym, co może spotkać warszawską giełdę. Dzięki temu mogłyby na nią napłynąć gigantyczne środki do tej pory niedostępne dla GPW.

Austriacy wciąż zwierają szyki

Giełda w Wiedniu doskonale zdaje sobie z tego sprawę, dlatego, aby chronić swoją pozycję, przejmowała rynki z regionu. W ciągu ostatniej dekady przejęła kontrolę nad rynkami w Budapeszcie, Lublanie i Pradze. Firmy notowane na kontrolowanych przez Austriaków rynkach były na koniec pierwszego kwartału warte o 30 mld euro więcej niż spółki notowane na GPW. To jednak zmieni się w wyniku prowadzonej w Polsce prywatyzacji, a jeśli polska waluta będzie systematycznie zyskiwała na wartości, to okaże się, że już w tym roku polska giełda stanie się niekwestionowanym liderem w regionie.

Ale nie ma co ukrywać, że dla GPW pod względem potencjalnych przejęć ostatnie lata to czas zmarnowany, ponieważ nie udało się jej kupić udziałów w żadnym znaczącym operatorze w naszym regionie. Warszawski parkiet posiada niewielki pakiet w rumuńskiej giełdzie Sibex oraz 25 proc. akcji w ukraińskim rynku Innex.

Podmiotów do przejęcia już w zasadzie nie ma. Jeśli polska giełda nie pokusi się o kupno całego biznesu od Austriaków, a - patrząc realnie - szanse na to są obecnie symboliczne, to będzie musiała się rozwijać organicznie. Dla ośrodka o regionalnych ambicjach niezbędne jest pozyskiwanie zagranicznych firm. Obecnie na GPW i NewConnect jest ich niespełna 30 - to zaledwie kilka procent spółek notowanych na rynkach w Warszawie.

Poszukiwania na Wschodzie

Zarząd giełdy wielokrotnie mówił o tym, że liczy na napływ spółek ze Wschodu, szczególnie z Ukrainy. Przedstawiciele GPW i domów maklerskich potwierdzają, że przed światowym kryzysem zainte-

resowanie debiutem na GPW było naprawdę duże. Wiele spółek informowało o zamiarze zaoferowania akcji w Polsce. Warszawską giełdę wymieniano tam obok Londynu i Frankfurtu jako jedną z najpopularniejszych. Sama giełda otworzyła swoje przedstawicielstwo w Kijowie, aby ułatwić firmom wchodzenie na polski parkiet. Zainteresowanie polską giełdą nie spadło, ale efektów nie widać.

- Obecnie popularność polskiego parkietu nie spadła, ale nie wszystkie ukraińskie firmy, które mówią o pozyskaniu kapitału z giełdy, znajdują chętnych na swoje akcje - mówi Andrzej Szurek, dziennikarz Parkietu specjalizujący się w tematyce wschodniej. - Kryzys mocno zweryfikował plany biznesowe wielu spółek z Ukrainy. Wiele z nich szuka inwestorów, gdyż nie jest w stanie spłacać długów. Na tle krajoobrazu po bitwie pozytywnie wyglądają spółki z sektora rolniczego i spożywczego. Wśród nich jest kilka przedsiębiorstw, które mówią o debiucie na GPW w tym roku - dodaje Andrzej Szurek. O ile pierwsze spółki mogą się pojawić w tym roku, to o wysypie zagranicznych firm, w tym podmiotów z Ukrainy, nie możemy mówić.

Żaden kraj nie chce, by inne państwo kontrolowało mechanizm do pozyskiwania kapitału, jakim jest giełda

Natomiast warszawskiej giełdzie w drodze na szczyt najbardziej brakuje spektakularnych międzynarodowych sukcesów. Jako spółka z państwowym właścicielem nie mogła liczyć na przejmowanie innych giełd w regionie. Żaden kraj nie chce, by inne państwo kontrolowało mechanizm do pozyskiwania kapitału, jakim jest giełda. Państwowy właściciel zablokował możliwość zagranicznych ekspansji. Jednak jest szereg innych

powodów, które przemawiają za tym, że GPW musi być podmiotem prywatnym. Najważniejszy z nich to rosnąca konkurencja. Unijna dyrektywa MIFiD znosi monopol „tradycyjnych” giełd na prowadzenie obrotu papierami wartościowymi. Elektroniczne rynki zwane MTFami, które kosztem transparentności oferują tańszy i szybszy handel akcjami, zyskują coraz większą popularność. Na części zachodnioeuropejskich rynków kontrolują już kilkanaście, a nawet kilkadziesiąt procent obrotów. Odbierają też giełdom inne tradycyjne źródło dochodu, jakim jest sprzedaż danych z notowaniami i statystykami. Polska giełda na razie nie jest pod silną presją takich rynków, ale jeśli szybko nie nastąpi w Polsce zmiana i unowocześnienie systemu transakcyjnego, to atrakcyjność naszego rynku będzie silnie spadała. **A**



