

A

kcjonariusz

3/2013

**Inwestorzy zrzucają
garnitury!**

Relacja z Capital
Market Games

**Zakurzone prezentacje
inwestorskie**

**Diamenty (nie) przyjazne
inwestorom**

**Jesteśmy barometrem
gospodarki**

Wywiad z Łukaszem Boroniem, Prezesem Zarządu PKP Cargo

KONFERENCJA PROFESJONALNY INWESTOR & VSA TRADER DAY

TYLKO PRAKTYKA INWESTOWANIA

22-24 listopada 2013 r.
Hotel Velaves, Władystawowo

Zapisz się już dziś!
Już od 240 zł!

Jesteśmy barometrem gospodarki

Wywiad z Łukaszem Boroniem, Prezesem Zarządu PKP Cargo

Mamy za sobą jeden z bardziej emocjonujących debiutów ostatnich lat. Prezes Zarządu PKP Cargo opowiada jak wygląda branża przewozów towarowych w Polsce i Europie i perspektywach jej rozwoju na najbliższe lata. Zdradza także, jakie są plany spółki na najbliższą przyszłość.

str. 20

Akcjonariusze mają prawo wiedzieć więcej!

Paweł Juszcak, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Dostęp do rzetelnych informacji i umiejętność prawidłowego interpretowania danych to kluczowe warunki skutecznego inwestowania. Wie o tym każdy, kto choć trochę interesuje się inwestycjami na rynku kapitałowym. Dlaczego więc spółki, które z założenia powinny być transparentne, z najbardziej istotnych transakcji robią wielką tajemnicę, a pikantne szczegóły zostawiają dla siebie?

str. 6

Kontrakty na WIG20 – Giełda włącza drugi bieg

Piotr Zygmantowski, INVESTcon GROUP S.A.

23 września 2013 r. Giełda wprowadziła indeks WIG30, który docelowo zastąpi dotychczasowy WIG20. Jednocześnie zmienia się wysokość mnożnika na kontrakt terminowy na WIG20. Nasza rodzima giełda zmienia się. Jak bardzo te zmiany dotkną inwestorów i co to tak naprawdę dla nich oznacza.

str. 36



Niedoceniane prezentacje inwestorskie

Piotr Biernacki, NOBILI Partners

Zastanawiający jest fakt, ilu inwestorów indywidualnych jest w stanie dokładnie przeczytać i zapoznać się z raportami rocznymi czy kwartalnymi spółek. A te, zamiast im ułatwiać dotarcie i podjęcie decyzji inwestycyjnej, serwują im tylko (lub aż) wielkie tomiska z liczbami i tabelami. A mogą w prosty i przystępny sposób przedstawić spółkę za pomocą prezentacji inwestorskiej.

str. 40

Akcjonariusz jest wydawnictwem Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych. Jest bezpłatny dla członków SII. Elektroniczne wydanie jest dostępne na eGazety.pl oraz w AppStore.



Akcjonariusz

Wydawnictwo Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych

Redaktor naczelny:

Michał Masłowski

Zastępca redaktora naczelnego:

Łukasz Porębski

Sekretarz redakcji:

Dagmara Kałdunek

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

www.akcjonariusz.pl

E-mail: akcjonariusz@sii.org.pl

Skład:

Arkadiusz Sołdon

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.

Spis treści

Akcjonariusze mają prawo wiedzieć więcej!

Paweł Juszcak, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych **6**

Rzućmy w kąć garnitury, ścigajmy się

Relacja z Capital Market Games **8**

Barometr Gospodarczy

Łukasz Porębski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych **16**

Jesteśmy barometrem gospodarki

Wywiad z Łukaszem Boroniem, Prezesem Zarządu PKP Cargo **20**

Relacje inwestorskie według najlepszych standardów zachodnich

Michał Masłowski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych **26**

7-letni cykl krachów na rynkach akcji

Wojciech Białek, Centralny Dom Maklerski Pekao S.A. **30**

Kontrakty na WIG20 – Giełda włącza drugi bieg

Piotr Zygmantowski, INVESTcon GROUP S.A. **36**

Niedoceniane prezentacje inwestorskie

Piotr Biernacki, NOBILI Partners **40**

„Sprawa OFE” to problem nas wszystkich – przyszłych emerytów

Michał Masłowski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych **46**

Polska rozsmakowała się w cydrze

Rozmowa z Robertem Ogórem – Prezesem Zarządu Ambra S.A. **49**

Czy codzienna analiza rynku jest niezbędna, aby osiągnąć sukces?

Łukasz Nowak, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych **51**

SII w 3 Q 2013 r.

55

Oko w oko z inwestorem.

Relacja z Capital Market Day, 19 września 2013 r., Warszawa **59**

Być może diament jest najlepszym przyjacielem kobiety, ale czy inwestora?

dr Łukasz Gębski, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie **62**

Wyniki za 2 Q 2013 - Orbis S.A.

67



Szanowni Czytelnicy,

sprawa „reformy OFE” nie przestaje budzić emocji. Kolejne instytucje, począwszy od niezależnych środowiskowych, skończywszy na państwowych organach nie zostawiają suchej nitki na projekcie rządowym, zakładającym likwidację części obligacyjnej zgromadzonej w funduszach emerytalnych.

Opinie wskazują, z jednej strony na szkodliwość względem rynku kapitałowego, a także względem gospodarki, z tym zawsze można dyskutować i mieć odmienne zdanie, jak i na niekonstytucyjność całego zabiegu, co już ciężko będzie kwestionować.

Krytyka jest tak silna i tak jednorodna, że cały czas mam nadzieję, że może jeszcze to wahadło zacznie przesuwac się w drugą stronę i jakoś uda się wspólnymi siłami zmienić ostateczny kształt „reformy OFE”.

Jeżeli tak się nie stanie, to pójście w kierunku proponowanych rozwiązań rządowych spowoduje szybką i sprawną marginalizację OFE. Odbije się to negatywnie i od razu na funkcjonowaniu rynku kapitałowego w Polsce, jak i w dłuższym terminie na nas wszystkich, czyli na polskich, przyszłych emerytach.

Michał Maślowski

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych



Akcjonariusze mają prawo wiedzieć więcej!

PAWEŁ JUSZCZAK
STOWARZYSZENIE INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH

Zawierane przez spółki transakcje o istotnej wartości wymagają szczegółowego przedstawienia i uzasadnienia. W praktyce bywa z tym różnie.

Dostęp do rzetelnych informacji i umiejętność prawidłowego interpretowania danych to kluczowe warunki skutecznego inwestowania. Podstawowym źródłem informacji na rynku kapitałowym powinny być komunikaty przekazywane przez spółki w formie raportów bieżących i okresowych. Niestety, niski poziom relacji inwestorskich wielu giełdowych emitentów sprawia, że jakość tych informacji bywa niska. Nawet w przypadku bardzo istotnych transakcji, zarządy spółek często nie wysilają się zbytnio nad ich właściwym opisem i umotywowaniem, przez co ich prawidłowa ocena staje się dla inwestora niemożliwa. W takich warunkach decyzje o kupnie lub sprzedaży danych instrumentów finansowych podejmowane są niejako „w ciemno”, a inwestowanie na giełdzie może zacząć przypominać „ryzykowną grę”.

Spółki (publiczne!) najistotniejsze informacje dla inwestorów bardzo często redukują do zupełnego minimum. Nic dziwnego, że próba utrzymania w tajemnicy pewnych faktów lub ucieczka od odpowiedzi budzi podejrzenia o ukryte zamiary zarządzających.

Niejasne transakcje budzą kontrowersje


Dodatkowy problem powstaje, kiedy kluczowe umowy zawierane są z głównymi udziałowcami czy też podmiotami bliskimi głównym udziałowcom lub członkom organów emitenta. Szczególnie, gdy warunki operacji są kontrowersyjne, mogą się budzić pewne podejrzenia, sugerujące działania zarządzających spółką na jej szkodę oraz uprzywilejowania jednych akcjonariuszy kosztem pozostałych. W ostatnim czasie szerokim echem na rynku kapitałowym odbiły się między innymi transakcje spółek Próchnik, Czerwona Torebka oraz Bank Zachodni WBK. W każdym z powyższych przypadków, umowy o istotnej wartości zostały podpisane z podmiotami powiązanymi z głównymi akcjonariuszami tychże emitentów. Jednak zdaniem inwestorów, do publicznej wiadomości nie przekazano wiele istotnych informacji, które pozwoliłyby na rzetelną ocenę zasadności tych

operacji. Przyznać trzeba, że zarządy powyższych spółek nie pozostały obojętne na uwagi akcjonariuszy. Na wniosek Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych, wszyscy trzej emitenci opublikowali ostatecznie szerszy zakres danych. Z drugiej strony, chcielibyśmy, aby takie podstawowe informacje zostały przekazane od razu, bez interwencji akcjonariuszy. Jakość odpowiedzi też mogłaby być trochę lepsza, bo część wątpliwości pozostała.

Akcjonariusze nie głosują w ciemno

Podobny problem wystąpił w przypadku spółki LC Corp, która poinformowała o planach nabycia Sky Tower, należącego do głównego akcjonariusza spółki. Dopiero po uwagach SII, do publicznej wiadomości przekazano szczegółowe dane i wyjaśnienia odnoszące się do transakcji. Niektóre z nich pojawiły się jednak dzień przed walnym zgromadzeniem decydującym o emisji akcji, z której wpływy miały sfinansować operację, tak więc nie było wiele czasu, aby się z nimi dokładnie zapoznać i podjąć decyzję o sposobie głosowania. W efekcie akcjonariusze mniejszościowi zablokowali emisję akcji, a przez to i przejęcie części wieżowca Sky Tower.

Skutki złej polityki informacyjnej

Niedbałość zarządów o jakość komunikacji odbija się niekorzystnie nie tylko na samych akcjonariuszach, którzy pozbawieni zostają należnych im informacji na temat istotnych wydarzeń w spółce. Negatywne konsekwencje ponosi również sam emitent, który nierzadko w ten sposób traci zaufanie inwestorów i kontrahentów. Co więcej, na podmiot który nienależycie wykonuje obowiązki informacyjne, Komisja Nadzoru Finansowego może nałożyć karę pieniężną. Boleśnie przekonała się o tym spółka Rovese, która co prawda ostatecznie przekazała wiele dodatkowych danych, jednak odbyło się to dopiero po stanowczej reakcji Stowarzyszenia. Brak publikacji w pełnej i rzetelnej informacji w pierwotnym terminie na temat planowanego przejęcia kilku zagranicznych podmiotów od jej głównego akcjonariusza, kosztowało spółkę Rovese 350 tys. zł. 

Nie ma błędów, których nie można naprawić. Na szczęście znaczna część emitentów, po interwencji SII, wyjaśniła powstałe wątpliwości.



Rzućmy w kąt garnitury, ścigajmy się

RELACJA Z CAPITAL MARKET GAMES
20-21 WRZEŚNIA 2013 R., ZAKOPANE

Rynek kapitałowy to wieczna rywalizacja niezwykle ambitnych ludzi. Codziennie ściągamy się przeciw ze sobą „na stopy zwrotu” „na procenty”, „na wynik finansowy”. Jednak nawet nam jest potrzebna jakaś odmiana. Bo przecież ile można dyskutować o perspektywach koniunktury giełdowej na kolejne półrocze, oceniać „reformę” OFE, badać wyniki spółek, czy też przeprowadzać analizę techniczną kolejnego waloru. Ile można?! Raz na jakiś czas potrzebujemy oddechu i oderwania się od ekranu monitora z cyferkami i wykresami. Tym czymś jest dla nas sport.

To nie przypadek, że najlepszą odskocznia od codziennej niezwykle stresującej pracy na rynku kapitałowym jest sport i to najlepiej taki, którego uprawianie jest ciężkie. To wówczas wymaga wysiłku, niemalże takiego jak codzienne inwestycje. Podobno osoby, które regularnie uprawiają sport są lepiej

zorganizowane, bardziej skoncentrowane na celu, który mają osiągnąć, a przez to lepiej także wykonują swoją pracę zawodową lub też są lepszymi inwestorami. Takie właśnie osoby spotkały się na pierwszej edycji Capital Market Games (letnie igrzyska rynku kapitałowego) w dniach 20-21 września 2013 r. w Zakopanem.

Ponad dwustu uczestników CMG rywalizowało w kilkunastu konkurencjach. Graliśmy w piłkę nożną, koszykówkę, siatkówkę. Pływaliliśmy, biegaliśmy, skakaliśmy w dal. Graliśmy w tenisa ziemnego i stołowego, a także w badmintona. Jeździliśmy na rowerach. Było wszystko czego można się spodziewać po tego typu imprezie – emocje, rywalizacja do ostatnich metrów, radość zwycięzców, tży i nadzieja na przyszłość pokonanych, aż w końcu szaleństwo kibiców na ceremonii wręczenia medali.

Do zobaczenia za rok!



