

AKCJONARIUSZ

GIEŁDA EDUKACJA ANALIZY



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

ISSN 1644-3004

1/2011

**O WYCISKANIU
CYTRYN SŁÓW KILKA,**
czyli dlaczego czasami
jesteśmy zmuszeni do
sprzedaży akcji

**Jak upraszczać
sobie życie,**
czyli analiza
fundamentalna
zaklęta w algorytm

**JAK ZOSTAĆ
NAJWIĘKSZYM
AKCJONARIUSZEM**
spółki na GPW za 75 tys. zł?

Wszystko
o zmienionym
harmonogramie
SESJI GIEŁDOWEJ



O wynikach spółek
giełdowych

Sygnity przyspiesza

Wywiad z Norbertem
Biedrzyckim, Prezesem
Zarządu Sygnity S.A.



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Chcesz czytać Akcjonariusza o tydzień wcześniej?



Zaprenumeruj
elektroniczne
wydanie
w eGazety.pl

www.sii.org.pl

W NUMERZE

Spis treści

Znikające akcje - dopuszczalność przymusowego wykupu akcji i konsekwencje praktyczne	6
Mariusz Kanicki, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych	
Sygnity przyspiesza	10
Wywiad z Norbertem Biedrzyckim, Prezesem Zarządu Sygnity S.A.	
Ropa i Fed w centrum uwagi	14
Piotr Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi	
Jak zostać największym akcjonariuszem spółki na GPW za 75 tys. zł	16
Piotr Cieślak, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych	
Sesja giełdowa w 2011 r. - zmiany, zmiany, zmiany	20
Łukasz Porębski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych	
Informacje istotne - czy jest potrzeba definicji?	22
Piotr Biernacki, Euro RSCG Sensors	
Źródła informacji w internecie	24
Łukasz Porębski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych	
2010 rokiem debiutów na NewConnect	28
Krzysztof Górka, Certus Capital	
Dane makroekonomiczne wskazują na stabilny wzrost polskiej gospodarki	32
Łukasz Porębski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych	
Światowe inwestycje polskich deweloperów	34
Wywiad z Gustawem Grothem, Wiceprezesem Zarządu Platinum Properties Group S.A.	
Analiza fundamentalna na skróty	36
Miłosz Papst	
Czy można planować zyski giełdowe	39
Jarosław Augustynowicz, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych	
4fun Media spełnia obietnice dane inwestorom	42
Artykuł sponsorowany	
Kto zyskuje na przejęciach?	44
Magdalena Głuska, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych	
Pierwsze kroki na rynku opcji	48
Michał Fronc, Dom Maklerski TMS Brokers S.A.	
SII Poleca - recenzje książek związanych z inwestowaniem	51
Eliza Smyrgała, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych	
Analiza wskaźnikowa na NewConnect (1)	52
Nina Hamernik, Grupa Trinity S.A.	



AKCJONARIUSZ

Kwartalnik Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych

Redaktor naczelny: Michał Masłowski

Zastępca redaktora naczelnego: Łukasz Porębski

Redakcja: ul. Długopolska 22, 50-560 Wrocław

telefon: +48 (0) 71 332 95 60 telefon/fax: +48 (0) 71 332 95 61

Reklama: Tomasz Krawczyk, tkrawczyk@sii.org.pl

internet: www.sii.org.pl, e-mail: akcjonariusz@sii.org.pl

Dyrektor Artystyczny: Tomasz Baziuk

Wszelkie prawa zastrzeżone. Powielanie wyłącznie za zgodą wydawcy. Redakcja nie zwraca tekstów nie zamówionych oraz zastrzega sobie prawo do ich skracania i redagowania. Redakcja nie ponosi odpowiedzialności za treść reklam.



Szanowni Czytelnicy

Wielkimi krokami zbliża się piętnasta konferencja WallStreet. W tym roku czeka na Państwa prawdziwa niespodzianka i rzecz rzadko spotykana w Polsce. Gościem konferencji będzie słynny Joe DiNapoli – człowiek, którego niewątpliwie można zaliczyć do Top 5 światowych twórców analizy technicznej. To się bardzo rzadko zdarza, żeby do Polski, kraju co by nie mówić z drugiego szeregu rynków kapitałowych, przyjeżdżał ktoś aż tak sławny. Właśnie teraz, w czerwcu, będziemy mieli okazję spotkać człowieka legendę, tego który tworzy analizę techniczną, a nie tylko ją wykorzystuje. Szansa najprawdopodobniej będzie tylko jedna, teraz albo nigdy! Jeżeli chcecie Państwo na żywo zobaczyć, porozmawiać osobiście w kulisach z Joe DiNapoli, to czasu jest już mało. Zapisy na konferencję WallStreet cały czas trwają. Wszystkie szczegóły znajdziecie Państwo na www.sii.org.pl

Zbieg okoliczności jeżeli chodzi o wizyty największych sław analizy technicznej jest zresztą w zbliżającym się czasie nieprawdopodobny. Dwa tygodnie po WallStreecie swoje warsztaty będzie miał w Polsce dr Van Tharp. Przypomnę tylko, że na to szkolenie członkowie SII mają 10% zniżki.

*Życzę miłej lektury
Michał Mastowski*

Satyryczny komentarz giełdowy



SADURSKI.COM

Znikające akcje - dopuszczalność przymusowego wykupu akcji i konsekwencje praktyczne

Mimo 5-letniego już obowiązywania przepisu o squeeze out w spółkach publicznych, do Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych zwracają się inwestorzy z pytaniami o możliwość obrony przed „wyciśnięciem” bądź wprost kwestionujący zgodność przepisu o „wywłaszczeniu” z Konstytucją.

■ Mariusz Kanicki, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

W 2010 roku przeprowadzono przymusowe wykupy akcji między innymi następujących spółek: Teta, WSiP, Ruch, Wola Info i Nepentes. Wykup akcji przeprowadzany w tym trybie odbywa się nie tylko bez zgody akcjonariusza mniejszościowego, ale również bez jego czynnego udziału.

Squeeze out to nie wywłaszczenie

Przepisy o przymusowym wykupie zawarte są w Ustawie o ofercie publicznej (wyłącznie dla spółek publicznych) oraz w Kodeksie spółek handlowych (wyłącznie dla spółek publicznych). Mimo wielu analogii przepisy o przymusowym wykupie dla spółek publicznych i publicznych różnią się w sposób istotny. Przymusowy wykup odnośnie spółek publicznych pojawił się wraz z wejściem w życie Ustawy o ofercie publicznej w 2005 r. w oddziale ustawy zatytułowanym „Szczególne uprawnienie

nia i obowiązki akcjonariusza spółki publicznej”, konkretnie w art. 82. Jak wspomniano, nabycie akcji w wyniku przymusowego wykupu następuje bez zgody akcjonariusza. Czy zatem jest to źle kojarzące się „wywłaszczenie”? W sensie prawnym przymusowy wykup nie jest wywłaszczeniem. Wywłaszczenie bowiem następuje w drodze decyzji administracyjnych.

W zakresie przymusowego wykupu akcji w oparciu o przepis art. 418 ksh, czyli w spółkach publicznych, Trybunał Konstytucyjny wypowiedział się w wyroku z dnia 21.06.2005 r. (P.25/202), uznając przepis za zgodny z Konstytucją. Trybunał w uzasadnieniu wskazał wartości, dla których przepis został ustanowiony, tj. m.in.:

- a) Ochrona akcjonariuszy większościowych przed nadużywaniem praw mniejszości,
- b) Obniżenie kosztów funkcjonowania spółki (koszty walnych zgromadzeń, koszty realizacji prawa akcjonariuszy do informacji),
- c) Zwiększenie atrakcyjności samej spółki dla inwestorów strategicznych.

Tym samym TK wskazywał, że naduży-

wanie praw przez akcjonariuszy mniejszościowych jest głównym powodem wprowadzenia przepisu o przymusowym wykupie. Wielu praktyków wskazuje, że wcale tak być nie musi: akcjonariusze mniejszościowi nie muszą być uciążliwi dla spółki i akcjonariusza większościowego, a przymusowy wykup powinien być i tak dopuszczalny. Rozdzielność obu sytuacji jest uwzględniona np. w prawie belgijskim.

W spółkach publicznych do przeprowadzenia squeeze out niezbędna jest uchwała walnego zgromadzenia. Uchwała ta nie musi być umotywowana. Jednak nie pozbawia to akcjonariusza mniejszościowego prawa do zaskarżania uchwały

przed sądem o uchylenie ze względu na zarzuty naruszenia przez tę uchwałę dobrych obyczajów lub statutu albo że uchwała ma na celu pokrzywdzenie akcjonariusza. Tak więc akcjonariusz większościowy (grupa akcjonariuszy) zamierzający wycofać akcje z obrotu publicznego i wykupić akcje od mniejszości, nie chcąc się narażać na uciążliwość postępowania związanego z potencjalnym zaskarżeniem uchwały o przymusowym wykupie (tu: spółki już publicznej), zapewne spróbuje osiągnąć cel na bazie przepisów o ofercie publicznej, a nie ksh.

