

AKCJONARIUSZ

GIEŁDA EDUKACJA ANALIZY



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

ISSN 1644-3004

4/2011

LOCK-UP
narzędzie
zabezpieczające
inwestorów,
teoria a praktyka

ABC
formacji
świecowych

**KONTRAKTY
TERMINOWE**
w szczegółach
- zastosowania

Do czego
wykorzystać
**INDEKSY
GIEŁDOWE**

**Kilka słów
o łowieniu ryb,**
czyli szczególne
wykorzystanie
wskaźnika P/BV

Inwestorzy doceniają transparentność

Wywiad z Maciejem Owczarkiem, Prezesem Zarządu ENEA S.A.



Chcesz czytać Akcjonariusza o tydzień wcześniej?



Zaprenumeruj
elektroniczne
wydanie
w eGazety.pl

www.sii.org.pl

Spis treści

Lock-up - narzędzie zabezpieczające inwestorów, teoria a praktyka	6
<i>Jarosław Dzierżanowski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych</i>	
Inwestorzy doceniają transparentność	10
<i>Wywiad z Maciejem Owczarkiem, Prezesem Zarządu ENEA S.A.</i>	
Ciąg dalszy kryzysu 2.0 - przywódcy strefy euro przystępują do walki	16
<i>Łukasz Porębski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych</i>	
Kto inwestuje na NewConnect?	18
<i>Krzysztof Górka, Certus Capital</i>	
Najwyższe standardy komunikacji z inwestorami indywidualnymi to nie mrzonka ..	22
<i>Marcin Krzyżanowski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych</i>	
Jak wycisnąć więcej informacji ze spółki	24
<i>Piotr Biernacki, Euro RSCG Sensors</i>	
Inwestowanie etyczne na GPW	26
<i>Monika Czerwonka, Szkoła Główna Handlowa</i>	
Dywersyfikacja odbiorców daje bezpieczeństwo prowadzenia biznesu	28
<i>Wywiad z Andrzejem Jurczakiem, Prezesem Zarządu Grodno S.A.</i>	
Uwaga ciągle skupiona na Europie	31
<i>Piotr Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi</i>	
Młodzi mężczyźni dominują	32
<i>Michał Masłowski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych</i>	
Do czego wykorzystać indeksy giełdowe? Analiza i zarządzanie portfelem (2)	34
<i>Łukasz Porębski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych</i>	
Czy inwestor giełdowy może zostać aniołem biznesu?	37
<i>Przemysław Jura, PSAB-Innowacje</i>	
Walczące armie na rynkach finansowych a formacje świecowe	38
<i>Tomasz Kolarz, Biuro Maklerskie Banku BPH S.A.</i>	
SII Poleca	41
<i>Recenzje książek związanych z inwestowaniem</i>	
Nasza strategia to regularna wypłata dywidendy	42
<i>Wywiad z Tomaszem Basińskim, Wiceprezesem Zarządu Eurotel S.A.</i>	
„Bottom-fishing” z wykorzystaniem wskaźnika P/BV	46
<i>Miłosz Papst</i>	
Wyniki za IIIQ 2011 Tauron Polska Energia S.A.	49
Warszawskie kontrakty w szczegółach (2)	52
<i>Jarosław Augustynowicz, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych</i>	
Wyniki za IIIQ 2011 Centrozap S.A.	53
Certyfikaty Knock-Out - dynamiczne inwestycje na GPW	54
<i>Bogdan Kornacki, Marcin Przeszlowski, Giełda Papierów Wartościowych, Janusz Władczak, Raiffeisen Centrobank</i>	
Obligacje obligują?	56
<i>Mateusz Hyży, Radosław Tadajewski, Grupa Trinity</i>	
Jak ocenić spółkę przed ofertą prywatną?	60
<i>Nina Hamernik, Fitz Roy</i>	
Catalyst - inne spojrzenie na obligacja	64
<i>Justyna Niedzielska, Grupa Trinity</i>	

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

Młodszy brat NewConnectu, czyli rynek Catalyst nie ma ostatnio dobrej passy. W ostatnim roku aż 3 emitentów miało problemy ze spłatą swoich zobowiązań, czy to odsetek, czy to wręcz podstawowych należności. To musiało nastąpić prędzej, czy później. Tak jak widać, że mnóstwo spółek z NewConnectu ma lub będzie miało w niedługiej przyszłości ogromne problemy, prowadzące wręcz do bankructwa, tak i na rynku Catalyst co pewien czas różni emitenci będą mieli czkawkę. Co to oznacza dla inwestorów, którzy nagle zostają i z całą pewnością będą jeszcze zostawali bez swoich pieniędzy? Niestety czekają ich indywidualne postępowania wyjaśniające, a nierzadko także procesy sądowe ze spółką, która nie spłaciła swoich zobowiązań. To oczywiście jest problematyczne dla inwestorów indywidualnych, którzy często nie mają wystarczającej wiedzy co należy w takiej sytuacji robić. Zwracam uwagę, że jest to diametralnie różna sytuacja od tej, w której bankrutuje spółka giełdowa. Takie wydarzenie najczęściej jest poprzedzone wielomiesięcznymi spadkami kursu akcji, które są notowane niemalże do ostatniego momentu. Inwestorzy mają zatem szansę, żeby w porę, zapewne ze stratą, ale jednak, wycofać się z inwestycji i odzyskać chociaż część środków. W przypadku obligacji inwestorzy są zaskakiwani niemalże z dnia na dzień, spodziewają się wpływu na rachunek, tymczasem spółka obligacji nie spłaca. Nie jest to dobra reklama dla Catalystu, a jedyne co można zrobić w tej sytuacji, to próbować uczyć się jak samemu nie stać się posiadaczem takich „toksycznych” obligacji przed ewentualnymi problemami. Po fakcie, jest już często za późno.

*Życzę miłej lektury
Michał Masłowski*

Satyryczny komentarz giełdowy



Inwestorzy doceniają transparentność

Wywiad z Maciejem Owczarkiem, Prezesem Zarządu ENEA S.A.





Akcjonariusz: Proszę przybliżyć inwestorom model biznesowy spółki.

Maciej Owczarek, Prezes Zarządu ENEA S.A.: W ramach działalności podstawowej Grupa Kapitałowa ENEA zajmuje się wytwarzaniem energii elektrycznej, jej dystrybucją i obrotem. Nasza Grupa składa się ze spółki holdingowej, która jest notowana na warszawskiej giełdzie oraz z dwudziestu spółek zależnych i jednej stowarzyszonej. Trzy spółki są wiodące: ENEA S.A. - odpowiedzialna za obrót energią elektryczną, ENEA Operator Sp. z o.o. - zajmująca się dystrybucją energii oraz Elektrownia „Kozienice” S.A., która wytwarza energię. Obecnie nasza moc wytwórcza wynosi 3 139,36 MW, z czego 2 905 MW pochodzi z Elektrowni Kozienice, 62,36 MW z elektrowni wodnych i biogazowni, 166 MW z elektrociepłowni w Białymstoku, którą zakupiliśmy w czerwcu 2011 r., oraz 6 MW z farmy wiatrowej.