Rekordy Capital Market Games



Konkurencje pływackie

Mężczyźni

50 m stylem klasycznym

Sebastian Lis, Intersport Polska S.A. – 00:36,30

50 m stylem grzbietowym

Piotr Zygmanski, INVESTcon Group SA – 00:37,41

100 m stylem klasycznym

Dawid Łukaszewicz, Intersport Polska S.A. – 01:33,62

50 m stylem motylkowym

Sebastian Lis, Intersport Polska S.A. – 00:31,08

100 m stylem dowolnym

Tomasz Porada, DM BOŚ S.A. – 01:14,62

100 m stylem zmiennym

Sebastian Lis, Intersport Polska S.A. – 01:15,14

50 m stylem dowolnym

Michał Rowiński, KBJ S.A. – 00:31,40

400 m stylem dowolnym

Tomasz Porada, DM BOŚ S.A. – 06:02,68

Kobiety

50 m stylem klasycznym

Marta Grajeta, GPW S.A., 00:50,06



MTB 15 km

Dariusz Wojciechowski, ACTION S.A., 00:35:10



Cross-Country 8,4 km

Marcin Brzeziński, ACTION S.A. – 00:31:49



Lekkoatletyka

Biegi

Mężczyźni

100 m

Michał Rowiński, KBJ S.A., 00:11,84

200 m

Artur Stopyra, Intersport Polska S.A., 00:23,48

400 m

Jakub Juskowiak, PKF Consult sp. z o.o., 01:00,79

Kobiety

100 m

Weronika Bartulewicz, Intersport Polska S.A., 00:14,41

200 m

Weronika Bartulewicz, Intersport Polska S.A., 00:31,22

Skok w dal

Artur Stopyra, Intersport Polska S.A., 6,28 m

Pchnięcie kulą

Łukasz Pietruszka, ACTION S.A., 9,64 m

Organizatorzy



Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych



Patronat
honorowy



Janusz Majcher
Burmistrz
Miasta Zakopane

Patronat



Komisja
Nadzoru
Finansowego

Partnerzy



Partner
lekkoatletyki



Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych

Partner
MTB



GIEŁDA PAPIERÓW
WARTOŚCIOWYCH
W WARSZAWIE

Partner
wspierający



Oficjalny
napój



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych



Fot. Paweł Karasiński

Capital Market Games
Centralny Ośrodek Sportu Zakopane, 20-21 września 2013
Partnerzy
TAURON POLSKA ENERGIA **INTERSPORT** **ACTION**



Fot. Paweł Karasiński



Od zawsze jestem związany ze sportem. Moje doświadczenie pokazuje, że osobom prowadzącym aktywny tryb życia łatwiej o sukcesy w biznesie. Być może jest to związane z umiejętnością poświęcania się na rzecz wyniku. Dlatego wspólnie ze współpracownikami z przyjemnością wzięliśmy udział w Capital Market Games. Wyjazd dostarczył dużo sportowych emocji, a dodatkowo dał możliwość bliższego poznania się z inwestorami indywidualnymi i przedstawicielami innych spółek giełdowych. Zorganizowanie takiej imprezy wymaga wiele wysiłku, tym bardziej doceniam inicjatywę SII i czekam na kolejną edycję.

Piotr Bieliński

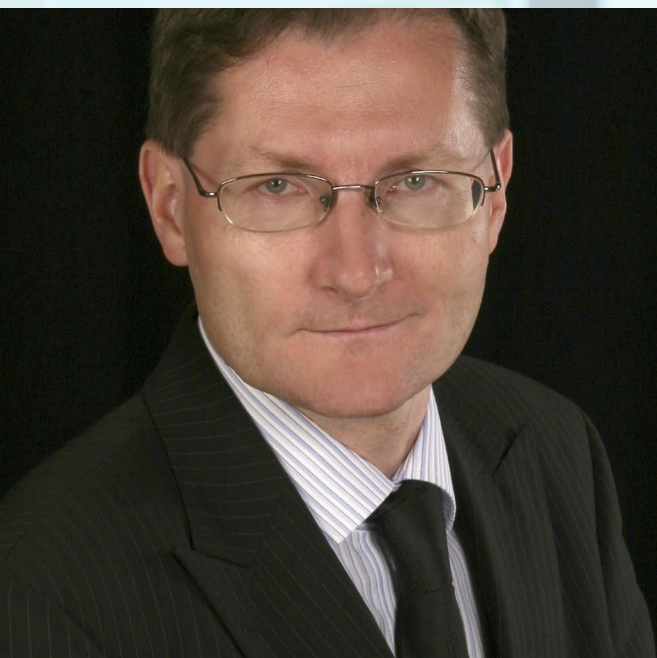
Prezes Zarządu ACTION S.A.



Takie nieformalne spotkanie z inwestorami oraz przedstawicielami innych spółek jest dla nas bardzo cenne. Głównie dlatego, że jednocześnie możemy porozmawiać o biznesie i zaprezentować załogę INTERSPORT Polska, jako grupę pasjonatów sportu. Nasi pracownicy nie są tylko „podawaczami” towaru z półki, ale ekspertami z danych dziedzin. Trenują, biorą udział w zawodach i osiągają wyniki. Mogliśmy to udowodnić zdobywając aż 26 medali w tym 11 złotych i wygrywając w klasyfikacji generalnej tegorocznej imprezy. Przyjechaliśmy do Zakopanego z małą 10 osobową grupą zawodników, ponieważ sprzedaż w salonach musiała przebiegać bez zakłóceń. Jesteśmy dumni, że „Aktywna kadra INTERSPORT” pokazała na co ją stać!

Artur Mikołajko

Prezes Zarządu INTERSPORT Polska S.A.



Capital Market Games stanowi dowód, że zarówno sport, jak i giełda wiążą się z rywalizacją niosącą emocje. W zmaganiach wystartowało 35 zawodników z Grupy TAURON, którzy z sukcesem reprezentowali wiele dyscyplin. Cieszę się, że do rywalizacji sportowej przyłączyło się aż 12 firm, co pozwoliło rozegrać spotkania na wysokim poziomie. Jednocześnie udało nam się poruszyć ważny temat efektywności działań sponsoringowych. Grupa TAURON sponsoruje największe imprezy sportowe w kraju, wspierając w ten sposób działania sprzedażowe. Nasze produkty kojarzą się dzięki temu z rywalizacją fair play oraz pozytywnymi, sportowymi emocjami.

Paweł Gniadek

**Dyrektor Departamentu Komunikacji Rynkowej i PR
Tauron Polska Energia S.A.**





Fot. Paweł Karasiński

Wyniki Capital Market Games 2013

Bieg Cross-Country 8,4 km

1. Marcin Brzeziński, ACTION S.A., 00:31:49
 2. Jakub Juskowiak, PKF Consult sp. z o.o., 00:33:18
 3. Witold Jasiński, Intersport Polska S.A., 00:33:19
-
1. Małgorzata Romanowska, DM BOŚ S.A., 00:50:43
 2. Anna Walc, DM BOŚ S.A., 00:56:12
 3. Aleksandra Persona-Śliwińska, INVESTcon GROUP SA, 00:56:22

Pływanie - styl klasyczny 50m

1. Sebastian Lis, Intersport Polska S.A., 00:36,30
 2. Tomasz Porada, DM BOŚ S.A., 00:38,40
 3. Piotr Zygmantowski, INVESTcon GROUP SA, 00:40,80
-
1. Marta Grajeta, GPW S.A., 00:50,06
 2. Katarzyna Piwowarczyk-Ściebura, TAURON Polska Energia S.A., 01:17,86

Pływanie - styl grzbietowy 50m

1. Piotr Zygmantowski, INVESTcon GROUP SA, 00:37,41
2. Dorian Stokłosa, Intersport Polska S.A., 00:39,06
3. Michał Stępniewski, KDPW S.A., 00:44,21

Pływanie - styl klasyczny 100m

1. Dawid Łukaszewicz, Intersport Polska S.A., 01:33,62
2. Michał Masłowski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, 01:47,15
3. Piotr Zygmantowski, INVESTcon GROUP SA, 02:04,49

Pływanie - styl motylkowy 50m

1. Sebastian Lis, Intersport Polska S.A., 00:31,08
2. Tomasz Porada, DM BOŚ S.A., 00:31,72
3. Piotr Zygmantowski, INVESTcon GROUP SA, 00:44,52

Pływanie - styl dowolny 100m

1. Tomasz Porada, DM BOŚ S.A., 01:14,62
2. Marta Grajeta, GPW S.A., 01:17,21
3. Andrzej Czortek, Intersport Polska S.A., 01:17,26

Pływanie - styl zmienny 100m

1. Sebastian Lis, Intersport Polska S.A., 01:15,14
2. Dawid Łukaszewicz, Intersport Polska S.A., 01:15,52
3. Dorian Stokłosa, Intersport Polska S.A., 01:32,25

Pływanie - styl dowolny 50m

1. Michał Rowiński, KBJ S.A., 00:31,40
2. Andrzej Czortek, Intersport Polska S.A., 00:33,94
3. Jakub Juskowiak, PKF Consult sp. z o.o., 00:35,44

Pływanie styl dowolny 400m

1. Tomasz Porada, DM BOŚ S.A., 06:02,68
2. Marta Grajeta, GPW S.A., 06:41,40
3. Jakub Juskowiak, PKF Consult sp. z o.o., 06:52,81

Siatkówka plażowa

1. Piotr Boguszewicz, Michał Elias, KBJ S.A.
2. Mirosław Olejniczak, Rafał Toman, TAURON Polska Energia S.A.
3. Mariusz Kubica, Mirosław Durkacz, TAURON Polska Energia S.A.

Piłka nożna

1. TAURON Polska Energia S.A.
2. Alior Bank S.A.
3. ACTION S.A.

Badminton

1. Adam Bułat, KBJ S.A.
2. Łukasz Saba, DM BOŚ S.A.
3. Andrzej Szawłowski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Pchnięcie kulą

1. Łukasz Pietruszka, ACTION S.A., 9,64 m
2. Michał Wątroba, TAURON Polska Energia S.A., 9,61 m
3. Andrzej Czortek, Intersport Polska S.A., 9,59 m



Skok w dal

1. Artur Stopyra, Intersport Polska S.A., 6,28 m
2. Dariusz Kołodziejczyk, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, 5,43 m
3. Piotr Baca, TAURON Polska Energia S.A., 5,32 m

Bieg 200m

1. Artur Stopyra, Intersport Polska S.A., 00:23,48
 2. Marcin Wrona, KDPW S.A., 00:25,13
 3. Piotr Baca, TAURON Polska Energia S.A., 00:27,34
-
1. Weronika Bartulewicz, Intersport Polska S.A., 00:31,22
 2. Katarzyna Piwowarczyk-Ściebura, TAURON Polska Energia S.A., 00:33,04

Bieg 100m

1. Michał Rowiński, KBJ S.A., 00:11,84
 2. Marcin Wrona, KDPW S.A., 00:11,90
 3. Piotr Baca, Tauron Polska Energia S.A., 00:12,74
-
1. Weronika Bartulewicz, Intersport Polska S.A., 00:14,41
 2. Katarzyna Piwowarczyk-Ściebura, TAURON Polska Energia S.A., 00:15,16
 3. Sandra Mikołajczyk, Intersport Polska S.A., 00:15,70

Bieg 400m

1. Jakub Juskowiak, PKF Consult sp. z o.o., 01:00,79
2. Tomasz Wojcieszki, ACTION S.A., 01:00,81
3. Daniel Kraśkiewicz, ACTION S.A., 01:06,82

Bieg 1500m

1. Tomasz Wojcieszki, ACTION S.A., 05:27,50
2. Witold Jasiński, Intersport Polska S.A., 05:28,53
3. Dawid Łukaszewicz, Intersport Polska S.A., 05:30,37

Bieg 5000m

1. Tomasz Wojcieszki, ACTION S.A., 19:00,55
2. Dawid Łukaszewicz, Intersport Polska S.A., 20:19,53
3. Witold Jasiński, Intersport Polska S.A., 20:19,55

Bieg 3000m

1. Sandra Mikołajczyk, Intersport Polska S.A., 10:57,94
2. Magdalena Wilczek, TAURON Polska Energia S.A., 14:49,27
3. Anna Masłyk, Intersport Polska S.A., 14:52,79

Tenis stołowy

1. Grzegorz Czuż, TAURON Polska Energia S.A.
2. Radosław Nowicki, KDPW S.A.
3. Łukasz Nowak, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Koszykówka

1. ACTION S.A.
2. DM BOŚ S.A.
3. Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Sztafeta 4x100

1. Intersport Polska S.A., 00:51,31
2. KBJ S.A., 00:52,13
3. KDPW S.A., 00:52,18

MTB

1. Dariusz Wojciechowski, ACTION S.A., 00:35:10
2. Marek Morlo, ACTION S.A., 00:40:41
3. Sebastian Lis, Intersport Polska S.A., 00:42:43

Tenis ziemny

1. Piotr Boguszewicz, KBJ S.A.
 2. Krzysztof Doliński, GPW S.A.
 3. Dorian Stokłosa, Intersport Polska S.A.
-
1. Magda Żmij, Intersport Polska S.A.
 2. Barbara Robaszek, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych
 3. Monika Boguszewicz, KBJ S.A.



atskaner

SPERSONALIZOWANE SYGNAŁY TECHNICZNE NIE PRZEGAP DOBREJ INWESTYCJI!



SERWISOWI ATSKANER.PL PATRONUJE:



Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych

www.atskaner.pl



INNOWACYJNA
GOSPODARKA
NARODOWA STRATEGIA SPÓJNOŚCI

atskaner 

UNIA EUROPEJSKA
EUROPEJSKI FUNDUSZ
ROZWOJU REGIONALNEGO



Projekt współfinansowany przez Unię Europejską z Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka na lata 2007-2013.
Dotacje na innowacje. Inwestujemy w waszą przyszłość.



Indeks WIG najwyżej od 5 lat!

ŁUKASZ POREBSKI
STOWARZYSZENIE INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH

Już od czterech miesięcy w Polsce funkcjonują stopy procentowe na poziomie zaledwie 2,5%. Tak niski koszt pieniądza zaczyna przynosić wymierne efekty. Większość twardych danych makro potwierdza, iż dno koniunkturalne wystąpiło w drugim kwartale 2013 r. Według teorii obecnie mamy zatem najlepszy czas na zakupy akcji.

