

AKCJONARIUSZ

GIEŁDA EDUKACJA ANALIZY



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

ISSN 1644-3004

4/2010

RYNEK CATALYST

sposobem na
dywersyfikację portfela

PRYWATNE OD POCZĄTKU DO KOŃCA

Spółki o dużym poczuciu
własności gorzej
komunikują się z rynkiem

Czy inwestowanie
na giełdzie
**MOŻNA TRAKTOWAĆ
JAKO PRACĘ?**

20 lat doświadczenia przynosi efekty

Wywiad z Maciejem Krzyżanowskim Wiceprezesem Zarządu ATM S.A.

**Akcjonariat
obywatelski,
masowy czy
papierowy?**

O skuteczności
rekomendacji
analityków

EXTRA DODATEK



O wynikach spółek
giełdowych



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych



**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.echarynku.pl lub subskrybuj Echa Rynku przez iTunes



www.echarynku.pl

W NUMERZE

Spis treści

Zykną się zmiany w obowiązkach informacyjnych. Czy aby na lepsze?..... 6	Mariusz Kanicki, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych
20 lat doświadczenie przynosi efekty 10	Wywiad z Maciejem Krzyżanowskim, Wiceprezesem ATM S.A.
Czy inwestowania na giełdzie można traktować jako pracę? 16	Łukasz Porębski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych
Relacje z inwestorami indywidualnymi..... 18	Piotr Biernacki, Euro RSCG Sensors
Gospodarka potrzebuje kolejnych bodźców do rozpędu..... 20	Łukasz Porębski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych
Dywersyfikacja sposobem na biznes 22	Wywiad z Ewą Maj, Prezesem Zarządu West Real Estate S.A.
Akcjonariat obywatelski, masowy czy papierowy? 26	Jarosław Dominiak, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych
Prywatne od początku do końca 28	Inga Kowalewska, Ibidemus
Nerwowa końcówki 31	Piotr Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi
Sezonowość na GPW 32	Łukasz Porębski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych
Catalyst katalizatorem polskiego rynku obligacji 35	Magdalena Głuska, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych
O skuteczności rekomendacji analityków 38	Miłosz Papst
PEG - alternatywa dla DCF 41	Krzysztof Górka, Certus Capital
Podstawy analizy technicznej na przykładzie spółek z GPW 44	Daniel Kostecki, Dom Maklerski X-Trade Brokers S.A.
Zarządzanie kapitałem - wszystkie drogi prowadzą do stopu.....48	Jarosław Augustynowicz, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych
SII poleca - recenzje książek związanych z inwestowaniem.....51	Eliza Smyrgała, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych
Forex jako skuteczny sposób dywersyfikacji portfela.....52	Michał Fronc, Dom Maklerski TMS Brokers S.A.



AKCJONARIUSZ

Kwartalnik Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych

Redaktor naczelny: Michał Masłowski

Zastępca redaktora naczelnego: Łukasz Porębski

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.



Szanowni Czytelnicy

Koniec roku blisko. Taka sytuacja zawsze sprzyja podsumowaniom i wnioskom. Chciałbym w tym miejscu zwrócić uwagę na wyniki Ogólnopolskiego Badania Inwestorów, prowadzonego przez SII od 8 lat. Widać wyraźnie wpływ trzech tegorocznych megaprywatyzacji (PZU, Tauron i GPW). Na rynku pojawiło się bardzo dużo młodych, niedoświadczonych inwestorów, dla których udział w wymienionych IPO był pierwszym kontaktem z giełdą w życiu. Statystyczny inwestor jest młodszy i uboższy niż rok temu. Co wcale nie znaczy, że straciliśmy od zeszłego roku pieniądze, wprost przeciwnie! Dla mnie jedną z ciekawszych obserwacji była zmiana największej wady polskiego rynku kapitałowego, o którą od lat pytamy inwestorów. Zawsze była to mała płynność rynku. Co jest dosyć zrozumiałe, gdy spojrzymy na obroty na 200 najmniejszych spółkach na GPW i na rynku NewConnect. Tymczasem w tym roku sytuacja się zmieniła i największą wadą jest... słaba jakość komunikacji spółek z inwestorami. Zastanówmy się, faktycznie dla osób, które mają w portfelach PZU, Tauron i GPW nie ma problemu niskiej płynności. Natomiast to jak te wymienione spółki traktują inwestorów indywidualnych jest widoczne nawet dla początkujących inwestorów. Moim zdaniem ta wada wymieniona przez inwestorów, czyli bardzo niska jakość komunikacji spółek jest najważniejszym wnioskiem z całego badania. Inwestorzy jasno dali do zrozumienia co najbardziej przeszkadza im w inwestowaniu. Wyniki badania publikujemy „w odcinkach“ na naszym Stowarzyszeniowym Facebooku pod adresem [facebook.com/inwestorzy](https://www.facebook.com/inwestorzy). Podzielcie się z nami swoimi wnioskami odnośnie profilu przeciętnego inwestora.

*Życzę miłej lektury
Michał Mastowski*

Satyryczny komentarz giełdowy



Szykują się zmiany w obowiązkach informacyjnych. Czy aby na lepsze?

Prawo akcjonariusza spółki publicznej do informacji realizowane jest przede wszystkim przez wypełnianie przez spółkę obowiązków informacyjnych. Dostęp do istotnych informacji musi być równy, powszechny i natychmiastowy.

■ *Mariusz Kanicki, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych*

Obowiązki informacyjne określone są w ustawowych przepisach o informacji poufnej oraz w Rozporządzeniu Ministra Finansów w sprawie informacji bieżących i okresowych.

Co było pierwsze: jajko czy kura?

W momencie startu warszawskiej giełdy w 1991 r. brakowało w Polsce jakiegokolwiek punktu odniesienia w postaci historycznie ukształtowanych standardów informowania inwestorów przez spółki giełdowe. Uznano zatem, że oprócz przepisu ogólnego o informacji poufnej jak najbardziej celowym jest stworzenie szczegółowego katalogu informacji, które emitent bezwzględnie musi zareportować. Ów katalog ma formę Rozporządzenia MF w sprawie raportów

bieżących i okresowych. Emitenci, przekazując raport bieżący, są zobowiązani do wskazania podstawy prawnej sporządzonej informacji. Oznacza to, że muszą wskazać jako podstawę albo ogólny ustawowy przepis o informacji poufnej, albo szczegółowy przepis zawarty w Rozporządzeniu.

Praktyka pokazała, że emitenci raportują, przede wszystkim opierając się na przepisach Rozporządzenia. Raporty sporządzone na podstawie przepisów o informacji poufnej występują rzadko. Co więcej, w praktyce według wielu emitentów konieczność raportowania dotyczy jedynie zdarzeń wyliczonych w Rozporządzeniu. Innymi słowy, jeśli danego zdarzenia nie ma w Rozporządzeniu, to nie ma obowiązku sporządzenia raportu bieżącego, co oczywiście jest nieprawdą. Rozporządzenie zawiera sztywne, arbitralnie wyznaczone kryteria istotności danej informacji. W szczególności, głównym kryterium uznania umowy zawartej przez emitenta za znaczącą jest przekroczenie przez wartość przedmiotu umowy progu 10% kapitałów własnych emitenta. Podnoszone jest pytanie: a dlaczego nie 9% albo 17%? I dlaczego w ogóle podawać taki próg, przecież w rzeczywistości o istotności umowy mogą decydować zupełnie inne czynniki. Dalej, takie kryterium w ogóle jest nieadekwatne dla spółek z niektórych branż. Dlatego, zdaniem inicjatorów i zwolenników zmian, należy powrócić do początku i istoty tematu, a więc ogólnego przepisu o informacji poufnej.

Definicja informacji poufnej podana została w art. 154 Ustawy o obrocie. W uproszczeniu - informacją poufną jest określona w sposób precyzyjny informacja, która nie została przekazana do

publicznej wiadomości, a która po takim przekazaniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na cenę danego instrumentu finansowego, tj. mogłaby zostać wykorzystana przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez racjonalnie działającego inwestora. Jak widać, definicja ta daje bardzo dużą przestrzeń do subiektywnej oceny określonych wydarzeń, przy czym oceny tej dokonuje emitent.

Subiektywny wybór istotnych dla inwestorów zdarzeń przez spółkę może ograniczyć im dostęp do informacji

Zamienił stryjek siekierkę na kijek

Usunięciu katalogu zdarzeń gospodarczych z Rozporządzenia towarzyszyć by miało przedstawienie rekomendacji uczestników rynku dla emitentów. W szczególności rekomendacje mogłaby przygotować KNF lub spółki prowadzące giełdy, a więc - w uproszczeniu - GPW. Takie rozwiązania funkcjonują m.in. na LSE, AIM czy NYSE. Rekomendacje mogłyby również wypracować wspólnie przedstawiciele instytucji i środowisk rynku kapitałowego i inwestorów. Rodzi się pytanie: w czym rekomendacje miałyby być lepsze od obecnych przepisów zawartych w Rozporządzeniu? Jeśli bowiem pewne przepisy Rozporządzenia uznamy za niefortunne, niewiele wnoszące, nadmierne uciążliwe dla emitentów, to przecież można je zmienić lub dostosować w ramach istniejącego Rozporządzenia. Nie można zakładać, że rekomendacje lub wytyczne, które pojawią się poza Rozporządzeniem, będą „lepsze” dla emitentów, a w szczególności dla odbiorców informacji, czyli inwestorów.