Pozostałe podmioty pełnią działalność pomocniczą w odniesieniu do wymienionych spółek. We wszystkich kluczowych dla działalności Grupy Kapitałowej spółkach zależnych posiadamy 100 proc. udziału w akcjonariacie.

Jak ocenia Pan dotychczasową obecność spółki na rynku publicznym?

Nasza spółka jest notowana na warszawskiej giełdzie od jesieni 2008 roku. Debiut

przypadł na ciężkie czasy, które praktycznie na rynkach kapitałowych utrzymują się do dziś. Mimo to widzę szereg korzyści z obecności na warszawskim parkiecie. Przede wszystkim pozyskaliśmy środki, które pozwalają nam śmiało patrzeć w przyszłość i realizować ambitny plan inwestycyjny. Spółka ma na dziś ok. 2,5 mld zł, które wyda na ten cel. Z obecnością firmy na giełdzie wiąże się również szereg innych korzyści. Od wielu lat w związku z obecnością na GPW budujemy zaufanie wśród krajowych i zagranicznych inwestorów, którzy doceniają naszą transparentność. To z pewnością przełoży się pozytywnie na warunki, na jakich będziemy w przyszłości sięgali po finansowanie dłużne. Dzięki giełdzie odnosimy też większe sukcesy w biznesie, bo jesteśmy dla naszych klientów stabilnym partnerem.

Na jaką kwotę szacuje Pan łączną wartość programu inwestycyjnego spółki do roku 2020?

ENEA rozpoczyna bardzo ważny etap swojego rozwoju. Jesteśmy w przededniu wyboru wykonawcy nowego bloku w Elektrowni Kozienice. To pierwszy bardzo istotny element szacowanego na ok. 19 mld zł programu inwestycyjnego, jaki chcemy zrealizować do 2020 roku.

Jakie działania spółka zamierza zrealizować w ramach ww. programu? Jaka będzie struktura poczynionych inwestycji?

Odpowiadając wprost - około 40 proc. nakładów planujemy przeznaczyć na inwestycje z zakresu energii konwencjonalnej. Z tego 30 proc. (ok. 5,4 mld zł) pochłonie

budowa nowego bloku węglowego w Kozienicach o mocy 1000 MW. Resztę przeznaczymy na modernizację obecnych aktywów wytwórczych. Kolejne 40 proc. (ok. 7,5 mld zł) przeznaczymy na realizację inwestycji w segmencie dystrybucji. Inwestycje te będą miały na celu zwiększenie pokrycia i modernizację istniejącej sieci, co przyczyni się do poprawy efektywności i zmniejszenia strat sieciowych.

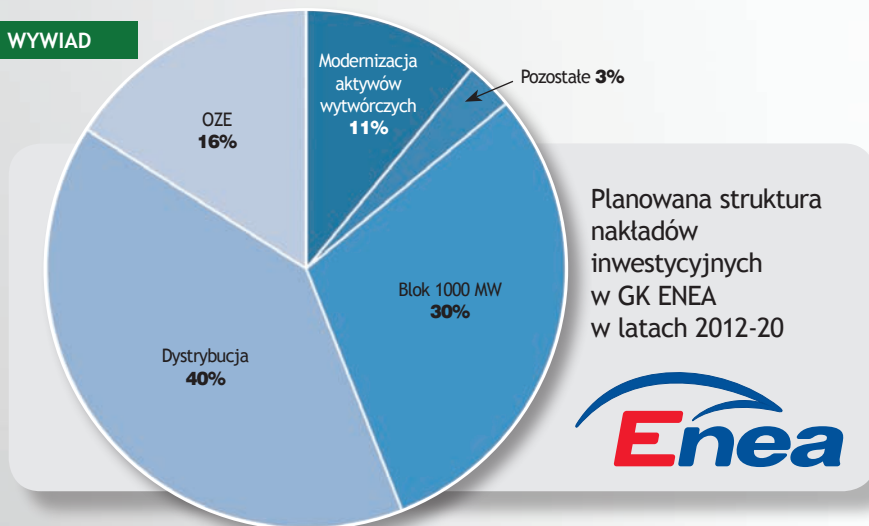
Oprócz energii konwencjonalnej bardzo mocno stawiamy na ekologię. Do 2020 roku chcemy przeznaczyć 16 proc. nakładów inwestycyjnych na odnawialne źródła energii (OZE) i kogenerację. Nasza strategia zakłada wzrost mocy z farm wiatrowych do poziomu 250-350 MW i z biogazowni do poziomu 40-60 MW do roku 2020. Biorąc pod uwagę, że opracowaliśmy różne scenariusze dotyczące programu wydatków kapitałowych, powyższy scenariusz ma charakter konserwatywny.

Profil ENEA S.A.

Grupa Kapitałowa ENEA zajmuje się wytwarzaniem energii elektrycznej, jej dystrybucją oraz obrotem. ENEA sprzedaje ponad 16 proc. energii elektrycznej wykorzystywanej w Polsce, dostarczając ją do 2,4 mln klientów. Sieć dystrybucyjna Grupy opłata 20% powierzchni kraju, moc wytwórcza wynosi 3 139 MW.



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych



Czy spółka zamierza dywersyfikować swoją działalność w kierunku gazu?

Obecnie kluczową inwestycją jest dla nas budowa jedenastego bloku węglowego w Elektrowni Kozienice. Nie mniej rozważamy również budowę kolejnego bloku o podobnej mocy, który prawdopodobnie opalany będzie gazem. Będziemy mieli możliwość realizacji nowej inwestycji po 2016 roku, gdyż zostaną wtedy ukończone trwające obecnie prace nad blokiem jedenastym. Jeśli zdecydujemy się na kolejny projekt, to będzie on finansowany w oparciu o formułę project finance lub joint venture z lokalnym partnerem, co ma znacznie skrócić czas jego realizacji. Obecnie badamy rynek i rozważamy różne scenariusze realizacji projektu. Szacujemy, że blok mógłby zostać ukończony po upływie ok. dwóch lat od oddania do użytku obecnie budowanego bloku. Aby zasyłać w przyszłości dwunasty blok rozważamy możliwość uczestniczenia w procesie wydobycia gazu łupkowego, ale na szczegóły jest jeszcze za wcześnie.

Jakie przełożenie poczynione nakłady będą miały na zdolność spółki do produkcji energii, a także na rezultaty finansowe? W jakim stopniu do 2020 r. mogą zmienić kluczowe pozycje finansowe spółki?