90%
ogólnej liczby głosów
spółki może uruchomić
proces przymusowego
wykupu akcji spółki
publicznej

Najważniejsze pytanie: Po ile?

Wróćmy do dylematów akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych. Jak ktoś może zdecydować za mnie, ile jest warta posiadana przeze mnie akcja? Jak może ją odkupić, mimo że ja nie





zamierzałem jej sprzedać? A może akcja ma dla mnie również wartość niematerialną? Może taka wymuszona transakcja powoduje automatycznie poniesienie przeze mnie straty? Gdybym mógł poczekać ze sprzedażą, to może wartość akcji by wzrosła? A może mógłbym liczyć na strumień dywidend w przyszłości? Wątpliwości powyższych nie mają najbardziej aktywni inwestorzy, zwłaszcza podejmujący decyzje wyłącznie w oparciu o analizę techniczną. Ale inwestorzy, ich motywy i strategię są bardzo zróżnicowane. Są inwestorzy, którzy trzymają akcje w długim terminie i są gotowi wiązać się ze spółką na wiele lat. Interesuje ich nie tylko aktualny kurs akcji, ale rodzaj działalności prowadzonej przez spółkę lub posiadane przez nią aktywa. Wśród części akcjonariuszy uruchomienie przymusowego wykupu budzi więc najpierw zdziwienie, a następnie sprzeciw i podjęcie próby obrony przed „wywłaszczeniem”. Ponieważ w świetle cytowanego już wyroku trybunału Konstytucyjnego próby te nie mają szans zakończyć się sukcesem - pojawia się silne niezadowolenie, a czasem jeszcze inne emocje.

Polski rynek kapitałowy funkcjonuje praktycznie od 20 lat. Nie jest to tak wiele w porównaniu do rynków dojrzałych, ale od 1991 r. rynek bardzo się rozrósł, a przepisy w wielu obszarach uległy skomplikowaniu. Nie da się już „objąć” całości zagadnień prawnych ani kontrolować zdarzeń we wszystkich spółkach na bieżąco, tak jak było to możliwe w pierwszych kilku latach funkcjonowania giełdy. Niemniej trzeba mieć świadomość istnienia przepisów, które mogą nas dotyczyć, niezależnie od kontrowersji, jakie mogą one w nas budzić. Inwestowanie na giełdzie nie się ze sobą więcej ryzyka niż się powszechnie wyraża.

Jak dochodzi do przymusowego wykupu?

Do skorzystania z prawa o przymusowym wykupie akcji spółki publicznej i uruchomienia procesu niezbędne jest osiągnięcie przez akcjonariusza (grupę akcjonariuszy) progu 90% ogólnej licz-

Przymusowy wykup a wycofanie spółki z obrotu publicznego (zniesienie dematerializacji) niekoniecznie prowadzą do tych samych skutków. Wycofaniu akcji z obrotu publicznego wcale nie musi towarzyszyć całkowite wyciśnięcie akcjonariuszy mniejszościowych. Towarzyszy mu obowiązkowe wezwanie na 100% akcji, ale tym razem każdy akcjonariusz podejmuje decyzję samodzielnie. Czy w tym przypadku (pozostanie z akcjami w rękę, ale nie płynnymi) akcjonariusze mniejszościowi będą zadowoleni? Niekoniecznie. Jak zwykle bowiem zdania są podzielone. Tylko część akcjonariuszy miała rzeczywiste życzenie pozostania w spółce. Część akcjonariuszy pozostała w niej tylko dlatego, że nie uzyskała informacji o wezwaniu - np. trzyma akcje długoterminowo i nie interesuje się wiadomościami giełdowymi codziennie, była na wakacjach albo uznała cenę zaoferowaną w wezwaniu za nieatrakcyjną i oczekuje możliwości korzystniejszej sprzedaży w przyszłości. Mimo istnienia instytucji przymusowego wykupu i odkupu w spółkach niepublicznych, jak pokazuje praktyka (np. Prosper), realizacja scenariusza cenowego, który satysfakcjonowałby akcjonariusza spółki niepublicznej, może okazać się trudna.

by głosów w tej spółce. Co prawda osiągnięcie 100% ogólnej liczby głosów na walnym nie powoduje automatycznie wycofania spółki z obrotu publicznego, ale z obrotu giełdowego - praktycznie tak. Jeśli zatem spółka zostanie wykluczona z obrotu giełdowego, ale nie zwróci się do KNF z wnioskiem o zniesienie dematerializacji akcji, to nadal będzie miała status spółki publicznej

i tym samym będzie podlegała wszystkim obowiązkom informacyjnym. Taki stan nie miałby żadnego uzasadnienia - dlatego jeśli nastąpi koncentracja akcjonariatu w drodze przymusowego wykupu, to z pewnością zamiarem żądającego wykupu jest wycofanie spółki z obrotu publicznego.

Uprawnienie do „wyciśnięcia” mniejszościowych akcjonariuszy powstaje w związku z osiągnięciem lub przekroczeniem progu 90% ogólnej liczby głosów w danej spółce przez akcjonariusza lub grupę akcjonariuszy. Co to za grupa? Zgodnie z ustawą o ofercie: akcjonariusz wraz z podmiotami od niego zależnymi lub wobec niego dominującymi, a także podmiotami będącymi stronami porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 Ustawy (chodzi o podmioty, które łączy pisemne lub ustne porozumienie dotyczące nabywania akcji spółki publicznej lub zgodnego głosowania na walnym zgromadzeniu, lub prowadzenia trwałej polityki wobec spółki). W definicji tej kryją się pewne pułapki. Po pierwsze, nie ma żadnych wymogów odnośnie stanu posiadania akcji przez pojedyncze podmioty, które łączy porozumienie. Oznacza to, że osiągnięcie progu 90% przez strony porozumienia może się odbyć prawie niezauważalnie, np. żadna ze stron porozumienia nie ma osobiście akcji dających rzeczywistą kontrolę nad spółką, dalej - większość uczestników porozumienia może posiadać liczbę akcji, która nie wymagała ujawnienia (ale tylko do momentu zawarcia porozumienia!). Po drugie, co może wydawać się dość zaskakujące, pojedynczy akcjonariusz, który osiągnął 80% głosów na

walnym, również może być uprawniony do przeprowadzenia przymusowego wykupu. Jeśli bowiem spółka będzie posiadać akcje własne w ilości zapewniającej co najmniej 10% głosów, to z uwagi na to, że spółka jest spółką zależną tego akcjonariusza (posiada przecież 80% głosów!), akcjonariusz w sumie osiągnął owe 90% głosów. Taki przypadek miał już miejsce na GPW – w kwietniu 2010 r. Pahoa Investments Sp. z o.o. ogłosiła przymusowy wykup akcji WSiP, mimo że posiadała „tylko” 80,41% głosów w spółce. Jednak sama spółka WSiP – będąca już spółką zależną Pahoa – posiadała akcje własne dające 10,01% głosów na walnym, tym samym warunek 90% został spełniony.

Jeśli uprawniony akcjonariusz (grupa akcjonariuszy) zechce skorzystać z prawa do żądania przymusowego wykupu, to pozostali akcjonariusze nie tylko nie mogą odmówić udziału w transakcji, ale nie mogą również negocjować ceny sprzedaży. Cenę ustala akcjonariusz żądający wykupu. Nie może jednak ustalić jej dowolnie:

Art. 82 Ustawy o ofercie publicznej

1. Akcjonariuszowi spółki publicznej, który samodzielnie lub wspólnie z podmiotami od niego zależnymi, lub wobec niego dominującymi oraz podmiotami będącymi stronami porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5, osiągnął lub przekroczył 90 % ogólnej liczby głosów w tej spółce, przysługuje w terminie trzech miesięcy od osiągnięcia lub przekroczenia tego progu prawo żądania od pozostałych akcjonariuszy sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji (przymusowy wykup).

2. Cenę przymusowego wykupu, z zastrzeżeniem ust. 2a, ustala się zgodnie z art. 79 ust. 1-3.

2a. Jeżeli osiągnięcie lub przekroczenie progu, o których mowa w ust. 1, nastąpiło w wyniku ogłoszonego wezwania na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki, cena przymusowego wykupu nie może być niższa od ceny proponowanej w tym wezwaniu.

