WWW.GAZETATREND.PL

NR 3 (3) MAJ 2008
GAZETA BEZPŁATNA

TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

CYFROWY POLSAT ZADEBIUTOWAŁ NA GPW

ABC FUTURES cz. 2

PRYWATYZACJA GPW? CUDÓW NIE BĘDZIE

Zmiana wartości w okresie 18.04.2008 – 21.05.2008
WIG20 ▲ -0,8%; WIG ▲ -1,0%; S&P500 ▼ 0,03%; NASDAQ ▼ 1,9%; USD/PLN ▲ -1,0%; EUR/PLN ▲ -0,7%; MIEDŹ ▲ -2,7%; ROPA ▼ 12,0%

Pierwszy **blog maklerski**

Poblogujmy o inwestowaniu...

Inwestujesz? Zainwestuj trochę czasu w blog o ... inwestowaniu. Znani na rynku komentatorzy piszą nieoficjalnie, ale w pełni profesjonalnie m.in. o systemach transakcyjnych, psychologii inwestowania, rynkach surowców, meandrach analizy technicznej.
Wejdź na **blogi.bossa.pl.**

blogi.BOSSA.PL

BOŚ | **DOM MAKLERSKI**
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

Centrala: **ul. Marszałkowska 78/80, 00-517 Warszawa, tel.: (+48) 22 50 43 000, makler@bossa.pl, www.bossa.pl**

Oddziały: **Białystok / Bielsko-Biała / Bydgoszcz / Częstochowa / Gdańsk / Katowice / Kielce / Koszalin / Kraków Leszno / Łomża / Łódź / Ostrołęka / Olsztyn / Poznań / Rybnik / Szczecin / Tomaszów Mazowiecki / Wrocław**

DM BOŚ S.A. działa na podstawie zezwolenia KNF

Nie możemy zacząć bieżącego numeru inaczej, niż gratulacjami. Rynek NewConnect obchodził niedawno swój pierwszy poważny jubileusz. 9 maja zadebiutowała na nim 50. spółka. Dynamika rozwoju NC pokazuje, że otwarcie tego rynku było strzałem w dziesiątkę. Nie minął jeszcze rok jego istnienia, a zdążyło na nim zadebiutować aż 50 podmiotów! Ciekawe, ile spółek będzie notowanych po upływie kolejnego roku. Bez kozery powiem pięćset, cytując panią Pelagię ze skeczu kabaretu TEY. Takie prognozy wydają się irracjonalne, ale gdybyśmy sumowali spółki z podstawowego rynku GPW i NewConnect, to jestem przekonany, że za rok magiczna bariera pięciu setek zostanie przekroczona. Działania Zarządu GPW pokazują, że ma on konkretny plan rozwoju giełdy i systematycznie realizuje poszczególne założenia, co powoduje, że Warszawa staje się coraz ważniejszym punktem na finansowej mapie Europy. Serdecznie gratuluję sukcesów prezesowi Sobolewskiemu i całej jego ekipie. Oby tak dalej!

Przyszłość giełdy wiąże się z prywatyzacją. Poprosiliśmy Piotra Kuczyńskiego o rozmowę na ten temat. Główny analityk firmy Xelion. Doradcy Finansowi dzieli się w nim swoimi przewidywaniami oraz ocenia działania władz giełdy. Optymistycznie spogląda w przyszłość, choć nie spodziewa się na razie żadnych cudów. Miejmy jednak nadzieję, że na nie również nadejdzie czas.

Jednym z hitów ostatnich tygodni na GPW był debiut Cyfrowego Polsatu. Inwestorzy pozytywnie ocenili ofertę spółki, co przełożyło się na wysoką stopę redukcji ofert. Nie widać jeszcze, co prawda, oznak hurraoptymizmu, które obserwowaliśmy podczas hossy, możemy jednak po cichu liczyć na to, że giełdowi gracze będą powoli wyzbywać się strachu przed ryzykiem, a spółki, wychodząc im naprzeciw, będą znów chętnie organizować oferty publiczne. Cyfrowy Polsat dał wyraźny sygnał do natarcia.

Piotr Niewiadomski
Redaktor Naczelny
piotr.niewiadomski@gazetatrend.pl

FORUM MIESIĘCZNIKA TREND

Fundusze inwestycyjne
Kontrakty terminowe
Rynki towarowe
Akcje i inwestycje
Forex

www.gazetatrend.pl/forum

FORUM TREND
MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

Wydawca:
MEDIA5 GROUP
Akademicki Inkubator Przedsiębiorczości
Szkoła Główna Handlowa
Al. Niepodległości 162, pok. 304
02-554 Warszawa

Akademickie Inkubatory Przedsiębiorczości
Al. Jerozolimskie 53, lok. 1a
00-697 Warszawa

Redaktor Naczelny
Piotr Niewiadomski
piotr.niewiadomski@gazetatrend.pl

Zastępcy Redaktora Naczelnego
Jakub Domagalski
jakub.domagalski@gazetatrend.pl
Anna Grodecka
anna.grodecka@gazetatrend.pl
Dorota Sierakowska
dorota.sierakowska@gazetatrend.pl

Wywiad Inwestora
Marta Włodarz
marta.wlodarz@gazetatrend.pl

Wydarzenia
Mateusz Choromański
mateusz.choromanski@gazetatrend.pl

Rynki
Piotr Górnicki
piotr.gornicki@gazetatrend.pl
Michał Kurpiel
michal.kurpiel@xelion.pl
Bartosz Popko
bartosz.popko@gazetatrend.pl

Inwestycje
Dorota Sierakowska
dorota.sierakowska@gazetatrend.pl

Edukacja
Bartosz Boniecki
bartosz.boniecki@gazetatrend.pl
Czesław Martysz
czeslaw.martysz@gazetatrend.pl

Wielcy Inwestorzy
Anna Grodecka
anna.grodecka@gazetatrend.pl

Inwestor po godzinach
Karolina Baran
karolina.baran@gazetatrend.pl
Piotr Niewiadomski
piotr.niewiadomski@gazetatrend.pl

Korekta
Mikołaj Atanasow
mikolaj.atanasow@gazetatrend.pl
Anna Grodecka
anna.grodecka@gazetatrend.pl
Marta Strzelecka
marta.strzelecka@gazetatrend.pl

Reklama
Jakub Domagalski
jakub.domagalski@gazetatrend.pl
Maria Kuśka
maria.kuska@gazetatrend.pl

Skład i Grafika
Studio Komputerowe Gemma
Pl. Konstytucji 2
00-552 Warszawa

Redakcja czasopisma Trend zastrzega sobie prawo do zmiany i skracania niezamówionych tekstów. Redakcja nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych reklam i ogłoszeń.

Nakład
1000 egzemplarzy

Notowania i wykresy dostarczają WD Software oraz XTB Brokers

Partnerzy strategiczni

akademickie inkubatory przedsiębiorczości

Studenckie Koło Naukowe KLUB INWESTORA

TREND
MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WYWIAD INWESTORA

5 Wywiad z Piotrem Kuczyńskim, głównym analitykiem firmy Xelion. Doradcy Finansowi – rozmawiała Marta Włodarz

WYDARZENIA

7 Tak rodzi się polski H&M – Mateusz Choromański

9 Cyfrowy Polsat SA zadebiutował na GPW – Jakub Domagalski

10 Jaki debiut taka przyszłość? – Mateusz Choromański

12 Mistyka Przywództwa – Piotr Borkowski

RYNKI

13 RARE EARTHS – Rynek trudny dla inwestorów – Dorota Sierakowska

14 Co słychać na Wall Street? – Piotr Kuczyński

15 Jak inwestować w trudnych czasach cz. 2 – plan działania – Michał Kurpiel

NEWCONNECT

16 Security System Integration – lider w dziedzinie bezpieczeństwa – Bartosz Popko

ANALIZY

17 Ceramika Nowa Gala SA – Marcin Zieliński

18 Analiza giełdowa kwiecień-maj 2008 – P. Danelski, S. Kamiński, P. Król

EDUKACJA

20 ABC Futures, cz. 2 – Czesław Martysz

22 Wskaźniki w analizie technicznej: drogowskazy do zysków – Bartosz Boniecki

WIELCY INWESTORZY

24 John Maynard Keynes – teoretyk ekonomii inwestorem – Anna Grodecka

INWESTOR PO GODZINACH

26 Spekulant – filmowa uczta dla miłośników giełdy – Anna Grodecka

26 Heineken Open'er Festival – Karolina Baran

RECENZJA

27 Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa – Jakub Domagalski

„Sama prywatyzacja nie wpłynie na sposób postrzegania giełdy. Nie każdy organizm państwowy jest źle zarządzany. Giełda jest bardzo pozytywnym tego przykładem."

Wywiad z Piotrem Kuczyńskim, głównym analitykiem firmy Xelion. Doradcy Finansowi o planach prywatyzacji GPW.

MARTA WŁODARZ: Jaka jest Pana opinia w sprawie prywatyzacji polskiej giełdy? Czy to jest dobre rozwiązanie?

PIOTR KUCZYŃSKI: Prywatyzację planował pan prezes Rozłucki, ojciec polskiej giełdy. Wówczas rozważane były właściwie trzy warianty, trzy możliwości. Pierwszy to jest inwestor strategiczny, drugi to jest prywatyzacja w ten sposób, że udziały przejęłyby te polskie podmioty, które w tej chwili są udziałowcami tej giełdy i są zainteresowane jej rozwojem. Trzeci pomysł to była prywatyzacja przez giełdę, giełdy przez giełdę, czyli sprzedaż akcji w ofercie pierwotnej. Jak słyszę, teraz w tym rządzie akurat pomysły zmieniają się błyskawicznie, co widzimy w wielu przypadkach, na przykład na podatku Belki. Raz ma być, raz nie, a raz ma być po połowie. W związku z tym nie wiadomo, czy to się jeszcze nie zmieni, ale na razie mówimy, jak rozumiem o tym, że część akcji pójdzie w ofertę pierwotną, a część dla różnych podmiotów. I to jest chyba dobre rozwiązanie, przy czym skarb państwa, jak rozumiem, miałby chyba większość.

M.W.: Tak, będzie to 51%.

P.K.: 51%, czyli większość, czyli miałby przewagę. Inaczej mówiąc, nie będzie to taka typowa prywatyzacja. Można powiedzieć, że będzie to raczej komercjalizacja, bo to jednak będzie spółka w dalszym ciągu zdecydowanie pod wpływem skarbu państwa. Ale to nie jest zły kierunek.

M.W.: A jak wpłynie to na dalszy rozwój giełdy? Czy będzie to powodowało większy napływ kapitału?

P.K.: Nie przypuszczam. Sama tego typu prywatyzacja nie wpłynie na sposób postrzegania giełdy. Dlaczego? Nie każdy organizm państwowy jest źle zarządzany. Przynajmniej ja uważam, że nie każdy. Akurat giełda jest tym bardzo pozytywnym przykładem. To znaczy, ona była od początku przez pana Rozłuckiego i teraz przez pana Sobolewskiego znakomicie prowadzona. Pewnie płace prezesów, zarządu są gorsze niż gdzieś w prywatnych przedsiębiorstwach, ale trudno tak na zewnątrz powiedzieć, że coś było nie tak. Nie ma bałaganu, wszystko doskonale zorganizowane i nie przypuszczam, żeby prywatyzacja sama z siebie miała coś spowodować. Nie zobaczymy wpływu tego podczas bieżącej działalności giełdy. Tak myślę. Mówi się, że inne organizmy wewnętrzne, inne giełdy chętniej wchodzą w różnego rodzaju alianse z przedsiębiorstwami prywatnymi niż z państwowymi. I tylko tu może być ta różnica. Natomiast z perspektywy inwestorów, graczy giełdowych, funduszy inwestycyjnych, nie widzę różnicy – oprócz zwiększenia płac pracowników.

> „Nie jest tak, że jestem przeciwny wchodzeniu podmiotów zagranicznych, ale my znamy nasze warunki lepiej i myślę, że dla GPW byłoby to lepiej, gdyby do powiedzenia miały więcej polskie podmioty."

M.W.: Czy jeśli większość udziałów przejmie jeden z inwestorów, na przykład, strategiczny, czy istnieje groźba, że jeśli będzie to podmiot zagraniczny, to że wtedy giełda będzie rozwijać się bardziej w kierunku przyjmowania podmiotów zagranicznych?

P.K.: Istniałoby takie zagrożenie, ale jak rozumiem, dlatego między innymi początkowo mamy te 51% skarbu państwa, co już wyklucza większościowego inwestora strategicznego. Mamy część przeznaczoną na giełdę i część dla podmiotów prywatnych. Teoretycznie, taki większy inwestor mógłby skupować akcje z rynku lub też próbować przejmować od tych, którzy są w tej chwili uczestnikami obrotu w Polsce. Ale to jest mało prawdopodobna teoria, bo po co miałby to robić? Po to żeby i tak w końcu spotkać się oko w oko ze skarbem państwa? Trochę bez sensu. Myślę, że taki model, który, jak rozumiem, na pewno zostanie przyjęty, spowoduje to, że nie będzie tego zagrożenia. Według mnie, po prostu go nie będzie.

M.W.: W październiku właśnie około 49% akcji ma zostać przedstawionych do obrotu, natomiast w późniejszych etapach ma być ich więcej, jeszcze nie określono dokładnej daty późniejszych etapów i tych procentowych wielkości, ale czy jest na przykład taka możliwość, że jakaś inna giełda z regionu będzie szykowała się do wrogiego przejęcia, na przykład giełda wiedeńska?

P.K.: Jeżeli rzeczywiście skarb państwa będzie chciał oddać jakąś swoją część, zrezygnować z większości, to coś takiego można zapewne rozważać. Kiedy by to się stało? Wtedy, kiedy taki organizm zewnętrzny, jakaś inna duża giełda zobaczyłaby w tym duży interes. Na przykład wtedy, gdy wschodnie giełdy – ukraińska, czy jakieś inne ze wschodu, chciałyby być bardzo mocno obecne na polskiej giełdzie, gdyby polska giełda już zdobywała bardzo wielką ilość spółek właśnie na przykład z Ukrainy czy ze wschodniej Europy poza granicą Unii Europejskiej. Dopóki takiego zjawiska nie będzie, to, według mnie, GPW w dalszym ciągu jest za małym organizmem, zbyt małe obroty są na niej, by ☛

poważny gracz, chciałby wdawać się w bijatykę. Nie wierzę.

M.W.: A czy polska giełda przejmie w przyszłości jakąś inną giełdę?

PIOTR KUCZYŃSKI: Mówi się ciągle o przejęciach, o połączeniach i aliansach. Tak, są i pogłoski, i plany na ten temat. Myślę, że polska giełda będzie się rzeczywiście starała rozwijać. Pozostaje pytanie, czy to będzie rozwój we właściwym kierunku. Rozumiem, że zarząd giełdy chciałby mieć jak najwięcej tych perspektywicznych, jak rumuńska, bułgarska, prawda? Te, które mogą się szybko rozwijać, a które na pewno w tej chwili są w stanie niedorozwiniętym, więc na pewno będą szły w dobrym kierunku. Jeżeli to będą tylko przejęcia dla przejęć, to nic nie da. Jeżeli owe przejęcia będą skutkowały przyciągnięciem spółek z regionu, to wtedy to będzie bardzo dobre, szczególnie jeśli to będą ruchy w kierunku podmiotów, które mają lepszą infrastrukturę, lepszą bazę techniczną. Choć to sobie akurat trudno wyobrazić, bo system na GPW jest jednym z lepszych na świecie z punktu widzenia poziom techniki i organizacji giełdy.

M.W.: Czy giełda w Polsce będzie sprzyjała małym i średnim przedsiębiorstwom po procesie prywatyzacji?

P.K.: Nie widzę tu specjalnie różnicy, to znaczy giełda i tak sprzyja, bo mamy przecież NEW CONNECT i giełda chce bardzo rozwijać ten rynek, więc myślę, że proces prywatyzacji niczego w tej polityce nie powinien zmienić. Nie widzę powodu, dla którego miałoby się coś gwałtownie zmienić po prywatyzacji. Zarząd zapewne zostałby ten sam, polityka rozwoju zostałaby ta sama, w związku z tym to nastawienie do pozyskiwania jak największej ilości spółek, również małych, byłoby kontynuowane. Nie widzę powodu, dlaczego miałoby być albo przyspieszane, albo zwolnione.

M.W.: A co z NEW CONNECT? Zadebiutowało tam bardzo dużo spółek okołobiznesowych, a początkowym założeniem było to, żeby debiutowały głównie spółki innowacyjne, przynoszące coś nowego?

P.K.: No właśnie, założenia, założeniami, a prawda jest taka, że od początku twierdziłem, że będzie to rynek bardzo ryzykowny, będą wchodziły różne spółki. Uważam, że po prostu taki mało uregulowany rynek jest zachętą do niektórych firm, żeby zdobywać kapitał w sposób, który nie przyniesie zysków inwestorom. Powiedziałbym tak „na okrągło": jest to bardzo ryzykowny rynek i ten mniejszy stopień regulacji zachęca bardzo wiele podmiotów. Szkoda, że tutaj nie ma jakiejś oceny ze strony giełdy tego czynnika – właśnie tego, że musi to być spółka innowacyjna. Żałuję, że tak jest, chociaż być może wynika to z tego, że po prostu jest ich w Polsce za mało. To by z kolei świadczyło o tym, co się dzieje w Polsce. Jeżeli chodzi o innowacyjność, jest z tym źle. Ale jeżeli się wydaje z PKB niecałe 2% na rozwój i naukę, a w Europie jest dużo, dużo więcej, bo chyba 2,9, a w krajach skandynawskich – prawie 5% PKB, więc to nic dziwnego, że u nas ta innowacyjność leży.

„Taki mało uregulowany rynek jest zachętą do niektórych firm, żeby zdobywać kapitał w sposób, który nie przyniesie zysków inwestorom."

M.W.: Czy dzięki prywatyzacji poprawi się płynność giełdy?

P.K.: Myślę, że dzięki samej prywatyzacji – nie. Nie widzę żadnej jakościowej zmiany, oprócz tej zmiany mentalności, zarządu i jego większej elastyczności. Sam sposób organizacji handlu nie ulegnie zmianie. Zmiany przyjmowania ofert pierwotnych na rynek też nie, więc nie widzę powodu, dla którego miałaby się poprawić płynność.

Ona by się poprawiła tylko wtedy, gdyby nam się udało przyjmować więcej spółek. Gdyby nie było

Forex...?
To nasza Pasja!