Przesłanki projektowanych zmian

Inicjatorzy zmian argumentują, że znie-





sienie katalogu informacji bieżących jest szczególnie istotne w przypadku największych spółek, które często muszą z mocy Rozporządzenia informować o nieistotnych z punktu widzenia przedsiębiorstwa kwestiach. Zniesienie katalogu ograniczyłoby inflację informacji przekazywanych na rynek. Nie da się przewidzieć i precyzyjnie określić wszystkich możliwych zdarzeń, które wiązałyby się z powstaniem informacji poufnej, więc prowadzenie takiego katalogu mija się z celem. Emitent każdorazowo oceniał będzie precyzyjność informacji i jej wpływ na cenę lub wartość papieru wartościowego, zatem zaproponowane rozwiązanie pozwoli spółkom prowadzenie bardziej przejrzystej i czytelnej polityki informacyjnej.

Zacznijmy od końca. Proponowane rozwiązanie rzeczywiście pozwoliłoby spółkom na prowadzenie własnej polityki informacyjnej. Jednak czy w każdym przypadku byłaby to polityka bardziej przejrzysta i czytelna dla inwestorów? Obawy w tym zakresie są uzasadnione, chociażby mając na uwadze problem opcji walutowych. Jak wiadomo,

w Rozporządzeniu nie było jednoznacznych zapisów nakładających obowiązek informacyjny w związku z transakcjami na takich instrumentach. Niemniej obowiązek raportowania w przypadku opcji asymetrycznych, spekulacyjnych wynikał z art. 154 Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Jak praktyka pokazała, spółki miały poważny problem z oceną istotności tych informacji. Również Komisja Nadzoru Finansowego w pierwszej fazie ujawnienia problemu miała wątpliwości w tym zakresie. Efekt braku publikacji informacji o opcjach był taki, że stroną poszkodowaną stali się akcjonariusze, którzy z dużym opóźnieniem otrzymali informacje o zdarzeniach mogących mieć istotny wpływ na notowania posiadanych przez nich akcji.

Należy się zgodzić, że nie da się przewidzieć i precyzyjnie określić wszystkich możliwych zdarzeń, które wiązałyby się z powstaniem informacji poufnej. Pomysł zmian pojawił się (wła-

ściwie powrócił) przy okazji prac nad projektem pakietu odbiurokratyzowania rynku finansowego. Tylko że inicjatorzy likwidacji katalogu obowiązków informacyjnych z Rozporządzenia sami wskazują na potrzebę przygotowania rekomendacji dla emitentów, o czym była mowa wcześniej.

Na rynku regulowanym notowane są obecnie akcje spółek bardzo różnej jakości i różnej gotowości do informowania rynku o istotnych dla spółki zdarzeniach i planach. W pierwszym okresie po wprowadzeniu zmian emitenci, przekazując informacje w oparciu o przepisy o informacji poufnej, z ostrożności w dalszym ciągu korzystając będą z uprzednio obowiązującego katalogu zawartego w Rozporządzeniu. Pojawia się zagrożenie, że w późniejszym okresie dochodzić może do sytuacji,

w których spółki mogą mieć problemy z obiektywnym raportowaniem. W efekcie może dochodzić do sytuacji, gdzie zdarzenia mało istotne w opinii

Spółki nie musiały informować w raportach o opcjach walutowych - i nie robiły tego





inwestorów mogą być bardzo istotne w ocenie spółek, co spowoduje właśnie zwiększenie, a nie zmniejszenie inflacji informacji. Nawet obecnie część spółek wciąż informuje o zdarzeniach, które obowiązki raportowania nie podlegają (vide raportowanie o aneksowaniu umów znaczących, który to obowiązek został zniesiony 5 lat temu).

Czy rzeczywiście uciążliwość wypełniania obowiązków informacyjnych wynikających z Rozporządzenia uderza w największe spółki? Krótki przegląd statystyki raportów bieżących przekazywanych przez emitentów różnej wielkości wskazuje, że duże spółki wcale nie przekazują więcej raportów niż spółki o średniej i małej kapitalizacji. Właśnie sztywne kryterium istotności w postaci 10% prognozy wysokości kapitałów własnych powoduje zmniejszenie liczby raportów największych spółek. Mamy co prawda dużą liczbę raportów w przypadku emitentów, których obligacje nabywane są przez spółki zależne, lecz w tym akurat przypadku o dostosowanie zapisów Rozporządzenia byłoby najłatwiej. Duże spółki zarówno obecnie, jak i po ewentualnej zmianie przepisów mogą przeznaczyć środki i zasoby na niezbędną analizę zdarzeń pod kątem konieczności przekazania informacji na rynek. Obecnie na rynku regulowanym notowane są akcje blisko 400 spółek, a gros z nich to spółki małe i średnie. Rozporządzenie ułatwia spółkom małym i średnim podjąć decyzję, czy publikować

10%
kapitałów własnych
- od tego poziomu
zawarcie umowy
wymaga poinformowania
akcjonariuszy

daną informację, czy też nie. Po ewentualnej decyzji o zmianie przepisów zasoby mniejszych spółek mogą okazać się niewystarczające do ciągłej analizy i dyskusji, czy dane zdarzenie podlega przepisom o informacji poufnej.

Obecnie spółki nie mają obowiązku publikowania prognoz finansowych. W przypadku dużych spółek zadanie sporządzenia prognoz w praktyce przejmują na siebie analitycy instytucjonalni. Na bazie ich ocen publikowany jest tzw. konsensus wyników finansowych konfrontowanych następnie z rzeczywistymi wynikami okresowymi danej spółki. W przypadku gdy emitent nie publikuje prognoz finansowych i dodatkowo brak jest regularnych raportów analitycznych o spółce – co ma miejsce w przypadku większości małych i średnich spółek, przekazywanie informacji skatalogowanych obecnie w Rozporządzeniu daje inwestorom solidne podstawy do własnej oceny perspektyw finansowych i atrakcyjności inwestycyjnej danej spółki. W sytuacji, gdy jednym z efektów wprowadzenia zmian w systemie informowania mogłoby być zmniejszenie liczby raportów, np. odnośnie zawarcia umów znaczących, możliwości zawarcia umowy znaczących, możliwości właściwej oceny perspektyw spółki przez inwestorów uległoby pogorszeniu.

Warto również zwrócić uwagę na kwestię egzekucji i odpowiedzialności za właściwe wypełnianie obowiązków informacyjnych. Ustawa o ofercie przewiduje sankcje administracyjne oraz odpowiedzialność karną i cywilną. Sankcje administracyjne nakłada KNF w oparciu o kryterium formalne, tj. czy dany obowiązek został wypełniony, czy też nie. Jest to relatywnie proste w przypadku szczegółowych zapisów zawartych w obecnym Rozporządzeniu. Z chwilą likwidacji katalogu i koncentracji na przepisie ogólnym o informacji poufnej będzie to oczywiście trudniejsze. W przypadku odpowiedzialności karnej niezbędne jest wykazanie winy umyślnej. Dotychczasowa praktyka wyroków sądowych w zakresie niewłaściwego wypełniania obowiązków informacyjnych wynikających z przepisów o informacji poufnej (m.in. w sprawach dotyczących opcji walutowych) pokazuje, że dowiedzenie winy umyślnej jest bardzo trudne.

Zagrożenia dla inwestorów

Zmiany w praktyce oznaczałyby poluzowanie przepisów. Inwestor nie miałby już pewności, że o określonych istotnych zdarzeniach zostanie poinformowany. Ale takie informacje nieprzekazane do wiadomości publicznej wcześniej czy później wyciekną ze spółki. Wiedzą o nich kontrahenci, wiedzą pracownicy emitenta i instytucji współpracujących. Szansa na ujawnienie i wykorzystanie informacji wzrośnie. Pracownik odpowiedzialny w spółce za wypełnianie obowiązków informacyjnych będzie musiał zabiegać o przekonanie zarządu, że dana informacja jest informacją poufną i spółka ma



obowiązek jej zaraportowania, ale to członkowie zarządów będą podejmować decyzje. Będą się zdarzać sytuacje, gdzie z dwóch następujących po sobie podobnych zdarzeń jedno zostanie przekazane na rynek, a drugie już nie. Powszechna jest też tendencja do przemilczania informacji negatywnych. Za utrzymaniem przepisów Rozporządzenia przemawia nie tyle ich elegancja, co prostota i pewność. Emitent co prawda zawsze może szukać drogi na ominięcie przepisów, ale w omawianym przypadku najbardziej chodzi o potencjalne zaniechania przekazywania informacji. Nie należy koncentrować się na kwestii uciążliwości obowiązków informacyjnych dla emitentów, lecz na użyteczności obowiązkowych informacji dla ich odbiorców, jakimi są inwestorzy. Dlatego zamiast likwidacji katalogu obowiązków w pierwszej kolejności należy rozważyć ewentualne zmiany w samym katalogu, przy jednoczesnych działaniach edukacyjnych dla emitentów w zakresie informowania na podstawie przepisu o informacji poufnej. Polski rynek kapitałowy ma już 20 lat, ale na tle dojrzałych rynków jest to zaledwie 20 lat. W drodze do osiągnięcia standardów rynków dojrzałych nie próbujmy przeskakiwać po kilka stopni na raz. **A**