3. Nabycie akcji w wyniku przymusowego wykupu następuje bez zgody akcjonariusza, do którego skierowane jest żądanie wykupu.

żądający wykupu zapłacił za akcje będące przedmiotem wykupu przymusowego.

Praktyka pokazuje, że przymusowe wykupy i poprzedzające je zwykle wezwania na duże pakiety akcji mają miejsce w okresie dekonjunktury na

trzech miesięcy od osiągnięcia lub przekroczenia progu 90% ogólnej liczby głosów w danej spółce. Taka informacja oczywiście musi zostać opublikowana, a ogłoszenie o żądaniu przymusowego wykupu nie pojawi się wcześniej niż 14 dni od momentu tego ujawnienia. Ale wcześniejsza analiza ryzyka (prawdopodobieństwa) wystąpienia w danej spółce przekroczenia 90%, z uwagi na możliwość zawarcia porozumienia w każdym momencie, nie jest wcale sprawą łatwą. Można oczywiście uznać, że takie ryzyko istnieje zawsze, tylko czy taka świadomość pomoże nam w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych?

Co się dzieje z akcjami i notowaniami po ogłoszeniu o przymusowym wykupie? Zamiar ogłoszenia żądania sprzedaży akcji jest zgłaszany do KNF i GPW. Giełda zawiesza obrót akcjami objętymi przymusowym wykupem począwszy od dnia ogłoszenia żądania sprzedaży, a akcje będące w posiadaniu inwestora „wyciskanego” zostają zablokowane. Przymusowy wykup trwa kilka dni i odbywa się bez udziału inwestora, po jego zakończeniu na rachunku maklerskim nie ma już akcji, pojawiają się za to środki o równoważności zbytych pod przymusem akcji. Na wniosek spółki GPW wyklucza akcje z obrotu giełdowego, natomiast zniesienie dematerializacji (zmiana statusu spółki z publicznej na

Nie przeocz żadnej informacji. Obserwuj nas na Twitterze!



twitter.com/inwestorzy



obowiązują tu zasady analogiczne jak przy ogłaszaniu wezwań. W pewnym uproszczeniu - cena nie może być niższa od:

- średniej ceny rynkowej z okresu 6 miesięcy,
- średniej ceny rynkowej z okresu 3 miesięcy,
- najwyższej ceny, jaką w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem żądania

akcjach danej spółki, co raczej nie powinno być zaskoczeniem. Po prostu w takiej sytuacji wykupienie spółki mniej kosztuje.

Trzeba wyraźnie zaznaczyć, że prawo do przymusowego wykupu istnieje wyłącznie przez pewien okres – nie można z niego skorzystać w dowolnym momencie. Prawo to przysługuje w terminie

niepubliczny) wymaga uchwały walnego zgromadzenia oraz zgody KNF. Chociaż cały proces może trwać nawet kilka miesięcy, to dla akcjonariusza mniejszościowego zaczyna się i kończy w dniu ogłoszenia o żądaniu sprzedaży w ramach przymusowego wykupu i akcjonariusz nie ma w tym wypadku żadnych możliwości obrony. 



Twój 1% podatku – Twoja inwestycja



Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych

Zdecyduj jak będzie wyglądał
Twój rynek kapitałowy
Przełącz 1% swojego podatku na SII



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (SII) jest organizacją pożytku publicznego, której głównymi celami statutowymi są integracja środowiska inwestorów indywidualnych, ochrona ich praw, prowadzenie działalności edukacyjnej poprzez organizację szkoleń i konferencji.

Pieniądze, które od 2007 otrzymało SII w ramach 1% podatku zostały przeznaczone na:

1. Porady prawne - udzieliliśmy ich ok. 5 tys. W związku z narastającą ilością udzielanych porad nawiązaliśmy współpracę z kancelariami prawnymi.
2. Aktywne uczestnictwo i reprezentowanie inwestorów na Walnych Zgromadzeniach spółek giełdowych.
3. Wsparcie i reprezentowanie inwestorów w sporach z bankami, biurami maklerskimi, spółkami giełdowymi i akcjonariuszami większościowymi oraz przed Komisją Nadzoru Finansowego.
4. Działania na rzecz zmian w ustawie o ofercie publicznej, kodeksie spółek handlowych, pozwach zbiorowych.
5. Wsparcie inwestorów w wielu postępowaniach sądowych i administracyjnych.

Pełne rozliczenie otrzymanych środków finansowych znajduje się na stronie www.sii.org.pl

Wystarczy wpisać nasz numer KRS 0000025801 w deklaracji PIT, aby wesprzeć naszą działalność !



www.sii.org.pl

KRS: 0000025801

Zmieniliśmy ciężki, powolny samolot w odrzutowiec - tak o ostatnich wydarzeniach w Sygnity mówi Prezes firmy, Norbert Biedrzycki, i zapowiada przyspieszenie w rozwoju firmy. A co ważniejsze, deklaruje zyski.

Sygnity przyspiesza

Wywiad z Norbertem Biedrzyckim, Prezesem Zarządu Sygnity S.A.

Akcjonariusz: W roku 2008 strata, w roku 2009 strata, w roku 2010 też, choć już znacznie mniejsza. Panie Prezesie, kiedy w końcu Sygnity będzie miało zysk w całym roku?

Norbert Biedrzycki, Prezes Zarządu Sygnity S.A.: Zysk na poziomie operacyjnym odnotujemy na pewno już w tym roku. Innego rozwiązania nie przewiduję. Jest jednak parę niewiadomych, jeśli chodzi o zysk netto, za wcześniej więc, żeby składać jakiegokolwiek deklaracje. Wszystko idzie zgodnie z planem, jaki założyłem sobie w czerwcu 2010 r., czyli pół roku temu. Właśnie tyle zajęło mi porządkowanie firmy, tak by cały 2011 rok był już na plusie.

Pół roku, nie można było szybciej?

Pamiętajmy, że Sygnity nie jest firmą produkującą samochody. Nie możemy nagle zatrzymać linii produkcyjnej, natychmiast obniżyć koszty, zwolnić ludzi itd. My prowadzimy projekty podpisane czasami kilka lat temu, które często są nienegocjowalne, nawet jeśli przynoszą straty. To efekt stosowania np. prawa zamówień publicznych. Zmiany trzeba więc wprowadzać z głową, tak by nie poranić firmy, klientów i nie obniżyć naszej pozycji na rynku. Ja potrzebowałem na nie właśnie pół roku. Śmiem twierdzić, że szybciej się nie dało. Dla przypomnienia, przez ostatnie trzy lata Sygnity było w permanentnej restrukturyzacji.

Rozpoczął Pan w Sygnity restrukturyzację, a jednocześnie ogłosił Pan plan rozwoju. Niektórzy przedstawiciele rynku kapitałowego zastanawiają się, czy ma Pan wystarczające doświadczenie w prowadzeniu takiego projektu.

Nie dziwię się takim opiniom. W ostatnich latach wiele czasu spędziłem za granicą, więc nie zaskakuje mnie fakt, że nie jestem powszechnie znany na polskim rynku. Będąc w McKinsey, zajmowałem się nie tylko przygotowywaniem strategii, ale również ich wdrażaniem. Wyciągnąłem wiele firm z tarapatów, prowadząc szereg programów restrukturyzacyjnych.



Tworzyłem też wiele nowych przedsięwzięć biznesowych w Europie i USA, jak np. rozwój nowych rynków, rozwój produktów czy programy stymulacji sprzedaży. W Rumunii od zera zakładałem bank będący obecnie w ścisłej czołówce banków korporacyjnych w tej części świata. Pracowałem dla szeregu firm z branży high-tech, w tym IT i Telco. W jednym z brytyjskich telekomów zarządzałem jednym z oddziałów liczącym 7 tys. pracowników. Robiłem również inne, bardziej niecodzienne projekty, np. sporządziłem strategię biznesową wynoszenia ładunków na orbitę dla producenta silników rakietowych. Ocenę tego doświadczenia pozostawiam Waszym Czytelnikom.

Sygnity prowadzi restrukturyzację. Czy już się zakończyła? Jakie działania udało się w ramach tego procesu zrealizować, a jakie pozostały jeszcze do wdrożenia?