FTS
FOREXTRADESYSTEM.COM

FTS Capital Group Sp. z o.o.
ul. Modrzejowska 20
41-200 Sosnowiec
tel. +4832 728 15 03
e-mail: biuro@ftscapital.com
www.ftscapital.com

Introducer:
FxPro.com
Trade Forex Like a Pro

blisko czterysta, jak w tej chwili jest, ale na przykład kilka tysięcy. Niech byłoby ich z tysiąc, przynajmniej tych większych, gdzie fundusze szukają miejsca, by szybko kupić akcje lub szybko sprzedać, czyli dużych spółek wieloobrotowych.

M.W.: A jak może się przełożyć na jakieś rzeczywiste efekty właśnie zmiana mentalności i elastyczności zarządu?

PIOTR KUCZYŃSKI: Ciężko powiedzieć, dlatego, że dopóki nie sprawdzimy, to nie będziemy wiedzieli. Jeżeli człowiek lub zarząd działa w układzie – typowo politycznym- w zasadzie – przy państwowej giełdzie, to stanowiska mogą być wymieniane przez polityków.

W związku tym załóżmy, że GPW kiedyś będzie całkowicie niepaństwowa, to wtedy się to wszystko pozmienia, ale na razie ja nie spodziewam się żadnej istotnej zmiany, oprócz większej możliwości przyjmowania pracowników na wyższe pensje. Jeżeli odblokowany jest prezes i zarząd, nie ma już ustawy. Jeżeli nie będzie ustawy kominowej, wtedy również pracownicy mogą więcej zarabiać, a giełda będzie przynosiła przecież zyski i stanie się zyskownym przedsiębiorstwem. Wtedy lepsi pracownicy, lepsza kadra może poprowadzić cały organizm w bardziej prawidłowym kierunku.

M.W.: Czy dotychczasowi prezesi giełdy, zarząd, byli podatni na wpływy polityczne?

P.K.: Dotychczas tego nie zauważyłem.

M.W.: Niektórzy tak sugerowali, ze po prostu dopóki jest państwowa giełda, to może tak być?

P.K.: Tak, sugerowali, ja znam te sugestie, tylko niech mi pokażą miejsce, w którym prezes Rozłucki był podatny na politykę czy teraz prezes Sobolewski jest podatny na zmiany polityczne. Przecież prezes Sobolewski został prezesem za rządów PiS,

Teraz są rządy PO, koalicji PO z PSL i nie widzę zmiany zachowania prezesa i nic się nie dzieje, a prezes Rozłucki przetrwał wiele różnych rządów i również nie było oznak podatności. Może dlatego że giełda była czy jest dla polityków zbyt hermetycznym organizmem, wolą się tu nie wtrącać, zostawiają to fachowcom. I dzięki Bogu.

„Giełda jest dla polityków zbyt hermetycznym organizmem, wolą się tu nie wtrącać, zostawiają to fachowcom. I dzięki Bogu."

M.W.: Teraz chciałam zapytać, czy dzięki prywatyzacji giełdy poprawi się wizerunek na arenie międzynarodowej (w dziedzinie finansowej).

P.K.: Tak jak powiedziałem, inne organizmy finansowe, inne giełdy szybciej będą rozważały jakieś alianse z nami. W momencie gdy giełda byłaby organizmem niepaństwowym, byłaby prywatna, ale do 100% pełnej prywatyzacji jeszcze długa droga. Wizerunek się poprawi, ale nic dramatycznego, ani nic cudownego z tego nie będzie.

M.W.: A właśnie wracając do tej drogi prywatyzacji, czy to jest dobra strategia, że najpierw 49%…?

P.K.: Ja uważam, że dobra, przy czym myślę, że nawet docelowo powinno się dać więcej akcji tym podmiotom polskim, które są zaangażowane w giełdę, które są zainteresowane rozwojem tej giełdy, które są zainteresowane tym, żeby ta giełda się rozwijała. To **nie jest tak, że jestem przeciwny wchodzeniu podmiotów zagranicznych, ale my znamy nasze warunki lepiej i myślę, że dla GPW byłoby to lepiej, gdyby do powiedzenia miały więcej polskie podmioty.** ❖

Dziękuję bardzo za rozmowę.
ROZMAWIAŁA MARTA WŁODARZ
MARTA.WLODARZ@GAZETATREND.PL

Tak się rodzi polski H&M

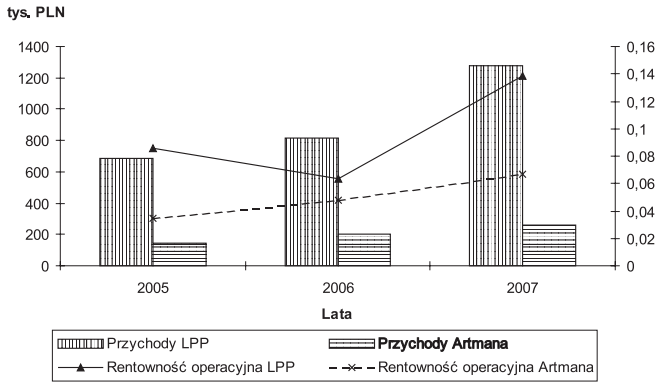
MATEUSZ CHOROMAŃSKI
MATEUSZ.CHOROMANSKI@GAZETATREND.PL

Na reakcję rynku nie trzeba było długo czekać. Informacja o podpisaniu listu intencyjnego w sprawie połączenia krakowskiego Artmana z gdańskim LPP posłała kurs akcji pierwszej ze spółek na poziomy aż o 32% wyższe niż poprzednie zamknięcie. LPP kończył sesję 10 kwietnia na 4-procentowym plusie.

Przejmujący…

Taka skala wzrostów notowań od razu pomaga odgadnąć, kto kogo będzie przejmował. Zgodnie z typowymi zachowaniami kursów w obliczu połączeń, spółka przejmowana jest tą, na której skupia się silniejszy popyt. Nie inaczej jest i w tym przypadku. LPP jako przedsiębiorstwo o o wiele większej skali działalności wchłonie mniejszego partnera. Na swoją pozycję na rynku LPP pracowało kilkanaście lat. Zaczęło się tak, jak prawie zawsze zaczynało się w przypadku największych polskich prywatnych biznesów: początek lat 90-tych, kilku wspólników, handel (w tym przypadku chińskimi tekstyliami). W 1994 roku założyciele LPP, konkretnie zaś Marek Piechocki (obecny prezes) i Jerzy Lubianiec (przewodniczący Rady Nadzorczej) okazali się być prawdopodobnie pierwszymi na polskim rynku, którzy zdecydowali się zlecać szycie ubrań na Dalekim Wschodzie. Postanowili koncentrować się jedynie na rozwoju marek i sieci handlowej. Było to i ciągle jest jak najbardziej zgodne z ogólnoświatowym trendem na rynku odzieżowym, który de facto przekształca się z rynku producenta w rynek handlowy. Rezultatem wieloletnich prac są obecnie bardzo silne marki w portfelu LPP. Gwiazdą przynoszącą ponad 70% przychodów jest Reserved. Na drugim miejscu plasuje się Cropp z prawie 20-procentowym udziałem. Do pozostałych marek należą: Re-kids, Henderson i Esotiq (bielizna odpowiednio męska i dam-

FINANSE LPP I ARTMANA (PRZYCHODY – SKALA LEWA, RENTOWNOŚĆ – SKALA PRAWA)



ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE

ska) oraz Promostar (odzież promocyjna). Poza rozpoznawalnymi markami LPP udało się stworzyć sieć w sumie ponad 300 sklepów (181 Reserved i 129 Cropp). Aż 100 outletów znajduję się poza granicami Polski, a mianowicie na Słowacji, Litwie, Łotwie, Węgrzech oraz w Czechach, Estonii i Rosji. Jeszcze w kwietniu ma być otwarty punkt w Rumunii, a do końca roku w Bułgarii. Jak taki model biznesowy przełożył się na finansowy wymiar działalności firmy? O ile 2006 rok nie mógł być zaliczony do udanych (głównie z powodu nietrafionej, gdyż zbyt odważnej kolekcji Reserved), to 2007 przyniósł o wiele lepsze rezultaty. Sprzedaż wzrosła o 56% (do niemal 1,3 mld złotych), a zysk netto zwiększył się jeszcze bardziej, bo aż o 228% (do 135 mln złotych). Tak świetna dynamika rozwoju firmy przyniosła wprost proporcjonalne zyski kapitałowe dla akcjonariuszy. Mimo (a może właśnie z powodu) ogólnie trudnej sytuacji na rynku w całym 2007 roku, który przyniósł znaczny spadek zdecydowanie przewartościowanych walorów wielu przedsiębiorstw, inwestorzy docenili siłę fundamentów spółki i kurs LPP wzrósł aż o 260%, co pozwoliło uplasować się jej na drugiej pozycji pod względem rocznego zysku spośród wszystkich spółek notowanych na GPW.

… i przejmowany

Patrząc na ścieżkę rozwoju drugiego z podmiotów będących przedmiotem zainteresowania tego artykułu, można stwierdzić, że w zasadzie była ona podobna do LPP. Naturalnie, skala działalności Artmana jest nieporównywalnie niższa, ale fakt, iż budowanie (w tym wypadku akurat jednej) marki House rozpoczęło się w połowie lat 90-tych, a firma swoją działalność w kraju ograniczała do budowy sieci handlowej, brzmi znajomo. Po kilkunastu latach rozwijania biznesu Artman doczekał się prawie 190 sklepów, z czego 70 znaleźć można na Słowacji i w Czechach, a już niedługo będzie to możliwe na Litwie i w Rumunii. Punkty sprzedaży wypracowały niemal 260 mln przychodów w 2007 roku (wzrost o 26%) i 11 mln zysku netto (wzrost o 177%).

Takie same plany

Ciekawym, ale przede wszystkim dobrze wróżącym fuzji wydaje się być fakt, iż w zasadzie jeszcze przed wyjściem na jaw informacji o integracyjnych planach LPP i Artmana, można było stwierdzić dużą zgodność strategii obydwu spółek. Małopolskie i pomorskie przedsiębiorstwa upatrywały i ciągle oczywiście upatrują głównych szans swojego rozwoju nie na polskim, ale na wschodnim rynku. Biorąc pod uwagę fakt, iż centra handlowe w Rosji, na Ukrainie, czy w dwóch najmłodszych pod względem stażu krajach UE, są dopiero w bardzo wczesnym stadium rozwoju, spółki właśnie tam mają zamiar kierować większość swoich wysiłków, jeżeli chodzi o otwieranie nowych outletów. Przygotowując w tym roku 80 nowych sklepów, LPP umieści aż 50 poza Polską. Zarząd LPP stwierdza przy tym otwarcie, że w ciągu najbliższych kilku lat udział sprzedaży generowanej przez zagraniczne źródła wzrośnie z obecnych 30% do ponad 50%. Czarnym koniem ma być Rosja, na którą przede wszystkim stawia gdańska spółka. Biorąc pod uwagę perspektywy rozwoju rynku detalicznego w tym kraju, wybór może okazać się jak najbardziej trafny. Podobną strategię obierało i dalej obiera (jak deklarują zarządy obydwu spółek, w wyniku połączenia, w kwestii kierunków i planów rozwoju poszczególnych brandów niewiele się zmieni) Artman, który z planowanych do otwarcia na ten rok 70 sklepów, 40 umiejscowi za granicą. W przypadku Artmana wspomnieć należy o planowanym na późne lato wprowadzeniu nowej marki, Mohito, której grupą docelową będą bardziej zamożne kobiety w wieku 25-35 lat. Oprócz kierunków rozwoju zgodne są także plany co do dynamiki przychodów w 2008 roku. Obie spółki już kilka miesięcy temu zaprognozowały, że wzrost sprzedaży w tym roku wyniesie 30%. Trzeba przyznać, że oba zarządy postawiły sobie ambitne zadanie, gdyż w pierwszym kwartale i jednemu i drugiemu przedsiębiorstwu zabrakło dobre kilka punktów procentowych do zaplanowanych 30%, co oznacza, że w dalszej części roku przyrost przychodów będzie się musiał plasować na ponad 30-procentowych poziomach. Zadanie jest tym trudniejsze, że ostatni, marcowy odczyt danych na temat sprzedaży detalicznej pokazał dynamikę znacznie poniżej oczekiwań (15,7% wzrostu zamiast prognozowanych przez ekonomistów 20,9%). Symptomy spadku sentymentu wśród konsumentów widać chociażby w miesięcznych danych LPP, którego sprzedaż w styczniu wzrosła o 44% r/r, w lutym 33% r/r, a w marcu już tylko 11% r/r.

Drogo?

Za 100% akcji Artmana LPP chce zapłacić niemal 400 mln złotych. Taka wartość oferty wynika z planowanego na czerwiec wezwania po 92,65 zł za akcję. Na pierwszy rzut oka propozycja LPP może wydawać się niewiarygodna i nierozsądna, gdyż przed podaniem informacji o konsolidacyjnych planach kurs akcji Artmana oscylował w okolicach 67 złotych. Skąd taka premia? Porównując efektywność działania obu firm, należy zauważyć, że różnice są tu ogromne. Rentowność operacyjna i netto w przypadku LPP jest około dwa razy wyższa niż w Artmanie. Podobnie wygląda sytuacja z wykorzystaniem salonów. LPP posiadając ich o niewiele ponad 50% więcej (co prawda są one zdecydowanie większe pod względem powierzchni), jest w stanie generować prawie 6 razy większe przychody. Zakładając, że LPP uda się zaimplementować w Artmanie efektywność wykorzystania powierzchni handlowych i swoje wskaźniki rentowności, widać, że 400 mln za planowane w tym roku w Artmanie 360 mln sprzedaży (hipotetycznie, przy 10% marży netto byłoby to prawie 40 mln zysku netto) wypada bardzo korzystnie. Aby to zobaczyć, wystarczy przyrównać te proporcje do chociażby samego LPP, w którym wskaźnik C/S i C/Z uwzględniający tegoroczne prognozy, wynosi odpowiednio ok. 2,5 i 17.

House to dopiero początek

Mimo, że zarząd LPP zapowiadał, iż planuje wydać na przejęcia 500 mln zł i w przypadku Artmana budżet ten wykorzysta w 80% to ostatnio władze gdańskiej spółki

dokończenie na str. 10

Cyfrowy Polsat SA zadebiutował na GPW

JAKUB DOMAGALSKI
JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL

Majowy debiut Polsatu Cyfrowego na warszawskim parkiecie był wielkim wydarzeniem. Oferta publiczna Polsatu to druga oferta pod względem wielkości wśród ofert prywatnych przedsiębiorstw, podczas 17 letniej historii Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Wartość oferty wyniosła 838,5 mln zł. Dotychczasowi akcjonariusze, m.in. zbywający akcje, zobowiązali się do nieodsprzedawania akcji przez okres 180 dni od momentu debiutu na GPW. Po przeprowadzeniu oferty publicznej głównymi udziałowcami pozostali Polaris Finance, posiadający 68,2% akcji oraz Zygmunt Solorz-Żak, posiadający bezpośrednio 3,95% akcji. Mniej niż 3% akcji należy do kadry menadżerskiej. Warto podkreślić, iż Zygmunt Solorz-Żak posiada 85% akcji w Polaris Finance B. V. razem z Hieronimem Rutą (posiada 15% akcji).

Polsat pierwszą jaskółką

„Na sesji walory cieszyły się ogromnym zainteresowaniem, ponad 220 mln zł obrotu przypadło na prawie 1/4 dziennego obrotu na WGPW. Chociaż otwarcie niecałe 8% ponad ceną emisyjną nie powala, to utrzymanie się na plusach przez cały dzień dobrze świadczy o spółce. Nie można jednoznacznie przypisać dobrego sentymentu na rynku do udanego debiutu, jednak na pewno miał on w tym swój udział. Niestety „jedna jaskółka wiosny nie czyni" i nie możemy założyć powrotu dobrego sentymentu na rynek pierwotny, gdyż inwestorzy bardzo selektywnie podchodzą do debiutantów. Czy do Cyfrowego Polsatu przyciągnęło ich nazwisko czy dobra wycena? Na to pytanie tylko oni znają odpowiedź" twierdzi Piotr Miednik, analityk rynku akcji z Wrocławskiego Domu Maklerskiego SA.

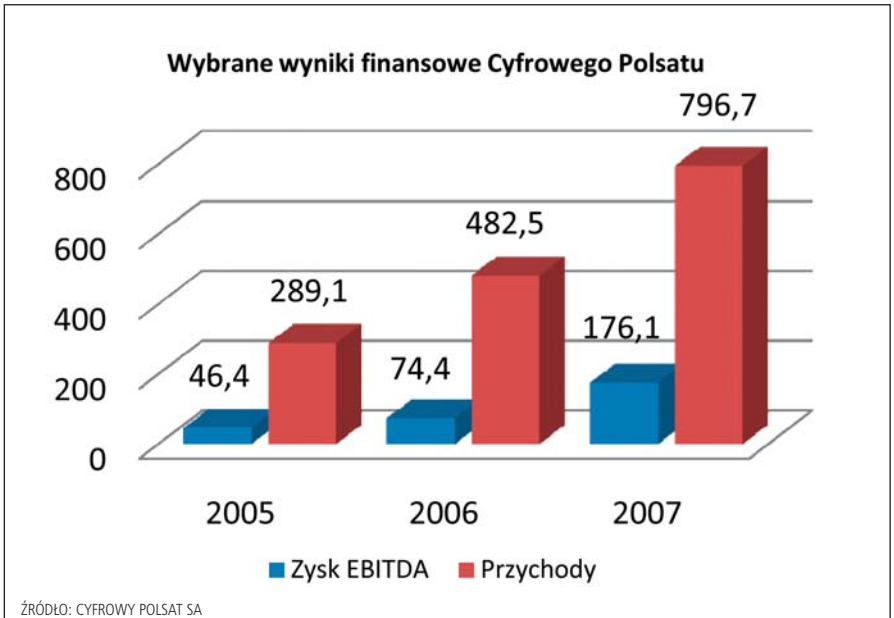
Spółka generuje wysokie przychody. O ile w 2005 r. wyniosły one nieco ponad 298 mln zł, to już w 2007 r. wysokość przychodów mocno przebiła poziom 790 mln zł. Jeżeli tak wysoka dynamika zostanie utrzymana, to w 2008 r. zapewne pokonany będzie poziom 1 mld zł. Równie dobrze prezentuje się dynamika zysku operacyjnego EBITDA, który cechuje kilkudziesięcioprocentowy wzrost. Zysk netto za 2007 r. wyniósł 113,4 mln zł. „Z roku na rok odnotowujemy dwucyfrowe wzrosty sprzedaży przy wysokim poziomie rentowności. Z drugiej strony, nasza strategia, zakładająca utrzymanie dynamicznego wzrostu liczby abonentów i rozwój usług zintegrowanych m.in. poprzez zaoferowanie usług komórkowych, jest szansą na dalszy dynamiczny rozwój w przyszłości" – powiedział Dominik Libicki, prezes Cyfrowego Polsatu.