ENEA zamierza do 2020 roku pozyskać 40-60 MW źródeł biogazowych i 250-350 MW źródeł wiatrowych. Wzrośnie więc znacznie produkcja energii z OZE (z 1 MW wyprodukowanego w elektrowni biogazowej uzyskuje się rocznie ok. 8000 MWh energii elektrycznej, a z 1 MW wyprodukowanego w elektrowni wiatrowej ok. 2 650 MWh rocznie). Jak nowe moce wpłyną na wyniki finansowe, trudno dziś szacować bez „mocnych” prognoz. Będą one uzależnione od przyszłych ścieżek cen energii elektrycznej i certyfikatów z OZE. Jeśli ceny energii będą rosły, a koszty zielonych certyfikatów malały, rentowność inwestycji będzie rosła. Kluczowe pozycje finansowe spółki uzależ-

nione są przede wszystkim od poziomu cen energii elektrycznej, kosztów jej produkcji czy zakupu oraz poziomu kosztów opłat emisyjnych.

Czy spółce wystarczy środków na realizację wszystkich inwestycji?

Tak, jesteśmy bardzo dobrze przygotowani na realizację naszego planu inwestycji. Świadczą o tym m.in. rekordowe wyniki finansowe, jakie wypracowaliśmy w 2010 roku i jakie pokazaliśmy w kolejnych kwartałach 2011 roku. Z roku na rok zwiększamy nasze dochody i generujemy zysk EBITDA wynoszący ok. 1,4-1,5 mld zł rocznie. Na tę chwilę nie widzimy zagrożenia dla realizacji naszych planów. Chcemy sfinansować nasze inwestycje z kapitału własnego i obligacji emitowanych na rynku lokalnym, którymi rynek już dzisiaj jest zainteresowany. W pierwszej kolejności zamierzamy alokować środki własne. Obecnie mamy dodatni wynik w zakresie płynności i w naszym bilansie posiadamy około 2,5 mld zł wolnych środków pieniężnych.

Czy mógłby Pan przedstawić założenia dotyczące planu emisji obligacji? Kiedy można spodziewać się parafowania umów z instytucjami i inwestorami? Jaka transakcja trafi do nich w 2012 r., a jaka w kolejnych latach?

Przygotowaliśmy 10-letni program emisji obligacji, którego wartość wynieść może 5 mld zł. Przewidujemy, że na przełomie stycznia i lutego 2012 roku podpisana zostanie umowa z konsorcjum banków. Dług emitowany będzie w transzach trzy-, pięcio- i siedmioletniej. Już na przyszły rok planowana jest emisja papierów o wartości około 1 mld zł. Środki pozyskane zarówno z emisji, jak i kredytowania ze strony instytucji multilateralnych EBOiR, EBI i NBI, które wynieść może ponad 2 mld zł, wykorzystane zostaną na realizację zaplanowanych inwestycji. Finansowanie, o którym mowa, pokryje potrzeby inwestycyjne spółki do 2020 roku

włącznie. Jeśli się okaże, że na rynku komercyjnym nie mamy tylu ofert, ile oczekujemy, albo są bardzo drogie, to rozważymy wejście na rynek euroobligacji, ale dzisiaj nie jest to dla nas scenariuszem bazowym.

Nie obawia się Pan, że realizacja wszystkich planowanych inwestycji wpłynie na istotne pogorszenie wskaźników zadłużenia?

Zgodnie z naszym modelem biznesowym na okres 30 lat jesteśmy w stanie sfinansować nasze wydatki inwestycyjne z osiągniętych nadwyżek oraz emisji obligacji, utrzymując wskaźnik dług netto do EBITDA na poziomie mniejszym niż 3. To nadal bezpieczny wskaźnik także według agencji ratingowej Fitch, która przyznała nam rating „BBB” z perspektywą stabilną i przewidziała wzrost wskaźnika zadłużenia do kapitału własnego na skutek wydatków ponoszonych na nowe inwestycje. Szczególnie wrażliwym okresem będzie rok 2016 po ukończeniu bloku nr 11, kiedy wskaźnik zadłużenia do kapitału własnego będzie wynosił prawie 3, ale nie przekroczy tego poziomu.

Czy mógłby Pan przedstawić więcej szczegółów dotyczących rozwoju spółki w obszarze odnawialnych źródeł energii?

Strategicznie jest to dla nas bardzo ważny obszar i wiele się w tym zakresie zmieni w ciągu kolejnych lat. Łączna wartość programu inwestycyjnego w segmencie odnawialnych źródeł energii na lata 2012-2020 zakłada wydatki rzędu 3,0 mld zł, z tego 2,2 mld zł planowane na lata 2012-14. Środki



pochodzić będą z finansowania wewnątrzgrupowego pożyczkowego i udziałowego. Finansowanie będzie oparte o zaangażowanie banków multilateralnych (EBI, EBOR, NIB) skłonnych do zaangażowania się w projekty OZE.

W krótkim horyzoncie czasowym w naszej strategii założyliśmy intensyfikację nakładów na pozyskanie i budowę farm wiatrowych. W perspektywie długookresowej założono przeniesienie ciężaru na biogazownie. Obecnie posiadamy jedną farmę wiatrową o mocy 6 MW w miejscowości Darżyno w województwie pomorskim, 30 km od Słupska. Pod koniec listopada podpisaliśmy przedwstępny umowę na kupno 100 proc. udziałów firmy Windfarm Polska Sp. z o.o., która realizuje projekt budowy farmy wiatrowej o mocy 50 MW - z opcją rozbudowy do 60 MW - w miejscowości Bardy (woj. zachodniopomorskie). Zamknięcie tej transakcji przewidujemy na luty 2012 roku.

Obecnie w naszym portfelu posiadamy 16 projektów, które są w trakcie realizacji i które opiewają na łączną moc 800 MW. Chcemy podpisać umowy na co najmniej jedną trzecią z nich do końca 2020 r. i uzyskać moc produkcyjną 300-350 MW. Grupa bardzo poważnie rozważa weryfikację in plus powyższych założeń. Dodatkowo ENEA posiada 21 elektrowni wodnych o mocy wytwórczej 60,26 MW. Mamy również jedną elektrownię biogazową o mocy 2,1 MW zlokalizowaną w miejscowości Liszkowo w województwie kujawsko-pomorskim.

W połowie 2011 roku kupiliśmy spółkę Dobitt Energia zlokalizowaną w województwie dolnośląskim. Spółka jest właścicielem projektu budowlanego elektrowni biogazowej o mocy elektrycznej 1,6 MW. Budowę elektrowni biogazowej rozpoczęto w czerwcu 2011 roku i ma ona potrwać do maja 2012 roku, a produkcja energii rozpocznie się od września 2012 roku. W 2012 roku planujemy nabyć elektrownie biogazowe o łącznej mocy 5,6 MW. Najpóźniej do 2020 roku w elektrowniach biogazowych planujemy uzyskać w sumie 40-60 MW.

Dlaczego spółka zdecydowała się na budowę nowego bloku węglowego w Elektrowni Kozienice?