Uwaga na głębszą korektę

Biorąc pod uwagę bilans dokonań rynku od lutego do kwietnia byki zasługują na uznanie. W zasadzie we wszystkich sektorach pojawiło się solidne wzmocnienie, w ramach którego udało się wyprowadzić indeksy na nowe maksima całego, zainicjowanego w ubiegłym roku, ruchu wzrostowego.

■ Tomasz Gessner, Dom Maklerski IDMSA

Problem tylko w tym, że po przekroczeniu styczniowego wierzchołka byki w ostatnich tygodniach złapała zadyszka i otwartym jak zawsze w takich sytuacjach pytaniem jest to, czy jest to jedynie przystanek przed kontynuacją trendu wzrostowego, czy też z aktualnego zatrzymania wynika dla strony popytowej jakies poważniejsze problemy.

W przypadku indeksu spółek o średniej kapitalizacji sytuacja jest obecnie stosunkowo przejrzysta. Już na pierwszym rzut oka na wykresie 1 widać, że sporą rolę w ocenie sytuacji odegrać tu powinny minima z kwietnia, które wyznaczone zostały w obszarze linii poprowadzonej po szczytach z sierpnia i stycznia. Można więc założyć, że póki popyt utrzymuje poziom 2470 pkt., dopóty trend wzrostowy

wy w średnim terminie w przypadku indeksu mWIG40 pozostawał będzie wzrostowy.

Relatywnie podobną sytuację ma również sWIG80, na którym także kwietniowe minima ustanowiły na chwilę obecną bardzo czytelne, poziome wsparcia (ok. 12240 pkt.). Jeśli doszłoby do wyłamania poniżej tej bariery, wówczas trzeba by się liczyć z pogłębieniem korekty ruchu wzrostowego, jaki prowadzony był tu od początku lutego. W ramach takowego schłodzenia celem minimum niedźwiedzi byłyby rejon 11720 pkt., a więc szczyty z sierpnia i stycznia.

Sytuacja tych indeksów zdecydowanie ciekawiej przedstawia się w przedstawionej na rys. 2 kompresji dziennej, bowiem jeśli spojrzymy na rynek w dłuższym terminie, wówczas widać już gołym okiem, że ciężko tu mówić o szczególnie wysokim poziomie atrakcji. Wzmocnienie z ostatnich miesięcy prowadzone było w sposób bardzo spokojny i sukcesywny, stąd chociażby rząd białych świec o zbliżonym poziomie zmienności np. na tygodniowym wykresie mWIG40 (rys. 3).

Od dłuższego już czasu nieco inaczej prezentuje się sytuacja sektora spółek o największej kapitalizacji. W przypadku indeksu WIG20 trudno mówić o analogicznej do mWIG40, czy sWIG80 półrocznej konsolidacji. Tutaj byki za wszelką cenę próbowali w drugiej połowie roku kontynuować proces wzmocnienia, zamiast po prostu się zatrzymać. To z kolei pozostawiło dość mało przyjemny, zwłaszcza dla bardziej aktywnych uczestników rynku, ślad w postaci sukcesywnie nadbijanych szczytów (rys. 4).

Zwykle jest bowiem tak, że wybiecie powyżej poprzedniego maksimum sygnalizuje zakończenie korekty, a to z kolei winno się przełożyć na przyspieszenie trendu wzrostowego. Rynek wielokrotnie po jego nadbiciu zauważalnie się cofał. Takie zachowanie indeksu pozwoliło na utworzenie kilkumiesięcznego kanału wzrostowego. Linia oparta na wcześniejszych szczytach z przełomu sierpnia i stycznia zatrzymała kupujących również i w kwietniu. To z kolei może sugerować, że przed nami ma prawo pojawić się

1 mWIG40 dzienny



2 sWIG80 dzienny



nico bardziej zauważalne osłabienie, w ramach którego cała koncepcja wzrostowego kanału byłaby dalej wypełniana, a więc teraz rynek skierowałby się w stronę ograniczenia dolnego, które zlokalizować można w obszarze 2270 pkt. (bądź wyżej biorąc pod uwagę upływ czasu, w jakim rynek mógłby tam dotrzeć).