Ambitne plany

Spółka w swoich planach ma wprowadzenie usług telekomunikacyjnych w ramach MVNO (operator wirtualnej sieci telefonii komórkowej). Dzięki rozpoznawalnej marce, dużej sieci dystrybucyjnej oraz ponad dwumilionowej liczbie klientów, pełna gama usług i produktów telefonii komórkowej przyczyni się do wzrostu wartości spółki w najbliższych latach. Cyfrowy Polsat zamierza również konkurować na rynku szerokopasmowego dostępu do Internetu. Spółka zapowiada także zwiększenie rentowności poprzez uruchomienie własnej produkcji dekoderów oraz poszerzenie oferty o nowe produkty i usługi.

DOMINIK LIBICKI, PREZES CYFROWEGO POLSATU – ŹRÓDŁO: GPW

Cyfrowy Polsat to największa pod względem liczby abonentów płatna cyfrowa platforma satelitarna w Polsce. Na koniec lutego 2008 r. z usług Cyfrowego Polsatu korzystało łącznie ponad 2,15 mln abonentów (70% więcej w porównaniu z końcem 2006 r.). Platforma cyfrowa umożliwia swoim klientom odbiór 65 polskojęzycznych kanałów (m.in. kanały sportowe, muzyczne, rozrywkowe, informacyjne, dla dzieci, edukacyjne i kanały filmowe). ❖



ŹRÓDŁO: CYFROWY POLSAT SA

dokończenie ze str. 8

przyznają, że pracują nad kolejnymi akwizycjami. Rynek aż huczy, że kolejnym celem może być notowana na warszawskiej i tallińskiej giełdzie Silvano Fashion Group, mająca w swej ofercie damską bieliznę i odzież. W ostatnim roku grupa ta wykazała prawie 350 mln sprzedaży, z czego blisko połowa została wygenerowana w Rosji, co jak najbardziej odpowiadałoby „rosyjskim" planom kreślonym przez LPP. Jedno jest pewne: konsolidacja jest nieunikniona. Będąc liderem szacowanego na ponad 25 mld złotych polskiego rynku, LPP ma w nim jedynie 5-procentowy udział. Możliwości natomiast gdańskie przedsiębiorstwo ma spore. Sama zdolność kredytowa kształtuje się w przedziale od 500 mln do 1 mld PLN, które spółka może przeznaczyć na kolejne przejęcia. Ambicje chyba też są nie mniejsze. Marek Piechocki przyznawał, że budując LPP wzoruje się na największych i najlepszych: skandynawskim H&M i hiszpańskim Inditex (właściciel marki Zara). Co istotne i godne podziwu, przynajmniej w kwestii posiadanych salonów, przepaści bez dna nie ma: na koniec roku połączone LPP i Artman będą miały łącznie ponad 600 sklepów, podczas gdy Zara posiada ich około tysiąca, a H&M prawie o 50% więcej niż jego śródziemnomorski konkurent. Naturalnie niezbadana czeluść pojawia się przy próbie porównania obrotów (LPP w tym roku może przekroczyć 2 mld złotych, podczas gdy H&M ma przychody większe niż cały polski rynek), ale należy mieć nadzieję, że prezes Piechocki, ceniący prywatność i od jakiegoś czasu niedostępny dla mediów, nie będzie tylko w tej kwestii podobny do szefa Inditexu, którego najaktualniejsze zdjęcia mają po kilkanaście lat, ale też będzie dążył do znacznego zmniejszenia wspomnianych dysproporcji. ✦

ŹRÓDŁO: GPW

Jaki debiut taka przyszłość?

MATEUSZ CHOROMAŃSKI
MATERUSZ.CHOROMANSKI@GAZETATREND.PL

Pomimo niepewnej sytuacji na rynkach finansowych i olbrzymiej jak na polskie realia rynku kapitałowego oferty debiut Cyfrowego Polsatu był jak najbardziej udany. 88 procentowa redukcja w transzy dla inwestorów indywidualnych i ponad czterokrotna przewaga popytu na akcje nad ich podażą wśród inwestorów instytucjonalnych nakazuje sądzić, że giełdowi gracze wieżą w sukces największego w tym roku debiutanta.

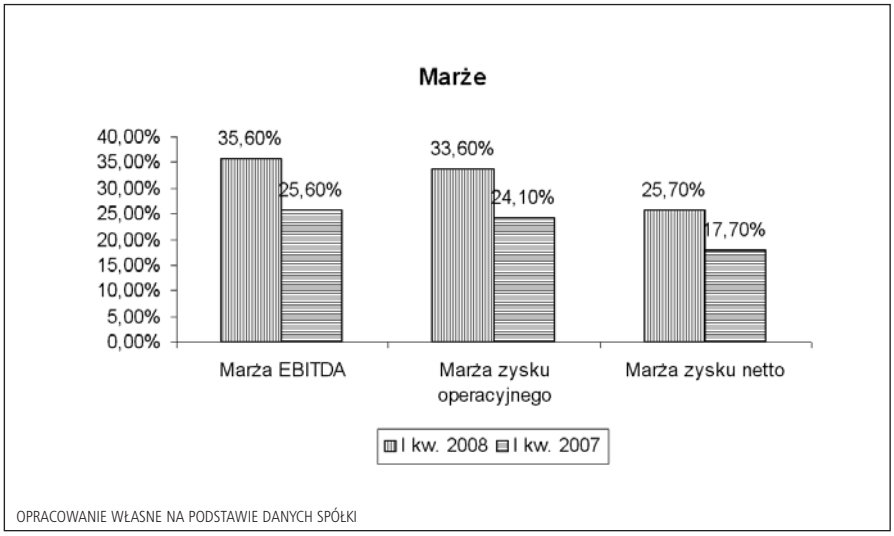
Patrząc na finansowe poczynania Cyfrowego Polsatu nie ma podstaw do tego by nie przyznać im racji. Po udanym 2007 roku, dane za pierwszy kwartał pokazują na dalszą ekspansję platformy. W pierwszym kwartale przychody wzrosły do 228,8 milionów złotych w porównaniu z 181,6 mln złotych osiągniętymi rok wcześniej. Zysk netto podwoił się do poziomu 64 mln złotych, podobnie jak zysk operacyjny który wyniósł 83,5 mln. Marże (na poziomie EBITDA, zysku operacyjnego i netto) zwiększyły swoje wartości o ok. 10 punktów procentowych.

Sukces z „ale"

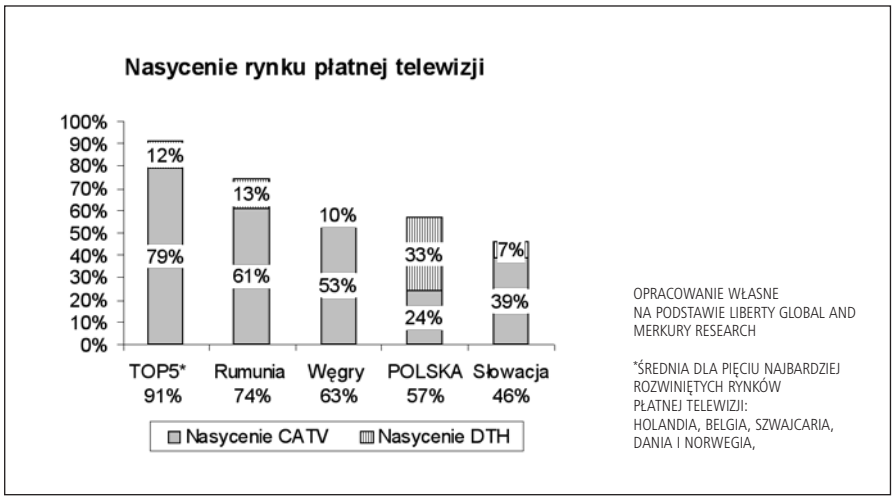
Nie ulega wątpliwości, że pomysł Zygmunta Soloża-Żaka co do stworzenia własnej platformy cyfrowej był trafiony. W 1999 roku, kiedy biznesmen informował o swoich planach był chyba jedynym, który wierzył w sukces swojej idei. Płatną telewizję kojarzono wówczas z luksusem a większość praw do nadawania hollywódzkich hitów i wydarzeń sportowych była zakontraktowana przez Cyfrę+ oraz Wizję TV. Po 9 latach działalności to jednak Cyfrowy Polsat jest niekwestionowanym liderem rynku. Z ponad 2 mln rzeszą gospodarstw domowych posiadających dekodery Polsatu kontroluje prawie 60% rynku. Wyprzedza tym samym Cyfrę która posiada ponad milion abonentów i „n", platformę Grupy ITI, która może się pochwalić ok. 300 tys. klientów. Wydawać by się mogło, że równie dobrze jak osiągnięcia Cyfrowego Polsatu wyglądają perspektywy. Jak szacuje prezes platformy, Dominik Libicki, do zagospodarowania pozostaje jeszcze rynek ok. 6 mln gospodarstw domowych, które nie korzystają ani z CATV (ang. Cable TV--telewizja kablowa) ani DTH (ang. direct--to-home- platforma cyfrowa). Konwergująca do zachodnich realiów ekonomiczno--społecznych polska gospodarka ma do osiągnięcia benchmark w postaci 91- procentowego poziomu nasycenia rynku w najbardziej „multimedialnych" krajach „starej Europy".

I na tym etapie prognoz i dywagacji pojawia się „ale". Otóż obserwowane zarówno w krajach środkowej i wschodniej Europy jak i jej bardziej rozwiniętej części rozdzielenie rynku na CATV i DTH budzi pewne obawy co do dalszego rozwoju cyfrowych

platform w Polsce. Już teraz Polska jest jedynym spośród prezentowanych na wykresie państw z tak dużym udziałem DTH w dostarczaniu płatnej telewizji. Co prawda na korzyść Cyfrowego Polsatu i innych platform przemawia fakt, iż polskie sieci kablowe tylko w niewielkim stopniu rozwijają infrastrukturę to giełdowa inwestycja w dalszą ekspansję platformy sprowadza się po części do zakładu o to, że w Polsce ukształtuje się zupełnie inny model rynku niż obecny w innych krajach Europy. Warto tutaj także przytoczyć dane dotyczące operacyjnej działalności grupy. Informacje o ARPU (średni przychód na abonenta) i współczynniku odpływu abonentów wskazują na (co prawda lekkie) osłabienie się tych wskaźników. Pierwszy z nich w przeciągu roku spadł z poziomu 34,4 złotych do 38,8 złotych na koniec I kwartału 2008 roku, natomiast drugi, który mierzy odsetek rozwiązanych umów podwoił się do poziomu 1,8%. Do tego dochodzi także fakt, że do wejścia na rynek szykują się kolejni gracze. Od dłuższego czasu do uruchomienia własnej platformy szykuje się TVP, która prowadzi rozmowy w tej sprawie z luksemburskim operatorem satelitarnym SES Astra. Przebudzić się mogą operatorzy kablowi. Do ofensywy ma także wkroczyć TPSA, która mając tak olbrzymią bazę abonentów, może pójść śladem swojego brata--telekomu z Francji – France Telekom, który jest znaczącym graczem na francuskim rynku płatnej telewizji.



OPRACOWANIE WŁASNE NA PODSTAWIE DANYCH SPÓŁKI



OPRACOWANIE WŁASNE NA PODSTAWIE LIBERTY GLOBAL AND MERKURY RESEARCH

*ŚREDNIA DLA PIĘCIU NAJBARDZIEJ ROZWINIĘTYCH RYNKÓW PŁATNEJ TELEWIZJI: HOLANDIA, BELGIA, SZWAJCARIA, DANIA I NORWEGIA,

Może nie warto być pesymistą

Częściowa zależność sukcesu Cyfrowego Polsatu od ukształtowania się unikatowego modelu rynku wynika z faktu, że platforma bazując na 6 mln osób do których ma dostęp dzięki obecności dekoderów w tak wielu gospodarstwach domowych chce rozwijać także inne usługi. Oprócz MVNO, czy szerokopasmowego Internetu rozważa min. wzięcie udziału w przetargu na częstotliwości cyfrowej telewizji mobilnej, w którym Urząd Komunikacji Elektronicznej chciałby wydać koncesję na emitowanie sygnału w 31 miastach.

Ponadto, należy podkreślić, że obecna wycena spółki na poziomie 3,6 mld PLN nie jest wygórowana. Z niedawno ogłoszonego przejęcia 25 procent akcji platformy „n" przez TVN, wynika, że TVN wycenia całą „n" na 380 mln euro, czyli na blisko 1,28 mld zł, choć „n" ma prawie siedmiokrotnie mniej abonentów niż Cyfrowy Polsat.

ŹRÓDŁO: GPW

Najważniejsze informacje:

- Pierwsze notowanie: 06.05.2008 r.
- Liczba akcji: 67 081 250
- Redukcja: 88,46%
- Wartość oferty: 838,5 mln zł
- Cena emisyjna: 12,50 zł
- Najwyższa wartość w dniu debiutu: 13,47 zł
- Cena zamknięcia: 13,14 zł
- Ticker na GPW: CPS

Mistyka Przywództwa

W poszukiwaniu niewidzialnej ręki rynku

PIOTR BORKOWSKI
PIOTR.BORKOWSKI@GAZETATREND.PL

Drugiego kwietnia w Bibliotece Miasta Stołecznego Warszawy odbyło się spotkanie z cyklu „W poszukiwaniu niewidzialnej ręki rynku", zatytułowane „Mistyka Przywództwa". Zaproszono na nie wieloletniego prezesa i twórcę sukcesu BRE Banku – Sławomira Lachowskiego – oraz przedsiębiorcę, jednego z najbogatszych ludzi w Polsce, a ostatnio także polityka – Janusza Palikota. Spotkanie połączone było również z promocją książki guru zarządzania (doradcy m.in. Billa Gatesa), Manfreda Kets de Vriesa, pod tym samym tytułem. Książka ta była jedynie elementem dyskusji, natomiast paneliści poruszyli kilka bardzo interesujących wątków.

Janusz Palikot w swoim wystąpieniu postawił pytanie, czy można nauczyć się przywództwa, czy też jest ono umiejętnością wrodzoną. Odpowiadając na to pytanie, wymienił trzy najważniejsze cechy, jakie powinien posiadać dobry przywódca. Pierwsza z nich to zdolność budowania zespołu. Zwrócił uwagę, że w procesie tym niezwykle istotna jest inteligencja emocjonalna. Podkreślił, że ludzie nie pracują tylko i wyłącznie dla pieniędzy, ale mają również inne motywacje, związane z ich systemem wartości, co każdy przywódca powinien rozumieć. Kolejną ważną cechą jest umiejętność uczenia się na błędach. Tylko firmy elastyczne, obserwujące otoczenie i potrafiące dostosować się do zmieniających się, warunków mają szansę przetrwać. Ostatnią, choć nie najmniej ważną cechą dobrego przywódcy jest umiejętność budowania relacji z otoczeniem. Ostatecznie odpowiadając na postawione przez siebie pytanie, Janusz Palikot przytoczył wyniki badań, według których 5% populacji posiada zdolności przywódcze, niezależnie od warunków, w jakich żyją, 15% natomiast może stać się przywódcami, przy sprzyjających warunkach. Według posła istnieje istotna różnica między menadżerem a przedsiębiorcą – menadżer może dobrze zarządzać, natomiast, w przeciwieństwie do przedsiębiorcy, nie potrafi zbudować firmy od podstaw.

Sławomir Lachowski jednoznacznie stwierdził, że menedżerów można wykształcić, natomiast przywódcy się rodzą. Opisując idealnego lidera przytoczył słowa Harry'ego Trumana, który twierdził, że przywódca posiada zdolność do nakłaniania ludzi do robienia tego, czego wcale nie chcą i do polubienia tego. Lachowski wyróżnił jeszcze dwie cechy istotne według niego w zarządzaniu firmą – mianowicie pracowitość i odpowiedzialność. Okazało się jednak, że on sam nie zawsze dostrzegał rolę umiejętności miękkich w kierowaniu przedsiębiorstwem. Wspomniał, że do pewnego etapu swojej kariery wierzył, że umiejętności techniczne i zdolności analityczne wystarczą, aby osiągać sukcesy w biznesie. Dopiero później zrozumiał, że równie istotne, jeśli nie ważniejsze, są inteligencja emocjonalna i umiejętność motywowania pracowników. Sławomir Lachowski za swój największy sukces uznał nie oszałamiający rozwój grupy BRE Banku i świetne wyniki finansowe, ale wprowadzenie do firmy systemu wartości, według którego pracownicy są oceniani i oceniają siebie. System ten miał być nie tylko wyświechtanymi formułkami, ale rzeczywistymi zasadami, którymi pracownicy mogą kierować się zarówno w pracy, jak i w życiu pozazawodowym. Główne wartości tego systemu to: dążenie do doskonałości (uczenie się), skuteczność, odpowiedzialność, gotowość do podejmowania wyzwań, angażowanie się. Według Lachowskiego tylko dobrze zmotywowany zespół pracowników, wierzący w to, co robi, gwarantuje długookresowy zysk.

Bardzo ciekawy wątek został poruszony przez Janusza Palikota. Starał się on wskazać przyczyny tego, że ludzie osiągający sukces w biznesie niekoniecznie osiągają sukces w polityce. Wyróżnił trzy główne różnice między polityką i biznesem. Po pierwsze, przedsiębiorczość nastawiona jest „na tak"; polega na tworzeniu czegoś, produkowaniu, czy dostarczaniu. W polityce przeciwnie – główną metodą działania jest niszczenie, walka, utrudnianie życia innym. Po drugie, w świecie biznesu dużo większe znaczenie mają zasady etyczne. Jeśli przedsiębiorca został oszukany przez kontrahenta, nie musi z nim dalej współpracować. Politycy natomiast nawet oszukując się wielokrotnie i nie mając do siebie zaufania, współpracują dalej. Ostatnia kwestia różniąca te dwie dziedziny to organizacja partii politycznych i przedsiębiorstw. W firmach zdolni ludzie mają możliwość szybkiego awansu, panują warunki konkurencyjne, promujące najlepszych. Partie są natomiast zhierarchizowane, brak w nich demokracji, a gwarantem awansu są znajomości, a nie zdolności. Dlatego tak często ludzie osiągający sukces w biznesie nie potrafią tego powtórzyć w polityce.