Bloki energetyczne w Polsce są stosunkowo stare - prawie 45% mocy wytwórczych pracuje ponad 30 lat, a około 33% to urządzenia liczące pomiędzy 20 a 30 lat. Średni okres eksploatacji bloku wynosi 360-400 tys. godzin, niektóre bloki osiągnęły już 370 tys.

godzin. Jeśli nie pojawią się nowe inwestycje, to w 2016 r. nie będzie możliwe pokrycie zapotrzebowania na energię elektryczną generacją krajową i Polska stanie się importem energii. Szacuje się, że do końca 2020 r. konieczne będzie wyłączenie z eksploatacji bloków o łącznej mocy 7 GW spośród istniejących obecnie 36 GW.

Ponadto Grupa Kapitałowa ENEA ma krótką pozycję, ponieważ wytwarza około 12,3 TWh energii, a sprzedaje 18,5 TWh. W miarę zwiększania swoich zdolności wytwórczych będziemy mogli zbilansować wytwarzanie ze sprzedażą i nie będziemy zmuszeni kupować dodatkowej energii na rynku.

Nowy blok będzie o wiele bardziej wydajny i nie będzie potrzeby zatrudniania dodatkowej załogi, przez co zmniejszy się liczba pracowników przypadających na 1 MW z obecnego poziomu 0,8 na 1 MW do 0,6 na 1 MW. Taka proporcja jest porównywalna z resztą Europy. Nawet teraz wskaźnik zatrudnienia przypadający na 1 MW w Elektrowni Kozienice jest jednym z najniższych w porównaniu z innymi elektrowniami w Polsce.

Blok będzie również przystosowany do wdrożenia technologii wychwytywania i składowania CO₂ - CCS ready, a jego efektywność brutto wyniesie około 46 proc. Będzie wytwarzał o 20 proc. mniej CO₂ niż dotychczasowe jednostki.

Podkreślić należy również, że darmowe uprawnienia do emisji CO₂ na lata 2013-



2020 można uzyskać tylko i wyłącznie w przypadku realizowania inwestycji w nowe jednostki lub poprzez modernizację starych bloków, których skutkiem będzie zmniejszenie emisji CO₂. Na starych blokach w Polsce nie ma praktycznie technicznych możliwości przeprowadzenia inwestycji obniżających emisję CO₂.

Tak więc w przypadku zaniechania inwestycji musielibyśmy kupować uprawnienia do emisji dla niemalże całej produkcji Elektrowni Kozienice, co zmniejszyłoby konkurencyjność naszego wytwarzania. Nie bez znaczenia jest również fakt, że darmowe uprawnienia będą uzależnione od poniesionych nakładów na nowe bloki, a nie od ich produkcji.

Kiedy można spodziewać się finalnego wyboru nowego wykonawcy?

Na tym etapie oferentami biorącymi udział w przetargu są COVEC, Alstom Power z PBG i Hitachi z Polimex Mostostal. W grudniu przesłaliśmy im szczegóły dotyczące planowanej inwestycji. Czekamy, aż spłyną do nas ich oferty cenowe. Na przełomie pierwszego i drugiego kwartału chcemy podpisać umowę. Jest to niezbędne, ponieważ zgodnie z planem blok jedenasty ma zostać uruchomiony w 2016 r. Na początku 2017 r. nastąpi

jego synchronizacja i tym samym blok będzie już gotowy do eksploatacji.

Czy nie obawia się Pan, że planowana przez Skarb Państwa prywatyzacja ENEI w jakimś stopniu pokrzyżuje realizację przyjętych celów strategiczno-rozwojowych spółki? Czego oczekiwaliby Pan od potencjalnego inwestora?

Oficjalna decyzja jest taka, że musimy podpisać umowę na budowę nowego bloku, a wtedy proces zostanie wznowiony tak, aby nowy właściciel był zobligowany do realizacji inwestycji. Umowę na realizację nowego bloku planujemy podpisać na przełomie pierwszego i drugiego kwartału 2012 r.

Skarb Państwa podtrzymuje plany prywatyzacyjne ENEI. W ostatnim czasie Mikołaj Budzanowski, Minister Skarbu Państwa, poinformował, że sprzedaż należących do państwa 51 proc. akcji może nastąpić zarówno przez umowę z inwestorem branżowym, jak i sprzedaż na Giełdzie Papierów Wartościowych. Obecnie trwa analiza najkorzystniejszych scenariuszy. My oczywiście jesteśmy przedmiotem tej transakcji i ze swojej strony mogę zadeklarować pełną



otwartość do współpracy z potencjalnymi inwestorami w zakresie uzyskania kompletnej wiedzy o spółce.

Jak ocenia Pan rezultaty finansowe spółki po 3 kwartałach 2011 r.? Czy pozytywna tendencja poprawy wyników utrzymana zostanie w 4 kwartale? Jaki według Pana będzie dla spółki 2012 r.?

Nasze wyniki finansowe są bardzo dobre. Zarówno 2010 r., jak i kolejne kwartały 2011 r. są rekordowe. Po trzech kwartałach 2011 r. Grupa Kapitałowa ENEA poprawiła swój wynik operacyjny o 26,9 proc., czyli o 164 mln zł. W tym okresie dynamicznie rosły również przychody, które zwiększyły się o 23 proc. do 7 168 mln zł. Wynik na poziomie EBITDA wyniósł 1 295 mln zł, a zysk netto 721 mln zł. To bardzo dobry rezultat.

W IV kwartale 2011 r. na wyniki spółki wpływ będzie miała wysoka produkcja energii w Elektrowni Kozienice. W tym okresie Elektrownia postawiona była w stan najwyższej gotowości ze względu na zawirowania panujące na rynku wytwórczym. W segmencie obrotu obserwujemy silną presję ze strony konkurencji. Natomiast w dystrybucji sytuacja jest ustabilizowana. Na 2012 rok patrząc z optymizmem. To przede wszystkim okres kontynuacji rozpoczętych procesów restrukturyzacyjnych i nowe inwestycje. Wyłonimy wykonawcę najważniejszej z nich – nowego bloku w Kozienicach. W I półroczu powinniśmy zakończyć proces pozyskiwania finansowania. Skupiamy się także na nowych projektach biogazowych i wiatrowych.

Czy będzie Pan rekomendował najbliższemu ZWZ wypłatę dywidendy za 2011 r.? Czy wypłatę dywidendy będzie rekomendował Pan także w kolejnych latach?

ENEA jest spółką, która tradycyjnie dzieli się zyskiem ze swoimi akcjonariuszami i szczególnie w kontekście tak dobrych wyników finansowych nie widzę powodu, żeby to się zmieniło. Zarząd będzie wnioskował o wypłatę akcjonariuszom dywidendy na poziomie od 30 do 60 proc. wypracowanego zysku. Jest to poziom, który pozwala nam na realizację naszej ambitnej strategii rozwoju. W zeszłym roku przeznaczaliśmy na dywidendę 194 mln zł, co stanowiło 53% zysku netto spółki matki i dawało 0,44 zł zysku na akcję.