KOMENTARZ



Beata Stelmach
Stowarzyszenie
Emitentów Giełdowych

W opinii Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych istnieje kilka ważnych przesłanek, uzasadniających projektowane zmiany. Przede wszystkim należy podkreślić, że SEG w swoich działaniach od zawsze promuje przejrzystość rynku i zależy nam na jej zwiększeniu. Być może spółki przesyłałyby mniej raportów (choć duża część Rozporządzenia została utrzymana w mocy), liczę jednak, że podniosłaby się jakość informacji. W ubiegłym roku przesłanych zostało ponad 24 tysiące raportów bieżących, w roku obecnym jest to już prawie 20 tysięcy - trudno oczekiwać, że wszystkie dotyczą informacji naprawdę istotnych i że wszystkie są wnikliwie analizowane. Większość z nich powinna być przekazywana z tytułu informacji poufnej (która przecież jest precyzyjnie określona w ustawie), znieśliśmy więc „podwójne” raportowanie i zwiększyli odpowiedzialność. Paradoksalnie moglibyśmy dzięki temu uniknąć problemów, jakie powstały np. w kwestii toksycznych opcji. Obecny system raportowania oznacza również, że spółki z innych krajów UE, notowane w Polsce, są w lepszej sytuacji niż spółki krajowe - podlegają „swoim”, łagodniejszym reżimom raportowania, co zaburza konkurencję i ogranicza rozwój polskiej giełdy. Utrudnione jest też pozyskiwanie emitentów z krajów spoza UE. Muszą one raportować wg naszych standardów, jeśli zaś w kraju macierzystym wymogi są niższe, to równy dostęp do informacji powoduje konieczność tłumaczenia i publikowania raportów „polskich”. Jest to czynnik zniechęcający spółki i zaburzający obraz spółki na innych rynkach. Chcę podkreślić stanowczo, że zależy nam na zwiększeniu atrakcyjności polskiego rynku, by przestał być traktowany jako niedojrzały i cały czas zaliczany do rynków z grupy emerging.

Strategie sukcesu na giełdzie

dr Van K. Tharp w Polsce!

18-19 czerwca Warszawa

Dwudniowe warsztaty stworzone
na potrzeby polskich Inwestorów

Dla Członków Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych **10 % rabatu**, przy rezerwacji podaj kod promocyjny: SIIVAN2011

Organizator **Akademia Inwestora**
www.inwestorgieldowy.com

Patron tytularny



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

CITYINDEX



Profil ATM S.A.

ATM S.A. działa na rynku teleinformatycznym od 1991 r., a od września 2004 r. Spółka jest notowana na GPW w Warszawie S.A. (symbol: ATM). Głównymi akcjonariuszami Spółki są jej założyciele. ATM była pierwszą w Polsce firmą przyłączoną do Internetu (1992 r.) i pierwszym komercyjnym dostawcą Internetu (1993 r.) Spółka także, jako pierwsza postawiła na budowanie miejskich sieci światłowodowych na dużą skalę, a obecnie buduje nowoczesne centra danych będące sercem polskiego Internetu i kluczowym elementem infrastruktury teleinformatycznej największych firm.

20 lat doświadczeń przynosi efekty

Wywiad z Maciejem Krzyżanowskim, Wiceprezesem Zarządu ATM S.A.

Akcjonariusz: Czy mógłby Pan przybliżyć inwestorom profil działalności spółki ATM?

Maciej Krzyżanowski, Wiceprezes Zarządu ds. Operacyjnych ATM S.A.: ATM S.A. prowadzi działalność w dwóch głównych segmentach operacyjnych. Pod marką ATMAN w oparciu o własne sieci światłowodowe i centra danych świadczy usługi telekomunikacyjne dla przedsiębiorstw i instytucji. Najważniejsze składniki oferty telekomunikacyjnej to: dostęp do Internetu, szerokopasmowa transmisja danych oraz usługi centrów danych, czyli kolokacji i hostingu. Drugim obszarem działalności grupy kapitałowej ATM jest świadczenie usług w zakresie integracji systemów teleinformatycznych, specjalizujemy się: w projektowaniu i budowie sieci transmisji danych wraz z systemami do zarządzania i monitoringu sieci, w budowie centrów danych i złożonych systemów informatycznych oraz w produkcji i wdrażaniu oprogramowania aplikacyjnego.

Jakie sektory są kluczowymi odbiorcami usług i produktów oferowanych przez spółkę? Na jakich rynkach spółka prowadzi swoją działalność?

Głównymi odbiorcami naszych usług są operatorzy telekomunikacyjni, media tradycyjne i portale internetowe oraz firmy z sektora finansowego. Należy także podkreślić, że świadczymy usługi wyłącznie dla klienta biznesowego.

Który segment działalności spółki rokuje w Pańskiej ocenie największe perspektywy wzrostu? Który jest obecnie najbardziej dochodowy?

Najbardziej rentownym obszarem aktywności grupy, charakteryzującym się największą przewidywalnością i stabilnością osiąganych przychodów oraz zysków jest działalność telekomunikacyjna prowadzona pod marką ATMAN. Od drugiego kwartału 2009 roku ATM S.A. jako spółka dominująca w grupie kapitałowej zajmuje się wyłącznie świadczeniem usług w tym zakresie, a praktycznie całe nakłady inwestycyjne grupy są powiązane z działalnością telekomunikacyjną. Działalność w obszarze integracji systemów teleinformatycznych została z powodzeniem przeniesiona do spółek z grupy kapitałowej i stanowi obecnie drugi stabilny i dynamicznie rozwijający się segment działalności ATM.

Jaki udział w przychodach i zyskach skonsolidowanych grupy mają przychody telekomunikacyjne?

Myszę, że w 2010 roku 1/3 przychodów ze sprzedaży i blisko połowa zysku operacyjnego całej Grupy zostanie uzyskana z usług

telekomunikacyjnych. Warto przy tym podkreślić, że są to w większości przychody abonentowe z umów wieloletnich, a spółka od ponad 12 kwartałów w obszarze telekomunikacji notuje wzrost przychodów.

Proszę scharakteryzować Państwa obecną infrastrukturę telekomunikacyjną, w oparciu o którą świadczy Państwo ww. usługi.

ATM S.A. dysponuje w Polsce trzema centrami danych (2 w Warszawie i 1 w Katowicach) o łącznej powierzchni ponad 5800 m², w których może pomieścić 60 000 serwerów. Ogólnopolska sieć transmisji danych ATMAN obejmuje 8 światłowodowych sieci metropolitarnych łączących centra biznesowe w największych miastach Polski, 4500 km łączy międzymiastowych i 4400 km łączy międzynarodowych. Można więc powiedzieć, że nasze miejskie sieci światłowodowe należą do największych w Polsce oraz to, że jesteśmy jedynym polskim operatorem obecnym we wszystkich trzech największych węzłach międzyoperatorskich w Europie - w Amsterdamie, Frankfurturze i Londynie.

Jest to naprawdę unikalna infrastruktura, która pozwala nam świadczyć usługi telekomunikacyjne dla biznesu na bardzo wysokim poziomie.

Na czym dokładnie polega usługa kolokacji lub hostingu serwerów?

Kolokacja jest to usługa polegająca na możliwości wstawienia serwera lub wielu serwerów naszych klientów do serwerowni, w której stworzyliśmy bezpieczne i profesjonalne środowisko dla ich intensywnej, nieprzerwanej eksploatacji. Klient ma zapewnione szybkie i pewne łącze do Internetu, pełne wsparcie w przypadku awarii, a także optymalne warunki dla serwera - takie jak temperatura pomieszczenia, wilgotność, zasilanie awaryjne wraz z generatorami prądotwórczymi oraz instalację przeciwpożarową. Poza tym wszystkim podstawową zaletą korzystania z kolokacji w firmie zewnętrznej, takiej jak np. ATM, jest optymalizacja kosztów. Klient nie musi inwestować w budowę własnej serwerowni oraz zajmować się jej zarządzaniem, ale może skoncentrować się na swojej działalności podstawowej.

Hosting różni się od kolokacji tym, że oprócz wszystkich wymienionych kwestii związanych ze stworzeniem optymalnego środowiska także serwer, na którym klient przetwarza swoje dane, należy do nas, a klient płaci za udostępnienie jego mocy obliczeniowej. Obydwie te usługi są świadczone w oparciu o nasze centra danych.

Jakie są więc Państwa plany związane z rynkami usług opartych o centra danych?



czenia



Spółka kontynuuje rozwój własnych zasobów telekomunikacyjnych, w tym centrum kolokacyjnego Telehouse Poland oraz rozbudowę Centrum Danych ATMAN w Warszawie.

Jesteśmy obecnie wiodącą w Polsce firmą świadczącą usługi kolokacji i hostingu. Po zakończeniu trwającego procesu inwestowania we własne centra danych chcemy zdobyć pozycję niekwestionowanego lidera o pozycji zbliżonej do światowych operatorów, funkcjonujących na dojrzałych rynkach zachodnich. Warto przy tym podkreślić, że w oparciu o naszą infrastrukturę telekomunikacyjną jesteśmy w stanie świadczyć usługi klientom z całego świata. Już dziś widzimy duże zainteresowanie usługami kolokacji serwerów naszych klientów z Europy Zachodniej.

W jaki sposób możecie Państwo w tym zakresie konkurować z podmiotami z zagranicy?

Istotną rolę odgrywa lokalizacja Polski w centrum Europy, co jest ważne np. dla klientów, którzy wchodzą do Europy lub z Europy Zachodniej planują rozwój swojego biznesu na wschód. Poza tym posiadamy bardzo atrakcyjną cenowo ofertę. Jesteśmy w stanie zaoferować najwyższej jakości usługi kolokacji i hostingu w cenie nawet 30% niższej niż w Wielkiej Brytanii czy Francji. Wielu naszych klientów zagranicznych jest pozytywnie zaskoczonych jakością naszej infrastruktury w serwerowniach. Spełniamy absolutnie najwyższe standardy światowe, co potwierdzają pozytywne oceny licznych audytów.