Niewielu ludzi może się poszczycić posiadaniem umiejętności przywódczych. Na szczęście dzięki ciężkiej pracy i poświęceniu można również osiągnąć sukces zawodowy. Niech puentą będzie zdanie Sławomira Lachowskiego – człowieka, który niewątpliwie wspiął się na najwyższe szczeble kariery zawodowej. Stwierdził on mianowicie, że człowiek może być szczęśliwy tylko wtedy, kiedy potrafi pogodzić życie zawodowe z osobistym oraz ma czas na rozwijanie swoich pasji i siebie. ✦

RARE EARTHS – Rynek trudny dla inwestorów

DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

Pierwiastki ziem rzadkich mają wiele różnych zastosowań, a ich znaczenia dla współczesnej gospodarki nie da się przecenić. Warto zwrócić uwagę na kraje, w których przemysł wydobywczy związany z rare earths rozwija się najszybciej oraz spróbować odpowiedzieć na fundamentalne pytanie: czy polski inwestor może być aktywny na tym rynku?

Znaczenie pierwiastków takich jak cer, lantan czy europ jest nieocenione. Tzw. „rare earth elements" są wykorzystywane w kluczowych branżach współczesnej gospodarki, np. w elektronice, optyce, a także w przemyśle samochodowym i zbrojeniowym. Szybki rozwój technologiczny na świecie pozwala sądzić, że popyt na pierwiastki ziem rzadkich będzie rósł.

Wydobycie

Znaczny wpływ na ceny pierwiastków ma oczywiście ich podaż, która pochodzi głównie ze światowych złóż dwóch minerałów: bastnazytu i monacytu. Od kilkunastu lat największym producentem i eksporterem pierwiastków ziem rzadkich są Chiny. W 2007 roku w Kraju Środka wydobyto 120 tysięcy ton tych surowców, podczas gdy w Indiach (które są drugim krajem na świecie pod względem ilości wydobytych rare earths) wyprodukowano ich w tym czasie 2700 ton. Ta statystyka wyraźnie pokazuje, że pod względem wydobycia Chiny zajmują monopolistyczną pozycję. Jeszcze kilka lat temu w produkcji rare earths liczyły się także Stany Zjednoczone ze średnim rocznym wydobyciem 5000 ton (i tak nieporównywalnie małym w stosunku do Chin), jednak w 2002 roku zamknięto jedyną w tym kraju kopalnię bastnazytu w Mountain Pass w Kalifornii.

Jak inwestować w rare earths?

W zasadzie jedynym sensownym sposobem na inwestowanie w rare earths jest kupno akcji spółek wydobywających te pierwiastki. W przeciwieństwie do metali szlachetnych, rare earths nie są bowiem surowcem idealnym do przechowywania, gdyż często są nietrwałe, a czasem nawet promieniotwórcze (np. tor). Stąd jedyną alternatywą są papiery wartościowe.

Na światowym rynku liczy się w zasadzie tylko kilku producentów pierwiastków ziem rzadkich. Największym i najsłynniejszym z nich jest **Inner Mongolia Bautou Steel Rare-Earth Hi-Tech Co., Ltd**. – spółka notowana na giełdzie w Szanghaju i wiążąca swoją działalność stricte z rynkiem rare earths. W 2007 roku wartość sprzedanych przez tę firmę produktów przewyższała 2 mld chińskich yuanów, czyli ok. 300 milionów dolarów amerykańskich. Inner Mongolia Bautou Steel Rare-Earth Hi-Tech Co. zajmuje się nie tylko wydobyciem metali ziem rzadkich i ich sprzedażą – prowadzi też badania dotyczące zastosowań rare earths w najnowocześniejszych technologiach oraz sprzedaje produkty związane z tymi pierwiastkami, takie jak np. akumulatory.

Kolejną liczącą się na światowym rynku spółką jest notowana na giełdzie w Shenzhen **Beijing Zhong Ke San Huan High-Tech Co., Ltd.** Firma ta specjalizuje się w poszukiwaniu, wydobyciu, przetwórstwie i sprzedaży pierwiastków o właściwościach magnetycznych, głównie neodymu.

Obecny na giełdzie w Hongkongu holding China Rare Earth Holdings Limited także zajmuje się wydobyciem i sprzedażą rare earths, jednak jego podstawowa działalność skupia się przede wszystkim na produkcji materiałów odpornych na działanie wysokich temperatur. Firma jest obecna głównie na rynku chińskim, jednak część produkcji sprzedaje także do Japonii, Europy i Stanów Zjednoczonych.

Nie tylko Chiny

Biorąc pod uwagę największe firmy w sektorze rare earths, nie ma wątpliwości, że chińska dominacja pod względem produkcji znacznie ogranicza możliwości inwestowania na tym rynku. Przeciętny indywidualny inwestor praktycznie nie może kupić akcji spółek notowanych na chińskich giełdach – chociażby ze względu na barierę językową oraz ograniczenia w wymienialności waluty Państwa Środka. Nie istnieje także żaden fundusz inwestycyjny, za pośrednictwem którego można byłoby nabyć te akcje.

Alternatywą dla szczególnie zainteresowanych inwestorów są spółki działające na rynkach azjatyckich, jednak notowane na giełdach amerykańskich, australijskich czy kanadyjskich.

Do takich firm należy Neo Material Technologies Incorporated, notowana na giełdzie w Toronto, lecz posiadająca kopalnie i fabryki głównie w Chinach i Tajlandii. Spółka posiada dwa oddziały: Magnequench i AMR Performance Materials, które są odpowiedzialne za strategiczne obszary działalności firmy. Magnequench specjalizuje się w produkcji tzw. Neo powder, który ze względu na swoje właściwości magnetyczne znajduje zastosowanie m.in. w produkcji urządzeń elektronicznych. Natomiast AMR Performance Materials zajmuje się przede wszystkim wydobyciem, przetwórstwem i sprzedażą rare earths, a także cyrkonu.

Kolejną opcją dla inwestorów jest australijska Lynas Corporation Limited, notowana na giełdzie w Sydney. Działalność operacyjna spółki koncentruje się głównie na rynku australijskim i malezyjskim, więc stanowi niejako alternatywne źródło rare earths (miażdżąca większość kopalni znajduje się w Chinach).

Oprócz opisanych powyżej spółek funkcjonuje sporo mniejszych firm, a handel ich akcjami odbywa się na rynku OTC (np. Novastar Resources Ltd.). Istnieją także przedsiębiorstwa, dla których wydobycie rare earths jest działalnością poboczną. Nie zmienia to jednak faktu, że rynek pierwiastków ziem rzadkich jest jeszcze we wczesnym stadium rozwoju, a indywidualni inwestorzy mają utrudniony dostęp do, i tak nielicznych, powiązanych z nim instrumentów finansowych. ❖

Co słychać na Wall Street?

Zagrożeniem mogą być surowce i towary rolne

PIOTR KUCZYŃSKI
XELION. DORADCY FINANSOWI

Na giełdach akcji na razie po prostu sprawdza się scenariusz, o którym pisałem wiele tygodni temu. W Stanach Zjednoczonych pomoc, której udzielił Fed i administracja USA rynkom finansowym, była olbrzymia, a gracze uwierzyli, że jeśli będzie trzeba, to będzie jeszcze większa. Poza tym skoro „wszyscy" twierdzą, że druga połowa roku będzie bardzo dobra dla gospodarki USA, to muszą już teraz kupować akcje. Inaczej mówiąc – nie zaskakiwało mnie to, co widziałem za naszymi granicami (wzrosty indeksów). Nie znaczy to wcale, że kryzys się już skończył. Według mnie zakończyła się pierwsza faza kryzysu. Nawrót zobaczymy, ale zapewne nie w tym roku.

Widać było od dłuższego już czasu, że nawet słabe dane makro były lekceważone, a każde dobre (były i takie) doprowadzały do dużych wzrostów indeksów. Zresztą nie wszystkie dane makro uznane za dobre były naprawdę dobre. Dowiedzieliśmy się na przykład, że w USA (pierwsze przybliżenie) PKB w pierwszym kwartale wzrósł o 0,6 procent, czyli więcej niż oczekiwano. Jednak wzrost wynikał prawie całkowicie z popytu zagranicznego oraz ze wzrostu zapasów – wzrosły w pierwszym kwartale o 1,8 mld USD. Warto przypomnieć sobie, że w czwartym kwartale spadły one o 18,3 mld USD. Zapasy zwiększyły PKB, ale popyt wewnętrzny jest bardzo słaby (wzrost o tylko jeden procent, wobec 2,3 procent w czwartym kwartale), więc firmy będą się starały upłynnić zapasy, czyli ograniczą produkcję, co ograniczy wzrost PKB w przyszłości.

Wzrosty indeksów mogą się jednak jeszcze utrzymywać przez dłuższy czas (nawet do lipca), o ile coś bardzo nie wystraszy graczy. Jeśli chodzi o nasz rynek, to jest problem. Do początku maja widać było, że bez kapitału zagranicznego trudno będzie o sensowne wzrosty na dużym obrocie, a tylko takie są coś warte. Jasne było jednak, że jeśli na świecie zwyżka będzie kontynuowana, to w końcu ten kapitał (krótkoterminowy) do nas przyjdzie i nagle zobaczymy duże wzrosty. Jeśli kapitał nie przyjdzie lub nie zdąży przed końcem korekty na świecie, to będziemy się kokosić w trendzie bocznym. Kluczowy jest ciągle poziom 3.150 pkt – gdyby został pokonany, to ruch przynajmniej do poziomu 3.500 pkt na WIG20 byłby prawie pewny.

Skoro już wiemy co może się wydarzyć na giełdach, to zastanówmy się co może graczy wystraszyć. Powodów jest oczywiście wiele, ale mnie szczególnie niepokoją ceny surowców i towarów rolnych. Dziennikarze i większość analityków zrzuca odpowiedzialność za wzrost cen ryżu, soi, czy kukurydzy (do niedawna również pszenicy) na popyt z Chin i Indii, produkcję biopaliw, cenę paliw (podrażają produkcję) itp. Wystarczy jednak spojrzeć na wykres kontraktów na ryż, żeby pozbyć się złudzeń (bądź przekonań) o fundamentalnych przyczynach ostrego wzrostu ceny towarów rolnych. Podkreślam, że kluczowe w ostatnim zdaniu jest słowo „ostrego". Owszem, wyliczane przez media powody wzrostu cen żywności mają spory wpływ na tę drożyznę i trend wzrostowy jest fundamentalnie uzasadniony, ale skala tego wzrostu jest zdecydowanie przesadzona.

Za skalę zwyżki odpowiadają fundusze inwestycyjne. Jeśli spojrzy się na przykład na wykres kontraktów na ryż, to widać (dla mnie oczekiwaną) wysoką dodatnią korelację wartości kontraktów z kursem EUR/USD. Normalny lekki trend wzrostowy gwałtownie przyśpieszył we wrześniu zeszłego roku, kiedy to kurs EUR/USD ruszył ostro na północ. Ciekawa była reakcja rynku na przełomie kwietnia i maja. W okresie 22 kwietnia do 2 maja kurs EUR/USD spadł o około 3 procent (dolar się wzmocnił). Cena ryżu między 23 kwietnia i 1 maja spadła o 17 procent. Chińczyków ubyło? Urodzaj się w czasie tych 10 dni zwiększył? Popyt spadł (przypominam, że w USA i w Izraelu w niektórych sieciach sklepów racjonowano ryż)? Oczywiście nie. Ogólnie obowiązująca mniej więcej od roku ujemna korelacja surowców z dolarem (im słabszy dolar, tym droższe surowce) pojawiła się również na rynku towarów rolnych. Medialny hałas, w którym podaje się przeróżne (oprócz działalności funduszy) powody drożyzny, służy doskonale tym inwestorom, którzy grają na rynku towarów rolnych.

Pojawiał się też inny problem. Kurs dolara powinien w średnim okresie rosnąć (EUR/USD spadać), a surowce się tym ostatnio wcale nie przejmowały. To poważne ostrzeżenie. Przypomina mi to rok 2005, kiedy to historyczna korelacja dolar – surowce znikła. Dolar przez cały rok zyskiwał w stosunku do euro, a surowce drożały. Czytałem ostatnio, że jeszcze w grudniu korelacja ceny złota z kursem EUR/USD wynosiła 0,97 -na początku tygodnia było to tylko 0,51. Można sobie wyobrazić, że pretekstem do podnoszenia cen surowców (i towarów rolnych) będzie to samo, co w przypadku akcji – oczekiwanie na poprawę w gospodarce w drugiej połowie roku. Skutki dla inflacji byłyby katastrofalne, a to zmusiłoby banki centralne do podniesienia stóp i załamałoby nadzieję na powrót koniunktury gospodarczej, a co za tym idzie i hossy na giełdach akcji. ✦

Jak inwestować w trudnych czasach cz. 2 – plan działania

MICHAŁ KURPIEL
XELION. DORADCY FINANSOWI

W poprzednim numerze ustaliliśmy już, że na trudnym rynku inwestowanie staje się sztuką. Nie oznacza to jednak embarga na działalność giełdową dla „rzemieślników", którzy nie znają alchemii rynkowej rzeczywistości. Aby ustrzec się strat, ale również i rozczarowania, należy określić dokładny plan działania, który uwzględniałby różne aspekty sytuacji finansowej oraz akceptowane ryzyko inwestycyjne.

Pierwszym i zarazem kluczowym krokiem jest zaplanowanie własnych celów inwestycyjnych (przykład obok).

Ważne jest, aby określić nie tylko kwoty, ale również nazwać konkretne potrzeby. Inaczej przecież inwestuje się na przyszłą emeryturę, a zgoła odmiennie np. na mieszkanie, które na pewno będzie trzeba kupić za dwa lata.

Przy identyfikacji potrzeb najlepiej zacząć od tych długoterminowych, np. zabezpieczenie przyszłości (emerytura), średniookresowych (edukacja dzieci, własna edukacja, kupno mieszkania) oraz krótkookresowych (np. rezerwa na nieprzewidziane wydatki). Przy każdej z potrzeb należy wpisać nazwę, kwotę (chodzi o sumę, którą potrzebujemy na zrealizowanie potrzeby, a nie tą, którą już mamy) oraz kiedy (rok i miesiąc) ma być zrealizowana. Można to uczynić podobnie jak na zamieszczonym przykładzie. Takie rozmieszczenie celów inwestycyjnych pomoże nie tylko zaplanować własne potrzeby, ale również uzmysłowić sobie, czy są one realne do zrealizowania.

W przypadku problemu z nazwaniem konkretnych celów warto podzielić je chociaż na te przyszłe i pewne (czyli takie, które będą musiały zostać zrealizowane w określonym już terminie) oraz takie, których realizacja może się przesunąć (np. w przypadku złej koniunktury giełdowej bądź po prostu w związku ze zmianą życiowych planów).

Konfrontując przykładowe cele z obecną sytuacją rynkową, można pozwolić sobie na bardziej planowe działanie. Przykładowo rezerwę potrzebną za kilka miesięcy umieszczamy na bezpiecznej lokacie bankowej, a swój kapitał emerytalny budujemy w oparciu o akcje. Dzięki uśrednianiu ceny zakupów nie musimy właściwie zupełnie zwracać uwagi na giełdowe nastroje.

Aby sprawdzić, jakie szanse (głównie finansowe) mamy na zrealizowanie planów inwestycyjnych, dokonujemy gruntownego przeglądu zgromadzonych oszczędności.

Może się przecież okazać, że cele które uznajemy za pilne do zrealizowania są tylko marzeniami, ponieważ…brakuje kapitału. Taka lista pozwoli na późniejszym etapie również wkomponować nowe inwestycje do już istniejących, tak aby zachować odpowiednie proporcje choćby ryzyka.

Istotny tutaj jest rodzaj inwestycji, termin zapadalności oraz cel, który może wcześniej określaliśmy dla danego produktu. To również dobry moment, żeby ocenić posiadane w portfelu produkty.

Pod taką ocenę powinniśmy wziąć głównie pod uwagę, czy dzięki temu produktowi będziemy mieli możliwość zrealizowania wyznaczonych celów, czy jest to produkt o odpowiednich proporcjach zysk/ryzyko, jakie ewentualnie straty poniesiemy wykupując produkt przed jego zapadalnością, jak do tego wygląda on na tle konkurencji oraz czy prawidłowo wkomponowuje się w portfel.

Oprócz aktywów, które już posiadamy, równie ważne są te, które mieć będziemy. Dla określenia oraz zoptymalizowania tej wartości należy przeprowadzić analizę dochodów i wydatków.

Dla celów budowania portfela odpornego na koniunktury interesuje nas miesięczny dochód do dyspozycji, czyli kwota, którą w cyklach miesięcznych będzie można zainwestować.

Wielkość tej kwoty jest bardzo istotna dla późniejszego planu finansowego. Można przyjąć wręcz tezę, że proporcjonalnie duże miesięczne nadwyżki finansowe pozwalają znacznie zwiększyć ryzyko, a co za tym idzie – potencjalne zyski z inwestycji. Uśrednianie ceny zakupu walorów jest chyba najprostszym, a zarazem bardzo skutecznym sposobem na budowanie rentownego portfela.

Kolejny krok to rozważenie ryzyka, jakie jesteśmy w stanie ponieść. Następnie można już się zastanowić, jakie formy inwestowania są najbardziej odpowiednie dla realizacji poszczególnych celów.

Obszary oceny ryzyka:
– Wiedza i doświadczenie
– Sytuacja finansowa
– Poziom akceptacji ryzyka
– Cele inwestycyjne (horyzont inwestycji, kwota, waluta, etc.)

Dobrze jest rozważyć ryzyko dla poszczególnych celów, tak aby głównie te krótkoterminowe mogły zostać zrealizowane bez zbędnych nerwów.

Przechodząc tak analizę własnej sytuacji, dużo łatwiej jest inwestować w trudnych czasach, często okazuje się wręcz, że dla wielu inwestorów korekty, czy też bessy to najlepsze momenty do budowania długoterminowych inwestycji. Przypomnieć w tym miejscu należy, że najbogatszym obecnie człowiekiem na ziemi jest Warren Buffett – znany z takiej właśnie strategii inwestowania. ✦

Cele finansowe muszą:

- być jasno sformułowane
- nawiązywać do celów życiowych
- być umieszczone w czasie
- zawierać określoną wielkość wymaganej inwestycji

Security System Integration – lider w dziedzinie bezpieczeństwa

BARTOSZ POPKO
BARTOSZ.POPKO@GAZETATREND.PL

Security System Integration (SSI) zadebiutował na NewConnect 6 listopada 2007 roku, pozyskując z emisji 4,5 mln zł. Cena emisyjna wyniosła 0,20 zł, a kurs kilka minut po otwarciu wzrósł o 125%, osiągając poziom 0,45 zł za akcję. Funkcję oferującego podczas emisji spółki pełnił Wrocławski Dom Maklerski.