Różnice między spółkami małymi / średnimi, a największymi widać zwłaszcza dobrze w horyzoncie długoterminowym, a więc na wykresie tygodniowym (rys. 5). Tutaj problemem jest jak na razie zaważanie rynku tuż po przekroczeniu styczniowego szczytu, na którego atak odbył się jednym pociągnięciem, a w dodatku zwyżka zatrzymała się niemalże w punkt na 50% zniesieniu całej bessy. Lada moment przekonamy się więc, czy powielony zostanie scenariusz doskonale znany z przełomu sierpnia - stycznia (mocniejsze cofnięcia po nadbiciu wcześniejszego maksimum).

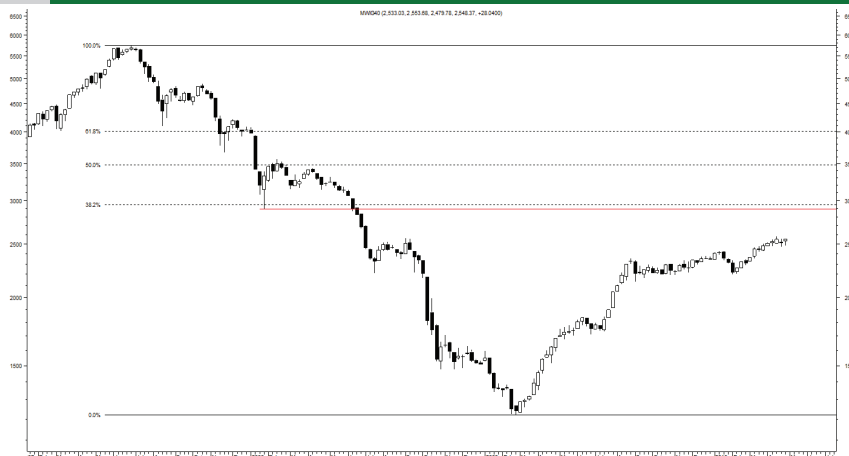
Spoglądając na wszystkie indeksy w oczu rzuca się przede wszystkim solidny ruch wzrostowy, jaki dokonał się na przestrzeni ostatnich kilkunastu miesięcy. Tak silny ruch bez żadnej, dłuższej korekty zawsze musi i powinien budzić obawy o możliwość jej pojawienia się zwłaszcza, że w przypadku WIG20 w kompresji tygodniowej zauważyć można dość zgrabnie zarysowaną, 5-falową strukturę wzrostu. Wygląda więc na to, że obecnie rynek znajduje się właśnie w ostatniej, piątej fali całej zwyżki, a to może sugerować pojawienie się stosunkowo poważnej, średnioterminowej korekty.

Takie oczyszczenie rynku byłoby niewątpliwie teraz bardzo potrzebne. Jak na razie nastroje wydają się być bardzo dobre (indeksy systematycznie wspinają się na nowe, rekordowe poziomy), ale to właśnie przy tak dobrych nastrojach zwykle inicjowane są korekty. Z zasady zmiana trendu następuje w sytuacji, w której mało kto się tego spodziewa.

Wnioski - trudny rynek

Aktualna sytuacja do łatwych zdecydowanie nie należy, bowiem z jednej strony jak na razie mamy wciąż trwający trend wzrostowy, ale z drugiej strony patrząc na skalę zwyżki, jaka rozpoczęła się na początku ubiegłego roku trzeba mieć świadomość tego, że z dalszą kontynuacją procesu wzmocnienia w dotychczasowym tempie będzie już bardzo ciężko. Rynek aż prosi się o korektę, ale póki nie pojawią się względnie czytelne sygnały jej rozpoczęcia, każda próba gry wbrew głównemu trendowi ma prawo kończyć się tym,

3 mWIG40 tygodniowy



4 WIG20 dzienny



5 WIG20 tygodniowy



czym dotychczas, czyli niepowodzeniem. O ile jednak trzymanie się trendu jest szczególnie opłacalne we wczesnej jego fazie, o tyle na obecnych pozio-

mach trzeba mieć świadomość tego, że ryzyko pojawienia się głębszej korekty robi się już bardzo wysokie. **A**

Tekst sporządzony 30 kwietnia 2010 r.



Uwaga!

To co widzisz to tylko
wybrane artykuły
z numeru 2/2010.

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