Restrukturyzacja w zasadzie dobiegła końca, pozostały już drobne zmiany. Przychodząc do firmy w marcu ubiegłego roku, postawiłem sobie trzy jasne cele. Pierwszym było zahamowanie spadku sprzedaży, drugim bardzo szybkie zakończenie programu restrukturyzacji, a trzecim redukcja kosztów finansowania. Dziś mogę powiedzieć, że każdy z nich udało mi się zrealizować. Spadek przychodów został zdecydowanie zahamowany. Zredukowaliśmy liczbę pracowników z 2500 do 1800, bo przy takim spadku przychodów w przyszłości było to konieczne. Tempa nabrały też konsolidacje spółek zależnych. Jeszcze w grudniu 2010 r. w struktury Sygnity wcielony został Winuel, tworząc nowy Pion Utilities, a na początku bieżącego roku Zarząd podjął decyzję o konsolidacji Sygnity Technology i Polsoft. Powstał też zupełnie nowy pion SMB, który

będzie oferował produkty dla małych i średnich klientów. Podpisując umowę z ING Bankiem Śląskim w sprawie udostępnienia linii kredytowej w wysokości 30 mln zł, zyskaliśmy także nowe źródło finansowania. Proces restrukturyzacji uważam więc za zakończony. Teraz największy nacisk będziemy kładli na rozwój.

Ta firma przechodziła już często restrukturyzację. Czym ta różniła się od poprzednich?

Nie chcę oceniać swoich poprzedników, ale śmiem twierdzić, że zabrakło szybkiego egzekwowania podjętych decyzji. U mnie wszystko dzieje się błyskawicznie, ale zgodnie z planem. Firma była w słabej kondycji, więc nie mogłem marnować czasu. Z mojego doświadczenia wynika, że najgorszym rozwiązaniem jest długotrwała, permanentna restrukturyzacja. Takie zmiany trzeba wprowadzać szybko. W innym przypadku firma może tego nie przetrzymać. Kluczowy jest tu czas. Poza tym branża IT jest tak dynamiczna, że każde sześć miesięcy przynosi jakąś rewolucję.

Czy podejmując najtrudniejsze decyzje, wykorzystywał Pan także swoje pozazawodowe doświadczenia? Bardziej przydało się mocne uderzenie mnichów z Shaolin, w którym Pan ćwiczył, czy raczej umiejętności rockowego perkusisty?

W Shaolin byłem kilkanaście lat temu, więc sporo zapomniałem, ale nie wszystko (Prezes się uśmiechnął). A na perkusji rzeczywiście gram... Po prostu trzeba być konsekwentnym w tym, co się robi i otoczyć się zespołem silnych ludzi przygotowanych do szybkich zmian - takich, jakie przeprowadziliśmy w Sygnity.



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Jak ocenia Pan kondycję polskiego sektora IT? Kiedy w Pańskiej ocenie można spodziewać się wyraźnego ożywienia tego rynku? Który segment rynku IT ma według Pana największe perspektywy rozwoju?

Prognozy analityków zakładają, że polski rynek IT wzrośnie w tym roku w przedziale od 5 do 7 proc. W najbliższym czasie największego wzrostu spodziewamy się w sektorze utilities. Z naszych relacji z klientami wynika, że właśnie z tego sektora powinno pojawić się dużo zamówień. Szereg dużych i ciekawych tematów pojawia się też w sektorze publicznym i tam również należy oczekiwać znaczącego wzrostu. W branży bankowo-finansowej spodziewamy się z kolei niewielkich wzrostów lub stabilizacji. Wyraźnie widzimy pewne symptomy ożywienia rynku i właśnie na tych trzech sektorach zamierzamy teraz koncentrować swoje działania.

W jakich segmentach rynku IT działa Sygnity? Które z nich odpowiadają za największą część przychodów spółki?

Nasz core biznes to systemy oferowane dla klientów z trzech sektorów: publicznego, utilities i bankowego. Na tych rynkach mamy naprawdę silną pozycję i będziemy ją jeszcze wzmacniać. Do tych sektorów chcemy za chwilę dodać sprzedaż z pionu dla średnich

i małych firm, który właśnie budujemy. Nie wykluczam też, że z obszarów, które będziemy intensywnie rozwijać w przyszłości, także ukształtują się nowe piony. Takich obszarów jest co najmniej kilka.

Czy spółka zamierza mocniej zaistnieć poza granicami naszego kraju, np. w wyniku przejęcia podmiotów zagranicznych?

Na razie zakładamy intensywny rozwój oferty w Polsce. Ale jest parę projektów zagranicznych, o których rozmawiamy z naszymi klientami. Na pewno nie będziemy tworzyć zagranicznych oddziałów.

Kiedy można spodziewać się zakończenia procesu inkorporacji Sygnity Technology oraz Polsoftu? Czy podobne działania zostaną podjęte również względem spółki Max Elektronik?

Konsolidacja tych dwóch spółek zależnych powinna zakończyć się pod koniec czerwca tego roku, po zakończeniu wszystkich procedur formalno-prawnych. Jestem przekonany, że nowe źródło finansowania pozwoli nam zamknąć ten proces szybko i sprawnie. Dzięki kolejnym konsolidacjom nie będziemy już dublować wielu funkcji takich jak administracja czy kompetencje związane ze sprzedażą i rozwojem oprogramowania. Podobne plany mamy wobec Max Elektronik.

Jakie oszczędności spółka osiągnęła w 2010 r. z tytułu działań restrukturyzacyjnych? Jak te działania wpłyną na poziom kosztów w latach 2011-2012?

W 2011 roku koszty finansowe będą niższe w stosunku do roku 2010. Spodziewam się, że zakończona restrukturyzacja pozwoli nam w tym roku pracować na bazie kosztowej obniżonej o zdecydowanie więcej niż 30 mln zł, w porównaniu z początkiem 2010 r. Dokładne dane podamy przy okazji publikacji danych za 2010 rok. Na obniżenie kosztów finansowych i optymalizację struktury finansowania wpływ będzie też miała nowa linia kredytowa uzyskana z ING Banku Śląskiego. Dzisiaj sytuacja jest zupełnie inna niż w latach ubiegłych. Banki chcą z nami rozmawiać o współpracy i to na rynkowych warunkach, co widać w proponowanych nam marżach oraz konwenantach bankowych. Plan restrukturyzacji objął też redukcję zatrudnienia w Grupie Sygnity. Zakładam, że osiągnęliśmy już prawie docelowe zatrudnienie, biorąc pod uwagę model zarządzania spółką i poziom przychodów. Może się ono jeszcze minimalnie zmniejszyć w wyniku kolejnych konsolidacji. Warto podkreślić, że zmniejszenie zatrudnienia nie przełożyło się znacząco na spadek sprzedaży, czyli obrazowo mówiąc, samolot leci szybciej, choć zużywa mniej paliwa.

Zmieniacie rok obrachunkowy. Od 2012 roku wasz pierwszy kwartał zacznie się w październiku. Skąd taka decyzja?

Wiele największych firm informatycznych na świecie już tak robi. Nie otwieramy nowych drzwi. Powód jest jeden: większość przychodów i zysków firma wypracowuje właśnie między październikiem a grudniem. To wtedy często kończą się największe projekty prowadzone zgodnie z kalendarzowymi budżetami

Profil Sygnity S.A.

Grupa Sygnity powstała w wyniku połączenia firm ComputerLand i Emax. Spółka jest notowana na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Sygnity oferuje rozwiązania własne, uzupełniane przez światowe produkty i technologie. Świadczy pełen zakres usług od consultingu, poprzez realizację do outsourcingu projektów informatycznych dla dużych i średnich firm najważniejszych sektorów gospodarki oraz instytucji administracji publicznej.

naszych klientów. Skoro więc w tym okresie generujemy znaczącą część zysku i przychodów, to dlaczego nie zaczynać od takiego okresu naszego roku obrachunkowego? Wówczas łatwiej będzie nam zaplanować nie tylko nasze koszty, ale i środki na inwestycje. Będziemy mieli większą kontrolę i jednocześnie będziemy bardziej przewidywalni dla rynku.

Kiedy Sygnity zamierza rozpocząć działalność operacyjną nowego pionu obsługi małych i średnich przedsiębiorstw? Jak ocenia Pan potencjał tego rynku?

Nowy pion ma wystartować w drugiej połowie 2011 roku. Już teraz pracujemy nad produktami, które znajdą się w ofercie przeznaczonej dla małych i średnich firm. Jestem przekonany, że właśnie w tych przedsiębiorstwach kryje się bardzo duży potencjał dla rozwiązań IT. Po kryzysowym roku 2009 firmy nadal ostrożnie, ale jednak z większym zainteresowaniem zaczynają podchodzić do inwestycji w oprogramowanie. Pamiętajmy, że dzisiaj ten rynek oczekuje systemów, które nie będą generowały nadmiernych kosztów. Przedsiębiorcy chcą rozwiązań intuicyjnych i prostych w obsłudze. Jednocześnie oczekują, że oprogramowanie będzie można wdrożyć szybko, najlepiej bez wsparcia ze strony działu IT, którego małe firmy często po prostu nie mają. Rynek nieuchronnie zmierza też do tego, by firmy ponosiły tylko koszty związane bezpośrednio z zasobami, z których korzystają. Takie oczekiwania wymuszają na dostawcach coraz elastyczniejsze podejście w zakresie dostarczanego oprogramowania czy usług. Rośnie zainteresowanie płatnościami abonentowymi w postaci stałej opłaty miesięcznej albo modelu operatorskiego, czyli pay-per-use. Właśnie takie rozwiązania zamierzamy oferować. W ramach naszego nowego pionu chcemy zaproponować całkowicie nowe produkty w modelu operatorskim, dla których w Polsce nie ma jeszcze konkurencji. Obecnie trwają prace rozwojowe nad tymi rozwiązaniami.