Krótka historia

SSI działa od 2004 roku i początkowo zajmował się projektowaniem oraz wykonawstwem systemów telewizji przemysłowej i systemów alarmowych. Spółka poszerzając swoją ofertę w 2005 roku rozpoczęła produkcję i wprowadziła na rynek Cyfrowy Rejestrator Digital Winner, którego głównymi odbiorcami są m.in. sieć hipermarketów Kaufland, firma kurierska Masterlink Express oraz IKEA. Prezes Zarządu SSI Krzysztof Koziej zapewnia, że spółka dąży do zbudowania silnej grupy kapitałowej świadczącej kompleksowe usługi z zakresu budowy i utrzymania systemów bezpieczeństwa. Otrzymując Koncesję MSWiA, SSI uzyskał uprawnienia do projektowania i wykonawstwa systemów alarmowych oraz został przeszkolony w zakresie projektowania systemów przeciwpożarowych.

Perspektywiczna branża

SSI koncentruje swoją działalność w sektorze informatycznym oraz w branży budowlano-montażowej, a szczególnie w obszarach automatyki budynków, integracji systemowej oraz elektronicznych systemów zabezpieczeń. Jej specjalizacją są integracja i montaż elektronicznych systemów zabezpieczeń, technologie inteligentnego budynku, produkcja urządzeń do systemów CCTV oraz doradztwo i analiza bezpieczeństwa. SSI posiada wyjątkowy model biznesowy polegający na wykorzystaniu obszaru informatyki na bardzo dynamicznym i perspektywicznym rynku budownictwa komercyjnego.

Rynek na którym działamy ma przed sobą jeszcze co najmniej kilka/kilkanaście lat intensywnego rozwoju, co jest związane zarówno z potrzebami infrastrukturalnymi jak i z wydarzeniami jednorazowymi, takimi jak organizacja przez Polskę Euro 2012. Niezależnie od tego już w tej chwili myślimy nad budową grupy kapitałowej, której działalność pozwoli nam w dużej mierze uniezależnić się od budownictwa na rynku pierwotnym – tłumaczy Krzysztof Koziej. Budowa biurowców i centrów handlowych to w Polsce nadal rynek niszowy o ogromnym potencjale wzrostu, dlatego zapotrzebowanie na tego typu produkty rodzi dobre perspektywy rozwoju dla całej branży.

W każdym z kluczowych obszarów działalności, spółka osiągnęła wysoką pozycję rynkową, realizując strategię dostarczania nabywcom innowacyjnych rozwiązań informatycznych. Jej efektem jest posiadanie znaczącej liczby klientów, wyposażonych w autorskie systemy bezpieczeństwa, jak rejestratory Digital Winner. Unikatowy charakter oferty firmy polega na efektywnym łączeniu systemów dostarczanych przez potentatów branżowych z własnymi, autorskimi rozwiązaniami. Taka formuła pozwala na tworzenie kompleksowych systemów informatycznych dostosowanych do specyficznych wymogów każdego klienta.

Przejęcia gwarancją rozwoju?

Na początku 2008 roku spółka poinformowała inwestorów o planach przejęć w sumie nawet pięciu firm. Po gruntownej ich analizie, właśnie kończy się proces badań mających na celu wszechstronną ocenę aktywności tych podmiotów. Władze SSI zapewniają, że teraz pozostaje tylko kwestia uzgodnienia ceny. Przejęcia, które realizuje spółka są częścią szerszego planu grupy kapitałowej, a środki na przejęcia zamierza zdobyć realizując pierwszą w historii wtórną emisję akcji na NewConnect.

SSI sygnalizował również możliwość przejęcia większościowego pakietu akcji spółki przez silnego inwestora strategicznego. Wiadomo tylko tyle, że inwestorem jest notowana na parkiecie głównym spółka z branży IT, której obrót przekracza 400 mln zł. Inwestor strategiczny miałby objąć wszystkie akcje pochodzące z nowej emisji na NewConnect, zaplanowanej na II kwatał 2008 roku, a także część akcji będących w posiadaniu głównego udziałowca – rodziny Garwol. Przedstawiciele SSI podkreślają, że pozyskanie silnego inwestora strategicznego to ogromna szansa dla rozwoju firmy.

Zysk netto SSI w 2007 roku wyniósł 684 tys. zł. W ocenie spółki o wyniku decydowała przede wszystkim dobra współpraca ze stałymi klientami, wśród nich IKEA, Kaufland czy UPS. Security System Integration oczekuje, że przychody spółki i zysk netto wzrosną w 2008 roku o około 210% odpowiednio do 14 mln zł i 2,1 mln zł. Krzysztof Koziej dodaje, że celem spółki jest osiągniecie 4 mln. zł. zysku przy 20 mln. zł. przychodu już w 2009 roku. Z całą pewnością rynek budowlany ma przed sobą okres wzrostu. Stabilna sytuacja makroekonomiczna, boom w budownictwie, perspektywa EURO 2012 to bardzo korzystne warunki rozwoju. Wcześniej, bo jeszcze w 2008 roku planujemy zadebiutować na rynku podstawowym warszawskiej GPW – tłumaczy Prezes Zarządu SSI. ✦

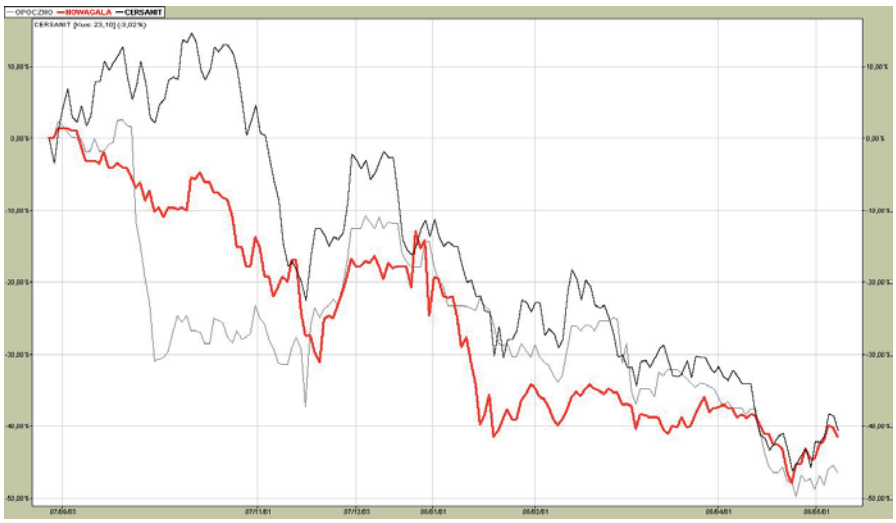
Ceramika Nowa Gala SA

MARCIN ZIELIŃSKI
MARCIN.ZIELINSKI@GAZETATREND.PL

Ceramika Nowa Gala, która współtworzy indeks sWIG80, to kolejny przykład spółki, której akcjonariusze będą bardzo źle wspominać ostatnie miesiące. Spadek notowań tego producenta płytek gresowych o ponad 40% w zaledwie kilka miesięcy może wręcz dziwić, jeśli weźmiemy pod uwagę, że w tym okresie spółka nie wysyłała na rynek żadnych zdecydowanie niepokojących sygnałów.

Jeśli przyjrzymy się notowaniom dwóch z jej konkurentów, spółkom Cersanit i Opoczno (rys.1.), okaże się, ze bohater tej analizy nie był niechlubnym wyjątkiem. W tym miejscu warto zastanowić się nad tym, czy mamy do czynienia z pogorszeniem perspektyw całego sektora – a takie zachowanie akcji jest tego naturalną konsekwencja, czy po prostu możemy obserwować naturalny proces obniżania wycen w trakcie giełdowej bessy, a Ceramika jest jedną z setek ofiar negatywnego sentymentu do akcji.

Zaczniemy jednak od krótkiej analizy wykresu świecowego dziennego za okres od 23 sierpnia 2007 do 9 maja 2008 (rys. 2.). W całym analizowanym przedziale czasu akcje spółki znajdują się w wyraźnym trendzie spadkowym, który przyniósł korektę notowań od prawie 7,50 zł przez aż 3,75 zł z 24 kwietnia (50% przez nieco ponad pół roku) do ostatniego poziomu 4,27 zł. Początek stycznia b.r. przyniósł znaczne przyspieszenie spadków, a od lutego kurs porusza się w lekko spadkowym kanale, ograniczonym przez poziomy 3,75 i 5,12 zł. Także perspektywę krótkoterminową można określić jako niezbyt obiecującą dla obozu byków, co gorsza do wniosków takich może prowadzić wiele elementów analizy. Przede wszystkim niezagrożony wydaje się być zarówno wspomniany już kanał spadkowy, jak i tym bardziej linia trendu długoterminowego, znajdująca się przeszło złotówkę ponad obecnym kursem. Dominację strony podażowej potwierdza również ułożenie dwóch prostych średnich kroczących, które podobnie jak kurs wykazują tendencje spadkowe. Wsparcie dla obozu byków nie przychodzi także z analizy wskaźników i oscylatorów. RSI dopiero co przebił linię trendu wzrostowego, co więcej uczynił to na poziomie zbliżonym do tych z ostatnich lokalnych szczytów. Oscylator stochastyczny również znajduje się na poziomie, który poprzednio często był zwiastunem kolejnego ruchu spadkowego. Zatem wydaje się, że pomimo znaczącej korekty notowań, najbliższy okres może przynieść jeszcze odrobinę rozczarowań dla jej akcjonariuszy. Najbliższe wsparcia to styczniowe i kwietniowe minima na odpowiednio 4,02 i 3,75 zł. Przebicie tego ostatniego mogłoby oznaczać duże problemy dla posiadaczy tych akcji i test historycznego minimum z 2005 roku na poziomie 3,53 zł. Natomiast najbliższe opory to: poziom około 4,45 zł (średnia 55-dniowa, od której z niewielkimi wyjątkami, kurs regularnie się 'odbija"), górne ograniczenie kanału spadkowego (około 4,6 zł) a dalej marcowy szczyt i jednocześnie dołek z listopada na 4,85 zł oraz styczniowe maksimum na poziomie 5,12 zł.



RYS. 1. WYKRES LINIOWY, DZIENNY AKCJI NA SKALI PROCENTOWEJ: CERAMIKA NOWA GALA, CERSANIT ORAZ OPOCZNO OD 29 SIERPNIA 2007 DO 9 MAJA 2008 (OPRACOWANIE WŁASNE).

Na krajowym rynku płytek ceramicznych działa około 20 podmiotów, a Nowa Gala po sfinalizowaniu przejęcia Ceramiki Gres jest obecnie 4 graczem na rynku, z około 10% udziałem. Ten proces konsolidacji nie jest jedynym w tej gałęzi gospodarki (np konsolidacja Cersanit i Opoczna, prowadząca do powstania zdecydowanego lidera na polskim rynku). Perspektywy całej branży ciężko jest jednoznacznie określić ze względu na szereg zarówno pozytywnych, jak i negatywnych czynników. Do tych ostatnich należy zdecydowanie zaliczyć wzrost cen podstawowych surowców produkcyjnych (rzędu kilku-kilkunastu procent) oraz wzrost cen energii elektrycznej i gazu, które te stanowią ponad 20% kosztów rodzajowych Nowej Gali. Także presja płacowa należy ostatnio do czynników permanentnie zagrażających wynikom. Z drugiej strony, część tych kosztów zgodnie z zapowiedziami producentów (w tym Nowej Gali) zostanie przerzucona na odbiorców. Niezaprzeczalnie pozytywnym czynnikiem jest również ciągle świetna sytuacja polskiej gospodarki, zwłaszcza na tle problemów za oceanem. Płytki gresowe to przede wszystkim element wykończeniowy i w tym kontekście powinien cieszyć rozwój inwestycji budowlanych. Reasumując, wydaje się że częściowo spadek notowań producentów płytek można wytłumaczyć perspektywą wzrostu kluczowych kosztów. Oznacza to, że istotne będzie odpowiednie określenie przez producentów proporcji kosztów przerzuconych na odbiorców oraz tych przyjętych na własne barki, a następnie próba ich kontroli i minimalizacji.

Ubiegły rok był jednym z najistotniejszych w ponad 10-letniej historii spółki. Dokonano wspomnianego już przejęcia, co pozwoliło zwiększyć moce produkcyjne Grupy Kapitałowej z 4,7 do 8,3 mln metrów kwadratowych płytek. Bieżący rok będzie pierwszym, w którym dokonana zostanie pełna konsolidacja wyników nowo nabytego podmiotu. Jest to o tyle mocno oczekiwane zdarzenie, że Ceramika Gres jest podmiotem bardziej rentownym od spółki matki. Kolejnym efektem tego posunięcia jest przesuwanie ciężaru w kierunku segmentu płytek premium, cechującego się właśnie wyższą rentownością. Wydaje się to być logiczną konsekwencją dominacji Cersanitu i Opoczna w segmencie niskim i średnim oraz rosnącego importu z Chin. Oznacza to nie tylko

RYS. 2. WYKRES ŚWIECOWY, DZIENNY CERAMIKI NOWEJ GALI S.A. OD 23 SIERPNIA 2007 DO 9 MAJA 2008 R. (OPRACOWANIE WŁASNE).

szansę na „wyciskanie" wyższych marż, ale i mniejszą konkurencję. Ze względu na znaczne podobieństwo obu podmiotów powstaje szansa na osiągnięcie szeregu synergii operacyjnych. Ujednolicenie działów oraz optymalizacja produkcji powinna sprzyjać redukcji kosztów. Zwiększy się też siła przetargowa zarówno wobec dostawców (szczególnie ważne w kontekście wspomnianych już podwyżek cen surowców), jak i odbiorców, wśród których są hurtownie oraz hipermarkety budowlane. Powinna również spaść presja płacowa, będąca w ostatnich latach problemem dla spółki. Warto wspomnieć jeszcze o planowanej dalszej ekspansji. Rozważana jest zarówno dalsza ekspansja poprzez akwizycje, jak i inwestycja typu green field o wartości około 100 mln zł. Mówi się przede wszystkim o wejściu w nowy, komplementarny segment materiałów budowlanych. Podsumowując, Nowa Gala posiada mocne strony, dzięki którym powinno się jej udać przynajmniej częściowo zamortyzować niekorzystne czynniki grożące wzrostem kosztów.

Pora zatem przyjrzeć się dotychczasowym osiągnięciom spółki pod kątem wyników finansowych. Skonsolidowane przychody ze sprzedaży kształtowały się następująco: 87,5 mln zł w 2004 roku, 95, 1 w 2005 r. (+8,7% r/r), 103,4 w 2006 r. (+8,7%) oraz w ubiegłym roku 141 mln zł (+36%). Oczywiście ubiegłoroczny skok był efektem częściowej konsolidacji nowo nabytej spółki zależnej. Taki udział w rynku pozwalał osiągać następujące zyski operacyjne: 13,9 mln zł w 2004 r. oraz kolejno: 9,5 (-31,6%); 15,1 (+58,9%), 21,2 (+40,4%). Poza słabym rokiem 2005, można pozytywnie ocenić silny wzrostowy trend wyniku operacyjnego. Pozwala na to dosyć stabilna marża operacyjna na poziomie około 15%. Również wynik netto wykazuje na przestrzeni ostatnich lat rosnąca tendencje, a zysk równy 14,9 mln zł oznacza osiągnięcie 10,6% marży operacyjnej netto. Planem minimum zarządu na rok 2008 jest utrzymanie rentowności na tym poziomie. Wyniki pro forma, niepublikowane przez spółkę w wynikach skonsolidowanych, mówią o osiągnięciu przez połączone podmioty 191 mln zł przychodów w całym 2007 roku oraz 21 mln zł zysku netto. Zgodnie z zapowiedziami władz spółki, przyszły rok powinien przynieść co najmniej 10-procentowy wzrost przychodów, co w połączeniu z planowanymi marżami oznaczałoby ponad 23 mln zysku netto. Przy wartości rynkowej około 244 mln zł (dane z 9 maja) daje to poziom popularnego wskaźnika C/Z na dosyć atrakcyjnym poziomie 10,6. Jest to wartość niższa niż obecne poziomy dla Cersanitu (25,2) oraz Opoczna (13,7), natomiast Polcolorit ma ujemną wartość tego miernika. Ponadto jest to wartość niższa niż dla większości spółek zachodnioeuropejskich i amerykańskich o zbliżonym profilu działalności.

Podsumowując, Nowa Gala to spółka działająca w atrakcyjnym segmencie gospodarki, który jednak będzie musiał zmierzyć się w najbliższym czasie z pewnymi trudnościami. Model biznesowy spółki oraz jej strategia pozwala wierzyć, że ten trudny okres dla sektora przejdzie ona bez szwanku. Kluczowa wydaje się być udana integracja po-połączeniowa oraz ścisła kontrola kosztów. Dotychczasowe wyniki oraz ambitne zapowiedzi zarządu stawiają tego producenta płytek w pozytywnym świetle. Teraz pozostaje tylko czekać i obserwować, czy postawa spółki na giełdzie choć trochę uspokoi skołatane nerwy jej akcjonariuszy.

Niniejsze opracowanie nie jest rekomendacją w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów (Dz.U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Autor nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania. ✦

Analiza giełdowa kwiecień-maj 2008

PIOTR DANELSKI DANELSKI@GMAIL.COM
SZYMON KAMIŃSKI SZYM_KAM@O2.PL
PAWEŁ KRÓL PAWELKROLL@WP.PL

Pion Analizy Technicznej
KNIF Market Wizards

Ostatni miesiąc na rynkach giełdowych okazał się pozytywny dla posiadaczy akcji. Obserwując indeksy giełdowe od początków marca 2008 można było zaobserwować spadki, które ostatecznie zakończyły się w okolicach 17 – 18 marca. Było to okres w którym na rynki trafiało dużo informacji na temat strat banków. Jedną z takich informacji był upadek jednej z największych instytucji finansowych w USA – Bear Sterns. Pozytywną informacją była obniżka stóp procentowych w Stanach przez FED. Inwestorzy w strefie euro nie mogli spodziewać się cięć kosztów pieniądza przez ECB, z powodu nadal utrzymującej się wysokiej inflacji na poziomie 3,6%. Mimo znacznych spadków na początku marca, nie były one tak gwałtowne jak spadki w styczniu. Podobnie sytuacja przedstawia się na GPW, lecz polska gospodarka na razie nie obawia się recesji, co jednak nie przekłada się na wzrosty warszawskich indeksów.