Strach przed ograniczeniem roli OFE wydaje się być bezpodstawny. Natomiast okresy wyprzedzaży akcji przed wakacjami, a także na początku września, czyli po ogłoszeniu przez rząd zmian w systemie emerytalnym (polegających na przekazaniu części obligacyjnej do ZUS oraz wprowadzeniu dobrowolności wyboru pomiędzy ZUS i OFE), były najlepszymi okresami do akumulacji akcji przed nieuchronnie zbliżającą się hossą. Niezaprzeczalna poprawa koniunktury i wskaźników wyprzedzających, coraz lepsze perspektywy wyników spółek oraz ogromne zaległości do giełd zagranicznych (będących na najwyższych poziomach w historii) dołączy paliwa hossie na warszawskim parkiecie. Na koniec października indeks szerokiego rynku WIG znajdował się na poziomie najwyższym od 5 lat, przy czym głównymi beneficjentami hossy są spółki małe i średnie. Zgodnie z teorią tzw. „dezinflacyjnej fazy ożywienia gospodarczego” (dołek tempa wzrostu PKB i minimum tempa inflacji) to najlepszy okres na inwestowanie w akcje. Ponadto rynkiem kapitałowym w znacznym stopniu pomogło odłożenie w czasie decyzji o zakończeniu programu luzowania ilościowego (QE3) oraz porozumienie w sprawie długu publicznego w USA. Przedłuży to najprawdopodobniej hossę do wiosny 2014 r. Obecnie wskaźniki rynkowe GPW wciąż kształtują się na poziomie 2- 3-krotnie niższym niż w 2007 czy nawet 2011 roku, a napływy do funduszy akcyjnych dopiero zaczynają nabierać tempa. Z drugiej strony, zwiastuje to ożywienie gospodarcze, bo giełda wyprzedza sferę realną o 5-7 miesięcy.

Wpływ zmian stóp procentowych na polski rynek akcji



Od wakacji 2013 r. wartości indeksów wyprzedzających koniunkturę PMI/ISM dla najważniejszych centrów gospodarczych świata – USA, Strefa Euro i Chiny przyjmują wartości powyżej 50 pkt., co wskazuje na poprawę aktywności zarówno w sektorze przemysłowym, jak i usługowym. Podobnie wskazują twarde dane m.in. dodatnia kwartalna dynamika PKB w eurolandzie w II kwartale (choć wciąż problemem pozostaje bardzo wysoka stopa bezrobocia - 12%, głównie ze względu na kraje Południa) czy wciąż utrzymujące się „zerowe” stopy procentowe w głównych bankach centralnych (Fed 0-0,25%, EBC 0,5%).

Skorygowane kwartalne szacunki produktu krajowego brutto GUS potwierdziły, iż dołek koniunkturalny w Polsce wystąpił na przełomie I i II kwartału 2013 r. Realna dynamika zarówno niewyrównanego, jak i wyrównanego sezonowo PKB osiągnęła swoje minimum w I kwartale. Drugi kwartał przyniósł już znaczącą poprawę, jednak wciąż struktura wzrostu pozostawia wiele do życzenia – największy dodatni wpływ eksportu netto oraz wydatków publicznych. Wciąż maleją zapasy,

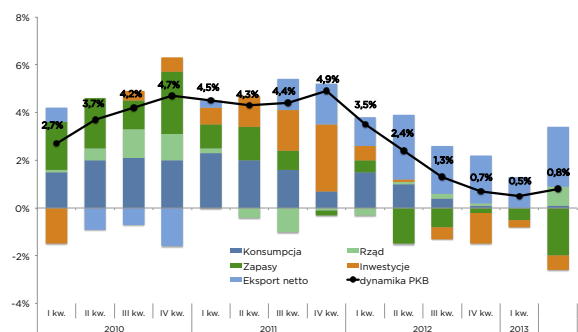
PKB w III kw.
+2,0%
r/r

	WIG20	mWIG40	sWIG80	Saldo wpłat i umożeń TFI	Saldo funduszy akcji	śr C/Z	śr C/WK
1 kw 2013	-8,2%	2,8%	4,7%	+9,5 mld zł	+0,8 mld zł	16,1	1,23
2 kw 2013	-5,3%	5,8%	7,1%	+6,7 mld zł	+0,8 mld zł	15,0	1,24
3 kw 2013	6,5%	18,0%	13,6%	+1,5 mld zł	+1,0 mld zł	16,6	1,32

Źródło: IZFiA, stooq.pl, opracowanie własne

jednak firmy w końcu ruszą z produkcją i zaczną je odbudowywać w odpowiedzi na zapotrzebowanie konsumentów. W kolejnych latach dynamika PKB ma bowiem przyspieszyć z 1,1-1,2% w 2013 r. do 2,4% w 2014 r. i 3,1% w 2015 r., co przełoży się na spadek bezrobocia i wzrost wynagrodzeń, a w konsekwencji wzrostu spożycia indywidualnego. Zdaniem ekspertów MF „w III kwartale tego roku wzrost może się zwiększyć już do około 2%, w IV kwartale spodziewamy się tempa wzrostu PKB na poziomie 2-2,5% rok do roku”.

Udział poszczególnych składowych w dynamice PKB

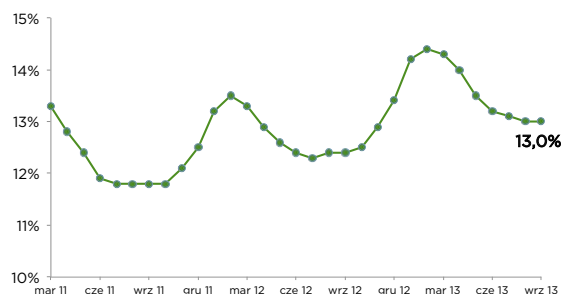


Po przejściu oszczędności zgromadzonych w OFE oraz umorzeniu obligacji skarbowych i drogowych, relacja państwowego długu publicznego do PKB Polski spadnie o około 7 pkt. proc. Jednak wbrew wcześniejszym zapowiedziom rząd wycofał się z pomysłu jednoczesnego obniżenia progów oszczędnościowych w ustawie o finansach publicznych. Nowe progi mają być jedynie związane z regułą wydatkową mająca na celu ograniczenie wzrostu wydatków sektora instytucji rządowych i samorządowych do średniego tempa wzrostu PKB. Ponadto nie należy zapominać, iż przejście aktywów OFE nie zmienia faktu rosnących przyszłych zobowiązań emerytalnych ze względu na waloryzację, tj. wciąż pozostaje długiem („ukrytym”).

W okresie luty-wrzesień 2013 r. mieliśmy do czynienia z comiesięcznym spadkiem stopy bezrobocia, z poziomu 14,4% do 13% (dla porównania we wrześniu 2012 r. stopa ta wynosiła 12,4%). W ciągu siedmiu miesięcy liczba zarejestrowanych bezrobotnych spadła o 253 tys. osób. Wszystko wskazuje na to, że również

rynek pracy wraca na ścieżkę wzrostu, choć w tym wypadku efekt trwa dłużej, tak jak z opóźnieniem nastąpiły negatywne zmiany związane z kryzysem. W projekcie przyszłorocznego budżetu zapisano, że stopa bezrobocia rejestrowanego wyniesie 13,8% na koniec 2013 i 2014 roku.

Miesięczna stopa bezrobocia



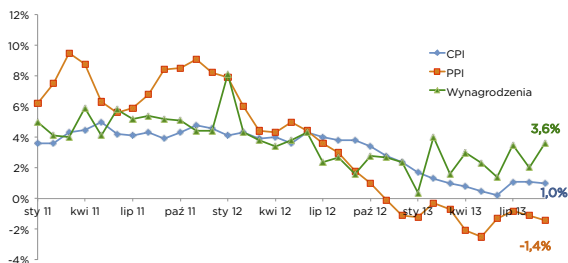
Wskaźnik inflacji CPI oscyluje od kilku miesięcy w okolicach 1% w skali rocznej, czyli poziomu najniższego od 6 lat. Wiele grup towarów i usług konsumpcyjnych odnotowało we wrześniu br. wręcz deflację, czyli spadek cen w porównaniu do września 2012 r. – m.in. odzież i obuwie, nośniki energii w mieszkaniach, koszty transportu czy łączności. Pokazuje to o czym wspomniano wyżej, a mianowicie deflacyjną fazę ożywienia gospodarczego. Z drugiej strony przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu 2013 r. wynosiło około 3770 zł brutto (+3,6% r/r), natomiast realny wzrost płac powinien mieć pozytywne przełożenie na dynamikę konsumpcji.

Wszystko wskazuje na to, że cykl obniżek stóp procentowych jest już za nami. W trakcie zaledwie 8 miesięcy, od początku listopada 2012 r. do początku lipca 2013 r. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła referencyjną stopę procentową z poziomu 4,75 do 2,5%. Następnie na kolejnych posiedzeniach decydowała o pozostawieniu stóp na niezmiennym poziomie. Inflacja wydaje się być bowiem pod kontrolą w horyzoncie przynajmniej kilku miesięcy. Jednak eksperci oczekują wzrostu średniorocznej dynamiki cen do 2,1% w całym 2014 r. i 2,5% w 2015 r.

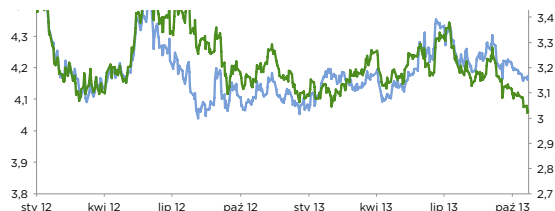
Dług publiczny w II kw. 2013
+2,1%

Stopy proc. NBP bez zmian

Dynamika cen i wynagrodzeń



Kursy walut (w PLN)



Druga połowa 2013 r. przynosi duże umocnienie polskiego złotego, a według ekspertów ta tendencja ma się utrzymać w końcówce roku i przez większość

przyszłego w związku z ożywieniem gospodarczym. Jednak w takim wypadku wpływ eksportu netto na dynamikę PKB będzie mała. **A**

sprzedaż detaliczna (wrzesień)	+3,9%	Niska inflacja i stabilizacja na rynku pracy będą wspierały konsumpcję, dzięki poprawie nastrojów i sytuacji dochodowej gospodarstw domowych.
nowe zamówienia w przemyśle (wrzesień)	+9,9%	Wskaźnik ten odnotowywał spadki w ujęciu rocznym od sierpnia 2012 r. do marca 2013 r. Największy wzrost odnotowano w zamówieniach eksportowych.
produkcja przemysłowa (wrzesień)	+6,2%	Wzrost odnotowano w 28 z 34 działów gospodarki, zarówno rosnący popyt wewnętrznych i zewnętrzny, jak i efekt niskiej bazy sprzed roku powinien być wsparciem dynamiki w przyszłych miesiącach.
produkcja budowlano-montażowa (wrzesień)	-4,8%	Sytuacja w budowlance stabilizuje się.
wskaźnik PMI dla przemysłu (wrzesień)	53,1 pkt.	Piąty raz z rzędu wzrost wskaźnika wyprzedzającego koniunkturę i trzeci raz powyżej 50 pkt., co sygnalizuje poprawę warunków gospodarczych w sektorze przemysłowym.

dane procentowe w skali roku



INI mierzy procent inwestorów byków, niedźwiedzi i neutralnych odnośnie kierunku rynku giełdowego przez następne 6 miesięcy.

Zagłosuj już dziś!

**Zaloguj się i wygrywaj nagrody*!
Każdy oddany głos to 5 punktów SII**

(*przed wzięciem udziału w badaniu należy się zalogować, inaczej głos jest anonimowy)

Jesteśmy barometrem gospodarki

WYWIAD Z ŁUKASZEM BORONIEM
PREZESEM ZARZĄDU PKP CARGO

Panie Prezesie, po co PKP Cargo wchodzi na GPW? Oczywiście mam na myśli korzyści oprócz tych związanych z pozyskaniem środków ze sprzedaży akcji w ofercie publicznej przez właściciela, czyli PKP S.A.

Debiut giełdowy to, w naszym odczuciu, wielka szansa dla Spółki na rozwój w przyszłości. Chcemy być środkowoeuropejskim koncernem kolejowym i nie wykluczamy, że w przyszłości będziemy zainteresowani potencjalnymi akwizycjami. Obecność na rynku kapitałowym może nam pozwolić na łatwiejsze pozyskanie środków na takie transakcje. Z pewnością obecność wśród giełdowej elity będzie też dla nas bardzo pozytywna od strony wizerunkowej. To także duże korzyści, jeśli chodzi o ład korporacyjny – zyskujemy bowiem grono nowych inwestorów, którzy będą mieć realny wpływ na to jak będzie funkcjonować PKP Cargo w przyszłości.

Jaka będzie polityka dywidendowa spółki? Czy inwestor indywidualny może właśnie traktować inwestycję w akcje PKP Cargo jako alternatywę dla lokaty?

Chcemy regularnie dzielić się zyskami z naszymi akcjonariuszami. Zarząd zamierza rekomendować Walnemu Zgromadzeniu wypłatę dywidendy w wysokości od 35% do 50% zysku netto Grupy PKP CARGO.

Przychody Grupy spadły w pierwszym półroczu 2013 r. o 9%. Jakie były tego przyczyny i czy będzie to stała tendencja?

Branża kolejowa i my, jako największy przewoźnik na rynku przewozów kolejowych w Polsce, jesteśmy barometrem gospodarki. Drugi kwartał tego roku był jednym z najgorszych, jeżeli chodzi o dynamikę wzrostu PKB w ciągu kilku ostatnich lat. Wraz ze



”

Branża kolejowych przewozów towarowych jest ściśle związana z rozwojem gospodarki. Jej wzrost w pozytywny sposób przekłada się na nasz sektor. Wielu ekonomistów twierdzi, że najgorsze mamy już za sobą i należy oczekiwać ożywienia.

”





spowolnieniem gospodarczym spada zapotrzebowanie na energię elektryczną w przemyśle, co powoduje spadek zużycia i przewozów węgla na rynku krajowym, a także spadek przewozów metali i rud metali wykorzystywanych do produkcji przemysłowej np. w sektorze motoryzacyjnym. Ponadto, wraz ze spowolnieniem inwestycji infrastrukturalnych spada popyt na transport kruszyw i materiałów budowlanych. Taka sytuacja oczywiście ma wpływ na nasze wyniki. Ponosimy znaczące koszty pracy, więc kiedy występuje istotny spadek przewozów, pogarsza się również nasz wynik. Kiedy jednak przewozy rosną, ten wynik ulega poprawie z powodu dużej dźwigni operacyjnej.