Jakie jeszcze działania spółka zamierza podjąć, aby zdynamizować swój rozwój?

Z mojej perspektywy Sygnity już teraz przyspiesza i działa coraz dynamiczniej. Ten rok będzie dla nas okresem budowy oraz rozwoju nowych działów i przedsięwzięć, które zaczną generować sprzedaż głównie w 2012 roku. Mówię tu między innymi o pionie SMB czy pionie integracji aplikacji. Chcemy wprowadzić nowoczesne usługi i produkty takie jak BPO, rozwiązania mobilne, Software as a Service, hosting aplikacji i infrastruktury. Myślimy też o sprzedaży własnych produktów za granicą oraz wzmocnieniu roli działu badań i rozwoju.



Czy dostrzega Pan zagrożenia dla założeń finansowych opublikowanych w połowie 2010 r.?

Nasza prognoza zakładająca EBIT na poziomie 5%-7% i przychody w wysokości 650-700 mln do 2012 jest jak najbardziej aktualna.

Czy wspomniane założenia finansowe wyniki będą tylko z rozwoju organicznego?

Obecnie w Sygnity uruchamiamy nowe usługi, wprowadzamy nowe produkty. Chcielibyśmy np. niedługo poinformować o umowie partnerskiej ze spółką z USA. Negocjujemy jednak wyłączność na ten produkt na całą Europę. Rozmawiamy o produkcie dla banków, który będzie uzupełniał potrzeby tych instytucji w zakresie kontaktów z klientem. Ale nie wykluczam też akwizycji. Jeszcze nie w tym roku, ale być może w 2012. Przygotowujemy się do tego.

Akcje Sygnity należą do najsłabszych inwestycji trwającej hossy. Czy w Pana ocenie zasadnie?

Spółka przez ostatnie trzy lata pokazywała straty. Trudno oczekiwać, żeby akcjonariusze stawiali na akcje takiej właśnie firmy. Jestem przekonany, że wszystko się zmienia, kiedy zaczniemy generować zyski, w tym roku nie tylko w jednym kwartale. Liczę, że wówczas nasz kurs urośnie i to na stałe. Z drugiej strony, odkąd przyszedłem do Sygnity wartość akcji wzrosła z poziomu 14 PLN do około 20 PLN w połowie lutego br. Czy rzeczywiście jest to taka słaba inwestycja?

Jak podsumowałby Pan 2010 rok? Czy zrealizowane w minionym roku działania są zgodne z pierwotnymi oczekiwaniami i założeniami Zarządu?

2010 rok był dla Sygnity czasem głębokich zmian przeprowadzanych na żywym organizmie. Mówiąc obrazowo, w locie zmienialiśmy ciężki, powolny samolot w odrzutowiec. Firma jest uporządkowana i coraz bardziej efektywna. Przed Sygnity parę ciekawych wzrostowych i zyskowych lat - tyle mogę obiecać obecnym i potencjalnym akcjonariuszom.

Zdjęcie: © .shock - Fotolia.com



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Sesja giełdowa w 2011 r.

- zmiany, zmiany, zmiany...

Od początku 2011 roku sesje na warszawskim parkiecie trwają dłużej o ponad godzinę, a wartości obrotów naliczane są jednostronnie. Nie wpłynęło to w sposób znaczący na życie przeciętnego inwestora, ale za to wprowadziło wiele zamieszania wśród instytucji rynkowych.

■ Łukasz Porębski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

KOMENTARZ



Ludwik Sobolewski,
Prezes Zarządu GPW
w Warszawie S.A.

Od początku bieżącego roku warszawska giełda pracuje godzinę dłużej. Faza notowań ciągłych dla akcji, obligacji i instrumentów pochodnych została wydłużona o ponad godzinę do 17:20. W ocenie GPW dostosowanie harmonogramu sesji do standardów obowiązujących na innych europejskich giełdach to zmiana zwiększająca konkurencyjność polskiego rynku.

Warszawska Giełda po 20 latach rozwoju stała się największą giełdą papierów wartościowych w Europie Środkowo-Wschodniej. GPW jest dziś rynkiem międzynarodowym i musi zabiegać nie tylko o nowych emitentów, lecz także uwzględniać potrzeby i oczekiwania inwestorów i firm pośredniczących w obrocie. Zrównanie czasu działania warszawskiej giełdy z giełdami z Europy Zachodniej oznacza zwiększenie szans na skierowanie zainteresowania inwestorów międzynarodowych aktywami dostępnymi na rynkach prowadzonych przez GPW.

Wydłużenie sesji jest naturalną konsekwencją rozwoju warszawskiego parkietu. Notowania w Warszawie są teraz lepiej zsynchronizowane z największymi parkietami europejskimi i amerykańskimi co daje inwestorom możliwość szybszego reagowania na informacje, które kształtują tam sytuację rynkową. Sądzimy, że dłuższa sesja na GPW zaowocuje także większą aktywnością transakcyjną inwestorów, szczególnie tych, którzy dokonują inwestycji na wielu rynkach. Precyzyjne oszacowanie skali tego zjawiska jest trudne ze względu na dużą liczbę czynników, które mają wpływ na poziom aktywności inwestorów na giełdzie, a jednocześnie czas, który upłynął od wprowadzenia zmiany jest zdecydowanie zbyt krótki, żeby mówić o skutkach tej zmiany.

Z dniem 3 stycznia bieżącego roku wszedł w życie nowy harmonogram przebiegu sesji giełdowej. Był on zapowiadany przez władze GPW już dużo wcześniej - we wrześniu 2008 roku, kiedy przesunięto start notowań o pół godziny przód (na rynku kasowym z godz. 9.30 na 9.00, a na rynku instrumentów pochodnych na 8.30). Celem kontynuacji wydłużenia sesji - tym razem o ponad godzinę - jest przede wszystkim dostosowanie się do standardów najważniejszych rynków europejskich. Bowiem handel na giełdach zagranicznych, m.in. w Paryżu, Londynie czy Frankfurcie trwa najczęściej pomiędzy 9.00 a 17.30. Wyjątek stanowi tutaj rynek w Stanach Zjednoczonych, gdzie akcje są notowane w godzinach 15.30 - 22.00 naszego czasu (9:30 - 16:00 czasu wschodnioamerykańskiego), czyli bardzo krótko w porównaniu z rynkami europejskimi. Pozostałymi przesłankami decyzji o wprowadzeniu zmian były: zwiększenie zainteresowania inwestorów zagranicznych naszym parkietem oraz wzrost jego konkurencyjności w regionie.

Najistotniejszą zmianą jest znaczące, bo aż o 70 minut, wydłużenie fazy notowań ciągłych. Ponadto na rynku akcji czas dogrywki został skrócony do 5 minut, a po zakończeniu sesji nie jest organizowana faza przyjmowania zleceń na następną sesję. Z punktu widzenia przeciętnego inwestora indywidualnego zmiany te nie mają istotnego znaczenia. Co prawda, część z nich narzeka, że teraz musi czujnie śledzić notowania przez blisko 10 godzin oraz kwestionuje zasadność notowań po godz. 16.30, kiedy handel niemal zanika. Inni natomiast zwracają uwagę na poprawę płynności i większą możliwość wyszukiwania okazji inwestycyjnych.

Dodatkowo często podnoszona jest przez tych inwestorów zaleta w postaci zwiększenia czasu na „dyskontowanie” giełd amerykańskich, które są mocno skorelowane z naszym parkietem (powinno iść za tym zmniejszenie luk w momencie startu notowań).