Polska

Niepewność i marazm. Słowa te najtrafniej charakteryzują poczynania inwestorów na warszawskim parkiecie podczas marcowego oraz kwietniowego trendu bocznego, w jakim indeksy poruszają się od momentu znalezienia twardego dna w drugiej połowie stycznia. Polski rynek giełdowy ma obecnie problemy z samookreśleniem się i obraniem drogi wobec sprzecznych impulsów z miotanej zawirowaniami gospodarki światowej. Jednakże z technicznego punktu widzenia, sytuacja w ostatnich tygodniach nabiera tempa, czego niestety nie widać po wyjątkowo niskiej aktywności inwestorów (niskie obroty), którzy stronią od zasilania giełdowych spółek swoim kapitałem. Niemniej analiza wykresu najwęższego polskiego indeksu – blue chip'ów – daje do zrozumienia, że nieuchronnie zbliża się moment, choć średnioterminowego, opuszczenia strefy konsolidacji rynku. Ruch boczny daje się wpisać między dwie zbieżne linie: u dołu mamy rosnące wsparcie z coraz wyższymi poziomami obrony byków, u góry zaś opadający opór mówiący, że rynek wzrostów zaczyna szybciej słabnąć z każdym kolejnym atakiem na niedźwiedzie pozycje. Jedyne odstępstwo czas, gdy formowane było lokalne minimum (17 III) – zostało z punktu widzenia analizy świec zanegowane przez „marubozu" kolejnej sesji notowań. Można zauważyć, że wykres dąży do linii nieco ponad 2900 punktów (pierwszy ważny poziom zniesienia Fibonacciego), wokół której oscyluje 4. miesiąc. Zarówno bollingerowskie wstęgi, jak i dywergujący Ultimate Oscillator generują, z perspektywy dnia dzisiejszego, zapowiedź poderwania wykresu i, co za tym idzie, utrzymania go w objęciach długookresowego trójkąta symetrycznego (tutaj: umowna nazwa, bowiem trójkąt jest krótkotrwałą formacją). Obecnie, trwałego wsparcia, które da popytowi szanse w walce z naciskającą siłą podaży należy szukać w obszarze 2800-2820 punktów, natomiast byki mogą spodziewać się oporu przy psychologicznej barierze 3000. Gdyby popyt, napędzany dodatkowo przez pozytywne dane spoza rynku, zwyciężył wybijając wykres z formacji w górę, bardzo poważny opór czeka na poziomie 3075 punktów, który stanowi ważne zniesienie Fibonacciego oraz podwójne zniesienie zwykłe licząc po kolejnych minimach. Zwycięstwo na tym pułapie mogłoby otworzyć bykom drogę do 3150 punktów – poziomu ubiegłorocznych dołków, a także szczyt formacji trójkąta. Z drugiej strony

optymizmem nie może napawać fakt, że wykres WIG20 znów szuka swego miejsca poniżej 45-dniowej średniej kroczącej. Niestety również zatrważająca jest „umiejętność" rynku do chłonięcia negatywnych sygnałów z USA – w czasach gospodarczej prosperity zachowujemy się gorzej niż indeksy kraju zagrożonego recesją. Wystarczy rzucić okiem na ogromną świecę o ciemnym korpusie z dnia 11 IV, kiedy to General Electric opublikował gorsze niż prognozowano wyniki finansowe (-3.22% wobec spadku indeksu S&P o 0.13%). Właśnie czas publikacji kwartalnych wyników spółek, zarówno na naszym rodzimym parkiecie, jak i na światowych rynkach akcji, może mieć decydujący wpływ na kierunek wybicia. Znaczna część inwestorów, jak można przypuszczać, wolała opuścić teren zmagań byków z niedźwiedziami i przeczekać okres publikacji. Reszta z nerwowością wyczekuje na raporty, by dowiedzieć się jak pochodne kryzysu na rynku kredytów subprime wpłynęły na kondycję sektorów i poszczególnych spółek. Trzeba mieć nadzieję, ze wyniki okażą się na tyle pomyślne, że zaktywizują także krajowych (Citigroup wskazała Polskę jako jedną z lokomotyw znacznego, prognozowanego wzrostu w regionie EMEA, co znacznie zwiększa atrakcyjność dla zagranicznego kapitału inwestorskiego) graczy do skupu walorów i wyprowadzenia fundamentalnie zdrowego rynku na północ od obszaru horyzontalnego trendu.

Strefa euro

Giełdy w państwach strefy euro w marcu zanotowały kolejne spadki licząc od początku marca, które zostały zatrzymane 17 marca i od tego momentu indeksy konsekwentnie rosły. Indeksy największych giełd – DAX i CAC40 zyskały w okresie początku marca do 18.04 odpowiednio 1,4% i 3,5%, z kolei licząc od połowy marca wzrosły o przeszło 10%. Okres od świąt Wielkanocnych przyniósł wzrosty, które jednak nie pozwoliły na pokonanie poziomów z lutego.

Poznaliśmy dane kwartalne firm w strefie euro oraz informacje na temat nowych odpisów strat przez banki. Obie te wiadomości były lepsze od prognoz co pozwoliło indeksom na wzrosty, dodatkowym czynnikiem pro wzrostowym było osłabienie się euro względem dolara. Wysoki kurs EURUSD nie pomaga europejskim firmą w osiaganiu dobrych wyników, dlatego jego osłabienie jest korzystne.

Firmy operujące w krajach rozwijających się, dzięki dobrym wynikom sprzedaży w tych krajach mają lepsze wyniki mimo spadków sprzedaży w krajach rozwiniętych. Przykładem może być Saint-Gobain, który zanotował wzrost sprzedaży w krajach rozwijających się na poziomie 12% i spadek sprzedaży w USA o 6%.

Perspektywa dla strefy euro przedstawia się korzystnie w najbliższych miesiącach, lecz nie spodziewał bym się kolejnych rekordów na indeksach, najbardziej prawdopodobny scenariusz zakłada osłabienia obecnych wzrostó i nawet korektę obecnych poziomów, ale zasięg spadków jest ograniczony przez wsparcie na 6100 pkt dla DAX-a.

Brazylia

Mijający tydzień był zarówno na głównych giełdach światowych, jak i na parkiecie brazylijskim okresem odreagowania wzrostów z poprzedniego tygodnia. Ten

marazm można też wytłumaczyć niewielką dozą danych makroekonomicznych. W mijającym tygodniu ukazały się tylko lepsze niż prognozowane dane z amerykańskiego rynku pracy, nie wywołały one jednak gwałtownej reakcji światowych indeksów. Niemniej jednak wraz z umocnieniem się Dolara wobec Euro można wywnioskować, iż sytuacja w Stanach Zjednoczonych być może ulegnie poprawie. Niezły wyniki kwartalne firm niezwiązanych bezpośrednio z rynkiem finansowym również nastrajają optymistycznie. W dodatku przełamanie oporu na 12730 punktów przez Dow Jones otwiera szansę na dalsze wzrosty na światowych parkietach.

Presja na przełamanie oporu na zarówno technicznym jak i psychologicznym poziomie 66000 punktów jest coraz większa. Poziom ten był testowany po raz kolejny na początku tego tygodnia. Na wykresie tworzy się drugi, mniejszy trójkąt, oznaczony na czerwono. Jego przebicie od góry zwiastowałoby wzrosty do około 70000 punktów w przeciągu najbliższego miesiąca lub dwóch.

Prognozy na przyszły tydzień są mieszane. Długi weekend może skłonić inwestorów do mniejszej niż zwykle aktywności. Z drugiej strony, w środę zostaną podane dane o amerykańskim PKB za pierwszy kwartał, zaś wieczorem Fed prawdopodobnie podejmie decyzję o kolejnej obniżce stóp. Szczególnie ta pierwsza informacja może mieć kluczowe znaczenia dla rozwoju sytuacji na giełdach. W piątek ukażą się dane dotyczące zatrudnienia w USA. Jeśli okażą się inne od prognoz, to powracających z weekendu majowego posiadaczy kontraktów na indeksy może spotkać niespodzianka.

Podsumowanie.

Przełom maja i kwietnia przyniósł odreagowania na giełdach na całym świecie, na rynakch w Europie i USA pozwolił na wyjście z kilku tygodniowego trendu horyzontalnego. Natomiast w Brazyli pozwolił na ustanowienie kolejnego rekordu, cześciowo sprzyjało temu zwyżka cen surowców. Najbliższy miesiąc wydaje się spokojny głownie ze względu na brak informacji ze spółek, jedymymi informacjami jakie mogą mieć wpływ na notowania akcji będą dane makro, a w szczególności inflacja w strefie euro i USA.

Treść powyższej analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej autora i nie stanowi „rekomendacji" w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów (Dz.U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Autor nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji wynikłych na podstawie treści analizy.

ABC Futures, cz. 2

CZESŁAW MARTYSZ
CZESLAW.MARTYSZ@GAZETATREND.PL

W poprzednim numerze magazynu TREND mieliśmy okazję zapoznać się z podstawowymi zasadami gry na kontraktach terminowych. Pisałem o tym jak zbudowany jest kontrakt, jak w praktyce działa dźwignia finansowa, co to jest depozyt i seria kontraktu. W tym numerze chciałbym nieco więcej uwagi poświęcić praktycznej stronie handlu kontraktami oraz na prostym przykładzie wytłumaczyć zjawisko hedgingu i arbitrażu.

Pół godziny dłużej

Handel kontraktami terminowymi podobnie jak w przypadku akcji większości spółek odbywa się w systemie notowań ciągłych, dającym inwestorowi w ciągu kilku godzin dziennie możliwość natychmiastowego złożenia zlecenia. W czasie notowań ciągłych kupujący i sprzedający składają zlecenia, które po przekazaniu na giełdę są realizowane na bieżąco, pod warunkiem zgodności cen, lub trafiają do arkusza zleceń i oczekują ofert przeciwnych o odpowiedniej cenie, umożliwiających zawarcie transakcji. Cena danego waloru podlega tutaj nieustannym „ciągłym" zmianom. Przeciwieństwem systemu ciągłego jest system jednolity, obejmujący akcje spółek o najmniejszym wolumenie obrotów. Tam kurs ustala się raz lub dwa razy dziennie korzystając ze specjalnego algorytmu.

Każda sesja na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych startuje o godzinie 9:30 i kończy się tuż przed 16:30. Handel kontraktami terminowymi zaczyna się natomiast

TABELA 1. PRZEBIEG SESJI NA RYNKU KONTRAKTÓW TERMINOWYCH

GODZINA	FAZA SESJI	CO SIĘ DZIEJE
8:30-9:00	Przed otwarciem	Inwestorzy mogą składać zlecenia na otwarcie sesji
9:00	Otwarcie	Ustala się kurs otwarcia na podstawie dokonanych zleceń
9:00-16:00	Notowania ciągłe	Inwestorzy mogą swobodnie realizować zlecenia, kurs kontraktów zmienia się w sposób ciągły
16:10-16:20	Przed zamknięciem	Brak możliwości realizacji transakcji, można składać zlecenie na zamknięcie sesji
16:20	Zamknięcie (fixing)	Ustala się kurs zamknięcia na podstawie dokonanych zleceń
16:20-16:30	Dogrywka	Inwestorzy mogą realizować transakcje wyłącznie po kursie zamknięcia
16:30	Przed otwarciem	Inwestorzy mogą składać zlecenia na otwarcie następnej sesji

ŹRÓDŁO: GPW

TABELA 2. PRZEBIEG TRANSAKCJI ZABEZPIECZAJĄCYCH I ICH WPŁYW NA WARTOŚĆ KAPITAŁU

Data	Operacja / Pozycja w kontraktach	Cena kontraktu	Zysk na kontrakcie	Cena akcji	Strata na akcjach	Wartość kapitału	Suma zysków na kontrakcie
08.01	sprzedaż FKGHM8	109,9	0	109,5	0	10950	0
23.01	KRÓTKA	84,5	25,4	86	23,5	11400	2540
30.01	kupno FKGHM8	94	15,9	93,5	16	10940	1590
27.02	BRAK	111,1	0	112	0	12790	1590
11.03	sprzedaż FKGHM8	105,05	0	104,8	0	12070	1590
20.03	KRÓTKA	93,15	11,9	91,2	13,6	11900	2780
25.03	kupno FKGHM8	94,4	10,65	93,6	11,2	12015	2655

ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE

już pół godziny wcześniej, dając inwestorowi pewną możliwość prognozy zachowania się indeksu blue-chipów w dalszej części sesji. Dokładny przebieg sesji na rynku futures znajduje się w tabeli nr 1. Co ciekawe, na początku stycznia rozgorzała poważna dyskusja pomiędzy GPW a przedstawicielami brokerów na temat przedłużenia czasu pracy giełdy. Zarząd giełdy sugerował, że rozwiązanie takie sprzyjać będzie zwiększeniu obrotów i poprawie płynności walorów. W krajach rozwiniętych handluje się przeważnie 8,5 godziny, w Polsce jedynie 7 godzin.

Jak zabezpieczyć się przed ryzykiem?

Kontraktom terminowym często próbuje się przypiąć etykietkę bardzo ryzykownego instrumentu finansowego sprzyjającego inwestycyjnemu samobójstwu, czego przykładem może być znana każdemu studentowi bankowości postać Nicka Leesona. Nic bardziej mylnego! Większość transakcji kontraktami terminowymi zawiera się tak naprawdę dla osiągania stosunkowo pewnych dochodów dzięki technikom arbitrażowym oraz do zabezpieczenia się przed ryzykiem poprzez hedging.

Terminem hedging (ang. „to hedge" – odgradzanie się, zabezpieczanie) określa się metody ograniczania bądź neutralizowania ryzyka zmian cen instrumentów finansowych dzięki wykorzystaniu instrumentów pochodnych. Zabezpieczenie pozycji oznacza tutaj zajęcie takiej pozycji na rynku terminowym (np. futures), która jest odwrotna w stosunku do pozycji zajmowanej na rynku natychmiastowym (spot), dzięki czemu potencjalne straty wynikające z jednej z nich zostaną w mniejszym lub większym stopniu zrównoważone przez zyski osiągnięte na drugiej pozycji. Warto tutaj zauważyć, że tak naprawdę zasadniczą ekonomiczną funkcją rynków terminowych jest tworzenie warunków do efektywnego przenoszenia ryzyka przez podmioty wykazujące awersję do ryzyka (tzw. hedgersi) na inne podmioty, które ryzyko to skłonne są przejąć w nadziei na osiągnięcie szybkiego zysku (spekulanci). Transfer ryzyka z pozycji przekazującego nazywany jest właśnie hedgingiem, natomiast z pozycji odbierającego – tradingiem.

Co ciekawe, technika hedgingu jest powszechnie stosowana przez duże instytucje finansowe. Posiadając znaczny pakiet akcji instytucja taka nie może pozwolić sobie na szybką sprzedaż tych papierów. Po pierwsze, konieczność informowania opinii publicznej o zmianie zaangażowania kapitałowego spowodować może pogorszenie nastrojów lub wręcz panikę, cisnąc cenę akcji w dół. Po drugie, w przypadku spółek o niskim poziomie akcjonariatu rozproszonego (free float) istnieje ryzyko niedostatecznej płynności. Złożenie tak ogromnego zlecenia (zwanego w żargonie inwestorów „batonem") niechybnie doprowadziłoby do tąpnięcia cenowego.

Wyobraź sobie, że kierując się analizą fundamentalną kupiłeś akcje KGHM z myślą o długoterminowej inwestycji. Wkrótce potem dowiadujesz się o rychłej korekcie na rynku miedzi, która z pewnością skończyłaby się nurkującym kursem spółki z Lubina. Z jednej strony wciąż chcesz trzymać akcje KGHM, bo uważasz je za perspektywiczną inwestycję, z drugiej zaś wiesz, że topniejąca przez kilka miesięcy wartość portfela nie wpłynie raczej korzystnie na Twoją psychikę. Pierwszym sensownym rozwiązaniem wydaje się sprzedaż, a następnie odkupienie akcji po okresie zawieruchy. Problem polega na tym, że o ile uda Ci się jakimś cudem „trafić w dołek" to z pewnością zapłacisz prowizję sięgającą niemal 1% wartości inwestycji. Alternatywą dla takiej operacji jest trzymanie akcji KGHM i otwarcie jednocześnie krótkiej pozycji w kontraktach na taką samą ilość akcji. Pikujący kurs akcji będzie balansowany zyskiem z krótkiej pozycji w kontraktach. Wartość naszego portfela ulegnie jedynie kosmetycznym zmianom. W przyszłości domykamy pozycję w kontraktach w oczekiwaniu na wzrost cen akcji. Pamiętaj o tym, że prowizja od kupna czy sprzedaży kontraktu to zaledwie 8-9 złotych – zdecydowanie mniej niż w przypadku sprzedaży i odkupienia akcji.

Opisana powyżej taktyka zwana jest hedgingiem dynamicznym (dynamic hedging), ponieważ zakłada ciągle monitorowanie transakcji oraz pozycji zabezpieczających i ich ewentualne korygowanie czy modyfikowanie w przypadku zmiany warunków rynkowych. Istnieje jeszcze hedging stały (fixed hedging), który polega na zajęciu pozycji i utrzymywaniu jej przez cały okres trwania zabezpieczenia bez żadnych modyfikacji. Taktykę taką stosuje się w celu czerpania pewnych korzyści z akcji (np. dywidendy, kierowanie spółką) przy zachowaniu stałej wartości portfela.

JAK ZABEZPIECZENIE WPŁYWA NA POZIOM KAPITAŁU?

ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE

Baza warunkuje niedoskonałość zabezpieczenia, stwarzając szanse arbitrażu

Biorąc pod uwagę zakres eliminacji ryzyka, rzadko kiedy spotkamy się z tzw. hedgingiem doskonałym (perfect hedging), gdzie straty na pozycji zabezpieczanej są całkowicie rekompensowane zyskami z przeciwstawnej pozycji w kontraktach. Dzieje się tak dzięki tzw. bazie, czyli różnicy między ceną danego instrumentu bazowego na rynku spot a ceną terminową futures. Odchylenie to uwarunkowane jest psychologicznym aspektem inwestowania na giełdzie i może być traktowane jako wskaźnik uśrednionego nastroju inwestorów. Przy bazie ujemnej (tzw. contango) cena terminowa futures przewyższa cenę instrumentu bazowego i pokazuje pozytywne nastawienie inwestorów do przyszłego kształtowania się kursu. Baza dodatnia (tzw. backwardation) odzwierciedla negatywne nastroje. Pamiętaj jednak o tym, że baza to zawsze emocje, nigdy chłodna kalkulacja inwestorów.