Czy trzeci kwartał tego roku przyniósł ożywienie gospodarcze?

W lipcu i sierpniu br. roku przewieźliśmy ponad 10 mln ton towarów. Dla nas to bardzo dobre wyniki, wskazujące na ożywienie w stosunku do II kwartału tego roku. W niektórych segmentach rynku ożywienie widać w stosunku do analogicznego okresu 2012 roku.

Wybiegnijmy dalej w przyszłość. Jak ocenia Pan perspektywy branży w perspektywie najbliższych 3 lat?

Branża kolejowych przewozów towarowych jest ściśle związana z rozwojem gospodarki. Jej wzrost w pozytywny sposób przekłada się na nasz sektor. Wielu ekonomistów twierdzi, że najgorsze mamy już za sobą i należy oczekiwać ożywienia. Duże znaczenie

będzie mieć modernizacja infrastruktury kolejowej. Zwiększy się szybkość przewożonych towarów i tym samym konkurencyjność kolei względem np. transportu drogowego. Ponadto z naszego punktu widzenia istotny będzie rozwój przewozów intermodalnych. Obecnie w Polsce nie jest to jeszcze duży rynek, ale jego perspektywy są obiecujące, jeśli porównamy jaką skalę ma ten rynek w Europie Zachodniej. Ponadto zwróciłbym uwagę na liberalizację. Polski rynek jest jednym z najbardziej konkurencyjnych w Europie, co potwierdza obecność na nim kilkudziesięciu podmiotów. Powoli podobne zjawisko następuje w innych krajach i my w tym uczestniczymy zdobywając koleje certyfikaty bezpieczeństwa, które umożliwiają samodzielne wykonywanie transportów kolejowych na danych rynkach. Jesteśmy obecni już w sześciu krajach.

Co stoi na przeszkodzie, aby w większym stopniu w Polsce przenieść transport z TIR-ów na pociągi (z dróg na kolej)?

Przede wszystkim należy zauważyć, że obecnie średnia prędkość przewozowa w Polsce wynosi 23 km/h, podczas gdy średnia w Unii Europejskiej wynosi 50 km/h, a w Niemczech 60 km/h. Jest to czynnik niezależny od nas, który decyduje o konkurencyjności infrastruktury kolejowej względem drogowej. To są przede wszystkim koszty; musimy angażować większe zasoby, żeby realizować podobne wolumeny przewozów do tych w Niemczech czy nawet na Słowacji. Planowane modernizacje, które w mojej

”

Struktura nakładów inwestycyjnych PKP Cargo jest w ostatnich latach stabilna. Większość środków przeznaczamy na modernizację taboru, jego zakup i naprawy okresowe. Tabor jest naszą przewagą konkurencyjną. Jako nieliczni w branży jesteśmy jego właścicielem i nie musimy ponosić znaczących kosztów jego pozyskiwania.

”



ocenie są nieuniknione, powinny jednak pozytywnie przełożyć się na kolej i wzrost jej konkurencyjności. Przypomnę, że tylko w latach 2013-2015 planowane inwestycje powinny wynieść 26,5 mld zł i obejmują około 4 tys. km linii kolejowych. Będziemy wozić szybciej, co dla nas i dla naszych klientów będzie oznaczać przede wszystkim niższe koszty.

Niedawno PKP PLK poinformowały o obniżce średnio o około 20% opłaty za dostęp do torów. Co to oznacza dla PKP Cargo?

Obniżka o 20,4% daje nam szansę na pewne oszczędności. Jest jednak jeszcze za wcześnie, aby ocenić rzeczywisty wpływ tej obniżki na wyniki finansowe spółki, które zależą od wielu czynników, w tym zachowania naszych konkurentów.

Spodziewamy się, że presja na obniżkę stawek będzie istotna w odniesieniu do przetargów ogłaszanych w czwartym kwartale tego roku, choć proszę pamiętać, że istotna część kontraktów PKP Cargo to kontrakty wieloletnie. Obecnie, mniejsi przewoźnicy bilansują koszty i przychody, lub ponoszą niewielkie straty. Konkurencja na polskim rynku transportu towarów koleją jest tak duża, że odbija się to na cenach, które w ostatnich latach znacząco spadły. W konsekwencji przewoźnicy byli mniej skłonni do inwestowania m.in. w tabor. Na rynku brakuje wagonów.

Sądzę, że częścią obniżki przewoźnicy podzielą się z klientami, zwłaszcza z tymi, z którymi będą zawierać umowy w najbliższym czasie. Część oszczędności z tytułu obniżki powinna zostać zainwestowana w celu odbudowy potencjału taborowego przewoźników.





W ramach Grupy PKP Cargo działa kilka segmentów takich jak przewóz towarów, intermodalny, napraw taboru czy spedycji. Który z nich ma największe znaczenie dla grupy, a który ma najwyższą rentowność?

Obecnie głównym źródłem przychodów są oczywiście przewozy towarów. To nasz podstawowy biznes i nie spodziewamy się zmian w tym zakresie. Naprawa taboru, bocznicę czy własne terminale są doskonałym uzupełnieniem naszej podstawowej działalności. Chciałabym jednak zwrócić uwagę na przewozy intermodalne. Nasz udział w tym rynku mierzony wykonaną pracą przewozową wynosi 63,3%. W latach 2010-2012 średnioroczny wzrost przewozów intermodalnych wyrażony w tonach wyniósł około 35%. To perspektywiczny obszar, któremu pomaga dążenie Unii Europejskiej, do przenoszenia kontenerów z dróg na tory. Ponadto, oczekiwany spadek stawek dostępu do infrastruktury powinien pozytywnie stymulować rozwój tej części naszego biznesu.

Proszę przedstawić główne elementy programu inwestycyjnego oraz jego wartość w perspektywie najbliższych lat.

Struktura nakładów inwestycyjnych PKP Cargo jest w ostatnich latach stabilna. Większość środków przeznaczamy na modernizację taboru, jego zakup i naprawy okresowe. Tabor jest naszą przewagą konkurencyjną. Jako nieliczni w branży jesteśmy jego właścicielem i nie musimy ponosić znaczących kosztów jego pozyskiwania. Inni operatorzy muszą kupować, leasingować czy wynajmować tabor – my

nabywamy jedynie wagony w ramach wymiany parku wagonowego finansując to głównie leasingiem.

Jeśli chodzi o kwoty inwestycji, to w ostatnich latach rosły. W ub. roku osiągnęły wartość 717,6 mln zł. W kolejnych nadal nakłady będą się koncentrować na taborze. Dotychczas zmodernizowaliśmy około 300 lokomotyw, a plan na następnych 10 lat zakłada modernizację 150 kolejnych.

Na koniec proszę przedstawić plany rozwoju Grupy?

Chcemy być środkowoeuropejskim liderem. Musimy w tym celu kontynuować restrukturyzację spółki i trzymać koszty pod kontrolą. Chcemy rozwijać się dalej w przewozach intermodalnych. Chcielibyśmy też wejść mocniej w rynek przewozów wyrobów petrochemicznych, gdzie mamy mały udział w porównaniu do wielkości udziału w polskim rynku ogółem w masie. Segment przewozu wyrobów petrochemicznych jest dla nas bardzo interesujący i wpisuje się w naszą strategię. Nasze ambicje nie kończą się na polskim rynku. Realizujemy przewozy już w kilku państwach. Nie wykluczamy w przyszłości selektywnego zainteresowania przewoźnikami w regionie. Przede wszystkim spoglądamy na rynki, gdzie mamy już certyfikaty bezpieczeństwa, czyli oprócz Polski na Czechy, Węgry, Słowację, Austrię, Niemcy i Belgię. A więc głównie jest to region Europy Środkowo-Wschodniej oraz kraje, gdzie wolumen przewozów jest bardzo duży, jak Beneluks czy Niemcy. Na obecnym etapie nie interesują nas rynki wschodnie ze względu na inny rozstaw torów i brak liberalizacji rynku. **A**



Relacje inwestorskie według najlepszych standardów zachodnich

MICHAŁ MASŁOWSKI
STOWARZYSZENIE INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH

19 września 2013 r. w Warszawie odbyła się konferencja „Relacje inwestorskie z inwestorem indywidualnym według najlepszych wzorców zachodnich”. Wzięli w nich udział przedstawiciele spółek z Europy zachodniej. Celem konferencji było przedstawienie w jaki sposób spółki z rozwiniętych rynków kapitałowych prowadzą relacje inwestorskie z inwestorami indywidualnymi.

W Polsce „nie da się”

Nie jest tajemnicą, że w Polsce poziom relacji z inwestorami indywidualnymi pozostawia wiele do życzenia. Duże spółki, z nielicznymi chlubnymi wyjątkami, raczej traktują inwestorów indywidualnych po macoszemu i często komunikują się bardziej z konieczności, a nie z przekonania, że warto dbać o tę grupę interesariuszy. Podstawowymi argumentami, które wysuwają polskie spółki giełdowe jest to, że inwestorzy indywidualni się nimi nie interesują, że jest problem z dotarciem, a także, że są to działania nieefektywne. Tak, to prawda, z punktu widzenia efektywności o wiele mniej trudu trzeba włożyć w to, aby porozmawiać z przedstawicielami funduszy reprezentującymi określony kapitał niż z inwestorem indywidualnym, który tak naprawdę nie wiadomo ile ma pieniędzy. Ale czy to jest powód do powszechnej bierności ze strony spółek?

Decyzja jest już podjęta

Przedstawiciele zachodnich spółek podczas konferencji zwrócili uwagę na fundamentalną rzecz. Decyzja, czy się komunikować czy też nie, z inwestorami indywidualnymi podejmowana jest przez spółki znacznie wcześniej, tj. już na etapie IPO. Nie można się z tego potem wycofać z jakiegokolwiek powodu. Co ważne, zwrócili uwagę, że proces budowy masowego akcjonariatu złożonego z inwestorów indywidualnych trwa często przez długie lata. To nie jest zadanie, które można „przeskoczyć” w jeden kwartał, podejmując doraźnie, nieco bardziej aktywne działania. Oczywiście ogromne znaczenie ma fakt, że społeczeństwa Europy zachodniej są o wiele bogatsze, a tradycja inwestowania na giełdzie liczy tam grube kilkadziesiąt lat. Jednak żadna ze spółek, której przedstawiciele gościli na seminarium w Warszawie, nie zbudowała swojej pozycji wśród inwestorów indywidualnych w ostatnich latach. Ich kilkuset tysięcy lub wręcz

Prelegenci:



Aleksander Bek, Deutsche Telekom



Matthew Cole, F.T.I Consulting



Laurent Dublanquet, Air Liquide

milijonowe akcjonariaty zostały żmudnie wypracowane poprzez mrończą pracę u podstaw.

Różnice są ogromne

Podstawowy wniosek jaki można wysnuć po konferencji, jest niestety smutny. To, co robią polskie spółki publiczne znacznie odbiega od przedstawionych standardów zachodnich. Skala

prowadzenia relacji inwestorskich ukierunkowanych na inwestora indywidualnego w spółkach z za naszej zachodniej granicy przeraża swoim ogromem. Poziom świadomości roli akcjonariatu masowego, złożonego z inwestorów indywidualnych np. we Francji, czy w Niemczech, w porównaniu z Polską to niebo a ziemia. Pozytywne przykłady jednak istnieją, wystarczy tylko czerpać z nich garściami. **A**



Organizatorzy:



Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych



Ministerstwo
Skarbu
Państwa

Partnerzy:



Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych



GIEŁDA PAPIERÓW
WARTOŚCIOWYCH
W WARSZAWIE

Partnerzy medialni:



GPW MEDIA



Konferencja organizowana
w ramach programu



inwestomierz
inwestycje w jednym miejscu

Inwestycje pod Twoją kontrolą

SPRAWDŹ ZA DARMO NA
www.inwestomierz.pl



Serwisowi inwestomierz.pl patronuje:



Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych




inwestomierz
inwestycje w jednym miejscu

UNIA EUROPEJSKA
EUROPEJSKI FUNDUSZ
ROZWOJU REGIONALNEGO



Projekt współfinansowany przez Unię Europejską z Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka na lata 2007-2013.
Dotacje na innowacje. Inwestujemy w waszą przyszłość.

A portrait of Michał Masłowski, a man with short brown hair, smiling and wearing a dark suit, white shirt, and a red and black striped tie. The background is a blurred green.

„Sprawa OFE” to problem nas wszystkich – przyszłych emerytów

MICHAŁ MASŁOWSKI
STOWARZYSZENIE INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH

Rok 2013 zostanie zapamiętany jako data początku końca II filaru systemu emerytalnego w Polsce.

Przypomnijmy, w dużym skrócie Rząd, w majestacie prawa, zabiera obywatelom ich oszczędności. Kwota 140 miliardów złotych, które przez 13 lat zebraliśmy w Otwartych Funduszach Emerytalnych, a którą te trzymały w obligacjach Skarbu Państwa zostanie z OFE wydzielona, obligacje umorzone, a równowartość dopisana do naszych kont w ZUS-ie. Problem polega na tym, że prawdziwe pieniądze, które mieliśmy w OFE zostaną zamienione na wirtualny zapis w bazie danych, czyli za ledwie obietnicę tego, że za kilkadziesiąt lat zostanie nam wypłacona emerytura.

Od teraz OFE, w jakiegokolwiek formie będą funkcjonować, nie będą mogły inwestować w obligacje Skarbu Państwa. Brzmi to kuriozalnie, ale wygląda na to, że jesteśmy pierwszym Państwem na świecie, w którym fundusze specjalizujące się w gromadzeniu środków na naszą emeryturę staną się agresywnymi funduszami akcyjnymi. Ewentualnie można sobie wyobrazić sytuację, w której zamiast obligacji wybiorą mniej efektywne, ale prawie, tak samo pewne lokaty bankowe.