Proszę więc powiedzieć, kiedy zaobserwujemy boom na rynku centrów danych w Polsce czy też w Europie Środkowo-Wschodniej?

Wielu inwestorów zadaje nam to pytanie.

Twierdząc wręcz, że skoro jest to taki dobry biznes na rynku, na którym obserwujemy obecnie większy popyt niż podaż, to kiedy pojawi się większa konkurencja. Zwłaszcza że obecnie jest coraz łatwiej z pozyskaniem kapitału na tego typu inwestycje. Jednak każdy, kto dysponuje wiedzą z tego obszaru, wie, że zbudowanie dużej i profesjonalnej serwerowni to tylko połowa sukcesu, gdyż później trzeba jeszcze znaleźć klientów, którzy zdecydują się przenieść do niej swoje krytyczne zasoby teleinformatyczne. Proszę mi wierzyć, że w naszych serwerowniach zlokalizowane są serwery największych portali internetowych oraz operatorów telekomunikacyjnych z Polski i ze świata. Żaden z tych podmiotów nie przeniesie swoich zasobów teleinformatycznych do nowo powstającego podmiotu, który nie posiada odpowiedniej marki, historii na rynku, potwierdzonych latami bezawaryjnej pracy oraz dziesiątkami audytów bezpieczeństwa i jakości działania. Na to wszystko ATM pracował blisko 20 lat, z czego ostatnich kilka właśnie w obszarze usług opartych o centra danych. W przypadku ATM można więc powiedzieć, że jedna rzecz to unikalne zasoby, które posiadamy, a druga - to bez wątpienia marka, wypracowane standardy i pozycja rynkowa, której nie da się zbudować w rok czy dwa.

Czy są jeszcze jakieś inne bariery wejścia na ten rynek?

Zdecydowanie tak. Firmy funkcjonujące na tym rynku borykają się z utrudnieniami w obszarze dostępu do niezbędnej energii elektrycznej, co też jest istotną barierą przed szybkim wzrostem podaży powierzchni kolokacyjnej w serwerowniach zarówno w Europie, jak i na świecie. To sprzyja poszukiwaniu dostawców usług w takich krajach jak np. Polska. Według najnowszych badań TeletyGroup przez ostatnie 12 miesięcy

zanotowaliśmy w centrach danych wszystkich największych światowych firm łączny przyrost tylko o 120 MW nowej energii. W tym samym czasie w centrach danych ATM S.A. udało nam się uzyskać 2 x 8 MW. To dobitnie pokazuje skalę naszego - wydawałoby się jeszcze niedawno lokalnego - biznesu. A tak naprawdę już dziś jesteśmy graczem co najmniej europejskiej skali, który z powodzeniem może konkurować z największymi firmami oferującymi powierzchnię w swoich serwerowniach. Zarówno jeśli chodzi o jakość, dostęp do energii, jak i cenę.

W związku z planowanymi inwestycjami Zarząd rekomendował walnemu zgromadzeniu, aby zysk za 2009 rok pozostawić w spółce. Jakich projektów dotyczą planowane inwestycje? Jakich środków spółka potrzebuje na ich realizację?

To prawda: działalność telekomunikacyjna jest dość kapitałochłonna. Spółka, aby była zdolna do dynamicznego wzrostu przychodów i zysków, musi systematycznie rozbudowywać swoją infrastrukturę telekomunikacyjną. W przypadku ATM mowa tutaj głównie o nowej powierzchni w centrach danych i roz-





budowie sieci światłowodowej, w oparciu o którą oferujemy dostęp do Internetu. Głównymi i praktycznie jedynymi nakładami inwestycyjnymi w całej grupie kapitałowej są właśnie nakłady na rozbudowę naszych serwerowni, a planowane wydatki inwestycyjne na przyszły rok nie powinny przekroczyć wysokości tegorocznej EBITDA, która powinna ukształtować się na poziomie około 55-60 mln zł. Tak jak już wspomniałem, najważniejsze projekty inwestycyjne to wyposażanie obiektu Telehouse.Poland oraz budowa CI ATM, które zakłada rozbudowę obecnego Centrum Danych ATMAN. Całość naszych inwestycji, podobnie jak dotychczas, będziemy pokrywać ze środków własnych oraz leasingu finansowego, co jest normalną praktyką przy wyposażaniu serwerowni.

Jak duży jest koszt budowy jednej serwerowni i jaki średni okres zwrotu z inwestycji Państwo zakładają?

W naszym przypadku przybliżony koszt budowy średniej wielkości serwerowni to około 40 mln złotych, gdzie całkowity zwrot z inwestycji przy naszej skali prowadzonego biznesu jest realny nawet po 4 latach.

Niemniej nasza polityka inwestycyjna zakłada, że kolejną serwerownię rozpoczynamy budować dopiero w momencie, gdy już oddane do użytku obiekty są przynajmniej w 70% wypełnione klientami. Takie założenia powodują, że ATM ponosi nakłady inwestycyjne de facto pod kątem realnych zamówień ze strony klientów, a nasze powierzchnie w serwerowniach są często zarezerwowane, zanim jeszcze serwerownia jest oddana do użytku.

Czy w związku z planowanymi inwestycjami spółka rozważa możliwość sięgnięcia po kapitał z giełdy?

Nie planujemy w najbliższym czasie żadnej nowej emisji akcji na potrzeby inwestycyjne, gdyż jesteśmy obecnie w stanie finansować je ze środków własnych.

Czy Zarząd rozważał bądź rozważa publikację prognoz wyników na rok 2011?

Nie wykluczamy takiej możliwości.

Jakie są plany dotyczące pozostałej działalności grupy kapitałowej, tj. integracji systemów teleinformatycznych i płatności mobilnych?

Do najważniejszych planów dotyczących naszej działalności integratorskiej należy połączenie dwóch największych spółek ATM SI i KLK w jedną organizację i rozwój pozostałych spółek w oparciu o ich własny potencjał. Celem połączenia jest utworzenie jednego z największych integratorów systemowych w Polsce specjalizującego się w projektach teleinformatycznych. Znaczącą pozycję w sektorze telekomunikacyjnym i publicznym połączona spółka ma zapewnioną przez już podpisane kontrakty. Natomiast celem strategicznym jest zbudowanie i ugruntowanie w ciągu najbliższych lat obecności także na innych rynkach, głównie finansów czy energetyki. Sposobem realizacji tej strategii będzie w dalszym ciągu współpraca ze światowymi firmami technologicznymi, liderami rynku, w szczególności z firmą Cisco Systems, oraz poprzez rozwijanie własnych rozwiązań dostosowanych do potrzeb poszczególnych branż i rynków.

Jeśli chodzi o płatności mobilne realizowane przez spółkę mPay S.A., to poza ścisłą kontrolą kosztów strategia zakłada kontynuację działań mających na celu zbilansowanie kosztów prowadzenia działalności przychodami





Bardzo istotny, o ile nie kluczowy, wpływ na końcowe wyniki I półrocza 2010 miały przychody finansowe. Co dokładnie stało za pozycją tych przychodów?

Nie jest to do końca prawda. Jak Państwo zauważą po wynikach trzeciego kwartału zarówno przychody, jak i koszty finansowe w 2010 roku wyglądają podobnie jak w analogicznym okresie 2009 roku i nie wpływają dodatnio na wynik finansowy. Jest to normalna sytuacja, w której w poszczególnych okresach roku wyceniane są z jednej strony wartości kontraktów forward zabezpieczających nasze zakupy towarów z zagranicy, a z drugiej strony zobowiązania od naszych klientów. Dlatego czasem w jednym okresie jest to widoczne po stronie przychodów finansowych, a w drugim po stronie kosztów finansowych. Jest to szczególnie zauważalne w przypadku realizacji kontraktów długoterminnych, gdzie z jednej strony są już zabezpieczone w całości przyszłe zakupy w walucie obcej, a z drugiej strony nie powstały jeszcze do nich w pełni zobowiązania. Najważniejsze jednak jest to, że w skali całego kontraktu te pozycje się zawsze kompensują i nie mają wpływu na wynik spółki. Natomiast realny wpływ na wyniki 2010 roku ma istotna poprawa wyników operacyjnych całej grupy kapitałowej, gdzie narastająco po trzech kwartałach 2010 roku ATM wypracował o 111% więcej zysku operacyjnego i o 188% więcej zysku netto niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Takie wyniki po trzech kwartałach roku to zdarzenie bez precedensu w blisko 20-letniej historii spółki, a sam trzeci kwartał bieżącego roku także można zaliczyć do bardzo udanych.

— nie tylko z prowizji od płatności dokonywanych przy pomocy systemu mPay, ale także z opłat związanych z udostępnieniem wytworzonych platform transakcyjnych innym podmiotom, między innymi z obszaru telekomunikacji i finansów. Głównym jednak zadaniem jest koncentracja na udostępnieniu operatorom mobilnym platformy mPay do wykorzystania w ramach powstającej uniwersalnej platformy płatności mobilnych „Płać komórką”.

Jednocześnie oprócz realizowania procesu optymalizacji kosztów bieżącego funkcjonowania Zarząd ATM S.A. - w porozumieniu z Zarządem mPay S.A. - kontynuuje działania mające na celu pozyskanie dla spółki inwestora średnioterminowego, zainteresowanego współfinansowaniem rozwoju spółki przez okres dochodzenia przez nią do prognozy rentowności.

ATM w ostatnich latach sporo traci na różnicach kursowych. Z czego to wynika? Czy Zarząd ATM zabezpiecza w jakiś sposób ryzyko kursowe?