Niewłaściwa wycena kontraktu w stosunku do instrumentu bazowego sprzyja jednakże pojawianiu się zjawiska arbitrażu. Strategia ta nie oferuje tak potężnych zysków jak spekulacja, ale gwarantuje pewną ich przewidywalność przy umiarkowanym ryzyku. Kluczowe znaczenie dla arbitrażu ma fakt, że w dniu wygaśnięcia kontraktów na akcje ustala się tzw. ostateczny kurs rozliczeniowy, równy uśrednionemu kursowi tych akcji (ważonej obrotami) w dniu wygaśnięcia. Oznacza to, że cena kontraktu będzie tego dnia bardzo zbliżona do kursu akcji. I choć arbitraż nie jest pozbawiony ryzyka, chociażby ze względu na niemożność ustalenia końcowej ceny rozliczeniowej, to pełni on bardzo doniosłą rolę na rynku, ponieważ nie pozwala na oderwanie się kontraktów od ich wartości teoretycznej, zbliżonej do ceny akcji.

Na rysunku widzicie jak zabezpieczenie naszej pozycji w akcjach kontraktem terminowym wpłynie na poziom kapitału. Inwestor kupił tu 100 akcji KGHM na początku stycznia 2008 roku. 8 stycznia, czując pismo nosem, zabezpieczył swoje akcje, sprzedając kontrakt FKGHM8 (przypominam, że kontrakt opiewa właśnie na 100 akcji). Kontrakt odkupił 30 stycznia, zamykając tym samym pozycję zabezpieczającą. Dzięki temu zysk na kontraktach niemal idealnie zniwelował stratę wartości akcji – inwestor stracił zaledwie 10 złotych. Swój portfel akcji zabezpieczył ponownie, sprzedając taki sam kontrakt 11 marca i odkupując go 25 marca – wtedy to baza spowodowała stratę zaledwie 55 złotych. Dzięki dwóm transakcjom zabezpieczającym inwestorowi udało się „ochronić" 2655 złotych z inwestycji. ✦

Wskaźniki w AT: drogowskazy do zysków

BARTOSZ BONIECKI
BARTOSZ.BONIECKI@GAZETATREND.PL

Szanowny Czytelniku, w poprzednim artykule porównałem analizę wykresów (formacji cenowych) do analizy ruchu na jezdni, tak, by bezpiecznie dotrzeć do celu podróży, a więc wysokiego zysku. Przyznasz jednak, że stałoby się to o wiele prostsze, gdyby na tejże jezdni były znaki drogowe? Tym samym są dla analityka wskaźniki – zmniejszają ryzyko wypadku (utraty zysku). Przy znakach drogowych nikt się jednak nie zatrzymuje, więc nie zapomnij, iż jest to tylko jedno z narzędzi, które warto stosować. Z tym zastrzeżeniem zapraszam do dalszej lektury.

Wskaźniki rynkowe

Być może zadajesz sobie pytanie, dlaczego tak ważna jest wiedza o tym, co się dzieje na całym rynku, jeżeli inwestujesz w daną firmę, a nie we wszystkie spółki wchodzące w skład indeksu. Cóż, odpowiedź na to pytanie znalazł już ponad 2500 lat temu pewien chiński filozof i myśliciel. Jeżeli przetrwała tak długo, to chyba warta jest zacytowania:

Gdy prędkość rwącego nurtu staje się tak wielka, iż woda może przenosić kamienie, widać siłę impetu.

Sun Tzu

Nawet gdy akcje, w których zamierzasz ulokować kapitał, są rzeczywiście tego warte, ale cały rynek spada, to jego impet może zadziałać także na zdrową spółkę o mocnych fundamentach. Jak zatem sondować rynek i jego impet?

A/D (Advance/ Decline Index)

Nazywany także teorią wzrostów/ spadków indeks ten bada, ile spółek na rynku wzrosło w danym dniu, a ile z nich zakończyło sesję notowań na minusie. Po zestawieniu tych danych, odejmuje się liczbę akcji spadkowych od wzrostowych dla danej sesji, przedstawiając je jako wzrosty bądź spadki netto. Powstały z nich szereg czasowy tworzy kolejne wartości indeksu A/D. Pokazuje to przykład:

Dzień	I	II	III	IV
X	120	60	30	35
Y	50	100	140	150
Z	30	40	30	15
W_n	70	-40	-110	-115
$W_{n.skum}$	70	30	-80	-195

Gdzie:

X	liczba spółek wzrostowych
Y	liczba spółek, których ceny spadły
Z	liczba spółek o niezmienionej cenie
W_n	wzrosty netto
$W_{n.skum}$	wzrosty netto skumulowane

Wartość wskaźnika A/ D wyniosłaby: 70, 30, -80, -195 odpowiednio w: I, II, III, IV dniu.

Jest on uznawany za wskazówkę co do ogólnego trendu na rynku. Przyjmuje się, że powinien podążać w stronę trendu, to znaczy: skumulowany wynik netto będzie wzrastał w miarę kolejnych zwyżek na rynku i spadał podczas sesji spadkowych. Bywa też określany jako miernik szerokości rynku. Na przykład w sytuacji, kiedy na rynku wzrastają jedynie spółki duże (wchodzące w skład indeksu WIG20), a pozostałe papiery tanieją, szerokość rynku jest mała i trend wzrostowy nie jest wiarygodny, przez co należy oczekiwać spadków. Parafrazując myśl Sun Tzu: kiedy nurt rzeki zaczyna mieć coraz węższe koryto, ulatuje z niego siła i niewiele kamieni jest w stanie porwać.

Wskaźnik nastroju inwestorów

Optymizm, albo pesymizm inwestorów jest bardzo ważny – jako „dawcy kapitału" decydują oni o nastroju rynku: jeżeli panuje na nim euforia i tendencja wzrostowa, prawdopodobnie kolejni chętni będą chcieli skorzystać z dobrej koniunktury. Wnosząc swój kapitał, zwiększą popyt na akcje, przyczyniając się do dalszego wzrostu cen. Jak zatem można sondować poziom optymizmu/ pesymizmu? Dobrym przybliżeniem jest mierzenie bazy kontraktów terminowych. Jest to różnica między ceną kontraktu futures na indeks, a wartością indeksu (jego notowaniem):

Baza = cena kontraktu futures – cena gotówkowa (spot)

Gdzie cena gotówkowa to w naszym przypadku po prostu wartość punktowa indeksu. Zazwyczaj spekulacja na indeksach (osiąganie zysku dzięki zmianom wartości punktowych indeksów – np. WIG20) dokonywana jest przy użyciu kontraktów terminowych. Zatem w momencie, gdy wypadkowa oczekiwań inwestorów co do stanu gospodarki – kurs kontraktów na indeks WIG20 – wzrasta przez „istotnie długi" okres czasu szybciej niż sam indeks, co zwiększa wielkość bazy, można mówić o większym optymizmie inwestorów. Powstaje jedno pytanie: skoro można spekulować na kontraktach, dlaczego po prostu tego nie uczynić, zamiast tworzyć wskaźnik bazujący na różnicy cen? Spekulacja na kontraktach oznacza narażenie się na bardzo duże ryzyko i większość uczestników rynku jest skłonna zaakceptować niższe zyski, jeśli są osiągane przy większym bezpieczeństwie kapitału. Wielkość bazy może być również rozpatrywana jako szerokość rynku, z jednym zastrzeżeniem: baza może być ujemna.

Wskaźniki akcji

Oprócz wskaźników dla całego rynku możemy mierzyć również atrakcyjność akcji konkretnej firmy, dzięki wskaźnikom akcji. Mówiąc nieco żartobliwie, można je traktować jako doradców. „Doradzają" często mądre rzeczy, ale odpowiedzialność i tak zawsze spada na Ciebie – tak więc nie należy traktować wskaźników jako jedyne źródła sygnałów, które bierze się pod uwagę podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych. Natomiast mogą one wspomagać decyzje o alokacji kapitału.

RSI

Jednym z najpowszechniejszych wskaźników jest indeks siły względnej (Relative Strength Index). Wyznacza go wzór:

RSI = 100 – 100/ (1+RS)

gdzie:

RS = EMA (U;N) / EMA (D;N)

EMA – wykładnicza średnia krocząca

U – suma wszystkich wzrostów, liczonych według cen zamknięcia

D – suma wszystkich spadków, liczonych także w/g cen zamknięcia

N – przedział czasowy

Przykładowo:

Dzień	Kurs akcji	Wzrosty	Spadki
Poniedziałek	50		
Wtorek	60	10	
Środa	30		30
Czwartek	70	40	
Piątek	60		10
Suma:		50	40

W tym przykładzie N wyniosłoby 4 (zmiany ceny z poniedziałku na wtorek, z wtorku na środę, z środy na czwartek i z czwartku na piątek). Zgodnie z praktyką przyjmuje się, że N= 14

Interpretacja: RS jest wprost proporcjonalne do RSI, czyli zmiany RS powodują zmiany RSI w tym samym kierunku. Im większe wzrosty, tym RSI jest większy. Poziom RSI? 70 oznacza wykupienie rynku: większość zainteresowanych kupnem akcji zdążyła już to zrobić, w związku z tym należy spodziewać się wkrótce szczytu cenowego. Przy wartości powyżej 70 i ciągle rosnącej nie zaleca się kupna papierów. RSI? 30 to rynek wyprzedany – niemal wszyscy sprzedający spieniężyli swoje udziały, zatem minimum cenowe jest prawdopodobne, a więc warto zainteresować się tymi papierami. RSI jest ponadto wykorzystywany do wykrywania dywergencji (różnicy między oceną sytuacji na podstawie wskaźnika i kursu akcji): jeżeli wskaźnik zaczyna wzrastać, podczas gdy ceny waloru nadal spadają, wkrótce powinna nastąpić fala wzrostów i odwrotnie: przy RSI malejącym, a kursie rosnącym występuje sygnał do sprzedaży akcji. Tym silniejszy, im dłużej trwa dywergencja.

MACD

Wskaźnik zbieżności/ rozbieżności średnich kroczących (Moving Average Convergence/ Divergence) cieszy się dużą popularnością na rynku. Składają się nań dwie linie: samego MACD i wyciągniętej z niego ważonej wykładniczo średniej kroczącej (EMA). Opisywane są następującymi wzorami:

MACD = EMA (C; 12) – EMA (C;26) *Jest tworzony przez ważone wykładniczo średnie kroczące cen zamknięcia (C) odpowiednio: z 12 i 26 okresów*

Linia sygnalna = EMA (MACD;9) *Linie sygnalną tworzy 9-okresowa wartość EMA z MACD. Obie linie mogą być zarówno dodatnie, jak i ujemne.*

Z istoty EMA wynika, że gdy wartość MACD rośnie, to ostatnie ceny zamknięcia są znacznie wyższe od poprzednich.

Interpretacja jest następująca. Gdy dochodzi do oddolnego przebicia linii wskaźnika przez linię sygnalną, tzn. EMA (MACD;9) staje się większa od MACD, wówczas generowany jest sygnał wzrostowy, który jest uznawany za istotny tylko, gdy są one (MACD i EMA) mniejsze od zera. Analogiczna sytuacja jest dla sygnału sprzedaży. Gdy dochodzi do odgórnego przebicia MACD przez EMA (wartość EMA staje się mniejsza od MACD), to przy założeniu, że obie wartości są dodatnie, generowany jest sygnał sprzedaży

DPO

Oscylator pozbawiony trendu (Detrended Price Oscillator) eliminuje wpływ czynników długoterminowych, pokazując tylko ruch cen, wynikający z krótkookresowych impulsów. Formuła liczenia jest następująca:

DPO = C – MA (C, n) $_{-n/2 +1}$

gdzie:

C – cena zamknięcia,

MA – prosta średnia krocząca (średnia arytmetyczna)

Do czego zatem służy DPO? Przede wszystkim, eliminując wpływ trendu, pozwala na wyznaczenie lokalnych punktów zwrotnych, a więc na handel papierami w krótkim okresie. Znając kierunek trendu, i aktualną sytuację wtórnych ruchów cen, można z większym prawdopodobieństwem sukcesu zamykać z zyskiem pozycje, czyli zwyczajnie zwiększyć rentowność.

The end

Na koniec jeszcze parę słów komentarza. Być może zwróciłeś uwagę, że podczas opisywania wskaźników użyłem takich słów, jak: najpopularniejszy, najpowszechniejszy. Nie mają one zbyt wiele wspólnego z zyskownością. Otóż wskaźniki są po to, by dostarczać przewag konkurencyjnych temu, kto ich używa. Mają po prostu pozwalać na wzrost zysku. Każdy wskaźnik, jak i większość przewag konkurencyjnych ma swój cykl życia, w pewnym momencie przestaje być skuteczny, bo używają go wszyscy. Dlatego też ważne jest, by umiejętnie dobierać własnych „doradców inwestycyjnych", jako że część z nich może być już nieskuteczna. ✦

John Maynard Keynes – teoretyk ekonomii inwestorem

ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

J. M. Keynes jest znany ekonomistom jako twórca teorii interwencjonizmu państwowego, która swoje podwaliny miała w obserwacjach z okresu Wielkiego Kryzysu Gospodarczego (1929-1933). Mało kto wie, że większość swoich przychodów uzyskiwał nie z nauczania i publikacji, ale z grania na giełdzie. Warto poznać drugą twarz znanego ekonomisty i nieco więcej faktów o jego życiu osobistym, które mogą być zaskoczeniem dla niektórych Czytelników.

Oficjalna biografia

John Maynard Keynes urodził się 5 czerwca 1883 roku w Cambridge. Jego ojciec, John Neville Keynes, był logikiem i ekonomistą wykładającym na Uniwersytecie w Cambridge, natomiast matka, Florence Ada Brown, była pisarką i propagatorką reform socjalnych. Sławny teoretyk makroekonomii miał młodszego brata Geoffreya, który z zawodu był chirurgiem, zaś z zamiłowania bibliofilem, oraz siostrę Margaret, która poślubiła fizjologa, zdobywcę Nagrody Nobla – Archibalda Hilla.

Od dzieciństwa młody John miał styczność z wielkimi umysłami epoki. Jego ojciec przyjaźnił się z Alfredem Marshallem, a on sam wychowywał się w prestiżowych szkołach i uczelniach brytyjskich. Uczył się w elitarnej szkole Eton, potem w King's College w Cambridge, pod okiem tak wybitnych profesorów jak Alfred Marshall i Artur Cecil Pigou. W trakcie studiów, w 1911 roku, został redaktorem czasopisma „Economic Journal", któremu przewodniczył prawie do końca swojego życia.

Po studiach uczestniczył w pracach Royal Commission on Indian Currency and Finance, które pozwoliły mu śledzić wpływ teorii ekonomicznych na gospodarkę. Przed I wojną światową został doradcą Ministerstwa Skarbu, reprezentował Wielką Brytanię na Konferencji w Wersalu, przewodniczył również delegacji brytyjskiej w Bretton Woods. W tym samym czasie zaczął publikować swoje pierwsze książki naukowe, dziełem jego życia jest wydana w 1936 roku „Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza". Rok potem Keynes przeżył pierwszy zawał serca. Zmarł 21 kwietnia 1946 roku, na kolejny zawał serca, 3 lata przed swoim ojcem.

Przynależność do elitarnych stowarzyszeń

W oficjalnych biografiach Jonha Maynarda Keynesa rzadko wspomina się o jego przynależności do elitarnych klubów akademickich, które miały ogromny wpływ na jego styl życia. Podczas studiów był członkiem hermetycznej grupy The Apostles, która stanowiła jego bliskie grono przyjaciół. Po skończeniu uniwersytetu wielu członków Apostles stworzyło grupę zwaną Bloomsbury Group (nazwa od dzielnicy Londynu, gdzie grupa regularnie się spotykała). Członkowie obu sekretnych stowarzyszeń byli zwolennikami filozofii G. E. Moora, większość z nich pochodziła z arystokratycznych brytyjskich rodów i chciała zerwać z poczuciem silnej moralności, która wywodziła się z tradycji.

O ich liberalnym podejściu do życia i autonomii moralnej świadczył nie tylko kwestionowanie religii i Boga, ale i powszechny w grupie homoseksualizm. Sam Keynes twierdził podobno, że homoseksualizm jest moralnie wyższym rodzajem miłości, po nim z dużym odstępem znajduje się biseksualizm. Członkowie Bloomsbury Group bez zahamowań często zmieniali parterów seksualnych, wspierając jednakże swój rozwój intelektualny i artystyczny. Mimo wieloletnich związków homoseksualnych, John

CYTATY MIESIĄCA

„Rynek kapitałowy to jedna z nie tak w końcu wielu rzeczy w Polsce, które funkcjonują dobrze."

– Ludwik Sobolewski, Prezes GPW

„Nie wierzę już w samouzdrawiającą moc rynku"

– Josef Ackermann, prezes Deutsche Banku, po informacjach o działaniach FED i JP Morgan oraz wykupie akcji Bear Sterns przez JP Morgan w celu ratowania banku

„Stolica Polski może mieć prawdziwe City (na skalę naszego regionu) przyciągające przedsiębiorców i młodych ludzi, nie tylko z Polski, którzy zobaczą szansę na rozwój i zrobienie kariery"

– Igor Chalupec, były wiceminister finansów, były wiceprezes Pekao SA i były prezes PKN Orlen

„To był najtrudniejszy kwartał, jaki przeżyłem podczas mojej 30-letniej kariery na Wall Street."

– John Thain, prezes Merrill Lynch, komentujący informacje o blisko 70-procentowym spadku przychodów banku w związku z nietrafionymi inwestycjami w obligacje sub-prime

Maynard Keynes postanowił się ożenić. W 1918 roku spotkał baletnicę Lidię Lopokovą, która po rozwodzie z pierwszym mężem weszła do kręgu znajomych Bloomsbury Group. Primabalerina została żoną słynnego ekonomisty w 1925 roku.

Keynes inwestor

Według oficjalnej wersji wydarzeń John Maynard Keynes rozpoczął swoją przygodę z inwestowaniem relatywnie późno, bowiem w 1919 roku, kiedy miał 36 lat. Od początku używał dużej dźwigni i koncentrował się głównie na handlu walutami europejskimi, dolarem i rupią. Zajmował długie pozycje dolarowe, natomiast krótkie na europejskich walutach, opierając swoje przewidywania na długoterminowych prognozach ekonomicznych. Po początkowych zyskach, szybko okazało się, że opieranie strategii spekulacyjnej na długoterminowych prognozach nie było najlepszym pomysłem. Żeby zostać wypłacalnym, Keynes musiał zaciągać pożyczki i korzystać z zaliczek za publikowane książki. Prawdopodobnie z tego okresu pochodzi jego sławny komentarz o rynku: „The market can stay irrational longer than you can stay solvent" – Rynek jest w stanie dłużej zachowywać się irracjonalnie, niż Ty jesteś w stanie być wypłacalny.