WallStreet konferencja

Znamy już datę największej konferencji inwestorskiej w Polsce

Konferencja WallStreet

1-3 czerwca 2012 r.

Hotel Mercure Kasprowy, Zakopane



Nie może Cię tam zabraknąć!



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

www.sii.org.pl

Kto inwestuje na NewConnect?

Pomysł stworzenia platformy NewConnect miał być antidotum na tzw. equity gap, czyli lukę podaży kapitału na polskim rynku kapitałowym. Pierwsze dni funkcjonowania Alternatywnego Systemu Obrotu zbiegły się w czasie z bardzo korzystną sytuacją rynkową. Inwestorzy giełdowi znaleźli się w przededniu realizacji zysków, które przyniosła trwająca właśnie hossa.

■ Krzysztof Górka, Certus Capital

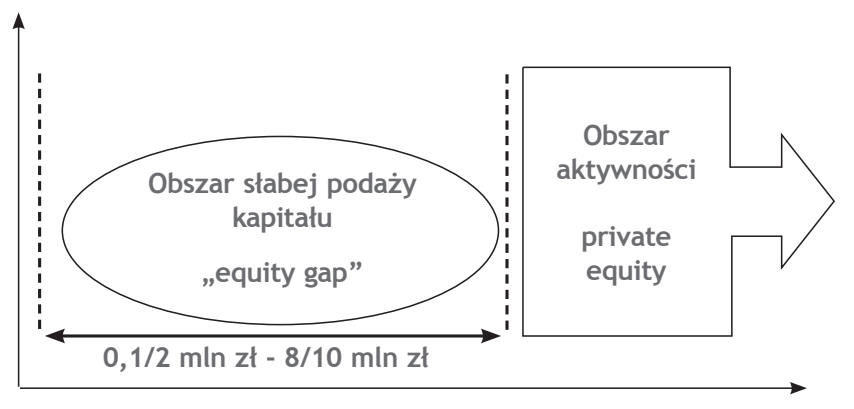
Obietnica jeszcze wyższych stóp zwrotu z inwestycji w perspektywiczne spółki z NewConnect przełożyła się na duże zainteresowanie nowym rynkiem. Kolejne oferty akcji szybko znajdowały nabywców, a liczba notowanych podmiotów systematycznie rosła.

było zaobserwować trend, który później stał się jedną z najbardziej charakterystycznych cech NewConnect – kolejne spółki w ramach debiutu przeprowadzały niewielkie emisje walorów sprzedawanych w ramach tzw. private placement. Oferty, których wartość nie przekraczała na ogół 5 mln zł, adresowane były przede

funduszy VC/PE, TFI czy OFE na nowym rynku ograniczał możliwości pozyskiwania większych kwot kapitału przez kolejnych debiutantów. Z czasem jednak sytuacja zaczęła się zmieniać – kolejne przedsiębiorstwa decydujące się na wprowadzenie swoich walorów do Alternatywnego Systemu Obrotu zaczęły być dostrzegane przez duże instytucje, które doceniały ciekawy model biznesowy i uzasadnioną fundamentalnie wycenę. Pierwsze inwestycje funduszy nie znajdowały jednak odzwierciedlenia w obrotach na akcjach spółek notowanych w ASO – polityka angażowania się w akcjonariat podmiotów z NewConnect zakładała w ich przypadku średni i długi horyzont czasowy inwestycji, podczas gdy indywidualni gracze często traktowali NewConnect jako rynek silnie spekulacyjny, gdzie łatwo o odwrócenie trendu danego papieru i realizację wysokiej stopy zwrotu w krótkim okresie.

Czynnik ten znacząco odróżniał w ostatnich latach alternatywną platformę od rynku regulowanego, gdzie wysokie wskaźniki płynności pozwalały na swobodniejszą wymianę dużych pakietów akcji oraz mniejsze wahania kursów. Specyfiką głównego parkietu było również silne zaangażowanie instytucji zagranicznych, które od 2007 r. odpowiadały za największą część obrotów. Inwestorzy indywidualni z kolei stanowili trzecią, najmniejszą siłę na rynku, w przypadku której widać silną korelację z występowaniem okresów hossy – czas wzrostów dla pojedynczych graczy oznacza wzmożoną aktywność. W ujęciu procentowym widać tendencję, która postępuje od dna bessy z lutego 2009 r. – wzmagają się aktywność inwestorów zagranicznych. Przyczyn takiego stanu rzeczy

1 Equity gap na polskim rynku kapitałowym do 2007 r.



Źródło: Opracowanie własne

W wypełnianiu luki podaży kapitału znaczącą, często komplementarną w stosunku do NewConnect rolę odegrały fundusze unijne. Szeroki strumień dotacji wspierających innowacyjność, inwestycje czy procesy pozyskiwania inwestorów pozwoliło wielu podmiotom szybko pokonać kluczowe etapy rozwoju. Narodził się Krajowy Fundusz Kapitałowy, zaktywizowały się sieci aniołów biznesu, zaczęły powstawać kolejne fundusze seed i venture capital. Te wszystkie zjawiska złożyły się na zauważalne zniwelowanie *equity gap*. Transfer środków nie byłby jednak tak swobodny bez NewConnect. To właśnie tutaj - w ramach ofert poprzedzających upublicznienie - najpełniej ziszcila się idea dostarczenia polskim małym i średnim przedsiębiorcom kapitału na dalszy rozwój. Przy okazji pierwszych ofert akcji można

wszystkim do inwestorów indywidualnych. Środki pochodzące z kieszeni osób fizycznych obok funduszy unijnych oraz Krajowego Funduszu Kapitałowego wypełniły lukę podaży kapitału, m.in. właśnie poprzez Alternatywny System Obrotu. Niewielkie rozmiary emisji zniechęcały jednak inwestorów instytucjonalnych, którzy identyfikując relatywnie wysokie ryzyko modeli biznesowych oraz niską płynność akcji spółek notowanych na NewConnect, bardzo sporadycznie decydowali się na objęcie akcji w przeprowadzanych ofertach. Problem słabo zaznaczonej obecności

Na NewConnect wartość obrotów z roku na rok rosła w postępie geometrycznym. Był to przede wszystkim efekt rosnącej liczby emitentów

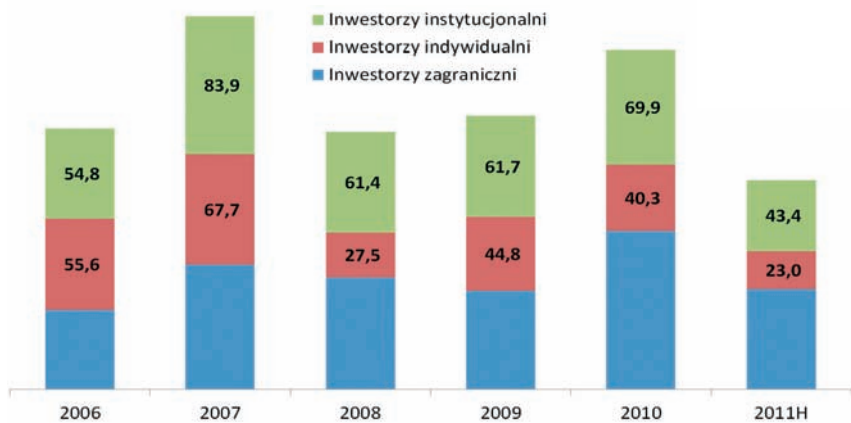


można dopatrywać się w zainteresowaniu kolejnymi znaczącymi ofertami publicznymi spółek Skarbu Państwa, a także w rosnącym zaufaniu do polskiej gospodarki i warszawskiej giełdy.