To prawda: na przełomie 2008 i 2009 spółka została dotknięta przez straty na różnicach kursowych wynikające z zakupu walut do rozliczenia kontraktów handlowych z obszaru integracji systemowej. Spółki zajmujące się tym obszarem działalności dokonują zakupu towarów z zagranicy w walucie obcej i, podobnie jak wszystkie inne firmy w tej branży, są narażone na ryzyko kursowe. ATM co do zasady zabezpiecza wszystkie istotne kontrakty handlowe, które z racji na swoją specyfikę są narażone na ryzyko kursowe. Proszę zauważyć, że rocznie spółki z grupy kapitałowej dokonują zakupu towarów z zagranicy za kwoty rzędu 80-100 mln i tylko sprawna polityka w tym zakresie pozwoliła grupie w ostatnich latach istotnie ograniczyć wpływ ryzyka kursowego na wypracowywane wyniki finansowe. A pamiętajmy, że w końcu 2008 i na początku 2009 roku kurs dolara potrafił się zmienić o ponad 60%. Bez odpowiedniej polityki w tym zakresie i przy tej skali zakupów towarów zza granicy straty na różnicach kursowych mogłyby być istotnie większe.

Jak ocenia Pan perspektywy spółki na 2011 rok? Czy jest szansa, że okres ten będzie dla spółki lepszy niż bieżący rok?

Jest to trudne pytanie, bo wszystko wskazuje na to, że obecny rok będzie najlepszy w wieloletniej historii działalności spółki. Zarówno jeśli chodzi o rozwój obu podstawowych segmentów działalności, tj. telekomunikacji i integracji systemów teleinformatycznych, jak i pod względem wypracowanych wyników finansowych. Jeśli chodzi o 2011 rok, to, tak jak już wspominałem, mamy dość dobrze zabezpieczone przychody z umów abonentowych w obszarze telekomunikacji, a planujemy także oddanie kolejnych istotnych powierzchni w naszych serwerowniach. Natomiast w obszarze integracji oprócz na bieżąco pozyskiwanych zleceń przez cały przyszedły rok będziemy kontynuować realizację największego kontraktu w historii spółki, tj. budowę i utrzymanie sieci teleinformatycznej na potrzeby numeru alarmowego 112. Jest to kontrakt o wartości ponad 350 mln zł, który będziemy realizować do 2013 roku, a może nawet i w latach następnych. ▲



Nerwowa końcówka roku

Jesień na rynkach akcji była bardzo dobrym okresem dla byków. Na przykład wrzesień zdecydowanie nie potwierdził złej sławy statystycznie najgorszego miesiąca w roku. To był najlepszy wrzesień od bardzo wielu lat.

■ Piotr Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi

Póździernik o dziwo również zakończył się wzrostem indeksów, ale w połowie miesiąca pojawił się problem nieprawidłowej dokumentacji przy przejmowaniu przez amerykańskie banki domów od niewypłacalnych klientów. Prokuratorzy stanowią przeprowadzają skoordynowane śledztwo w sprawie przejmowania przez banki domów na podstawie niewłaściwych (fałszywych) dokumentów. Ten problem może przełożyć się negatywnie na wyniki banków, bo zahamuje proces sprzedaży przejmowanych domów. Jednak ta sprawa zeszła szybko (na razie) na plan dalszy. Czekało na dwa listopadowe wydarzenia i to one mogą zdeterminować zachowanie rynków w dłuższym terminie.

Pierwsze z tych wydarzeń to wybory do Kongresu. W Izbie Reprezentantów republikanie zdobyli większość, a w Senacie demokraci utrzymali bardzo skromną przewagę. Taką, która nie da większości uniemożliwiającej wejście w procedurę filibuster, czyli znacznego przedłużania dyskusji praktycznie uniemożliwiającej uchwalenie ustaw sprzecznych z wolą opozycji. Mówi się, że Izba Reprezentantów zmusi demokratów do przedłużenia ulg podatkowych ery Busha. Republikanie ograniczą też lub usuną te części reformy ochrony zdrowia, które ograniczają zyski szpitali. Będą też kształtowali 240 aktów wykonawczych i regulacji, które przyjęte reformy sektora finansów zostały do rozstrzygnięcia w przyszłości. Tym samym dadzą rynkom finansowych więcej swobody, prowadząc je do czekającej za kilka lat katastrofy.

Drugim wydarzeniem było posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku (FOMC). Fed rynków nie zawiodł. Zdecydował o zwiększeniu wartości QE (poluzowania ilościowego), czyli skupie długoterminowych obligacji skarbowych rządu USA na kwotę 600 mld USD do końca drugiego kwartału 2011. Na pozór wydawałoby się, że to więcej niż oczekiwane 500 mld, ale tak nie jest. Mówiono o 400 - 500 mld na okres 4 - 6 miesięcy, a jest 600 mld na 8 miesięcy, więc mniej więcej tyle, ile oczekiwano. Większość rynkowa oczekuje, że na tym się nie skoń-

czy. Twierdzi się, że ogólna kwota zmieści się między 1,5 a 2 bln USD. Fed utrzyma też dotychczasową politykę reinwestowania kapitału z posiadanych obligacji, co da dodatkowo kwotę 250 - 300 mld USD.

Reakcja rynków na te dwa wydarzenia była optymistyczna. Indeksy szybko rosły, ale wkrótce pojawiła się chęć do realizacji zysków, co dziwić nie mogło (rynek był skrajnie wykupiony). Dziwiło jednak to, że na kilka tygodni przed końcem roku, kiedy wszystkim zależy już tylko na dobrym jego zakończeniu, z szafy zaczęły wypadać trupy. Zamieszania narobili Europejczycy. Zamiast zamknąć szybko sprawę Irlandii, pogłębiali bałagan swoimi wypowiedziami i brakiem działania. Irlandia pomocy nie chciała, bo miała finansowanie na okres 7 miesięcy. Jednak rekiny finansowe atakowały jej obligacje, a choroba dotknęła również inne państwa strefy euro (szczególnie Portugalię, Grecję i Hiszpanię). To już groziło kolejną paniką i upadkiem kostek domina. Nic dziwnego, że wymuszono na rządzie Irlandii przyjęcie pakietu pomocowego na kwotę 85 mld euro. Komentarz pisałem tuż po przyjęciu tego pakietu, kiedy niepokoić mogło to, że jego przyjęcie wcale nie uspokoiło sytuacji. Wręcz przeciwnie, euro nadal traciło, co pociągnęło za sobą przecenę złotego.

Nastroje na GPW były też słabe. Jednak na rynkach zagranicznych (szczególnie w USA) widać było chęć do poprowadzenia indeksów na północ.

Indeksy spadły tam do poziomów sprzed ostatniego komunikatu FOMC i czar pomocy ze strony Fed (na pewien czas zniknął, ale uważam, że zarządzający funduszami będą chcieli wypracować duże premie, więc zrobią wszystko, żeby grudzień był dobrym dla akcji miesiącem. Potrzebny do tego jest tylko „drobiazg” – uspokojenie nastrojów na rynku długu krajów PIIGS.

Pamiętać jednak trzeba o tym, że nawet jeśli uda się uspokoić rynki w końcu roku, to w 2011 znowu powróci problem Portugalii, a potem Hiszpanii. Gospodarka Hiszpanii jest blisko dwa razy większa niż połączone gospodarki Grecji, Irlandii i Portugalii. Jeśli politycy nie wymyślą czegoś, co uspokoi rynki (na przykład zwiększenie pakietu pomocowego z 750 do 1.500 mld euro), to czekać nas będą ciężkie czasy. Jest jednak i pozytyw: jeśli ECB zdecyduje się na zwiększenie pomocy, to drukowanie euro i dolara (decyzje FOMC) doprowadzą do potężnej hossy na wszystkich rynkach. Tyle, że będzie to budowanie superbańki spekulacyjnej, która kiedyś musi pęknąć. ▲

Amerykańska Rezerwa Federalna uchwaliła kolejny pakiet pomocowy dla rynków finansowych - tym razem skup obligacji za 0,6 bln USD



Gospodarka potrzebuje kolejnych bodźców do rozpędu

Amerykanie nie są zadowoleni z powolnego wzrostu gospodarczego i utrzymującego się wysokiego poziomu bezrobocia, przez co wprowadzają kolejny program pomocowy. Ponadto sytuacja w Strefie Euro wciąż się pogarsza - o pomoc ECB ubiegają się kolejne państwa.

■ *Łukasz Porębski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych*

Pomimo tego, że od umownego zakończenia kryzysu finansowego minął już ponad rok czasu, niepewność i pamięć o problemach występują nadal. Gospodarka potrzebuje więcej czasu na otrząśnięcie się po wstrząsie, jakiego doświadczyła po załamaniu rynków finansowych. Wciąż największym problemem makroekonomicznym pozostaje niskie zatrudnienie, które hamuje konsumpcję na świecie - niewątpliwy motor wzrostu globalnego PKB. Fakt, że problemy jeszcze się nie skończyły potwierdzają m.in. niejednokrotnie wykluczające się scenariusze ekonomistów oraz kolejne programy stymulacyjne. Z drugiej strony informacje dostarczane przez wskaźniki wyprzedzające koniunkturę napawają inwestorów ogromnym optymizmem - przemysł radzi sobie coraz lepiej, co bezpośrednio przekłada się na wzrost eksportu i inwestycji.