W 1921 roku Keynes zaczął również inwestować na rynku commodities – grał m.in. na rynku bawełny, metali, kauczuku, juty, pszenicy. Miał wiele sukcesów – w latach 1916-1917, podobnie jak w okresie 1924-1925 zyski z inwestycji generowały 3/4 jego przychodów.

Na początku inwestycyjnej kariery Keynes był typowym spekulantem. Około 30% instrumentów trzymał do 3 miesięcy, zaś jedynie 15% powyżej 3 lat. Jego podejście do inwestowania zmieniło się w 1924 roku, kiedy zaczął być odpowiedzialny za finanse King's College. Aby efektywnie pomnażać majątek uczelni, Keynes założył Chest Fund – jeden z pierwszych funduszy hedgingowych w historii. Legenda mówi, że pół godziny dziennie, jeszcze leżąc w łóżku, ekonomista spędzał na analizie danych finansowych spółek, czytaniu ekonomicznych sekcji gazet i telefonowaniu z brokerem. Początkowy kapitał funduszu Chest był równy 30000 funtów, do czasu śmierci Keynesa w 1946 roku wzrósł do 380000. Przeciętny roczny zysk funduszu był na poziomie 12%, co nie było złym wynikiem, biorąc pod uwagę fakt, że okres ten obejmował Wielki Kryzys oraz II wojnę światową, która była złym czasem dla akcji brytyjskich.

Niektórzy przeciwnicy Keynesa twierdzą, że swoją przygodę z rynkiem kapitałowym zaczął on o wiele wcześniej, będąc doradcą w Ministerstwie Skarbu, gdzie miał dostęp do wewnętrznych informacji, z których chętnie korzystał. Ta teza wydaje się przeczyć kolejnemu sławnemu zdaniu wypowiedzianemu przez ekonomistę: „The dealers on Wall Street could make huge fortunes if only they had no inside information." – Dealerzy z Wall Street mogliby zrobić ogromne fortuny, gdyby tylko nie mieli dostępu do wewnętrznych informacji.

Po początkowym zachłyśnięciu się giełdowymi spekulacjami, Keynes opracował własną strategię inwestowania, która została doceniona i częściowo zaadaptowana przez Warrena Buffeta. Optował za dokładnym wyborem paru spółek, bazującym na ich wartości wewnętrznej oraz porównaniu z alternatywnymi inwestycjami. Polecał trzymać się wybranych spółek konsekwentnie, przez chude i tłuste lata, oraz zajmować zbalansowaną pozycję inwestycyjną, pozwalającą na podejmowanie różnorodnego ryzyka. W celu zabezpieczenia inwestycji warto było według niego interesować się papierami reprezentującymi odwrotne ryzyko (np. akcje pożyczkodawcy i firmy windykacyjnej). Ponadto Keynes uważał, że giełda to taka sfera życia, w której zwycięstwo, pewność i sukces należą do nielicznych. Mawiał, że jeśli potrafi przekonać zarząd firmy do zakupu pewnej akcji, to jest to najlepszy moment do jej sprzedaży. „When you find anyone agreeing with you, change yor mind" – Jeśli znajdziesz kogoś, kto się z tobą zgadza, zmień swoje zdanie.

Bez wątpienia Keynes nie był najwybitniejszym ze znanych nam dzisiaj inwestorów, ale jego umiejętności były rzadko spotykane w czasach, kiedy żył. Jego biografia jest niezwykle interesująca, a na temat jego życia krąży wiele legend i niejasności. Zwolennicy Keynesa zazwyczaj skupiają się na jego dokonaniach ekonomicznych, zaś przeciwnicy na jego homoseksualizmie i zarzutach o insider trading. Warto poznać drugą twarz wielkiego klasyka ekonomii. W tym celu zachęcam Was do lektury tekstów podanych w źródłach. ✦

„Dobrze byłoby, gdyby polski inwestor dokładniej dowiedział się, jak wyglądają rzeczywiste problemy USA. Patrząc na realną gospodarkę, silnej reakcji nie widać. Poprawiają się nawet niektóre parametry, np. konkurencyjność amerykańskich firm".

– Jacek Socha, Partner i wiceprezes PricewaterhouseCoopers, w latach 2004-2005 minister skarbu, wcześniej szef KPWiG, poproszony o ocenę sytuacji po pierwszej fali pesymistycznych informacji z USA i wypowiedziach Alana Greenspana oraz George'a Sorosa odnośnie recesji

„Dwa lata temu akcjonariusze Wiener Börse podjęli strategiczną decyzję dotyczącą umacniania współpracy z innymi giełdami działającymi w Europie Środkowo-Wschodniej. W wypadku, gdyby któryś z regionalnych parkietów szukał strategicznego partnera, chętnie weźmiemy udział w przetargu na zakup akcji takiej giełdy."

– Michael Buhl, prezes giełdy wiedeńskiej odnośnie planów Wiener Börse wobec GPW, w świetle planowanej na jesień tego roku prywatyzacji warszawskiego parkietu

„Dzisiejsza ekonomia jest oparta na fałszywych przesłankach."

– George Soros, amerykański finansista i filantrop, fundator Instytutu Społeczeństwa Otwartego, podczas spotkania w Brukseli z dziennikarzami

ŹRÓDŁA:
HTTP://WWW.MAYNARDKEYNES.ORG/
HTTP://WWW.MISES.ORG/ETEXTS/KEYNESTHEMAN.PDF
PIERO V. MINI, KEYNES' INVESTMENTS: THEIR RELATION TO THE GENERAL THEORY, THE AMERICAN JOURNAL OF ECONOMICS AND SOCIOLOGY, JANUARY 1995

Spekulant
Filmowa uczta dla miłośników giełdy

ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

Poznajcie Nicka – maklera pracującego dla najstarszego angielskiego banku inwestycyjnego Barings. To młody człowiek, który od dawna był zafascynowany giełdą i marzył o karierze tradera. Jako szeregowy pracownik sprawdził się, wykonując żmudną pracę w oddziale banku w Dżakarcie i awansował na menedżera zespołu traderów na singapurskiej giełdzie SIMEX. Do Azji leci ze swoją nowo poślubioną żoną Lisą, a ich życie przypomina bajkę – są młodzi, szczęśliwi i bogaci.

Niestety okazuje się, że jeden ze współpracowników Nicka popełnia błąd, a ten, by kryć swojego podwładnego, otwiera rachunek o szczęśliwym w chińskiej numerologii numerze 88888. Jest to error account, na którym księgowane są nieprzewidziane straty. Miało to być tymczasowe rozwiązane, do czasu odrobienia pieniędzy na rynku, ale okazuje się, że nieudanych transakcji jest coraz więcej, a rachunek 88888 zaczyna ukrywać milionowe kwoty na minusie. Nick jest jednocześnie szefem działu rozliczeń w singapurskim oddziale banku, więc nikt z londyńskiej centrali nie wie o jego matactwach. Wszyscy uważają go za genialnego maklera, który generuje bardzo duże przychody dla banku. Dlatego przymykają oko na fakt, że Nick żąda coraz większych sum pieniędzy, które rzekomo mają służyć na pokrycie depozytów minimalnych klientów. Tak naprawdę nikt w centrali nie rozumie do końca, na czym polega gra na kontraktach. Liczy się dla nich tylko to, że działania Nicka przynoszą im duże pieniądze.

> 88888 – error account, na którym księgowano nieprzewidziane straty.
> Miało to być tymczasowe rozwiązane, ale nieudanych transakcji było więcej...

Kiedy straty Nicka na koncie 88888 są już olbrzymie, stawia wszystko na jedną kartę, grając na stabilność japońskiego indeksu Nikkei 225 w nocy z 16 na 17 stycznia 1995. Młody trader ma wyjątkowego pecha – tej nocy miało miejsce trzęsienie ziemi w Kobe, w wyniku którego indeks gwałtownie spada. W wyniku nieudanych transakcji Nicka całkowite straty banku Barings wyniosły 827 mln funtów, co doprowadziło go do bankructwa i sprzedaży na rzecz ING

Heineken Open'er Festival

KAROLIA BARAN
KAROLINA.BARAN@GAZETATREND.PL

Open'er to festiwal, który już na stałe wpisał się w rozpiskę letnich imprez muzycznych Europy. Wprawdzie powoli, ale zaczyna dorównywać takim wydarzeniom, jak Roskilde Festival w Danii. Koncerty będą się odbywać na początku lipca w Gdyni, na terenie lotniska w dzielnicy Babie Doły. Muzycznie organizatorzy Open'era starają się dogodzić każdemu. Zróżnicowanie wykonawców da się zauważyć i w tym roku. Zagrają m.in.: The Chemical Brothers, Massive Attack, Sex Pistols, Erykah Badu, Interpol, M. I. A., Jay--Z czy Gentleman. Zapewne właśnie ta różnorodność muzyki przyciąga z roku na rok coraz więcej osób do Gdyni – w 2005 roku było ich aż 40 tysięcy.

Jednak Open'er to nie tylko muzyka i koncerty, ale przede wszystkim niezapomniane wydarzenie z niesamowitym klimatem. Najlepiej można to poczuć, mieszkając przez trzy dni i noce na wielkim polu namiotowym, w pobliżu scen. Od razu wyczuwalny jest tam klimat wspólnoty. Wszyscy mają dobry humor, ludzie bardzo szybko się zapoznają i integrują, głównie po koncertach nad ranem. W ciągu dnia jest natomiast czas na odsypianie. Gdy lato jest upalne, całe pole migruje nad pobliską plażę przez gdyńskie osiedla, by tam odespać nocne szaleństwa pod scenami. Przy dużym upale nie ma zresztą innego wyjścia, gdyż temperatura w namiotach jest nie do zniesienia dla zwykłych śmiertelników. Minusem mieszkania na polu namiotowym może być fakt, że w łazienkach brak jest ciepłej wody, a znalezienie własnego namiotu w drodze powrotnej z WC graniczy często z cudem. Mieszkanie na polu namiotowym może być również pewną udręką, gdy pogoda nie spisuje się najlepiej, tak jak to miało miejsce w zeszłym roku, gdy przez 3 dni padało, a warstwa błota osiągnęła poziom kilku centymetrów.

Dla tych, którzy cenią sobie odrobinę luksusu bądź boją się pająków w namiocie Gdynia oferuje wiele hoteli, pensjonatów i schronisk. Również prywatne mieszkania cieszą się wielkim powodzeniem, najczęściej jednak trzeba je wynajmować na co najmniej 6 dni. Warto podkreślić, że problemy ze znalezieniem lokum zaczynają się już na kilka miesięcy przed rozpoczęciem festiwalu. Miejsca noclegowe są wręcz rozchwytywane. W czasie Open'era również wszystkie knajpy, restauracje, sklepy w centrach handlowych czy kino, są zawsze pełne ludzi. Na dworcach, w parkach i na plaży zdecydowana większość osób to posiadacze zielonych opasek, służących za festiwalowe bilety. Festiwal jest dla całego Trójmiasta niesamowitym bodźcem napędzającym koniunkturę.

Trzy dni spędzone na Open'erze są jak pobyt w innym wymiarze. Mało snu, ale za to mnóstwo zabawy, dużo muzyki, szaleństwo pod sceną i tańce w namiotach klubowych. Jest to naprawdę świetny początek wakacji, dlatego choć raz warto się tam wybrać, by przeżyć wszystkie te emocje.

Więcej informacji, takich jak terminy koncertów, ceny biletów, występujący artyści czy zdjęcia z ubiegłych lat znajdziecie na stronie www.opener.pl ✦

za symbolicznego funta. Młody makler ląduje w więzieniu, a jego kochająca żona zatrudnia się jako stewardessa, żeby móc jak najczęściej odwiedzać męża, odbywającego karę w singapurskim więzieniu. (Niestety, ich miłość nie przetrwała, bo Lisa nie zniosła doniesień o zdradzie Nicka, który korzystał z usług seksualnych miejscowych gejsz).

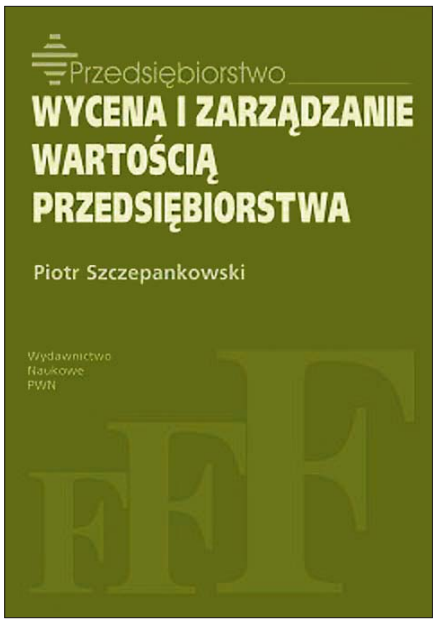
Powstały w 1999 roku (4 lata po opisywanych wydarzeniach) film pt. „Spekulant" (ang. „Rogue Trader", reżyseria James Dearden), przedstawiający losy Nicka Leesona, zadziwia dokładnym odwzorowaniem faktów. Kiedy czytamy oficjalną biografię sławnego tradera okazuje się, że reżyser wiele szczegółów oparł na faktach (np. prawdą było, iż Leeson, uciekając samolotem z Singapuru, chował swoją twarz pod bejsbolową czapką, co zostało pok, azane w filmie). Wcielający się w postać Nicka aktor Ewan McGregor doskonale przedstawia sylwetkę człowieka, który ze skromnego urzędnika przeistacza się w giełdowego rekina, a w końcu w oszusta i fałszerza dokumentów. Oglądając losy tradera na ekranie, wczuwamy się w jego sytuację i zaczynamy mu współczuć, mimo iż wiemy, że tak naprawdę zrobił coś niedopuszczalnego. Nie miał złych zamiarów – w końcu rachunek 88888 otworzył po to, żeby chronić swojego podwładnego, a gdyby nie nieszczęśliwy zbieg okoliczności w postaci trzęsienia ziemi, nie doprowadziłby banku do bankructwa. Nie grał też dla własnej korzyści – wydaje się, że po prostu w pewnym momencie uzależnił się od hazardu.

> Nick stawia wszystko na jedną kartę grając na stabilność Nikkei 225. W nocy z 16 na 17 stycznia 1995 przychodzi trzęsienie ziemi w Kobe. Indeks gwałtownie spada, a straty doprowadzają go do bankructwa.

Film pt. „Spekulant" jest pozycją obowiązkową dla każdego fana giełdy nie tylko dlatego, że opowiada prawdziwą historię Nicka Leesona, ale też dlatego, że przedstawia obraz życia maklerów inwestujących w instrumenty pochodne. Podejrzewam, że dla widzów mało interesujących się inwestowaniem wiele terminów pojawiających się w filmie i samo wytłumaczenie, dlaczego to, co robił Leeson, było tak niebezpieczne, pozostanie niezrozumiałe, chociaż przygoda z giełdą w filmie zaczyna się niewinnie – od wytłumaczenia, co to jest kontrakt futures. Widzowie mają rzadką możliwość obserwacji na ekranie parkietu giełdy, gdzie wciąż stosuje się system open outcry. Daje to uczucie, jakbyśmy znajdowali się w giełdowym skansenie. Gra aktorska umiejętnie angażuje nas w wydarzenia pokazywane na ekranie, chociaż z pewnością część widzów wie, co za chwilę się wydarzy, bo zna historię sławnego tradera. Jeśli jednak jeszcze nie znacie losów Nicka Leesona, także warto obejrzeć film, bo wiernie oddaje on to, co wydarzyło się naprawdę. Fabuła została oparta na książce pt. „Rogue Trader: How I Brought Down Barings Bank and Shook the Financial World" („Łajdak na giełdzie"), którą Nick Leeson napisał, odsiadując wyrok w singapurskim więzieniu (honoraria autorskie pozwoliły mu opłacić adwokatów). ✦

Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa

JAKUB DOMAGALSKI
JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL



Piotr Szczepankowski
PWN, Warszawa 2007, c. 59,90

Już od pewnego czasu Wydawnictwo Naukowe PWN publikuje pod nazwą FFF serię książek dotyczących szeroko rozumianych finansów. Bardzo duża oferta PWN pozwala nam na wybranie najlepszych pozycji. Wiedza, jaką możemy zdobyć dzięki ich lekturze, stanie się co najmniej początkiem drogi ku poznaniu świata nie tylko od strony teorii finansów. W majowym wydaniu TRENDU poprzeczka jest ustawiona wysoko, ponieważ Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jest zaawansowaną częścią tajników finansów i inwestowania. Jest to książka dla bardziej doświadczonych miłośników analizy fundamentalnej, której rdzenną częścią jest wycena przedsiębiorstwa. Ciekawym elementem książki jest wykaz najważniejszych, enigmatycznych skrótów, bez którego trudno jest się po książce poruszać. Niemniej jednak doświadczeni adepci sztuki inwestowania powinni sobie poradzić. Co można znaleźć w dalszej części książki? Otóż autor przedstawia najważniejsze metody wyceny, koncentruje się na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych, metodach porównań rynkowych oraz modelu Blacka – Scholesa. Z lektury książki można dowiedzieć się wielu ciekawych i przydatnych informacji, a tak duża dawka wiadomości o teoriach wycen przedsiębiorstw z pewnością przyczyni się do dobrych wyników podczas dokonywania inwestycji. Podsumowując, Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa z pewnością skłoni do puszczenia wodzy fantazji o tej trudnej sztuce – i to nie tylko studentów, ale również inwestorów indywidualnych z silnym zacięciem do zaawansowanych metod poznawania wartości przedsiębiorstwa.

Parkiet Szkolenia

Uczymy, jak inwestować z sukcesem

wejdź na stronę i zobacz naszą aktualną ofertę szkoleniową

www.parkiet.com/szkolenia

Warsztaty praktycznej nauki programu do analizy technicznej AmiBroker

/SZKOLENIE/
24–25 kwietnia 2008 r., Warszawa
Cena – 990 zł

Analiza techniczna – skuteczne inwestowanie – warsztaty I stopień wtajemniczenia

/SZKOLENIE/
12–13 maja 2008 r., Warszawa
Cena – 990 zł

Obowiązki informacyjne oraz relacje inwestorskie spółek giełdowych w praktyce

/SZKOLENIE/
28 maja 2008 r., Warszawa
Cena – 890 zł

Kurs Analityka Giełdowego – VI edycja

/KURS ZAWODOWY/
maj 2008 r., Warszawa
Cena – 3 190 zł

Kurs Doradcy Finansowego – II edycja

/KURS ZAWODOWY/
czerwiec 2008 r., Warszawa

Kontakt: (0 22) 46 30 069
Szczegółowe informacje i zgłoszenia oraz bezpłatna prenumerata ofert szkoleniowych:

www.parkiet.com/szkolenia

PARKIET