Do tego dochodzi niestety smutna praktyka „domyślności po stronie ZUS-u”. Każdy obywatel będzie mógł wybrać, czy chce część swojej składki odprowadzać do OFE, czy też całość przekazywać do ZUS-u. Niestety zaniechanie odpowiedzi skutkuje automatycznym przeniesieniem do ZUS-u. Dodatkowo, raz podjęta decyzja o przejściu do ZUS-u nie będzie mogła być zmieniona. Natomiast osoby, które zostaną w OFE będą mogły co jakiś czas podejmować decyzję o nieodwracalnych przenosinach do ZUS-u (według najnowszych deklaracji Rządu będzie można to robić raz na dwa lata).

To wszystko spowoduje szybkie i trwałe skarlówanie całego systemu emerytalnego zwanego do tej pory II filarem. Ucierpi na tym rynek kapitałowy, który zacznie odczuwać brak systematycznego popytu na akcje ze strony OFE. Na rynku z czasem zabraknie jednego poważnego instytucjonalnego inwestora. Na samym końcu ucierpiemy my sami, ale o tym przekonamy się dopiero za kilkadziesiąt lat, gdy będziemy przechodzić na emeryturę.

Z tychże rozważań płynie kilka niestety smutnych wniosków. Po pierwsze aktualne pokolenie 20, 30-latków będzie zapewne pracować do śmierci.



Wynika to z bardzo złej struktury demograficznej naszego społeczeństwa, co w konsekwencji będzie powodowało kolejne przesunięcia wieku emerytalnego. Po drugie jeżeli jednak dożyjemy do emerytury i będziemy chcieli mieć pewność, że dostaniemy ją w takiej wysokości, która zapewni nam jakkolwiek

przyzwoity poziom życia, to musimy oszczędzać sami. IKE, lokaty terminowe, fundusze inwestycyjne, samodzielne inwestowanie na giełdzie, czy też przysłowiowa skarpeta – cokolwiek, co pozwoli nam uniezależnić się od łaski lub niełaski ZUS-u. **A**

O problemach budżetu Państwa, o stanie polskiego rynku kapitałowego „po ostatecznym rozmontowaniu OFE” oraz o przyszłych problemach polskich emerytów rozmawiamy w podcaście Echa Rynku z Markiem Zuberem.

Podcast Echa Rynku: Ostateczna likwidacja OFE w szczegółach

(...) Michał Maślowski:

Czyli trzeba się modlić o to, aby wówczas kiedy my będziemy na emeryturze, jakiś wyż demograficzny się zdarzył.

Marek Zuber:

Czy wyobrażasz sobie taką sytuację, że wtedy kiedy przejdziesz na emeryturę, wyjdzie minister finansów, ktokolwiek by tym ministrem nie był, i powie tak: Jesteś fantastycznym obywatelem, w ogóle jesteś super gość. Odłożyłeś sobie 537 000 złotych i tyle jest na twoim rachunku w funduszu ubezpieczeń społecznych, zarządzanymi przez ZUS. Ale, sytuacja naszego Państwa jest bardzo trudna. Finanse publiczne nie są w stanie normalnie funkcjonować, jeśli w 100% pokryjemy tą twoją wierzycielność i wpłacimy te ponad 500 000 zł. Wszystko na co nas stać, to 250 000 złotych. Czyli twoja emerytura dramatycznie się zmniejszy. I co Ty, powiedz mi, zrobisz?

Michał Maślowski:

Wiesz co, ja nic nie zrobię, bo ja będę już w tym wieku, że ja już nie będę miał sił, wychodzić na ulice, protestować, palić samochody. Teraz to jeszcze ewentualnie miałbym tyle sił. Ale potem?

Marek Zuber:

...Tak więc widzisz, to jest największa moja wątpliwość dotycząca rozmontowywania OFE. Bo ja jednak wolę mieć te swoje pieniądze w obligacjach skarbowych, które są dokładnie takie same dla OFE, dla funduszy, dla zakładów ubezpieczeniowych, dla banków, a także dla zagranicznych inwestorów. Są dokładnie takie same. Więc jeśli ktoś wymyśli „nie wykupię obligacji”, to nie może zidentyfikować dla przykładu: nie wykupię obligacji należących do OFE. Jeżeli Rząd nie wykupi wszystkich obligacji, to właśnie będzie oznaczać upadłość Państwa, a to już jest znacznie trudniejsza decyzja, niż powiedzenie: „Drogi obywatelu, ja Ci wpłacę tylko 250 000 zł na Twój rachunek emerytalny w FUSie, a nie to co Ci się należy, czyli te 537 000 złotych”. I to jest moja największa wątpliwość. (...)



Pobierz Podcast Echa Rynku prosto z iTunes



Polska rozsmakowała się w cydrze

ROZMOWA Z ROBERTEM OGÓREM
PREZESEM ZARZĄDU AMBRA S.A.

Jak oceniacie zakończony 30 czerwca rok obrotowy?

W ubiegłym roku obrotowym musieliśmy zmierzyć się z dwoma trudnymi wyzwaniami. Pierwszym z nich był wzrost cen surowców wywierający silną presję na poziom naszych marż, drugim – spowolnienie konsumpcji w Polsce i na pozostałych rynkach działalności. Priorytetowym działaniem było w tych okolicznościach wprowadzenie podwyżki cen sprzedaży, a następnie zminimalizowanie jej negatywnego wpływu na wartość i wolumen sprzedaży. Oba te cele udało nam się osiągnąć, dlatego dobrze oceniamy rok 2012/2013.

W okresie spowolnienia konsumpcji wiele spółek koncentruje się raczej na oszczędnościach niż na inwestowaniu w rozwój biznesu. Jakie jest Wasze podejście do tego tematu?

Pomimo obserwowanego obniżenia dynamiki wzrostu rynku wina do około 0,8% w pierwszym półroczu 2013 roku, jesteśmy przekonani o dobrych perspektywach wzrostu rynku wina, a także innych nietradycyjnych segmentów rynku alkoholi, takich jak brandy czy cydr. Dlatego pomimo spowolnienia inwestujemy w nasze dotychczasowe marki i tworzymy nowe. To właśnie one kreują trwałą wartość dla akcjonariuszy.

Jakich nowości można się spodziewać w ofercie Ambry?

Wiele obiecujemy sobie po naszej ostatniej nowości, czyli marki CYDR LUBELSKI, który już po kilku miesiącach od wprowadzenia na rynek zajął wiodącą pozycję w modnym i rozwojowym segmencie cydru. Został entuzjastycznie przyjęty zarówno przez

konsumentów, jak i przez handel. Bardzo dobrze sprzedaje się również wino SUTTER HOME, którego dystrybucję przejęliśmy w czerwcu.

Czy to oznacza, że Wasza strategia opiera się wyłącznie na wzroście marek na rynku wina i innych alkoholi?

Nie, równie istotna jest umiejętność zwiększania efektywności naszych operacji. W ostatnim roku obrotowym uprościliśmy naszą strukturę operacyjną łącząc trzy spółki w Polsce i dwie w Czechach, zamykając nierentowną winiarnię w Czechach, czy reorganizując dział sprzedaży Horeca. Oczekujemy, że te działania przyniosą nam oszczędności na poziomie około 4 milionów złotych.

Jakie cele stawiacie sobie na rok 2013/2014?

Naszym głównym celem jest wzrost zysków przy jednoczesnym inwestowaniu w rozwój. Wierzymy, że efekty działań zrealizowanych w roku poprzednim przełożą się na wyraźną poprawę wyników, a nowe projekty rynkowe zwiększą potencjał wzrostu wartości dla akcjonariuszy. **A**

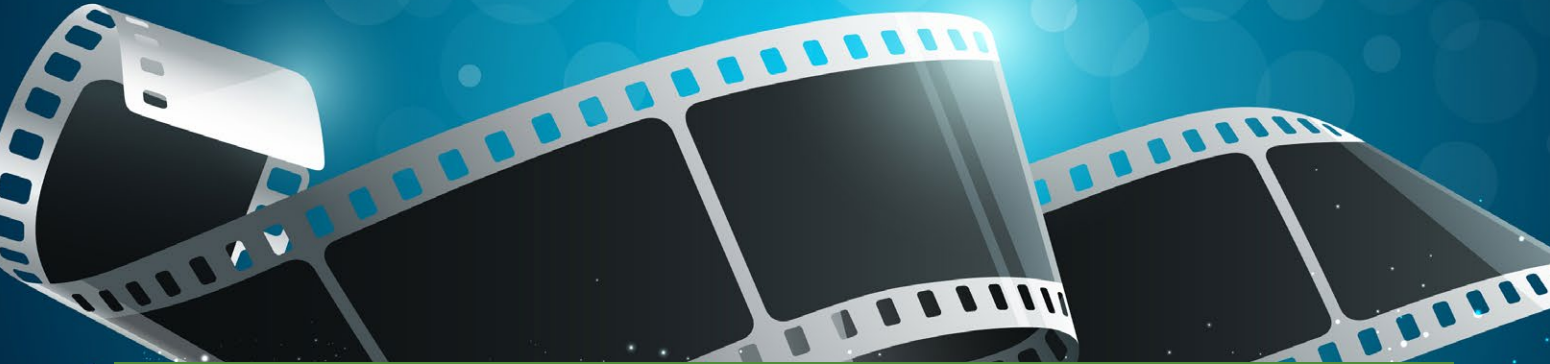


”

Pomimo spowolnienia inwestujemy w nasze dotychczasowe marki i tworzymy nowe. To właśnie one kreują trwałą wartość dla akcjonariuszy

”

Atrakcyjne Spółki

A stylized candlestick chart element with a dark brown body and a white body, positioned to the right of the main title.A graphic of a film strip with several frames, curving across the middle of the page. The background is a dark blue with bokeh light effects.

**Czy codzienna analiza
rynku jest niezbędna,
aby osiągnąć sukces?**

ŁUKASZ NOWAK
STOWARZYSZENIE INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH

Bieżąca analiza rynku jest jednym z podstawowych warunków osiągnięcia sukcesu na giełdzie. Inwestorzy powinni na bieżąco monitorować jakie są nastroje na światowych rynkach, co dzieje się z indeksami za oceanem i u naszych zachodnich sąsiadów i w jaki sposób możemy te informacje wykorzystać do przewidywania ruchów na GPW. Wreszcie jak na te wszystkie informacje reaguje nasza rodzima giełda i jak wybrać tych kilka atrakcyjnych spółek spośród kilkuset walorów notowanych na polskim rynku.

Nawet gdy upatrzymy już sobie potencjalne walory, to droga do poprawnego zawarcia transakcji jest jeszcze długa i wyboista. Przed finalnym kliknięciem „złóż zlecenie”, czeka nas jeszcze szczegółowa analiza waloru, określenie sygnału inwestycyjnego czy też sprawdzenie stosunku zysku do ryzyka. Jak pokazują badania, większości inwestorów sprawia też problem odpowiednie ustawienie zlecenia stop-loss. Co gorsza, wielu z nich w ogóle go nie używa, co często kończy się drenażem środków na rachunku maklerskim lub całkowitym wyzerowaniem konta.

Aby być na bieżąco, należy codziennie poświęcić kilka godzin na analizę rynków i otoczenia makroekonomicznego. Jak wynika z Ogólnopolskiego Badania Inwestorów statystyczny inwestor to osoba, która traktuje giełdę jedynie jako dywersyfikację dochodów. W praktyce, pracując zawodowo, ciężko znaleźć czas na bieżący przegląd rynku i skuteczne inwestowanie, a nawet jeżeli, odbywa się to często kosztem życia prywatnego.

Dostrzegając powyższy problem, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych w styczniu 2012 r. uruchomiło projekt Atrakcyjne Spółki (ATS). Od tamtej pory napisany przez SII autorski program codziennie analizuje notowania wszystkich spółek z GPW i przedstawia te walory, na których wystąpiły określone sygnały techniczne – np. formacja młota, duży wzrost wolumenu czy przecięcie średnich kroczących. Każdy sygnał jest odpowiednio sparametryzowany, tak aby program generował tylko te najistotniejsze. Dodatkowo każdy odcinek zawiera komentarz rynkowy analityka SII, bieżącą analizę techniczną dobrze rokujących walorów lub sygnałów ostrzegawczych, a także okresowo dodatek edukacyjny z cyklu „Piguła Analizy Technicznej” (na chwilę obecną są to 32 odcinki



tworzące kompletny kurs analizy technicznej). W lipcu 2013 r. SII rozpoczęło publikację nowej odsłony projektu – „ATS Video”. W odpowiedzi na zapotrzebowanie inwestorów dotychczasowa publikacja sygnałów technicznych została wzbogacona o analizy wideo, które prowadzą inwestora przez kompletny proces decyzyjny. Analityk SII codziennie, na podstawie wygenerowanych przez program sygnałów, wybiera najciekawsze spółki, które analizuje pod kątem technicznym. Historyczne dane są przedstawiane na wykresie, krok po kroku prezentowany jest ciąg logiczny, prowadzący do wyboru danego waloru, wreszcie wskazywany jest optymalny moment do kupna akcji. Ponadto czytelnik dowie się gdzie najlepiej ustawić zlecenie zabezpieczające, jakie są perspektywy przed spółką i cena docelowa jej kursu. To nie wszystko. Gdy kurs spółki będzie zagrożony korektą będzie można dowiedzieć się o tym z ATS-a Video, który uwzględni również generowane sygnały ostrzegawcze.