Wspomniane modyfikacje Szczegółowych Zasad Obrotu Giełdowego najczęściej kontrowersji wywołały natomiast wśród przedstawicieli domów maklerskich, gdzie znacząco

wydłużył się dzień pracy. Aż 94 proc. z nich było przeciwnych wydłużeniu sesji (wg badania przeprowadzonego przez ZMiD), argumentując to znaczącym wpływem na organizację czasu pracy maklerów (m.in. w POK-ach)

oraz ich efektywność. Ponadto proponowane przez nich m.in. wprowadzenie przez GPW elektronicznego handlu pozasesyjnego nie zostało wzięte pod uwagę przez władze warszawskiej Giełdy. Pozostaje jedynie nadzieja, że niewątpliwie zwiększenie kosztów działania biur maklerskich nie zostanie przerzuco-

Od nowego roku notowania ciągłe trwają dłużej o 70 minut, a obroty naliczane są jednostronnie

FIXING - proces ustalania kursu na podstawie zleceń złożonych w określonym przedziale czasu poprzedzającym tę operację. Występuje przed otwarciem i zamknięciem sesji w systemie notowań ciągłych, dwukrotnie przy obliczaniu kursu jednolitego w systemie notowań jednolitych oraz w trakcie równoważenia.

Zasady ustalania kursu na fixingu:

- 1 kurs maksymalizujący wolumen obrotu,
- 2 jeśli więcej niż jeden kurs → kurs zapewniający najmniejszą nierównowagę między kupnem i sprzedażą (różnica między popytem i podażą przy danym kursie),
- 3 jeśli nadal więcej niż jeden kurs → kurs najbliższy kursowi odniesienia.

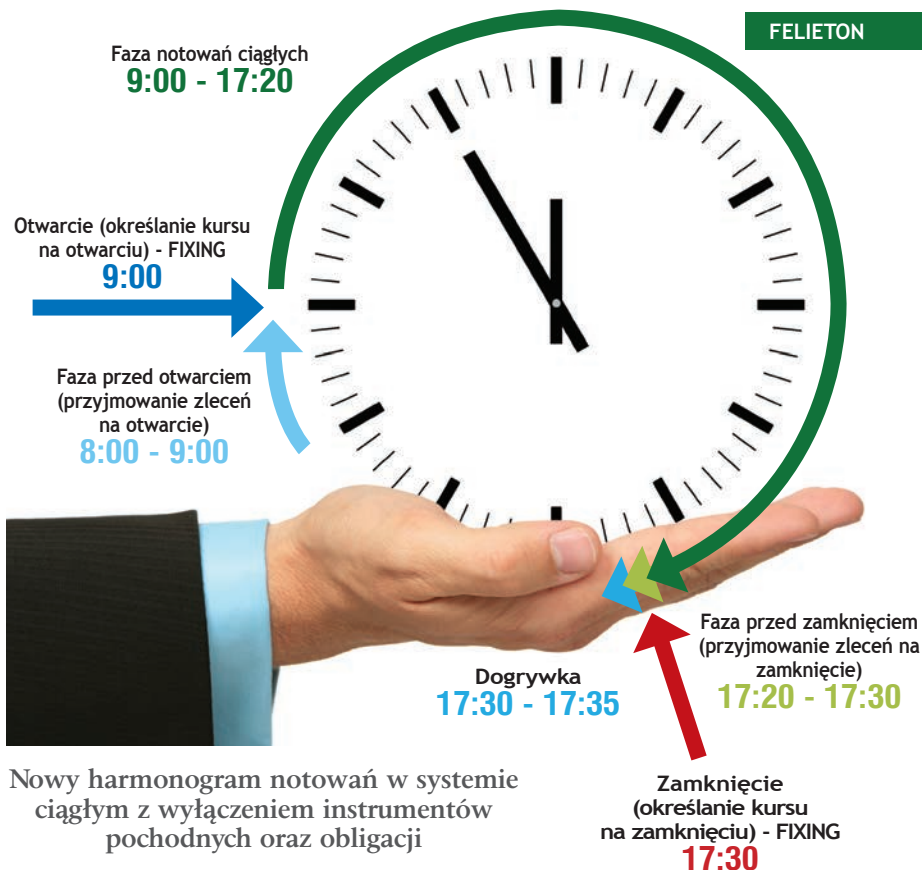


ne na klientów, a przynajmniej częściowo ograniczy je wzrost wpływów z prowizji od rosnącej wartości obrotów.

Drugą znaczącą zmianą wprowadzoną uchwałą Zarządu Giełdy jest zmiana sposobu ustalania i publikowania wartości obrotów. Od pierwszej sesji 2011 roku wartość obrotów instrumentami finansowymi notowanymi na GPW jest obliczana jednostronnie, czyli według wartości transakcji. Celem tej zmiany jest wyłącznie dostosowanie prezentacji danych do standardów międzynarodowych. Dla inwestorów, którzy nie śledzą na bieżąco komunikatów instytucji rynkowych, obecne obroty mogą wydawać się dużo niższe niż wcześniej, jednak jest to jedynie zabieg techniczny. Wcześniej sumowana była wartość kupna i sprzedaży, czyli publikowana była podwójna wartość transakcji (tj. $2 \times \text{wolumen obrotu} \times \text{cena}$). Zmiany te nie mają większego znaczenia dla inwestorów, gdyż serwisy w większości poprawiły historyczne wartości obrotów. Wymagają jednak pewnego przyzwyczajenia.

Miesiąc po wprowadzeniu zmian widać zgodne z zaplanowanymi skutki. Średnie obroty na sesję wzrosły w styczniu do poziomu 1 mld zł (jednostronnie) w porównaniu do 1,6 mld zł w 2010 roku (dwustronnie). Czy to tylko chwilowy efekt, czy trwała zmiana przekonamy się w kolejnych miesiącach. Poza tym obecnie jest jeszcze za wcześnie, aby mówić o tym, czy wzrosło zainteresowanie warszawską giełdą wśród inwestorów zagranicznych.

Na koniec należy dodać, iż od listopada 2010 roku Giełda Papierów Wartościowych stała się spółką publiczną, której nadrzędnym celem jest zwiększanie majątku akcyj-



nariuszy. Niewątpliwie dłuższa sesja oraz związane z nią większe zainteresowanie zagranicy i większe obroty wpłyną na wyniki operatora platformy transakcyjnej. W swoim prospekcie emisyjnym GPW planuje kolejne zmiany. Następną w kolejności będzie wymiana samego systemu transakcyjnego WARSET, mocno przestarzałego już

w porównaniu do zachodnich systemów. Jednym z celów tego posunięcia ma być wzrost obrotów generowanych przez automaty, dzięki możliwości większej częstotliwości zawierania transakcji. ^A

Więcej informacji w Uchwale Nr 933/2010 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 24 września 2010 r.

KOMENTARZ



Michał Wojciechowski,
Donalda Zarządu
DM BOŚ S.A.

■ przynajmniej 29% inwestorów zwiększy swoją aktywność dzięki dłuższej sesji (tak jak to zadeklarowało w sondzie przeprowadzonej na bossa.pl).

Niestety, biura maklerskie nie mogą potraktować przedłużenia sesji jedynie jako rozszerzenia godzin pracy o 13%. Niewłaściwymi punktami w trakcie dnia są otwarcie i zamknięcie.

W związku z przedłużeniem sesji giełdowej nie pozostało nam nic innego jak dostosować się do zmian i mieć nadzieję, że:

■ pracujący po 10 godzin maklerzy i animatorzy nie będą popełniać większej liczby błędów „grubych palców”,

■ banki współpracujące z brokerami i funduszami przedłużą czas pracy,

Wtedy to zawieranych jest najwięcej transakcji, w dodatku w bardzo krótkim przedziale czasu. Wtedy też najbardziej obciążane są systemy i infrastruktura biur (nawet kilkakrotnie bardziej niż w pozostałych częściach sesji). W przypadku, gdy te dwa punkty są oddalone od siebie o 9 godzin, oznacza to, że niemożliwe jest zapewnienie pełnego składu osobowego w biurach w obydwu momentach. Nieracjonalne byłoby bowiem podwojenie liczby maklerów, informatyków czy księgowych.

Z drugiej strony musimy pamiętać, że obsługujący największych inwestorów nie zaczynają pracy wraz z otwarciem sesji. Przed godz. 8:30 muszą zapoznać się z informacjami, odbyć „odprawę” z analitykami, przygotować się do niej. Trudno sobie również wyobrazić, że maklerzy otrzymujący np. zlecenia DDM do uplasowania w ciągu dnia, w pewnym momencie wychodzą z pracy, przekazując niedokończony zlecenie zmiennikowi z drugiej zmiany. Przed podobnym problemem stoją również

animatorzy czy analitycy komentujący sesję. Praca w biurach maklerskich nie kończy się wraz z sygnałem dzwonka giełdowego. Pozostaje między innymi rozliczenie sesji, spłaty kredytów, rozliczenia odroczonej płatności. Wiele z tych czynności wiąże się ze współpracą z bankami, których niektóre wydziały (np. dealing room) kończą pracę o godz. 16-16:30. Czy dłuższa sesja przełoży się na wyższe obroty na GPW? Zwolennicy tej tezy wskazują na efekt wyższej zmienności związanej z dłuższym pokrywaniem się z sesją amerykańską. 29% ankietowanych na bossa.pl inwestorów zgodziło się z tym i zadeklarowało wzrost aktywności. I tej optymistycznej wersji się trzymajmy, licząc na to, że pozostałe 67% sceptyków da się przekonać, że dłużej znaczy lepiej. W końcu po ostatnich zmianach możemy dumnie powiedzieć, że jesteśmy choć w tej dziedzinie lepsi od Amerykanów. Oni handlują regularnie na NYSE jedynie od 9:30 do 16:00.