Najgłośniejszym wydarzeniem ostatnich miesięcy jest program skupu obligacji rządowych za kwotę 600 mld USD, ogłoszony przez amerykańską Rezerwę Federalną. FED zdecydował się na przeprowadzenie drugiego etapu luzowania ilościowego polityki monetarnej - tzw. QE2 (ang. quantitative easing), gdyż stóp procentowych z poziomu 0-0,25% obniżyć już nie może. Działanie to ma na celu pobudzenie gospodarki i poprawę na rynku pracy m.in. poprzez wspieranie inwestycji oraz efekt majątkowy („dodrukowane” pieniądze zostaną przez instytucje finansowe zainwestowane głównie na rynkach finansowych, co wywinduje ceny instrumentów - akcji, surowców, a czujący się jako „bogatsi” inwestorzy zwiększą konsumpcję). Drugim istotnym wydarzeniem są dalsze kłopoty zadłużeniowe krajów Strefy Euro. Po pakiecie pomocowym dla Grecji (110 mld euro) przyszedł czas na Irlandię (85 mld euro od ECB), a w kolejce ustawiają się już kolejne państwa z grupy „PIGS”, czyli

Portugalia i Hiszpania. Problemy państw Starego Kontynentu mają również swoje odzwierciedlenie w Polsce. Coraz głośniej mówi się o problemach zadłużeniowych i rosnącym udziale długu publicznego w PKB. W tym roku udało się załatać dziurę budżetową, w dużej części dzięki sprzedaży majątku przez Skarb Państwa (duże

Dług publiczny w II kw. 2010 r. +4,7% 722 mld zł

dużo gorsza, gdyby nie inwestycje, szczególnie infrastrukturalne, realizowane dzięki środkom europejskim.

Z drugiej strony od 1,5 roku obserwujemy rosnącą dynamikę wzrostu polskiego PKB, która w III kwartale 2010 roku wyniosła 4,2% w skali roku oraz

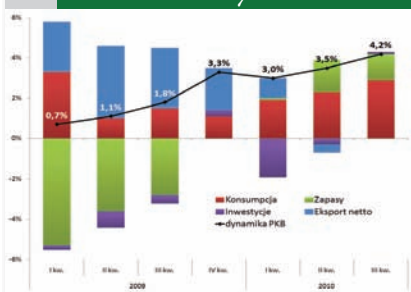
1,3% w skali kwartału (dla szeregu wygładzonego sezonowo). Podobnie jak w poprzednim okresie poprawie uległa struktura

wzrostu produktu krajowego, do którego coraz mocniej przyczynia się popyt krajowy, spożycie i akumulacja (zarówno wzrost zapasów, jak i popytu inwestycyjnego). Wpływ popytu zagranicznego, czyli eksportu netto, można uznać za neutralny.

Na rynkach finansowych widoczne są trudności inwestorów w dyskontowaniu niejednoznacznych danych makroekonomicznych. Pomimo tego ogromny napływ taniego pieniądza wywołał hossę na rynku surowców w ostatnich miesiącach (pojawiają się opinie o powstającej bańce spekulacyjnej), gdzie ceny w wielu przypadkach biją rekordy wszechczasów.

PKB w III kw. +4,2% r/r

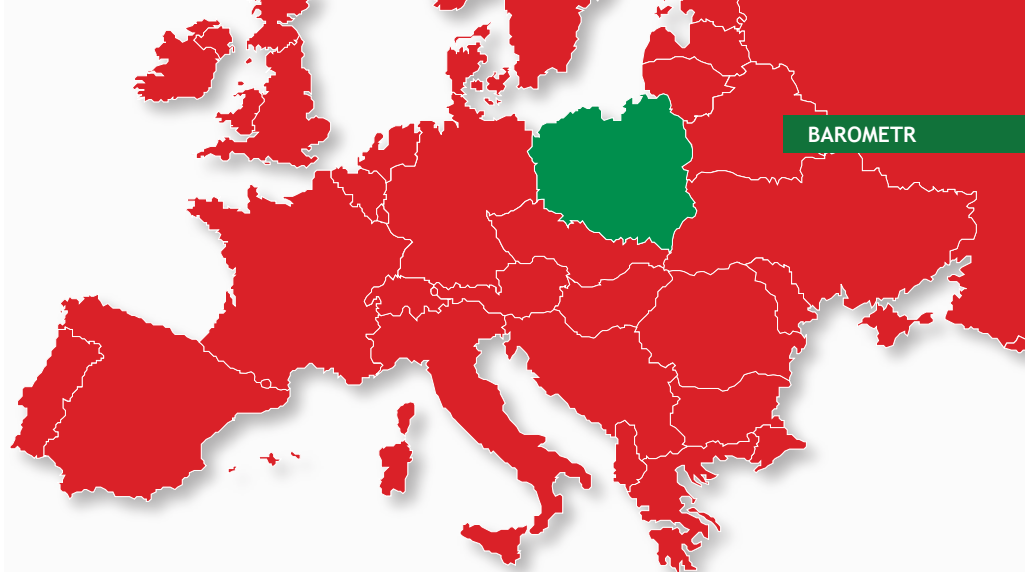
1 Udział składowych w PKB



prywatyzacje), a od kolejnego roku wprowadzono niezbędne podwyżki podatków, m.in. VAT. Sytuacja byłaby

	2009	WIG20	mWIG40	sWIG80	saldo wpłat i umorzeń TFI	saldo funduszy akcji	C/Z	C/WK
sty 10	-0,25%	-1,37%	3,81%	+1,19 mld zł	+0,15 mld zł	22,77	1,71	
lut 10	-4,94%	-0,40%	0,39%	+0,94 mld zł	-0,13 mld zł	24,69	1,66	
mar 10	10,18%	8,31%	7,53%	+1,56 mld zł	+0,07 mld zł	27,70	1,81	
kwi 10	2,08%	2,09%	0,48%	+1,68 mld zł	+0,26 mld zł	28,04	1,88	
maj 10	-4,46%	-3,00%	-6,35%	+0,55 mld zł	+0,04 mld zł	20,03	1,78	
cze 10	-6,69%	-3,97%	-6,12%	-0,03 mld zł	+0,07 mld zł	19,06	1,71	
lip 10	8,97%	5,16%	6,48%	+0,46 mld zł	+0,02 mld zł	20,56	1,89	
sie 10	-1,76%	0,55%	0,99%	+0,48 mld zł	-0,25 mld zł	21,87	1,84	
wrz 10	7,57%	5,72%	2,50%	+0,41 mld zł	-0,21 mld zł	22,18	2,00	
paź 10	1,38%	4,33%	-0,82%	+0,57 mld zł	-0,09 mld zł	22,95	2,09	
lis 10	-1,50%	-2,70%	-2,27%	b.d.	b.d.	22,02	2,02	



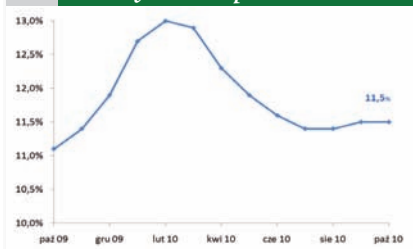


Natomiast drożące surowce wywołują presję inflacyjną, głównie u największych importerów, np. Chin. Władze tych krajów decydują się na podwyżki stóp procentowych lub wręcz interwencje na rynku walutowym.

Poprawiła się również sytuacja na rynkach akcji, gdzie po znaczących wzrostach z września i października indeksy giełdowe ustanowiły nowe szczyty, wychodząc w ten sposób z trwającej rok konsolidacji. W przypadku indeksu blue-chipów pokonane zostało wsparcie na poziomie 2600 pkt., choć nie pomógł w tym odpływ ponad 0,5 mld zł z akcyjnych funduszy inwestycyjnych.

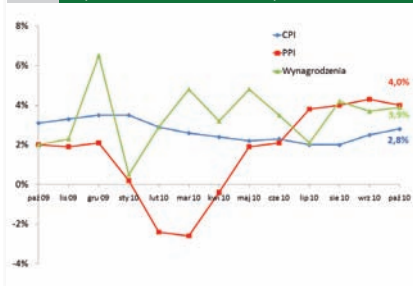
Od czasów recesji największym problemem nadal pozostaje wysokie bezrobocie, które hamuje dynamikę wzrostu gospodarczego. Pomimo ogromnych pakietów pomocowych i znaczącej

2 Miesięczna stopa bezrobocia



poprawy sytuacji makroekonomicznej na świecie, niepewność wywołana kryzysem i możliwością jego nawrotu nie ustępuje. Co gorsza w Stanach Zjednoczonych stopa bezrobocia wzrosła do poziomu 9,6%, a w Strefie Euro do 10,1%. Podobna sytuacja ma miejsce w Polsce, gdzie po 6 miesiącach spadku stopy bezrobocia, od września trend

3 Dynamika cen i wynagrodzeń



został odwrócony (w październiku stopa bezrobocia wyniosła 11,5%), gdyż liczba osób nowozatrudnionych była większa niż osób wyłączonych z ewidencji. Nie pomógł nawet roczny wzrost przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Dodatkowo należy pamiętać, że zbliżająca się zima będzie miała niewątpliwie negatywny wpływ na poziom

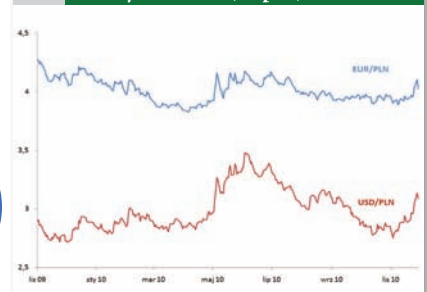
zatrudnienia. Obecnie bez pracy w Polsce pozostaje blisko 1,82 miliona osób.