Na NewConnect wartość obrotów z roku na rok rosła w postępie geometrycznym. Był to przede wszystkim efekt rosnącej liczby emitentów. Największą aktywność inwestorów można było zaobserwować w pierwszym dniu notowań oraz w ciągu kilku kolejnych sesji po upublicznieniu. Stąd wolumen wymiany był w dużej mierze determinowany ilością nowych podmiotów. Atrakcyjność NewConnect jako rynku, na którym można w krótkim czasie zrealizować wysoką stopę zwrotu na akcjach objętych w ramach private placement, stała się po części jego bolączką – handel na walorach kolejnych spółek po upływie kilku tygodni od debiutu znacząco malał.

Nieco w cieniu spektakularnych wzrostów (i spadków) rozpoczęła się jednak również interesująca zmiana podejścia inwestorów instytucjonalnych - instytucje krajowe tylko przez pierwszych 6 miesięcy 2011 roku zrealizowały 138% obrotów z całego 2010 roku. Również w ujęciu procentowym 2011 rok był pod

2 Wartość obrotu akcjami na rynku regulowanym GPW w kolejnych latach



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW

tym względem przełomowy – w pierwszej połowie 2010 r. fundusze odpowiadały za 6% całkowitych obrotów na NewConnect, podczas gdy rok później było to już 19%. Spadł za to udział inwestorów indywidualnych, mimo iż pierwsze sześć miesięcy 2011 r. było rekordowe pod względem liczby debiutów. Powyższe zmiany są efektem rosnącej skłonności

instytucji do podjęcia się procesu due diligence kolejnych podmiotów na wczesnym etapie ich rozwoju. Atrakcyjny model biznesowy był jednak w przeszłości wyceniany na poziomie, który w oczach inwestorów instytucjonalnych nie znajdował odzwierciedlenia w wartości fundamentalnej, niosąc jednocześnie ze sobą poziom ryzyka charakterystyczny

Weź udział w cotygodniowym badaniu INI. Zagłosuj na stronie www.sii.org.pl i wygraj atrakcyjne nagrody!



**Indeks
Nastrojów
Inwestorów**

Uważam, że trend na giełdzie przez następne 6 miesięcy będzie:

- wzrostowy
- boczny
- spadkowy

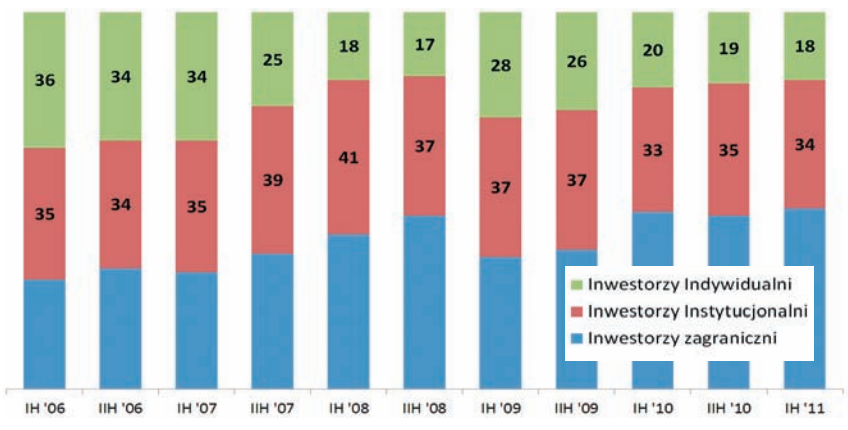
Głosuj



www.sii.org.pl/ini

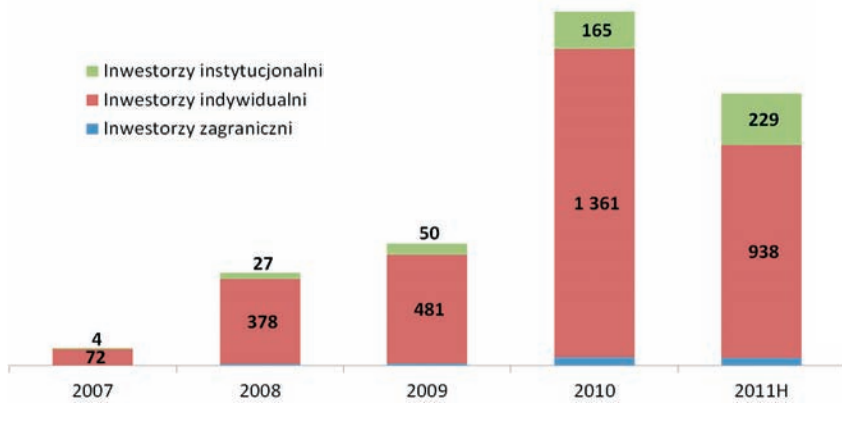
3 *Udział poszczególnych grup inwestorów w handlu akcjami na rynku regulowanym GPW (%)*

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW



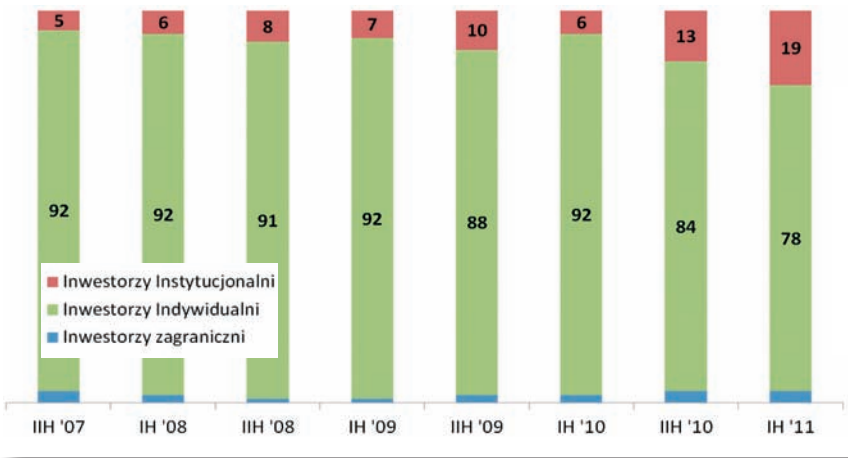
4 *Wartość obrotu akcjami na NewConnect w kolejnych latach (mln zł)*

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW



5 *Udział poszczególnych grup inwestorów w handlu akcjami na rynku NewConnect (%)*

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW



dla projektów w fazie start-up lub early growth. Rewizja wycen na etapie ofert poprzedzających debiut tudzież spadek kursu akcji w trakcie notowań sprawiły, iż akcje niektórych spółek z NewConnect były zbyt tanie, aby można było sobie pozwolić na ich dalsze ignorowanie. Ujawnił się tutaj również element zasobów ludzkich i know-how, które pozwalają funduszom odnaleźć wśród ponad 300 notowanych podmiotów te, które faktycznie posiadają przed sobą perspektywę rozwoju i są nisko wycenione przez rynek. Inwestorzy indywidualni w natłoku debiutów i informacji płynących od spółek już notowanych ograniczają się do raptem kilku podmiotów lub też skupiają się na atrakcyjnych ofertach poprzedzających upublicznienie.