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Analiza fundamentalna na skróty

Każdy inwestor prędzej czy później musi odpowiedzieć sobie na pytanie, w jakim stopniu jego strategia inwestycyjna ma opierać się na analizie technicznej, a w jakim stopniu na analizie fundamentalnej. I nierzadko wygrywają wykresy i wskaźniki techniczne.

■ Miłosz Papst

Dlaczego? Ponieważ analiza techniczna daje ten komfort, że nie wymaga głębokiej wiedzy ekonomicznej i finansowej, a dodatkowo budowa strategii na niej opartej jest wygodna – wykorzystuje się w niej pojedyncze „klocki” w postaci trendów, formacji i wskaźników. Spośród szerokiej palety dostępnych narzędzi inwestor może wybrać kilka albo kilkanaście i konsekwentnie je stosować, a jeśli okażą się nieefektywne – podmienić na inne „klocki”. Dodatkowo z pomocą przychodzą programy automatycznie wyliczające te spośród wskaźników, które są w miarę wystandaryzowane.

Analiza fundamentalna „prawie” jak techniczna

Z kolei analiza fundamentalna, jeżeli ma zostać zastosowana w sposób kompleksowy, wymaga pieczołowitego przeglądu sprawozdań firmy, formułowania prognoz wyników finansowych, analizy rynku, na którym spółka działa, oceny zadłużenia, płynności, rentowności itd. Żeby tego było mało, jej zwieńczeniem jest wycena akcji, najlepiej dwiema metodami, co wymaga zapoznania się z tajnikami analizy porównawczej czy też modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Często analiza fundamentalna wydaje się inwestorom toporna i zbyt skomplikowana, aby warto było na niej w sposób szerszy oprzeć strategię inwestycyjną.

A może jednak istnieje możliwość zastosowania analizy fundamentalnej w sposób bardziej przystępny, podobny do analizy technicznej? Może budulcem strategii inwestycyjnej mogą być również „klocki” zaczerpnięte z analizy fundamentalnej? Otóż moim zdaniem jest to jak najbardziej wykonalne. Poniżej przedstawię, jak taka strategia mogłaby wyglądać, przy czym proszę traktować ten przykład jedynie jako ilustrację kon-

cepcji, a nie propozycję faktycznego, skutecznego systemu inwestycyjnego. Tak jak w przypadku analizy technicznej, nie należy tutaj oczekiwać rozwiązania w stylu „Świętego Graala”.

Warunki konieczne

Jeżeli pragniemy skorzystać z analizy fundamentalnej na skróty, musimy wpięrow zidentyfikować **kluczowe kryteria oceny jakości** spółki giełdowej, a następnie wyselekcjonować **wskaźniki**, które pozwolą nam je zmierzyć. Taki przykładowy zestaw kryteriów mógłby wyglądać następująco (wiele z poniższych czynników fundamentalnych miałem już okazję szczegółowo omawiać w poprzednich numerach Akcjonariusza):

Z punktu widzenia użyteczności strategii dobrze jest wyodrębnić kryteria, których spełnienie stanowić będzie **warunek konieczny** dla uznania danej spółki za atrakcyjną inwestycyjnie. Innymi słowy, jeśli spółka nie będzie odpowiadać takiemu kryterium, zostanie automatycznie odrzucona bez dalszej analizy, co pozwoli zaoszczędzić sporo czasu, przejrzeć znaczną liczbę spółek, a przede wszystkim – skupić się na konkretnym pomysle na wypracowanie wysokich stóp zwrotu. Analogią w analizie technicznej może być na przykład warunek istnienia wyraźnego trendu wzrostowego – inwestor może założyć, że jeżeli nie da się go zidentyfikować na wykresie cen danego papieru, przechodzi do analizy kolejnej spółki.



Trudne słowo: dopasowanie do cyklu

W analizie fundamentalnej rolę taką pełnić może na przykład kryterium **dopasowania do cyklu**, odpowiadające na pytanie, jak spółka reaguje na zmiany koniunktury gospodarczej. Spółki giełdowe możemy podzielić na procykliczne i defensywne – te pierwsze charakteryzują się większą wrażliwością wyników finansowych, a tym samym i kursu akcji na zmiany w koniunkturze ogólnogospodarczej. Z kolei te drugie radzą sobie dość dobrze zarówno w okresie ekspansji, jak i w fazie recesji. Przykładem spółki procyklicznej będzie KGHM, spółki defensywnej – Jeronimo Martins (właściciel sieci Biedronka). Jeżeli inwestor pragnie być bardziej szczegółowy, może dokonać dodatkowego podziału spółek procyklicznych na te wczesnocykliczne i późnocykliczne – wiadomo bowiem, że nie wszystkie branże wychodzą z recesji w tym samym momencie. Mimo że doświadczamy obecnie ożywienia gospodarczego, sektory takie jak budownictwo, deweloperzy mieszkaniowi czy rynek reklamowy dopiero zaczynają lub zaczną (może) na tym korzystać. Inwestor mógłby więc przyjąć pewne proste reguły inwestycyjne, pozwalające mu z tej wiedzy skorzystać. Na przykład:

- „W okresie ekspansji gospodarczej nie inwestuję w branże defensywne, ponieważ w mniejszym stopniu skorzystają na poprawie koniunktury”.
- „Aktualnie interesują mnie branże X, Y i Z, ponieważ ożywienie ogólnogospodarcze powinno udzielić się im w przeciągu najbliższych kilku miesięcy”.
- „Gdy dobra koniunktura utrzymuje się przez dłuższy okres (np. 1-2 lat), zaczynam inwestować głównie w spółki surowcowe, ponieważ w zaawansowanej fazie okresu ekspansji gospodarczej zwykle narastają obawy inflacyjne”.

Kolejnymi kryteriami filtrującymi mogą być preferencje inwestora w zakresie udziału rynkowego spółki na tle konkurentów (**siła rynkowa**) czy też spodziewanej dynamiki samego rynku (**potencjał wzrostu**). Siła rynkowa mierzona może być kombinacją dwóch parametrów: **aktualnego procentowego udziału**

w rynku oraz **zmiany udziału w rynku** na przestrzeni ostatnich 2-3 lat. Inwestor może sobie założyć, że aby spółka zakwalifikowała się do dalszej analizy, powinna być jednym z głównych graczy na rynku i systematycznie (z roku na rok) zwiększać swój udział w rynku. Z drugiej strony inwestor może przywiązywać większą wagę do potencjału samego rynku, uznając, że interesują go tylko te branże, w których sprzedaż będzie rosła np. co najmniej 10% rocznie w ciągu najbliższych 5 lat. Informacje na temat perspektyw wzrostu poszczególnych branż można uzyskać albo z raportów niezależnych instytucji monitorujących poszczególne rynki, albo z raportów analitycznych domów maklerskich.

Kluczowe kryteria oceny

Pozostałe kryteria pozwolą odpowiednio **uszuregować pod względem atrakcyjności** te spółki, które przeszły wstępną selekcję. Spektrum narzędzi możliwych do zastosowania w tym miejscu jest oczywiście bardzo obszerne, dlatego zaprezentuję tylko wybrane z nich.

Rentowność pomaga inwestorowi ocenić, czy spółka w odpowiednim stopniu pomnaża powierzone jej przez akcjonariuszy środki. Najbardziej klasycznym miernikiem jest bez wątpienia wskaźnik **ROE** (rentowność kapitałów własnych). Trudno przychylnym okiem spoglądać na spółki, których ROE znajduje się w okolicach 5% (a więc w okolicach oprocentowania lokaty bankowej). Zazwyczaj ROE spółek obraca się w granicach 10-20%. Warto również przyrzeć się, co dokładnie stoi za takim, a nie innym poziomem tego wskaźnika – wiadomo bowiem, że można go rozpisać jako iloczyn trzech parametrów: marży netto (rentowności sprzedaży), wskaźnika sprzedaży do aktywów (efektywności wykorzystania majątku firmy) oraz relacji aktywów do kapitałów własnych (czyli zadłużenia).