Aby zdobyć wiedzę umożliwiającą efektywną grę na giełdzie potrzeba wiele wysiłku. Nie chodzi tu

bynajmniej o obszerną wiedzę teoretyczną, ale o mnogość technik wykorzystywanych do analizy technicznej. Już teraz jest ona ogromna, a przecież jak każda dziedzina wciąż się rozwija. Jednocześnie rynek wciąż ewoluuje czyniąc stare teorie nieaktualnymi i zmuszając inwestorów do ciągłej edukacji. Oprócz znajomości tajników AT niezbędne jest opracowanie własnego systemu inwestycyjnego, które zajmuje sporo wysiłku, a jego testowanie jest często czasochłonne i kosztowne. Niebagatelny jest też wpływ psychologii na nasze wyniki. Odpowiednie przygotowanie mentalne to podstawa każdego tradera, bo jak pokazują badania około 70% sukcesu na giełdzie zależy właśnie od naszej kondycji psychicznej. Według ekspertów profesjonalne szkolenie samodzielnego inwestora trwa od 2 do 5 lat i kosztuje kilkanaście tysięcy złotych. Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych pomaga oszczędzić zarówno pieniądze jak i potrzebny w tym procesie czas m.in. poprzez konferencję giełdową Profesjonalny Inwestor. Wszystkich, którzy są zainteresowani szybkimi rezultatami i dużą skutecznością zachęcamy do oglądania codziennych odcinków ATrakcyjnych Spółek Video.

”

Codziennie do ATS-a Video wybieram około 5 walorów. Jeżeli tylko na wykresie pojawia się wiarygodny sygnał kupna, który jest zgodny z długoterminowym trendem, a kluczowy wskaźnik zysk do ryzyka wynosi przynajmniej 3:1, spółka pojawia się w projekcie. Oczywiście podaję również potencjalny zasięg struktury i podpowiadam jak zminimalizować straty za pomocą mądrze ustawionego stop-lossa. Podstawą każdej analizy oprócz identyfikacji trendu głównego i trendów krótkoterminowych jest badanie falowości wg. Teorii fal Elliota. W celu dokładnego określenia zasięgu impulsów i korekt stosuję zaawansowane techniki Fibonacciego, które w połączeniu ze świecami japońskimi dają wiarygodne sygnały. Obserwuję również informacje płynące ze wskaźników takich jak MACD czy przecięcia średnich kroczących w różnych interwałach czasowych. Wiele walorów, które wybieram osiągają przewidywane wyniki, a część nawet je przewyższa. Inwestorzy, którzy skorzystali z moich wskazówek mogli zyskać m.in. na imponujących wzrostach takich walorów jak Groclin, Redan a także na spektakularnym skoku Ursusa. Ponieważ nic nie boli tak jak stracone pieniądze, szczególną uwagę przywiązuję do sygnałów ostrzegawczych. Gdy rynek wykańcza rysowanie struktury i pojawia się negatywna formacja świecowa w pobliżu istotnego oporu z pewnością się o tym dowiesz oglądając analizę wideo.

Lukasz Nowak, specjalista ds. analiz giełdowych

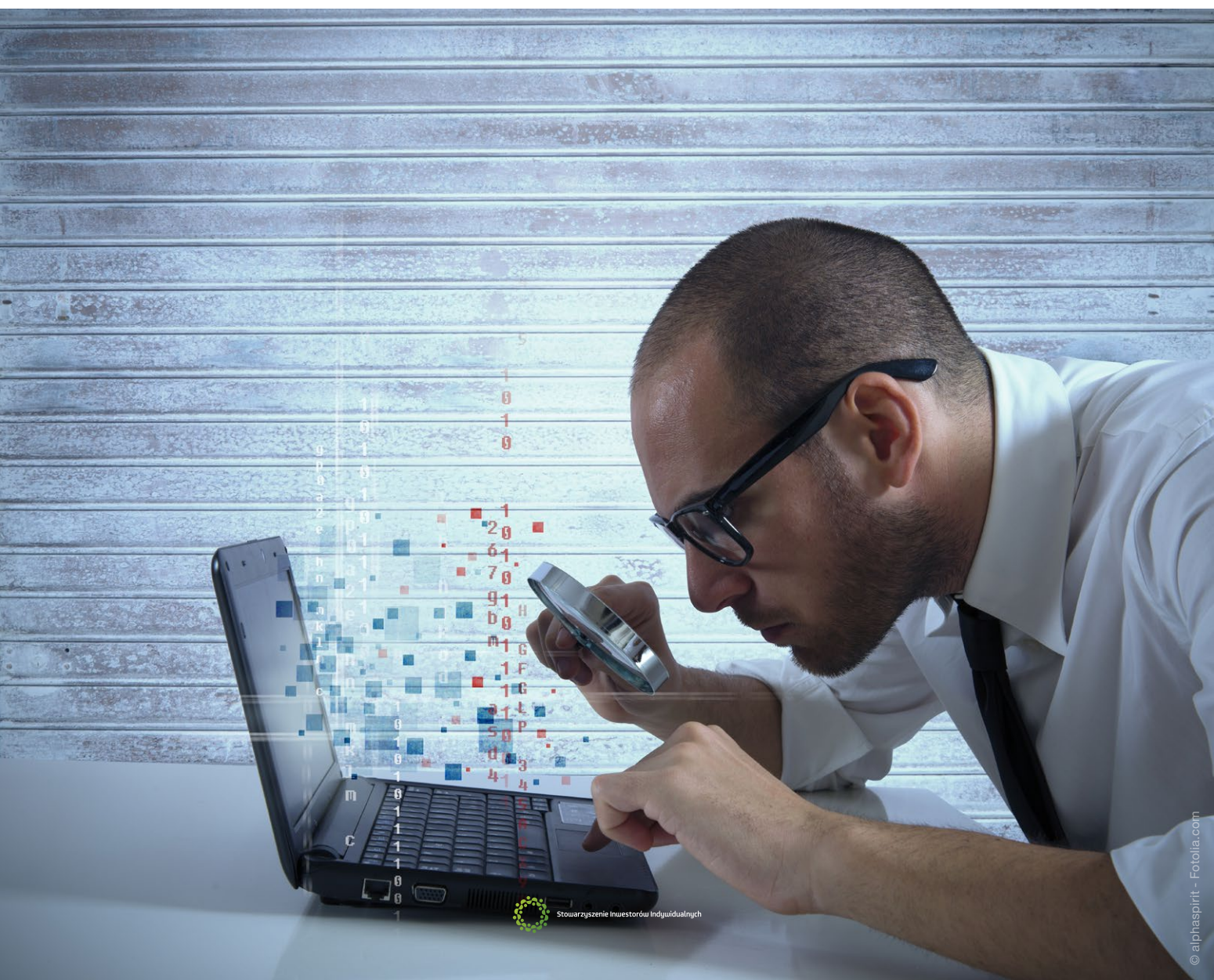
”



” ATS Video to świetna propozycja dla inwestorów, którzy do tej pory korzystali z subskrypcji biuletynów z sygnałami inwestycyjnymi. Ich ceny kształtują się na poziomie kilku tysięcy złotych rocznie. Nasz projekt jest całkowicie darmowy dla członków SII. To nie wszystko! Planujemy również wykorzystywać możliwości naszego nowego serwisu atskaner. Dzięki niemu sygnały publikowane do tej pory raz dziennie, są generowane na żywo. Personalizacja serwisu i alertów daje nam niedostępne do tej pory możliwości szybkiego reagowania na sygnały inwestycyjne, co nie pozwoli przegapić najkorzystniejszych okazji. Do końca grudnia 2013 r. rejestracja i wszystkie narzędzia analityczne serwisu są bezpłatne.

Łukasz Porębski, Dyrektor Finansowy, Wiceprezes SII

”



3 kwartał w SII

Trzeci kwartał kojarzy się zazwyczaj z urlopami i wypoczynkiem. Dla Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych był to jednak czas wyętej pracy. Czym zajmowaliśmy się na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy?



11 Ogólnopolskie Badanie Inwestorów

W sierpniu zakończyliśmy ogólnopolskie badanie inwestorów. Ma ono na celu stworzenie profilu inwestorów indywidualnych w Polsce, poznanie ich potrzeb i preferencji przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. W tegorocznej edycji wzięło udział 5332 inwestorów.

© goodluz - Fotolia.com



Capital Market Games



W dniach 21-22 września 2013 r. na terenie obiektów Centralnego Ośrodka Sportu w Zakopanem odbyły się pierwsze Igrzyska Rynku Kapitałowego.

Konferencja Relacje Inwestorskie z inwestorem indywidualnym według najlepszych wzorców zachodnich

19 września 2013 r. na Sali notowań Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Odbyła się pierwsza konferencja w całości poświęcona relacjom inwestorskim z inwestorami indywidualnymi poprowadzona przez specjalistów z zagranicznych rynków kapitałowych.

Capital Market Day



30 września już po raz drugi zaprosiliśmy inwestorów do odwiedzenia spółek w ich siedzibach. Tym razem gospodarzami spotkań były: ENEL-MED S.A., Neuca S.A. i Ambra S.A.



Bezpłatne szkolenia z inwestowania na giełdzie



Akcyonariat Obywatelski

We wrześniu ruszyła również trzecia odsłona projektu edukacyjnego „Akcyonariat Obywatelski. Inwestuj świadomie”, którego SII jest partnerem.

Podcast Echa Rynku



Temat oszczędzania na emeryturę i OFE został poruszony podczas nagrania Podcastu Echa Rynku, w którym Michałowi Masłowskiemu towarzyszył Marek Zuber. W ramach tego cyklu słuchacze mogli się również dowiedzieć co nas czeka po 23 września, czyli wszystko o indeksie WIG30 i zmianach na kontraktach terminowych oraz o wejściu LPP do WIG30 (podczas wywiadu z Dariuszem Pachlą, Wiceprezesem LPP S.A.).



Czat inwestorski



Za pomocą portalu SII Eurotel SA poinformował o bardzo dobrych wynikach w I półroczu a inwestorzy mogli się spotkać na czacie z przedstawicielami spółek: Alior Bank S.A., TAURON Polska Energia S.A., Sevenet S.A., LW Bogdanka, Grupa DUON, Intersport Polska SA, Grupa Azoty, Grupa PZU, Grupa PEIXIN.



NEW/connect
RYNEK AKCJI GPW

eBiuletyn NewConnect

Czytelnicy mogli zapoznać się z analizą spółek: Tele-Polska Holding S.A., AEDES S.A., Synektik S.A., InfoScope S.A., Gwarant..



Akcjonariusz

W trzecim kwartale został wydany nowy numer Akcjonariusza, tym razem w nowej odsłonie, w wersji elektronicznej. A w środku m.in. o tym jak Gavin Holmes zmienił swoje spojrzenie na rynek, giełdowe rozstanie, czyli koniec WIG20, cykl pokoleniowy według Wojciecha Białka, NewConnect – rynek w trakcie zmian i wiele innych!

Ciekawe spółki

Na przestrzeni trzeciego kwartału analitycy SII prześwietlili następujące spółki:

- City Interactive - Wyniki finansowe badanej spółki pokazują specyfikę branży. Znaczna zwyżka przychodów i zysków generowana jest w okresach, w których odbywa się premiera kluczowych gier. W pozostałych okresach znaczną przewagę mają koszty działalności spółki, które dotyczą przede wszystkim prac deweloperskich nad nowymi tytułami.
- Hygienika - Metamorfoza producenta pieluch - W 2012 r. powstaje grupa kapitałowa poprzez wchłonięcie firm dystrybucyjnych, a na początku 2013 r. działalność zostaje rozszerzona o prowadzenie w Polsce sieci drogerii Dayli.
- JW Construction - Jaka jest perspektywa branży deweloperskiej? Jakie założenia ma nowy program rządowy, który ma stymulować rynek, na którym działa JWC? Jak wypada badana spółka na tle konkurencji w analizie porównawczej?



- Barlinek - Jak duże jest zadłużenie Barlinka? Jakie były czynniki wpływające na poprawę wyników finansowych w pierwszym kwartale tego roku? Jak wypadają relacje inwestorskie spółki na tle innych podmiotów notowanych na GPW oraz jakie sygnały płyną z analizy technicznej wykresu akcji?
- Integer.pl - konkurencja z Poczta i kurierami oraz ekspansja zagraniczna - Jak ocenić strukturę bilansu spółki? Jak biznes pocztowy Grupy Integer.pl porównać do Poczty Polskiej oraz jakie sygnały płyną z analizy technicznej wykresu akcji?

Walne Zgromadzenia Spółek

W trzecim kwartale 2013 roku Stowarzyszenie wzięło aktywny udział w walnych zgromadzeniach kilku giełdowych spółek:

- Colian,
- Czerwona Torebka,
- PSW Capital,
- Solar Company,
- LC Corp,

Ponadto Stowarzyszenie podejmowało inne liczne aktywności i interwencje na rzecz inwestorów indywidualnych, w tym m.in. w sprawie spółek:

- Black Lion Fund – SII skierowało do sądu wniosek o zobowiązanie Zarządu Emitenta do udzielenia informacji, których przekazania odmówiono podczas obrad majowego walnego zgromadzenia Spółki.
- Prima Moda – mając na uwadze wątpliwości dotyczące prawidłowego przestrzegania niektórych zasad ładu korporacyjnego przez Spółkę, a także brak publikacji aktualnej informacji o pożyczce udzielonej Prezesowi Zarządu Prima Moda, SII zwróciło się do Emitenta z prośbą o wyjaśnienia w tej sprawie,
- Czerwona Torebka – SII domagało się szerszych informacji dotyczących planowanego nabycia firmy Małpka i warunków tej transakcji. W tym celu SII skierowało pismo z rzeczonym wnioskiem do

Zarządu Spółki, a także wzięło udział w walnym zgromadzeniu Emitenta. Ostatecznie Zarząd Czerwonej Torebki przekazał więcej niezbędnych informacji,

- BZ WBK – W ocenie SII ustalona cena sprzedaży posiadanych przez BZ WBK aktywów wydawała się zdecydowanie zbyt niska. Wobec tego SII skierowało do Zarządu Spółki listę pytań dotyczących transakcji. Po kilkunastu dniach akcjonariusze doczekali się odpowiedzi Banku,
- LC Corp – informacja o planach odkupienia wieżowca Sky Tower wywołała na rynku spore kontrowersje. Inwestorów o zasadności transakcji nie przekonywał opublikowany raport bieżący, który nie był zbyt szczegółowy. Na wniosek Stowarzyszenia Zarząd LC Corp przekazał do publicznej wiadomości znacznie szerszy zakres informacji,
- Bioton i Petrolinvest – Stowarzyszenie zwróciło się do KNF z prośbą o weryfikację, czy akcjonariusz dwóch powyższych spółek, pełniący jednocześnie w nich funkcję przewodniczącego rady nadzorczej, nie naruszył przepisów prawa dotyczących zakazu zbywania akcji w okresach zamkniętych.