Ponadto na NewConnect pojawia się coraz więcej emitentów, w których akcjonariacie odnajdziemy fundusze venture capital, dla których mały parkiet jest drogą do przeprowadzenia dezinvestycji. Często fundusze dołączają również do grona akcjonariuszy na etapie private placement, a następnie realizują swoje zyski w krótkim i średnim terminie lub też - w ramach szerszej strategii rozwoju - firmy podejmują decyzje o przejściu ze spółką aż do późnej fazy growth, w której otwierają się przed nią możliwości przenosin na rynek regulowany lub transakcji fuzji czy przejęcia po atrakcyjnej wycenie. Perspektywy rynku inwestorów kierujących swoje środki do spółek z NewConnect wydają się być uzależnione od jakości przyszłych debiutantów. Jeśli fundusze seed i venture capital będą postrzegać alternatywną platformę jako dobre miejsce do przeprowadzenia dezinvestycji, wówczas możemy się spodziewać wzrostu aktywności inwestorów instytucjonalnych z dwóch powodów. Po pierwsze - realizowanie zwrotu z inwestycji będzie wiązało się z udziałem ww. funduszy w handlu akcjami. Po drugie - spółki wcześniej zweryfikowane przez instytucje finansowe są z reguły lepiej przygotowane na przyjęcie nowych inwestorów instytucjonalnych i cieszą się ich większym zaufaniem. Jeśli natomiast w Alternatywnym Systemie Obrotu pojawiać się będą podmioty, które w oczach funduszy nie będą reprezentować większej wartości biznesowej, wówczas możemy się spodziewać spadku zainteresowania NewConnect ze strony inwestorów instytucjonalnych i powrotu do stanu sprzed roku, kiedy to ich obecność na rynku była ledwie zauważalna. A



Inwestorzy krytykują działania PSW Capital

Spółka PSW Capital od kilku lat notowana jest na rynku NewConnect. Mimo że pod względem płynności akcji czy też zyskowności prezentuje się na tle wielu spółek notowanych na tym rynku bardzo dobrze, to w zakresie jakości komunikacji ma wiele do nadrobienia.

■ Piotr Cieślak, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Spółka nie dość, że postępuje wbrew przepisom prawa, nie odpowiada na pytania akcjonariuszy, to również prowadzi politykę informacyjną wątpliwej jakości. Pytanie, jak to się ma do dobrych praktyk czy też obecności spółki w indeksie NewConnect Lead. Zapewne na to pytanie odpowiedzieć będzie musiała GPW, do której SII skierowało pisma z wnioskiem o zbadanie wszelkich wątpliwości dotyczących działań Spółki.

Bezprawna zmiana terminu wypłaty dywidendy?

Pierwsza z uwag SII dotyczy kwestii przesunięcia o ponad miesiąc wypłaty dywidendy. W dniu 20 czerwca 2011 r. Zwyczajne Walne Zgromadzenie Spółki podjęło uchwałę o wypłacie dywidendy w dniu 30 września 2011 r. Niemniej na dzień przed terminem wypłaty Spółka poinformowała o jej przesunięciu na dzień 31 października 2011 r. z powodu zakupu znaczącej sumy USD po korzystnym dla niej kursie, złożenia zamówienia na znaczącą ilość węgla i uzyskanie dyskonta w wysokości 2,5% na zakup do końca III kwartału 2011 r. oraz z powodu większego zysku dla Spółki o około 5% dzięki zmianie wypłaty o jeden miesiąc. Zwołane zostało także Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie, które w dniu 25 października 2011 r. ostatecznie zdecydowało o ustaleniu terminu wypłaty dywidendy na dzień 14 listopada 2011 r. Pojawia się jednak pytanie, na jakiej podstawie Zarząd, a następnie NWZ podjęło decyzję o zmianie daty wypłaty, skoro art. 348 par. 3 KSH wprost mówi, że tylko ZWZ może decydować o terminie wypłaty dywidendy. Odpowiedzi na to pytanie najpewniej nie zna nawet sam Zarząd, bo na oficjalne pismo skierowane przez SII w trybie zgodnym z przepisami KSH Zarząd nie odpowiedział.

Choć Spółka osiągnęła z tytułu zmiany terminu korzyści, to jednak do SII trafiło bardzo wiele krytycznych uwag ze strony inwestorów, którzy zasadnie oczekiwali terminowej wypłaty środków. Ponadto warto zauważyć, że praktyka zastosowana przez PSW Capital mogłaby być powszechnie stosowana w interesie de facto wszystkich spółek, bo „spóźniona” dywidenda zawsze może pracować co najmniej na lokacie bankowej spółki czy też na wiele innych sposobów. Niemniej przepisy są jasne, przez co trudno o znalezienie podmiotów próbujących je naruszyć. PSW Capital do nich nie należy.

Nierzetelna polityka informacyjna?

Warto również zwrócić uwagę na fakt, że Spółka, przesuwając wypłatę dywidendy, powołała się na zakup „znaczącej sumy USD”. Tymczasem zgodnie z Regulacjami Alternatywnego Systemu Obrotu (ASO) spółka jest obowiązana do przekazania w formie raportu bieżącego informacji o nabyciu lub zbyciu aktywów istotnej wartości dla emitenta, a także o zawarciu przez emitenta lub jednostkę od niego zależną istotnej umowy. Ponadto zgodnie z Regulacjami komunikaty bieżące powinny zawierać informacje odzwierciedlające specyfikę opisywanej sytuacji w sposób prawdziwy, rzetelny i kompletny, a także powinny być sporządzone w sposób umożliwiający inwestorom ocenę wpływu przekazywanych informacji na sytuację gospodarczą, majątkową i finansową emitenta lub na cenę lub wartość notowanych instrumentów finansowych. Tymczasem Spółka nie opublikowała raportu bieżącego o nabyciu USD wraz z informacją o ilości

i cenie nabycia, co nie pozwalało na ocenę tego zdarzenia. Również informacja dotycząca zwiększenia zysku Spółki o wyżej wymienione 5% w związku ze zmianą terminu wypłaty dywidendy mogła wprowadzać inwestorów w błąd. Na podstawie tej informacji nie sposób bowiem było stwierdzić, do jakiej wartości odnosi się Spółka, informując o zwiększeniu zysku o 5%. Czy do zysku w skali roku? Czy może w skali półroczna, kwartału bądź miesiąca?