Dynamika wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych zaczęła ponownie rosnać od września bieżącego roku. W październiku poziom wskaźnika CPI wyniósł 2,8% w skali roku, na co główny wpływ miały wzrosty cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz utrzymanie mieszkania. Dzięki znaczącemu wzrostowi przeciętnych wynagrodzeń, mamy do czynienia ze zwiększeniem siły nabywczej płac – o 1,1% w porównaniu z październikiem 2009 roku. Pomimo pojawiającej się powoli presji inflacyjnej Rada Polityki Pieniężnej skupia się obecnie na swoim drugorzędym celu, czyli pobudzeniu wzrostu gospodarczego. Stopy procentowe od 17 miesięcy pozostają na tym samym poziomie, najniższym w historii. Ostatnie

Stopy procentowe NBP bez zmian

tygodnie na rynkach walutowych były bardzo nerwowe. Większy wpływ na kursy walut miały interwencje walutowe i inne decyzje banków centralnych oraz problemy zadłużeniowe państw Strefy Euro niż dane płynące z gospodarki. Przykładem tego jest kurs polskiego złotego, któremu w umocnieniu przeszkadza awersja do ryzyka związana z pakietami pomocowymi - najpierw dla Grecji, a teraz dla Irlandii.

4 Kursy walut (w pln)



sprzedaż detaliczna (październik)	+6,4%	utrzymywanie się dynamiki wzrostu sprzedaży detalicznej na poziomie najwyższym od dwóch lat świadczy o pewnej stabilizacji na rynku wewnętrznym. Największy wzrost zakupów wystąpił w przypadku mebli i artykułów AGD i RTV oraz samochodów, co jest niewątpliwie efektem uciekania przed rosnącym VAT-em. Spadek wystąpił głównie w sprzedaży prasy i książek.
nowe zamówienia w przemyśle (październik)	+15,6%	znaczący roczny wzrost kontraktów wiążących producenta do dostarczenia towarów i usług informuje, że polski przemysł będzie radził sobie coraz lepiej
produkcja przemysłowa (październik)	+8,0%	wzrost produkcji w ujęciu rocznym zanotowało 26 z 34 działów przemysłu. Najmocniej wzrosła produkcja wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych oraz produkcja komputerów i wyrobów elektronicznych, a najmocniej spadły wydobywanie węgla kamiennego i węgla brunatnego oraz produkcja napojów
produkcja budowlano-montażowa (październik)	+9,4%	wzrost sprzedaży wystąpił we wszystkich działach, przy czym największy w jednostkach zajmujących się robotami budowlanymi specjalistycznymi
wskaźnik PMI dla przemysłu (listopad)	55,9 pkt	najwyższy poziom od ponad 6 lat wskazuje na ogromną poprawę warunków w tym sektorze, co objawia się m.in. w rosnącej liczbie nowych zamówień i większej produkcji. Podobna sytuacja ma miejsce w innych krajach Unii Europejskiej.

dane w skali roku



Zarządzanie kapitałem

- wszystkie drogi prowadzą do stopu

Ponieważ opisuję na stronie Stowarzyszenia różne pomysły na zawieranie transakcji na rynku kontraktów terminowych na indeks WIG20, jestem pytany o opinię na temat zarządzania kapitałem. Często pada kwota, zazwyczaj od 10 do 30 tysięcy złotych, jaką obraca rozmówca i pytanie o to, ile kontraktów można z nią otwierać. Inne są jeszcze konkretniejsze i dotyczą minimalnej kwoty, z jakiej co miesiąc można zarabiać 3 czy 5 tysięcy złotych. Odpowiedzmy zatem na te pytania.

■ *Jarosław Augustynowicz, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych*

Liczba osób, która próbuje swych sił na rynku terminowym jest ogromna. Większość chciałaby się z tego utrzymywać. Jednak udaje się nielicznym



Zdobrym zarządzaniem kapitałem mamy do czynienia wtedy, gdy po szeregu transakcji nadal mamy gotówkę na zakup papierów wartościowych po atrakcyjnych cenach. Posiadanie takiej gotówki jest możliwe tylko wtedy, gdy nie zamieniliśmy jej wcześniej na akcje, kontrakty czy inne aktywa po cenach, które z perspektywy czasu okazują się mocno chybione. Żeby mówić o zarządzaniu musimy najpierw przekonać siebie i przyjąć do wiadomości, że rynki kapitałowe nie gwarantują zysków ani w krótkim, ani w średnim, ani w długim okresie. To banały, ale warto je sobie przypominać co jakiś czas. Dla złapania perspektywy spójrzmy na omawiany temat z poziomu wydarzeń bliższych codziennemu życiu.

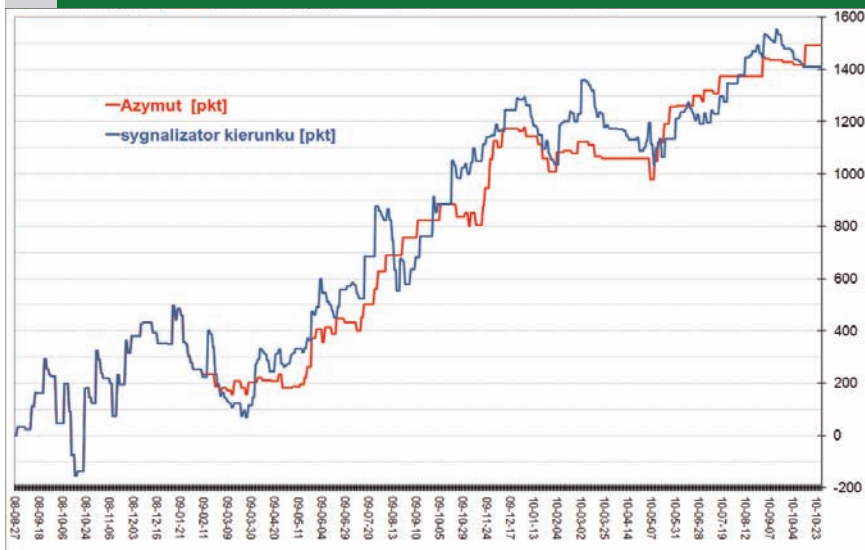
Kredyt mieszkaniowy a kredyt na zakup akcji

Czym będzie dobre zarządzanie w przypadku kupna domu czy mieszkania? Będzie nim odpowiedź na pytanie, czy w razie spadku cen nieruchomości wpłynie to jakoś na mój komfort życia. Gdy zakup jest powodowany chęcią samodzielnego zamieszkania, to jedynym problemem będzie sposób jego finansowania. Jeśli mamy do czynienia z kredytem, a tak zazwyczaj jest w Polsce, to nie możemy wziąć go w zbyt dużej wysokości, nawet jeśli bank ma na ten temat inne zdanie, tak jak to było jeszcze trzy lata temu w szczycie zakupowej gorączki na rynku nieruchomości. Zakup za gotówkę powoduje „jedynie” frustrację w razie spadku cen lokalu. Gdy tracimy zdolność finansową spłaty kredytu, wtedy wali się w gruzu cały nasz wielki dotychczasowy wysiłek. W takich sytuacjach możemy być zmuszeni do sprzedaży, co może zakończyć się nawet stratami (brak mieszkania i kredyt w banku do spłacenia). Tutaj



1

Wykres zmian zdobytych punktów dwóch strategii gry na rynku kontraktów terminowych na indeks WIG20 (2008-2010)



dobrym zarządzaniem jest umiejętność zorganizowania obsługi zadłużenia. To jeden z bardziej namacalnych przykładów dla szerszej publiczności na wyjaśnienie jednej z istotnych przyczyn wyprzedzaży akcji, np. w lutym 2009. Na rynkach stale są inwestorzy korzystający z kredytu, który jest zawsze zabezpieczany aktywem, na jaki jest zaciągane zobowiązanie wobec banku. Takie lewarowanie wygląda na atrakcyjne jedynie, gdy ceny rynkowe zmieniają się po naszej myśli. W przeciwnym razie umowy zmuszają nas do upłynnienia zabezpieczenia - często po najgorszej cenie. Na rynku kontraktów terminowych lewarowanie ma jeszcze większe znaczenie, do czego jeszcze koniecznie powrócimy.

Za ile jest ważniejsze niż kiedy i jak

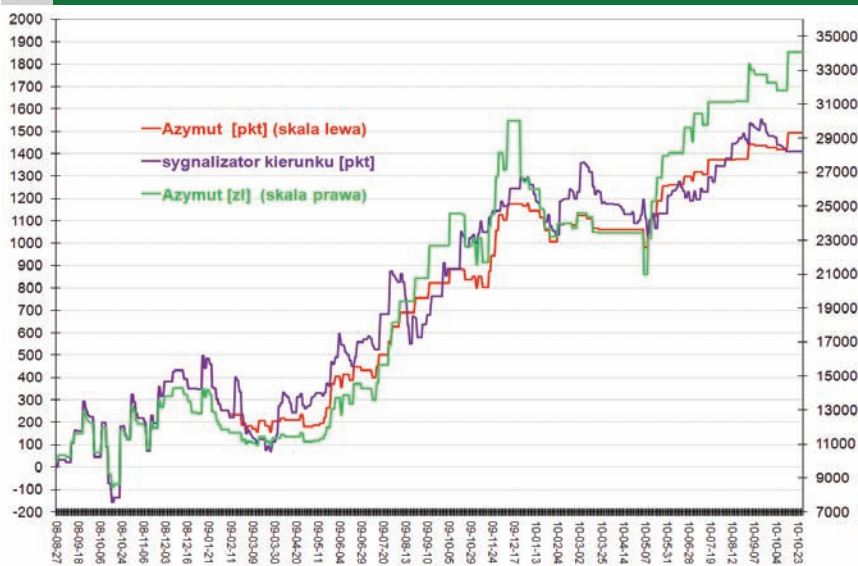
Giełdy to takie miejsca, gdzie ktoś kupuje udziały w spółce także w szczycie jej rozwoju, a ktoś inny je właśnie odstępuje. Jakie są podstawy do założenia, że to ja zawsze będę oddawał towar po dobrych cenach, a odbierać go będzie zawsze ktoś inny? Żadne. Gdy jasne jest już dla nas, że inwestowanie jest grą składającą się z powtórzeń transakcji kupna i sprzedaży, to już tylko krok od zaciekawienia się i odświeżenia sobie podstawowych pojęć ze statystyki, takich jak szansa powodzenia i porażki czy wartość oczekiwana. Spróbujmy sobie przeszedzieć, jak z tej perspektywy może podchodzić do rynku i zarządzania kapitałem gracz techniczny, a jak fundamentalny.