W tym samym okresie udzieliliśmy także kilkuset porad prawnych z zakresu rynku kapitałowego naszemu członkom.



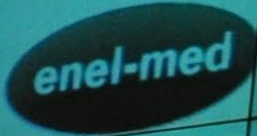
**ATrakcyjne
Spółki**

Atrakcyjne Spółki

Eksperti SII tworzą codzienną analizę spółek, dzięki której nie trzeba poświęcać czasu na przeglądanie tabel i wykresów. Zapraszamy do odświeżonej wersji projekty ATS – tym razem nasi analitycy przygotowują dla Was analizy video!

CAPITAL MARKET DAY

30 września 2013 r., Warszawa
Odwiedź trzy spółki w jeden dzień!



AMBRA

CENTRUM MEDYCZNE

ORGANIZATORZY



Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych



Inner Value
investor relations

PARTNERZY



GIEŁDA PAPIERÓW
WARTOŚCIOWYCH
W WARSZAWIE

PARTNERZY MEDIALNI

DZIENNIK
GAZETA PRAWNA

forsal.pl

ISB

inwestycje.pl

pap

M

www.sii.org.pl/cmd

Oko w oko z inwestorem

14,02

TPSA

24 503

orange™

RELACJA Z CAPITAL MARKET DAY
19 WRZEŚNIA 2013 R., WARSZAWA

-1,04%

-0,36%

-0,72%

30 września 2013 r. odbyła się w Warszawie druga edycja Capital Market Day (CMD). CMD pozwala inwestorom indywidualnym „od kuchni” poznać jak funkcjonują spółki notowane na GPW. Tym razem inwestorów zaprosiły 3 z nich: Enel-Med., Neuca oraz Ambra.

Poranne spotkanie z inwestorami rozpoczęło się na Sali Notowań GPW. Swoje prezentacje inwestorskie przeprowadzili przedstawiciele Zarządów Enel-Med i Neuca. Następnie wszyscy uczestnicy spotkania udali się autokarami do szpitala i przychodni Enel-Med w Warszawie. Na miejscu uczestnicy mogli zobaczyć warunki, jakie na co dzień można obejrzeć tylko w popularnych serialach o lekarzach. Maksymalnie dwuosobowe sale z prywatnymi łazienkami, nowoczesny sprzęt medyczny i doświadczony personel – to wszystko zrobiło duże wrażenie na odwiedzających.

Następnie inwestorzy udali się do centralnego magazynu farmaceutyków firmy Neuca w Ołtarzewie,

gdzie na żywo m.in. można było obejrzeć proces „obiegu” leków od momentu przyjęcia towaru, aż do skompletowania i wysyłki konkretnych zamówień do aptek na terenie całej Warszawy.

Na koniec Capital Market Day, inwestorzy udali się do siedziby spółki Ambra, gdzie odbyła się prezentacja spółki połączona z pokazem somelierskim. Uczestnicy wzięli też udział w degustacji win, połączonych z prelekcjami o rynku win i trendach jakie na nim panują.

Liczny udział inwestorów potwierdza zasadność i potrzebę częstszej realizacji tego typu wydarzeń w polskich spółkach giełdowych. Na rynkach rozwiniętych standardem są „dni otwarte” w wielu spółkach publicznych. Miejmy nadzieję, że będzie tak również w Polsce. Kolejna edycja CMD planowana jest na pierwszy kwartał 2014 r. Projekt jest realizowany przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych oraz agencję Inner Value. Patronat nad wydarzeniem objęła Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. **A**





ANALIZA FUNDAMENTALNA

Sprawozdania emitentów z różnych państw
 Ponad 140 wbudowanych wskaźników finansowych
 Tworzenie własnych arkuszy i modeli
 Wskaźniki i współczynniki dla sektorów i indeksów
 Raporty bieżące i okresowe
 Rekomendacje i prognozy analityków

ANALIZA TECHNICZNA

Narzędzia do tworzenia wykresów
 Ponad 100 wskaźników analizy technicznej
 Ponad 30 wskaźników rynkowych
 Tworzenie własnych wskaźników
 Listy obserwacyjne: porfele, sektory, indeksy
 Budowanie i testowanie własnych strategii

OPROGRAMOWANIE DLA INWESTORÓW

ANALIZA FINANSOWA BEZ GRANIC

Notoria Serwis S.A.

ul. Miedziana 3a/17

00-814 Warszawa

tel: 22 654 22 45

fax: 22 654 22 46

www.notoria.pl



Być może diament jest najlepszym przyjacielem kobiety, ale czy inwestora?

DR ŁUKASZ GĘBSKI
SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE

W czasach, gdy inwestowanie na giełdzie jest porównywane niekiedy do hazardu, pytanie o to w co inwestować, nie jest jedynie intelektualną zabawą. Ponieważ naturalnym remedium na wzrost ryzyka inwestycyjnego jest dywersyfikacja, inwestorzy zarzucani są nieskończoną liczbą alternatywnych propozycji.

Problem nie polega jedynie na wyborze tych, które są najatrakcyjniejsze, ale również na odrzuceniu tych, które w gruncie rzeczy z inwestowaniem nie mają prawie nic wspólnego. Jedną z nich są diamenty...

Wartość diamentów jest raczej sztucznie kreowana przez wielkie firmy, niż przez realny rynek. Biżuteria z diamentami ma zdecydowanie większą wartość emocjonalną i estetyczną, niż tę poszukiwaną – inwestycyjną.

Wartość wewnętrzna

W teorii ekonomii, jedną z najważniejszych cech aktywów mających stać się przedmiotem inwestycji jest wartość wewnętrzna. To informacja o tym, ile dane aktywo może przynieść przychodów i zysków w trakcie jego posiadania oraz wtedy, gdy będzie ono sprzedawane. Istnieje dość powszechne przekonanie, że biżuteria to aktywa, które pozwalają chronić majątek przed inflacją, zdarzeniami losowymi, a w sytuacji kryzysowej uzyskać konkretny zastrzyk gotówki. Otóż nic bardziej mylnego!

Złoto, srebro i inne metale szlachetne można nabywać w formie sztabek na zorganizowanych rynkach, można je tam praktycznie w każdej chwili sprzedać po obowiązującej i publicznie publikowanej cenie hurtowej. Monety i sztabki można trzymać „po łóżkiem” i nie ma ryzyka, że z tego powodu stracą większość z cech przesądających o ich wartości rynkowej. Ryzyko inwestora to kilka do kilkunastu procent marży

detalicznej tego, kto metale sprzedaje i odkupuje w formie kantorowej.

W przypadku diamentów sytuacja jest zupełnie inna. To wielki biznes chce abyśmy wierzyli, że oszlifowany kawałek węgla posiada magiczną, niedookreśloną wartość, czyniącą go dobrem rzadkim i pożądanym przez wszystkich. Diamenty w formie jubilerskiej (podobnie jak metale szlachetne) nie są inwestycją, a ich wartość wewnętrzna tylko umownie przekracza wartość hurtową składników, z których zostały wykonane. Niestety, diamenty również w formie surowej (kamienia) nie spełniają wielu podstawowych kryteriów jakim powinny odpowiadać inwestycje.

Diament jest miarą męskości

Ale od czego to się wszystko zaczęło... Diamenty są cenne, bo w 1938 Gerold Lauck i agencja reklamowa N.W. Ayer wmówili to nam, a my – mężczyźni – w to uwierzyliśmy. I być może trochę ze wstydu, od pokoleń temu nie zaprzeczamy.

Bezpośrednim bodźcem do kampanii był Wielki Kryzys. Utrata fortun, brak pracy, zdecydowanie nie sprzyjały zakupom zaręczynowych pierścionków z diamentem. Interes De Beers szedł fatalnie i coś trzeba było z tym zrobić!

Geniusz Laucka spowodował, że amerykańscy faceci – a po nich reszta świata – uznali, że jedynym symbolem godnym palca ich wybranki będzie pierścionek zaręczynowy z diamentem. Posiadający niezwykłą skłonność do rywalizacji Amerykanie z czasem dopowiedzieli sobie – lub dali sobie wmówić – że o sile uczuć świadczy również wielkość kamienia. Gwoździem do tej trumny stała się Marylin Monroe, która publicznie powiedziała, kto jest najlepszym przyjacielem kobiety.





W zasadzie do połowy XIX wieku diamenty były niezwykle rzadkie. Praktycznie tylko królowie i słynący z zamiłowania do błyskotek arabscy władcy i indyjscy maharadzowie gromadzili białe lub kolorowe kamienie o niezwykłej twardości i transparentności, aby potem umieszczać je w klejnotach koronnych, sprzętach i strojach.

Gdy w 1870 roku odkryto ogromne złoża diamentów w Kimberley w Republice Południowej Afryki wiele wskazywało na to, że ceny diamentów poszybują na dno. Tak by się pewnie stało, gdyby nie Cecil Rhodes, który do 1888 skupił praktycznie wszystkie firmy i kopalnie diamentów na terenie RPA, kontrolując tym samym cały, ówczesny światowy rynek diamentów – tak zrodziła się firma De Beers.

Budowanie i utrzymanie monopolu nie było ani tanie, ani łatwe. Niezwykła konsekwencja De Beers pozwoliła jednak zażegnać ryzyko. Gdy w 1957 roku odkryto złoża diamentów w ZSRR, De Beers potrafił dogadać się z komunistami. Podjęta w 1970 roku próba samodzielnego operowania na rynku kolorowych diamentów przez Australijczyków, skończyła się zarzuceniem przez De Beers rynku kolorowymi kamieniami ze swoich rezerw. Spektakularny, sprowokowany spadek cen ostudził ambicje potencjalnych konkurentów.

W roku 2000 De Beers formalnie zadeklarował rezygnację z monopolu. Ba, zgodził się dobrowolnie zapłacić karę monopolową w wysokości 10 mln USD – czyli wartości jednego, większego pierścionka. Dziś podaż diamentów kontrolowana jest przez swoisty oligopol, w którym pojęcie wspólnoty interesów zastępuje potrzebę zawierania umów. To ważne, gdyż o rynkowych cenach diamentów decyduje praktycznie tylko jedność członków tego oligopolu

Trzeba pamiętać, że na rynku diamentów nie działają w pełni prawa popytu i podaży, gdyż tylko bardzo niewielka część światowego wydobycia kamieni trafia na rynek.

Rynek diamentów

Diamenty jako wyroby jubilerskie, z przyczyn oczywistych nie mogą być poważnie traktowane jako przedmiot inwestycji. Ich wartość ma charakter uznaniowy i emocjonalny, a związek pomiędzy hurtową wartością kamieni i metali szlachetnych, z których są one wykonane jest bardzo umowna. Sprzedaż

biżuterii wymaga nie tylko znalezienia kupca, ale często „odebrania” jej użytkownikowi, posiadającemu związki emocjonalne z konkretnym dziełem jubilera.

Podstawowym problemem w analizie diamentów jako alternatywnej inwestycji, jest brak rynku hurtowego, na którym kamienie mogłyby być kupowane i sprzedawane po jednolitych cenach. Rynek diamentów to setki, tysiące bilateralnych transakcji detalicznych zawieranych w punktach jubilerskich. Tu nie można mówić o istnieniu systemu obiektywnej wyceny, gdyż:

- brak jest obliża odkupienia kamienia przez jubilera,
- brak jest publikowanych cen rynkowych,
- dokonujący kupna - sprzedawcy kamieni jubilerzy, muszą z marży transakcyjnej pokrywać na ogół bardzo wysokie koszty powierzchni handlowych (zwyczajowo są to ekskluzywne lokale, w prestiżowych lokalizacjach, wymagające kosztownej ochrony fizycznej i nietaniego ubezpieczenia).

Przeciwnicy luksusowych samochodów twierdzą, że po wyjechaniu z salonu Mercedesa czy BMW, traci się 30% wartości pojazdu. Myślę, że odzyskanie 50%-60% ceny sprzedaży luksusowego wyrobu jubilerskiego byłoby jeszcze większym osiągnięciem.

Kierując swoją uwagę na rynek diamentów – jako miejsce inwestycji – musimy zatem pamiętać o tym, że:

Ochrona wartości

Diamenty, a zwłaszcza wykonana z nich biżuteria

to luksusowe dobra konsumpcyjne, których ceny podlegają wahaniom zgodnym z koniunkturą gospodarczą. A więc, inwestycje tego typu nie będą chronić przed skutkami zmian poziomu inflacji, stopy bezrobocia.....

Jednorodność

Jedną z najważniejszych cech dóbr inwestycyjnych jest możliwość ich klasyfikacji i pełna substytucyjność. W przypadku diamentów, liczba bardzo specyficznych, trudnych do uchwycenia przez „ludzi z poza branży” cech fizycznych, czyni je nieporównywalnymi. Brak jednorodności i trudność klasyfikacji niezwykle mocno ograniczają możliwości powszechnego uznawania diamentów za dobro inwestycyjne.

Na rynku diamentów nie istnieje pojęcie czegoś takiego jak zbyt hurtowy. Na całość obrotu składają się tysiące detalicznych transakcji, codziennie zawieranych w sklepach jubilerskich całego świata.