A co z prognozami finansowymi?

Podobne wątpliwości może budzić komunikacja Spółki w zakresie prognoz finansowych. Mianowicie w dniu 21 listopada 2011 r. PSW Capital opublikował raport miesięczny, w którym poinformował, że „zdaniem Zarządu istnieje duże prawdopodobieństwo korekty prognozy zysku netto w górę”. Ostateczna korekta prognoz miała być zaprezentowana 10 grudnia 2011 r. Niestety, zgodnie z nią zysk netto spółki pozostał bez zmian, a z powodu przeniesienia części zorganizowanej przedsiębiorstwa do podmiotu w 100% zależnego prognoza przychodów została obniżona z 200 mln zł do 110 mln zł. Pojawia się zatem pytanie: po co Zarząd na kilkanaście dni przed publikacją prognoz daje inwestorom nadzieje na wyższe zyski? Czy nie należało poczekać trochę dłużej, aby przekazać w pełni rzetelną informację? Zapewne należało...

SII zawiadomiło GPW

W związku z większością wskazanych wyżej wątpliwości SII skierowało do GPW wniosek o wyjaśnienie tych kwestii. Niewątpliwie jednak działania Zarządu PSW Capital nie powinny mieć miejsca. Podważają bowiem zaufanie inwestorów nie tylko do Spółki, ale także do rynku NewConnect. **A**

Komunikacja
z rynkiem spółki
PSW Capital to
skandal!





10 na 10 komunikuj się skutecznie

Najwyższe standardy komunikacji z inwestorami indywidualnymi **to nie mrzonka**

Natrafiłem ostatnio na artykuł o komunikacji spółek z inwestorami indywidualnymi. Ciekawe przykłady, niekonwencjonalne podejście - pomyślałem, że jest to znak rozwoju naszego rynku kapitałowego. Duże wrażenie zrobiła na mnie informacja o powoływaniach spośród inwestorów indywidualnych komitecie doradczym, z którym dyskutowane są zamierzenia i działania spółki.

■ Marcin Krzyżanowski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Członkowie komitetu wybierani są spośród nadesłanych do firmy aplikacji akcjonariuszy. Za równie atrakcyjne uznałem wizyty w firmie, w tym na liniach produkcji - wszystko po to, aby inwestor mógł lepiej zrozumieć biznes, w który zainwestował. Z aprobatą przyjąłem informacje o programie lojalnościowym, w którym akcjonariusze są premiowani i otrzymują więcej punktów przy zakupie produktów firmy. Zbliżyłem się do standardów europejskich! Ale chwila, czytam dalej z coraz większym rozczarowaniem, że te przykłady nie dotyczą naszego kraju. Jest to studium przypadku francuskiej spółki Total. Czar prysł! Do świadomości powróciła - na chwilę wyparta - wiedza o stanie komunikacji z inwestorem indywidualnym na naszym rynku kapitałowym: marginalizowanie inwestorów indywidualnych, panujące stereotypy, że z tą grupą nie ma sensu się komunikować. Powróciły strony internetowe

we polskich spółek, na których nie podaje się bezpośrednich kontaktów do osób zajmujących się relacjami inwestorskimi, pytania przesłane do spółek, które nie uzyskały odpowiedzi lub sformułowane zostały na takim poziomie ogólności, że podobne informacje można by wyciągnąć od karpia w wigilijny wieczór, czy wreszcie brak możliwości spotkania z zarządkiem spółki i porozmawiania o działalności firmy, na co nie narzekają inwestorzy instytucjonalni. Pozostawiają wiele do życzenia przygotowania do debiutów, w trakcie których kalendarz wypełniony jest spotkaniami z inwestorami instytucjonalnymi, a na indywidualnych nie ma już miejsca. Nie jestem pesymistą, więc szybko ograniczam te negatywne emocje. Nie jest przecież tak źle! Są też pozytywne przykłady spółek. Powinno być ich co prawda więcej, ale nie ma co narzekać.

Krytykować jest najłatwiej i każdemu to dobrze wychodzi, ale Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych proponuje konkretne rozwiązania. Właśnie rozpoczynamy realizację programu „10 na 10 komunikuj się skutecznie”, którego celem jest doskonalenie komunikacji spółek z inwestorami indywidualnymi. Chcemy kreować wysokie standardy komunikacji rynkowej z inwestorami indywidualnymi oraz promować spółki, które je stosują. Program realizowany jest przy współpracy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. oraz Ministerstwa Skarbu

Państwa i pod patronatem obu tych instytucji. Opracowaliśmy minimalne standardy dla firm, których spełnienie umożliwi posługiwanie się godłem promocyjnym „Spółka przyjazna inwestorom”. Kryteria mają różny poziom trudności - od podstawowych, takich jak umieszczenie na stronie internetowej bezpośredniego kontaktu telefonicznego i e-maila do osoby odpowiadającej za relacje inwestorskie, po bardziej skomplikowane, do których zaliczyliśmy transmisję z Walnego Zgromadzenia. Spółki muszą spełnić wszystkie wymagania minimalne, natomiast z katalogu działań bardziej złożonych, do których zaliczyliśmy wspomniane transmisje, muszą spełnić 75%. Im więcej kryteriów spółka spełni i im więcej otrzyma punktów, tym wyższe miejsce zajmie w rankingu spółek uczestniczących w programie. Prawo do posługiwania się godłem promocyjnym „Spółka przyjazna inwestorom” będzie weryfikowane przez kwartalne audyty prowadzone przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych. Po pozytywnym przejściu dwóch kolejnych audytów spółka ma prawo do jego używania. Program został tak pomyślany, aby w jednym miejscu połączyć korzyści dla inwestorów oraz spółek giełdowych. Inwestorzy otrzymają czytelną informację, które spółki traktują ich poważnie, realizując komunikację na wysokim poziomie. Spółki wyróżnią się spośród pozostałych podmiotów notowanych na giełdzie oraz skorzystają z obecności w mediach-partnerach programu, które będą go szeroko relacjonować. Dzięki uczestnictwu w programie spółki będą miały możliwość doskonalenia komunikacji z inwestorami indywidualnymi przez wykorzystywanie centrum relacji inwestorskich, które powstanie na stronie internetowej programu, oraz udział w konferencjach poświęconych tej tematyce. A

Spółka Przyjazna Inwestorom



Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych



10 na 10
komunikuj się
skutecznie



Uwaga!

To co widzisz to tylko
wybrane artykuły z numeru
4/2011

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