W celu uniknięcia uogólniania i pisania kolejnych oczywistości przyjrzymy się, jak

Azymut, bohater wspomnianych na wstępie komentarzy, radzi sobie z tym zagadnieniem. Mimo że on sam operuje na rynku terminowym, który wiąże się z dźwignią finansową stanowiącą de facto darmowy kredyt, to stosowane przez niego rozwiązania są jak najbardziej do zaaplikowania także na rynku akcji, czyli teoretycznie bez dźwigni. Akcjonariusze, którzy kupują akcje, wspomagając się kredytem, zawierają transakcje adekwatne do otwierających pozycje na rynku kontraktów terminowych na akcje, towary czy waluty na forexie.

2

Wykres zmian kapitału Azymuta w złotych na tle zdobytych punktów dwóch strategii gry na rynku kontraktów terminowych na indeks WIG20 (2008-2010)



Postawmy w końcu sygnalizatorowi kierunku oraz Azymutowi pytania o minimalną kwotę niezbędną do otwarcia pojedynczego kontraktu terminowego. Wykorzystamy do tego historię transakcji z dwudziestu pięciu miesięcy gry od września 2008 do października 2010 roku (rys.1).

Do ustalenia zasad zarządzania kapitałem wiedza o metodzie gry (z jakiego powodu padają sygnały otwarcia i zamknięcia pozycji na danym instrumencie) jest zbędna. Nas musi w tym momencie interesować, ile można stracić w pojedynczym zagranju (jakie jest ryzyko) oraz ile razy negatywny scenariusz może się powtórzyć (jakie jest maksymalne obsunięcie na kapitale). Czy zapisując się na akcje PZU, Tauronu lub GPW, ktokolwiek zadał sobie takie pytanie? Na pewno takich rozważań nie dokonywali inwestorzy z tzw. ulicy. Dla nich są to okazjonalne sytuacje, na których mało kto dopuszcza możliwość straty. Tutaj nie ma miejsca na statystyczne podejście do ryzyka i związanego z nim zarządzania kapitałem, chociażby ze względu na niewielką liczbę prób. Te sytuacje bardziej przypominają loterię z losom nabywanym za większą sumę pieniędzy, ale z małym ryzykiem utraty sporej części kapitału. W loterii organizatorzy znają liczbę losów i cenę ich sprzedaży. Z części wpływów mogą ufundować nagrody, a pozostałe zyski przeznaczyć na cel, który jest powodem jej organizowania. Tak samo jest w kasynie. W ruletce znana jest liczba pól czarnych i czerwonych, parzystych i nieparzystych. Wiemy też, ile jest wszystkich pól. Znając szansę na wygraną i przegraną oraz wartość nagród, można policzyć wartość

oczekiwaną. Tutaj musi ona być ujemna (organizatorzy muszą mieć z niej zysk), czyli wartość nagród oferowana przez organizatorów gry jest mniejsza od środków wniesionych przez graczy.

Dane historyczne są ważne

Skąd uzyskać takie dane w przypadku gry na giełdzie? Pierwszym przybliżeniem są wyniki historyczne naszej metody gry. Gdy mamy już opracowaną strategię, to testujemy ją na danych przeszłych. Założmy, że wyniki obrazuje niebieska linia na rys. 1. Dowiadujemy się z niej, że w ciągu dwudziestu pięciu miesięcy gra przyniosła zyski o wartości 1400 punktów po uwzględnieniu prowizji. W końcowym rozliczeniu zyski przeważały na stratami. Każdy ząbek na wykresie prezentuje wynik pojedynczej transakcji, których było grubo ponad 200. Na początku i końcu badanego okresu wartość indeksu bazowego jest prawie identyczna, bliska 2700 punktów. Gdyby grać jednym kontraktem, którego nominalna wartość wynosi około 27 tysięcy złotych (2700 razy 10 złotych), moglibyśmy odnotować zysk ponad 50%.

Jak to jednak możliwe, że Azymut rozpoczął grę z kwotą 10 tysięcy złotych, a doszedł do 33 tysięcy, uzyskując ponad 230% stopy zwrotu i zdobywając podobną liczbę punktów [rys.2]? Powody są dwa. Jeden to reinwestowanie zysków, a drugi to właśnie wykorzystanie lewarowania. Jeśli kogoś wynik 50% zadowala, to 90 do 95% środków kieruje na lokaty bankowe i dopisuje kolejne kilka procent do każdorocznego wyniku, ponieważ w chwili otwierania pozycji dom maklerski wymagał w tym czasie od 5 do 10% wartości kontraktu na depozyt zabezpieczający. Skorzystanie z darmowego kredytowania jest jednak zbyt dużą atrakcją, by z niej nie skorzystać. Gdyby depozyt był stałe na poziomie 10% (270 punktów), a całość środków byłaby wykorzystywana (2700 złotych na kontrakt), to kapitał wzrósłby 10 razy. W rzeczywistości jest to jednak sytuacja nierealna, do tego gwarantująca zupełne bankructwo. Dlaczego tak się dzieje?

Osiągnięcie 1400 punktów nie przypomina skumulowanych przychodów z lokaty bankowej. W międzyczasie widać m.in. dwukrotny ciąg strat na więcej niż 400 punktów (około 25% z 2700), są też dwa kolejne ciągi przekraczające 300 punktów i jeszcze jeden bliski tej wartości. Mieliśmy tym samym pięć okazji do utraty wszystkich posiadanych pieniędzy. Jak zatem ustalić kompromis między chciwością a resztkami rozsądku?

O depozycie słów kilka

Na początek warto ustalić minimum przyzwoitości. Jest nim suma trzech wielkości. Pierwsza to wartość depozytu zabezpieczającego. Druga to maksymalna dotychczasowa seria strat. Trzecia to ponowienie dotychczasowej maksymalnej serii strat. Po zsumowaniu trzech liczb $2700+4500+4500$ mamy kwotę 11700 złotych. Po co to podwojenie? Proszę sobie wyobrazić stan emocjonalny gracza (większość graczy rynku futures nawet nie musi sobie wyobrażać, wystarczy nieco odświeżyć pamięć), który traci z każdych 7200 złotych 2/3 środków. Czy złożyć kolejne zlecenie, angażując wszystkie posiadane środki? Przy 20-krotnym lewarowaniu oznacza to, że zmiana indeksu o 1% zmienia wartość o 20%, niekoniecznie na plus. W takich sytuacjach rzuca się taką metodę gry z pełnym przekonaniem o jej nieskuteczności, podczas gdy wina leży po stronie złego zarządzania kapitałem. Ustalenie zaproponowanej wielkości minimalnego pokrycia gotówkowego na kontrakt powoduje podwojenie zysków z przyzwoitą nawiązką. Czy można jeszcze coś z takiej strategii gry wycisnąć? Takiego wyciskania dokonał Azymut. Podczas gdy sygnalizator wskazuje na sygnały bez oglądania się na stop, czyli poziom, po którego przekroczeniu dojdzie do zamknięcia pozycji, Azymut ustalił, że nigdy nie może on przekroczyć 2% wartości indeksu. W wielomiesięcznej praktyce możliwe straty są jeszcze bardziej ograniczane. Taka gra sprowadza się do tego, że po sygnale do zajęcia pozycji Azymut ustawia zlecenie po odpowiednio lepszej cenie. Czasem jest takie zlecenie realizowane, czyli rynek cofa się, czasem nie. Z tego powodu sygnalizator wielokrotnie realizuje zyski, a Azymut pozostaje poza rynkiem (zawiera przez to znacznie mniej transakcji). Gdy obaj zajmą pozycję, to Azymut może mieć tylko lepszy wynik. Taka taktyka powoduje, że wykres zdobytych punktów przeplata się z osiągnięciami sygnalizatora, ale jest przy tym zdecydowanie łagodniejszy. Dotąd tylko raz zdarzyła się strata na 200 punktów, raz na 100, pozostałe były tylko mniejsze. Widać to na obu rysunkach. Taka gra trwa od 20 miesięcy od lutego 2009. Gdy obsunięcia są mniejsze, to sumowanie pozwala na jeszcze większe lewarowanie. Przez prawie cały okres gry do otwarcia jednej pozycji Azymut potrzebuje już tylko 6 tysięcy złotych, co wygląda już na przesadę, ale codzienna praktyka pokazuje, że nie jest ona zabójcza. To jest pomysł na ustalenie poziomu lewarowania przez Azymuta. Zadajmy mu zatem pytanie o kwotę potrzebną do stałego uzyskiwania dochodu na poziomie pięciu tysięcy złotych. To już jest jednak temat na przyszły artykuł, do którego lektury już dzisiaj zapraszam. **A**



Uwaga!

To co widzisz to tylko
wybrane artykuły
z numeru 4/2010

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