Rynek

Rynki inwestycyjne umożliwiają zawieranie w zasadzie nieograniczonych co do wielkości zakupów danego



aktywu, przy zachowaniu niskiego spreadu. Nad bezpieczeństwem i transparentnością obrotu na rynkach regulowanych czuwa izba rozliczeniowa i uznane instytucje odpowiedzialne za standaryzację. Ani jeden z tych warunków nie zachodzi na rynku diamentów.

Diamenty można porównać do rynku pierwotnego aut. Nowe auta prosto z salonu, w błyskawicznym tempie tracą na wartości praktycznie z chwilą zakupu. Tak na rynku diamentów, odzyskanie chociażby 60% wartości zakupionej biżuterii jest ogromnym sukcesem.

Opodatkowanie

Obrót dobrami inwestycyjnymi nie jest przedmiotem opodatkowania podatkiem od wartości dodanej VAT – obrót diamentami jest na terenie UE objęty takim podatkiem.

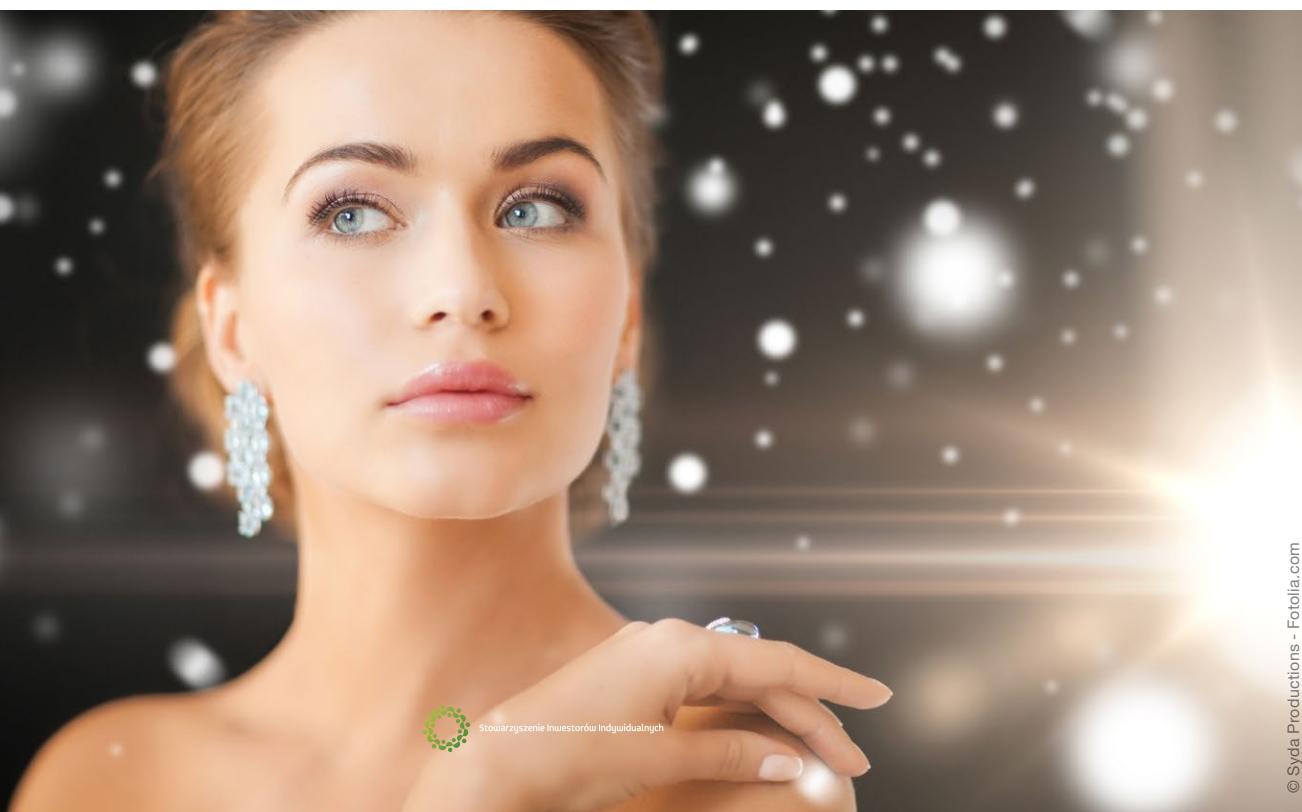
Wycena

Kształtowanie się cen powinno być pochodną popytu, podaży oraz ewentualnie funkcją dostępności danego dobra. Na rynku diamentów ceny ustalają detaliści, a ceny hurtowe zależą jedynie od zachowania/kaprysów kontrolującej rynek firmy.

Płynność

Rynki metali szlachetnych są płynne, a złoto, srebro czy platyna mogą być zawsze sprzedane. Na rynku diamentów, bez głębokiego dyskonta dla pośrednika nie ma możliwości realizacji natychmiastowej sprzedaży.

Bazujący na pryncypialnym podejściu do zasad inwestowania, krytyczny stosunek do diamentów nie może oczywiście przekreślać kamieni szlachetnych jako aktywa inwestycyjnego. Rynek sztuki jest jeszcze mniej transparentny, a z powodzeniem inwestowane są na nim miliony inwestorów, a nie kolekcjonerów. We współczesnym świecie można skutecznie inwestować i przy odrobinie szczęścia zarabiać praktycznie na wszystkim, jednak nie wszystkie aktywa i rynki powinny być stawiane na tym samym poziomie. Z pewnością każda kobieta znacznie bardziej doceni naszą inwestycję w diament, niż kolekcję starych monet, skrzynkę wina czy perspektywiczną działkę przy planowanej trasie szybkiego ruchu. **A**



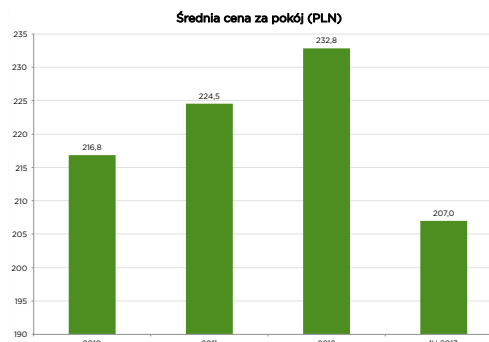
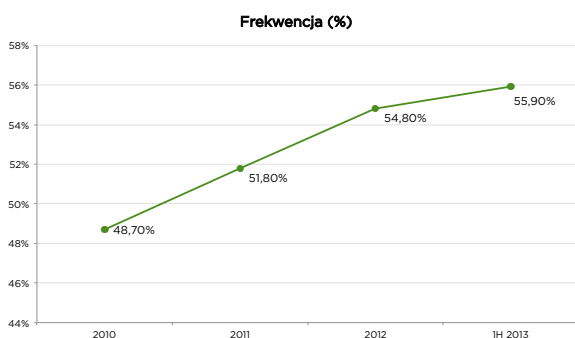


Orbis S.A.

ul. Bracka 16
00-028 Warszawa
www.orbis.pl

Branża: hotelarska
Prezes Zarządu: Laurent Picheral

Dane finansowe Grupa Kapitałowa Orbis (w tys. zł)	1-2Q 2013	1-2Q 2012
Przychody ze sprzedaży	316 883	358 743
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	237 244	247 808
Zysk brutto ze sprzedaży	79 639	110 935
Koszty sprzedaży i marketingu	12 305	14 146
Koszty administracyjne	43 685	45 512
Pozostałe przychody operacyjne	11 763	3 949
Pozostałe koszty operacyjne	7 901	9 029
Pozostałe zyski / (straty) - netto	0	0
Zysk operacyjny	27 511	46 197
Przychody finansowe	2 100	3 420
Koszty finansowe	1 404	739
Strata na sprzedaży całości lub części udziałów jednostek podporządkowanych	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	28 207	48 878
Podatek dochodowy	5 961	10 223
Strata z działalności zaniechanej	1 546	622
Zysk netto roku obrotowego	20 700	38 033
z tego:		
- przypadający na akcjonariuszy Jednostki dominującej	20 700	38 038
- przypadający na udziały nie dające kontroli	0	(5)
Dochód całkowity za okres	20 788	37 936
z tego:		
- przypadający na akcjonariuszy Jednostki dominującej	20 788	37 941
- przypadający na udziały nie dające kontroli	0	(5)
Bilans	2 088 563	2 130 618
Aktywa trwałe	1 830 765	1 790 935
Aktywa obrotowe	254 746	267 593
Aktywa klasyfikowane jako przeznaczone do sprzedaży	3 052	72 090
Kapitał własny	1 888 193	1 902 030
Zobowiązania długoterminowe	31 875	37 320
Zobowiązania krótkoterminowe	168 495	172 202
Zobowiązania związane z aktywami zaklasyfikowanymi jako przeznaczone do sprzedaży	0	19 066



W 2 kwartale 2012 r., na rynek hotelowy w Polsce, bardzo korzystny wpływ wywarła organizacja EURO 2012, w związku z czym, bezpośrednie porównania z wynikami roku poprzedniego nie są miarodajne. Realizacja strategii wzrostu sprzedaży w 1 półroczu 2013 r. przyniosła zwiększenie frekwencji o 3,9 p.p., do poziomu 55,9%. Korzystne zmiany odnotowano zwłaszcza w segmencie hoteli ekonomicznych, gdzie frekwencja wzrosła o 7,2 p.p. W 1 półroczu 2013 r. podpisane zostały kolejne 3 umowy franczyzy na hotele Ibis Styles w Wałbrzychu, Wrocławiu i Siedlcach. Rozpoczęto także prace modernizacyjne we flagowych hotelach Grupy: Sofitel Warszawa Victoria, Novotel Warszawa Centrum i Mercure Warszawa Centrum. Aby wzmocnić pozycję konkurencyjną, Orbis koncentruje się na wprowadzeniu nowego wystroju wnętrz, opracowuje na nowo koncepcje gastronomiczne i zachęca do szerszego korzystania z najnowszych technologii. Orbis konsekwentnie realizuje swoją strategię, pomimo wyzwań wynikających z kondycji gospodarki oraz rosnącej konkurencji. Bez względu na spowolnienie obserwowane w Polsce w 1 półroczu 2013 r., dobrze przygotowane spółki, które odpowiednio wcześniej podjęły działania przystosowawcze, wśród nich Orbis, mają szansę na stosunkowo łagodne przejście przez czas kryzysu. Biorąc pod uwagę aktualny stan rezerwacji w naszych hotelach, z umiarkowanym optymizmem patrzymy na prognozę wyników w 2 półroczu 2013 r.

Laurent Picheral,
Prezes Zarządu Orbis S.A.

W raporcie finansowym Orbisu za pierwsze 6 miesięcy tego roku, widoczny jest spadek przychodów o 11%. Zarząd tłumaczy to efektem wyższej bazy z roku poprzedniego wynikającej z Euro 2012. Jednak wynik ten odbił się zdecydowanie na spadku rentowności – zysk operacyjny spada z 46,2 mln zł do 27,5 mln zł, a zysk netto z 38 mln zł do 20,7 mln zł. Dodatkowo tegoroczne wyniki zawierają jednorazowy zysk w kwocie 8,2 mln zł pochodzący ze sprzedaży hotelu Mercure Kasprowy w Zakopanem. Spółka w trudnych czasach w branży stawia na rozwój franczyzy, wdrażanie nowych technologii oraz silne kanały sprzedażowe. Prowadzi też działania zmierzające do uwolnienia kapitału zamrożonego w nieruchomościach poprzez ich sprzedaż i równocześnie zawieranie umów o zarządzanie hotelami. Słaba kondycja gospodarki w Europie, brak przestrzeni do podwyższenia cen za usługi hotelarskie, wolno rosnąca frekwencja (55,9%) we własnych obiektach to główne utrudnienia dla Orbisu. Zarząd opublikował 30 września prognozę wyniku EBITDA na 2013 r. w wysokości 192 mln zł (za 2012 r. EBITDA wyniosła 203 mln zł przy amortyzacji 112,3 mln zł). Jest ona dość optymistyczna patrząc historycznie na słaby ostatni kwartał Orbisu.

Rafał Irzyński, analityk,
Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych



Otwórz się
na nowe
możliwości
z franczyzą
ACCOR

Franczyza wymaga właściwej recepty
i składników najwyższej jakości:

Silna i rozpoznawalna marka. Mercure oraz ibis Styles są międzynarodowymi markami hotelowymi idealnie dostosowanymi do potrzeb franczyzobiorców.

Marketing i dystrybucja. Dzięki wsparciu grupy Accor i Orbis, Twój hotel jest widoczny i łatwo dostępny w elektronicznych systemach dystrybucji.

Wsparcie polskojęzycznych ekspertów. Konkurencyjne warunki handlowe w obszarze zakupów, szkoleń i dystrybucji. Doradztwo IT, asysta techniczna przy nowej inwestycji i modernizacji. Nasz zespół pomoże Ci osiągnąć lepszą rentowność Twojego hotelu.

Aby otworzyć nowe możliwości dla swoich hoteli, hotelarze i inwestorzy wybierają grupę Accor – światowego lidera w branży, z liczbą 3 500 hoteli w 92 krajach.

A Ty? Kogo wybierzesz?

Odwiedź nas na www.orbis.pl lub napisz: franczyza@accor.com



Akcjonariusz



Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych

To nie jest kompletne wydanie Akcjonariusza.

W pełnej wersji Akcjonariusza znajdziesz dodatkowo następujące artykuły:

- **7-letni cykl krachów na rynkach akcji**
Wojciech Białek, Centralny Dom Maklerski Pekao S.A.
- **Niedoceniane prezentacje inwestorskie**
Piotr Biernacki, NOBILI Partners
- **Kontrakty na WIG20 – Giełda włącza drugi bieg**
Piotr Zygmantowski, INVESTcon GROUP S.A.

Chcesz otrzymywać kompletnego Akcjonariusza prosto do swojej skrzynki mailowej?

Zapisz się teraz do SII.