Wypłacalność spółki rozumiem tutaj bardzo szeroko jako zdolność do terminowej spłaty zadłużenia, regulowania bieżących zobowiązań (płynność) oraz utrzymania dotychczasowej polityki dywidendy na zadowalającym poziomie. Bezpieczeństwo w zakresie zadłużenia można mierzyć np. wskaźnikiem **dług netto do EBITDA**, który,



w moim przekonaniu, najlepiej oddaje siłę finansową spółki. Warto założyć pewien poziom (np. 2,5 albo 3,0), powyżej którego spółka staje się mniej atrakcyjna z uwagi na podwyższone ryzyko niewypłacalności. Zdolność regulowania bieżących zobowiązań można ocenić za pomocą **wskaźnika bieżącego** (optymalny przedział 1,2-2,0) lub **wskaźnika szybkiego** (optymalnie powyżej 1,0). Atrakcyjność polityki dywidendowej mierzymy naturalnie **stopą dywidendy** (iloraz dywidendy na jedną

akcję i bieżącego kursu jednej akcji), która zwykle przyjmuje wartości w granicach 0-5%, rzadziej 5-10%. Zarówno w przypadku stopnia zadłużenia, jak i polityki dywidendowej warto brać poprawkę na profil spółki – te szybciej rozwijające się zazwyczaj są mocniej zadłużone i mniej hojnie obdarowują swoich akcjonariuszy dywidendą, ponieważ reinwestują wygenerowaną gotówkę. Zapewniają tym samym bardziej atrakcyjny profil wzrostu, ale kosztem bieżących korzyści oraz podwyższonego ryzyka związanego z zadłużeniem. Oczywiście każdy inwestor sam decyduje, które spółki będzie preferował w swoim portfelu inwestycyjnym.

Zarząd spółki warto ocenić pod kątem (1) doświadczenia na stanowiskach kierowniczych w branży

Rentowność, wypłacalność, stopa dywidendy - trzy kryteria oceny spółki, które musisz poznać chcąc w nią zainwestować

oraz w samej spółce, (2) jakości relacji inwestorskich, w tym kwestii podawania prognoz wyników finansowych i zdolności wypracowywania wyniku zgodnego z tymi przewidywaniami oraz (3) zdolności do obniżania kosztów w trakcie recesji i zwiększania przychodów w okresie prosperity. Dodatkowym atutem może być uczestnictwo zarządu w programie motywacyjnym lub wręcz fakt bycia istotnymi współwłaścicielami spółki.

Właściciele, czyli akcjonariusze spółki, też świadczą o jej atrakcyjności. Obecność finansowego inwestora instytucjonalnego (OFE, funduszu inwestycyjnego) powyżej progu 5% głosów na pewno stanowi plus dla spółki. Obecność Skarbu Państwa zazwyczaj nim nie jest. Wreszcie wielkościowy, znany inwestor strategiczny może w znaczący sposób wspomóc rozwój spółki, ale nierzadko przekłada się również na gorszą politykę informacyjną względem inwestorów finansowych (w przeciwieństwie do spółek, których free float wynosi 100%).

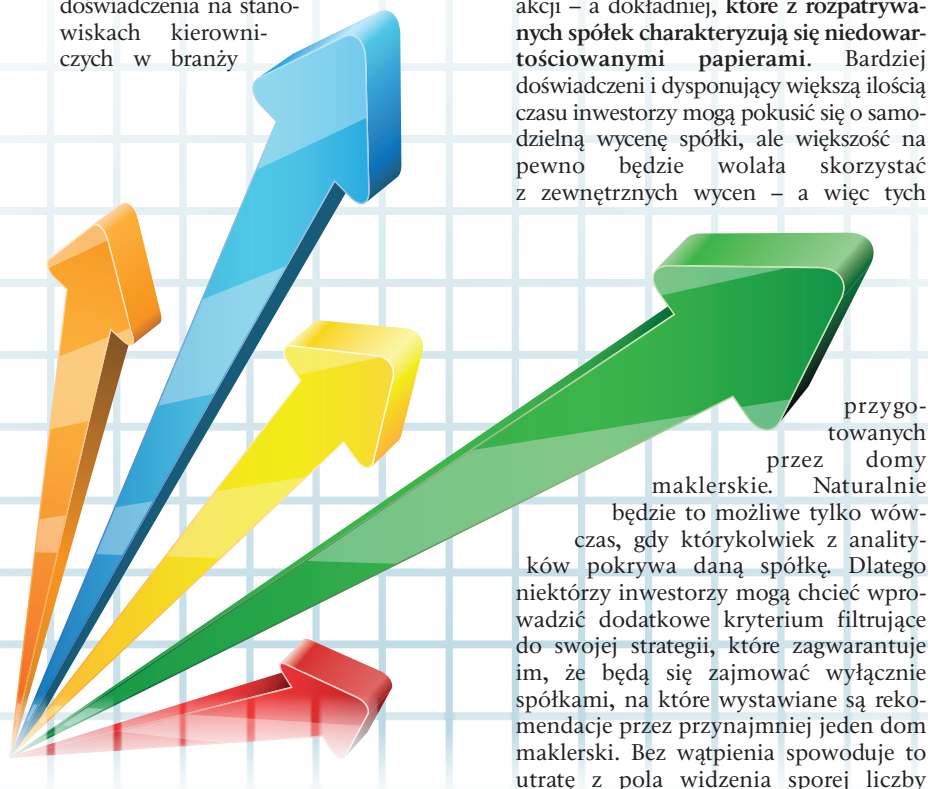
Po uszeregowaniu spółek, które przeszły wstępną selekcję, pozostają dwa istotne etapy do przeprowadzenia. Pierwszym z nich jest oszacowanie, na ile bieżący kurs giełdowy odzwierciedla faktyczną wartość akcji – a dokładniej, **które z rozpatrywanych spółek charakteryzują się niedowartościowanymi papierami**. Bardziej doświadczeni i dysponujący większą ilością czasu inwestorzy mogą pokusić się o samodzielną wycenę spółki, ale większość na pewno będzie wolała skorzystać z zewnętrznych wycen – a więc tych

atrakcyjnych, niedowartościowanych spółek – ale przecież inwestowanie to również sztuka kompromisu. Korzystając z wycen domów maklerskich, warto pamiętać o kilku zasadach:

1. Bezpieczniej jest opierać się na oszacowaniu bieżącej wartości, a nie tzw. cenie docelowej (ten temat poruszyłem w numerze 3/2010).
2. Wycena analityka będzie opierać się na co najmniej dwóch metodach. Ostatecznie uzyskana wartość jest mniej wiarygodna, jeżeli obie wykorzystane metody dają mocno różniące się od siebie wyniki.
3. Wycena porównawcza nie zawsze musi się kończyć uzyskaniem konkretnej wartości. Niekiedy analityk poprzestaje na stwierdzeniu, że spółka jest notowana z dyskontem lub z premią względem podobnych spółek. Jeżeli uzna on dyskonto za nieuzasadnione, będzie to oznaczać, że jego zdaniem akcje spółki są niedowartościowane. W takiej sytuacji za atrakcyjne można traktować dyskonto powyżej 10%.
4. Warto przyrzeć się założeniom, jakie poczynił analityk w zakresie przyszłych wyników finansowych spółki i samodzielnie ocenić, czy są one pesymistyczne, czy optymistyczne. Wycena oparta na optymistycznych przesłankach charakteryzuje się wyższym marginesem błędu.

W tym momencie inwestor powinien skoncentrować swoją uwagę na spółkach znajdujących się wysoko na liście (które wypadły dobrze w przypadku większości stosowanych kryteriów) i których akcje są jednocześnie niedowartościowane. Ostatni krok to **spisanie najważniejszych ryzyk**, które mogą się przyczynić do znacznego pogorszenia atrakcyjności spółki. W przyszłości inwestor będzie śledzić bieżące doniesienia ze spółek, które wybrał, pod kątem możliwego zmaterializowania się tych ryzyk.

Życzę Czytelnikom, aby powyższy schemat czterech kroków (przefiltrowanie, uszeregowanie, selekcja akcji niedowartościowanych i identyfikacja ryzyk) choć trochę ułatwił im korzystanie z analizy fundamentalnej, która – jak, mam nadzieję, udało mi się udowodnić – może być wygodna w użyciu. Powyżej przedstawiłem tylko przykładowe elementy mogące stanowić budulec strategii opartej o analizę fundamentalną. Zachęcam więc do eksperymentowania i wyboru własnego zestawu narzędzi, podobnie jak czynią to inwestorzy w analizie technicznej.



Uwaga!

To co widzisz to tylko
wybrane artykuły
z numeru 1/2011

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