

# Nie jest łatwo o zyski z akcji zagranicznych spółek

Katarzyna Kucharczyk 30-09-2014, ostatnia aktualizacja 30-09-2014 10:29

Fatalna płynność i słaba polityka informacyjna – to tylko niektóre z zarzutów kierowanych pod adresem emitentów spoza Polski. Mimo to GPW stawia na zagraniczne firmy.

Na warszawskim parkiecie jest notowanych 49 zagranicznych spółek. Tylko niektóre dały inwestorom zarobić. Większość wyceniana jest poniżej ceny z oferty (lub kursu odniesienia). W tym roku radzą sobie gorzej niż rynek (więcej w ramce poniżej).

– Ocena średniej stopy zwrotu jest mocno obciążona spółkami z Ukrainy. Zdecydowana większość tych podmiotów od momentu debiutu przyniosła inwestorom spore straty – mówi Maciej Bobrowski, dyrektor działu analiz DM BDM. Wskazuje, że wśród ciekawych spółek zagranicznych pozytywnie wyróżniają się m.in. UniCredit, CEZ czy Global City. Wtórą mu Arkadiusz Semczak, doradca inwestycyjny DM mBanku. – Spółki, które doskonale radzą sobie z wizerunkiem i odpowiednim poziomem płynności, to CEZ, Asbis czy Global City – wymienia.

## Problematyczna płynność

Gros spółek jest notowanych jednocześnie na różnych rynkach, czyli w tzw. dual-listingu. – Niejednokrotnie drugi rynek traktowany jest jedynie jako forma reklamy, a większość transakcji zawierana jest na pierwotnej giełdzie – mówi Semczak. Z kolei Bogdan Piotrowski, radca prawny z Allen & Overy, zwraca uwagę, że ze względu na specyfikę systemu depozytowo-rozliczeniowego handlować jednocześnie można tymi samymi akcjami tylko na jednym rynku, a przetransferowanie walorów na inny parkiet zajmuje trochę czasu. W konsekwencji płynność skupia się na jednym rynku.

Jak podaje giełda, średnia wartość obrotów na spółkach z dual-listingu w porównaniu ze średnią przypadających na spółki z tzw. single-listingu jest trzy razy niższa. – Nie jest to zaskoczeniem, bo nie różni się istotnie od innych giełd europejskich, gdzie wartość tego wskaźnika wynosi 2,7 – mówi Maciej Wewiór, rzecznik GPW. Dodaje, że w skali rynków europejskich GPW jest giełdą raczej małych i średnich spółek, które z definicji są mniej płynne niż duzi emitenci. – Liczba spółek notowanych na obu rynkach GPW w formule dual-listingu wynosi ponad 3 proc. ogólnej liczby firm, podczas gdy średnia dla giełd zrzeszonych w FESE sięga 7,4 proc. – wskazuje.

Inwestycja w spółki zagraniczne obarczona jest większym ryzykiem niż zakup akcji krajowych emitentów. – Z obszarem geograficznym może być związane ryzyko polityczne lub militarne, uderzające w wyceny akcji. Przykładem jest sytuacja na Ukrainie – mówi Semczak. Dodaje, że nie bez znaczenia jest prowadzenie działalności i księgowości w innej walucie. Niekorzystnym czynnikiem może być także wyższy podatek od dywidend.

Głośnym echem odbiło się na rynku anulowanie akcji CEDC i Novej KBM. – Te przypadki pokazują, że należy zwracać uwagę na prawo, jakiemu podlegają spółki. W polskich warunkach taka sytuacja nie mogłaby mieć miejsca – mówi Grzegorz Dobek, doradca inwestycyjny Grupy Copernicus. Co gorsza, inwestorzy w takich przypadkach są pozostawieni sami sobie. – Polski nadzorca często w ogóle nie interweniuje w sprawach zagranicznych firm, zasłaniając się tym, że nie jest właściwą instytucją do ich nadzorowania – mówi Dobek.

#### Komunikacja wciąż szwankuje

Sprawdziliśmy, jak zagraniczne spółki komunikują się z rynkiem. Do wszystkich wysłaliśmy kilka pytań, dotyczących m.in. planów na 2015 r. Z 49 spółek zareagowało 20. W tym jedna – Belvedere – odpowiedziała dosyć osobliwie, informując, że... nie może skomentować tych zagadnień.

Eksperti podkreślają, że część zagranicznych emitentów mile zaskakuje. – Często podają więcej informacji, niż wymagają od nich przepisy – mówi Dobek. Przyznaje jednocześnie, że ostatnio pojawiły się kłopoty z terminowym przekazywaniem raportów okresowych przez ukraińskie podmioty. Jednak podkreśla, że przyczyny leżą nie tylko po stronie spółek – to sytuacja geopolityczna sprawiła, iż nie miały one dostępu do swoich aktywów. – Jeśli sam zarząd nie może ustalić, czy jakiś „biały konwój” nie wywozi sprzętu ze spółki, to co dopiero ma powiedzieć audytor. Wbrew pozorom, a przynajmniej kursy akcji na to nie wskazują, takie spółki jak NWR, KSG Agro, Coal Energy czy Asbis dobrze komunikują się z inwestorami – mówi.

Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych podkreśla, że co do zasady polityka informacyjna spółek zagranicznych wciąż szwankuje. – Prowadzi to do wniosku, że w wielu przypadkach celem firm było prawdopodobnie jednorazowe podniesienie kapitału i jakiegokolwiek wydatki na relacje inwestorskie wydają się nieuzasadnione czy wręcz nieracjonalne, zwłaszcza wobec ograniczania roli OFE i mniejszych szans na ewentualne powodzenie nowych emisji – podkreśla SEG. Zaznacza jednocześnie, że z punktu widzenia giełdy ważne jest pokrywanie kosztów stałych jak największymi przychodami. I choć obroty akcjami spółek zagranicznych najczęściej są relatywnie niższe, to i tak warto je notować, bo konkurencja giełd o emitentów jest bardzo duża, a będzie jeszcze większa.

#### Ambitne plany

Spółki, które odpowiedziały na nasze pytania, II półrocze i 2015 r. widzą w jasnych barwach. – Z kwartału na kwartał będzie wzrastała produkcja w zakładzie w Czechach. Pozostałe dwa zakłady w Hiszpanii i Polsce wykorzystują swoje obecne moce produkcyjne prawie w 100 proc., lecz w dalszym ciągu będą stopniowo zwiększać efektywność produkcji i rentowność – mówi Piotr Fugiel, odpowiadający za relacje inwestorskie w ACE. Dobrego II półrocza spodziewa się Asbis. – Będzie lepsze od pierwszego, co pozwoli wypracować zyski i wypełnić prognozę na ten rok – informują przedstawiciele spółki. Z kolei Immofinanz koncentruje się na czterech głównych rynkach, tj. Polsce, Niemczech, Rumunii i Rosji. – Jeśli chodzi o Polskę, spodziewamy się zakończyć kilka dużych projektów deweloperskich w 2014/2015, w tym budowę centrum handlowego Tarasy Zamkowe w Lublinie oraz budynku biurowego Nimbus w Warszawie – zapowiada prezes Eduard Zehetner. Wszystkie spółki deklarują, że są w stałym kontakcie z inwestorami. – Prowadzimy aktywny dialog z polskimi funduszami i regularnie się spotykamy – mówi Barbora Pulpanova, rzeczniczka CEZ.

Wtórą jej Joanna Kotłowska, szefowa działu relacji inwestorskich Global City Holdings. Dodaje, że w kluczowym dla spółki biznesie kinowym II półrocze jest zgodne z oczekiwaniami. – Repertuar kinowy jest dobry, a przed nami jeszcze kluczowe tytuły tego półrocza, jak chociażby kolejne części „Igrzysk śmierci” i „Hobbit”, czy polskie produkcje, jak wchodzący właśnie do kin film „Miasto 44” i wiele innych – mówi. Również Gorenje, którego cena akcji ostatnio ostro pnie się w górę, zapewnia, że nie zaniedba kontaktów z inwestorami. – Uczestniczymy regularnie w konferencjach na Słowenii, w Chorwacji, Austrii, Rumunii, Czechach oraz w Polsce – wymienia Elizabeta Bilus, odpowiedzialna za komunikację w Gorenje. – Co najmniej trzy razy w ciągu roku przyjeżdżamy do Warszawy na spotkania z inwestorami i analitykami – mówi z kolei Alex Lissitsa, prezes IMC. Jest optymistą, jeśli chodzi o wyniki. – Wysoka wydajność naszych upraw i niższe koszty w przeliczeniu na hektar w dolarach pomogą zrekompensować spadek cen zbóż i zrealizować naszą prognozę na poziomie przychodów i EBITDA – mówi. Ukraińskie spółki nie kryją jednak, że trudno im prowadzić biznes w obecnych warunkach. – Z powodu niestabilnej sytuacji na razie nie chcemy się wypowiadać na temat planów inwestycyjnych na 2015 r. – mówi Alla Barabash, reprezentująca Astartę. Z kolei Serinus poinformował nas, że mimo niespokojnej sytuacji na Ukrainie podjął decyzję o wznowieniu odwiertów. – Mamy nadzieję na wykonanie co najmniej jednego odwiertu na tamtejszych aktywach do końca roku – mówi Jakub Korczak, wiceprezes ds. relacji inwestorskich.

Ciekawie zapowiadają się najbliższe miesiące dla bmp. – W IV kwartale liczymy na dwa wyjścia z naszego portfela inwestycyjnego – informuje spółka. Z kolei rok 2015 pracownicy zapowiadają się dla Atlas Estates. – Planujemy wprowadzenie na rynek lokali z kilku nowych projektów mieszkaniowych w Warszawie – informuje Ewa Gwiazdowska, dyrektor finansowa Atlas Estates Poland. Z kolei Warimpex chce zakończyć remont budynku w Budapeszcie oraz oddać do użytku kolejną część kompleksu biurowego w Sankt Petersburgu. Natomiast Ovostar rozpoczął remont drugiego zakładu i będzie się koncentrował na tej inwestycji przez co najmniej dwa lata. – Jeśli sytuacja na Ukrainie się poprawi, to zainwestujemy w naszą hodowlę świń i w nowy kompleks fabryki peletu – mówi Sergiej Mazin, dyrektor KSG Agro. Z optymizmem w przyszłość patrzy Clement Hoo, dyrektor finansowy JJ Auto. – Osiągniemy wyznaczone cele. Mam tu na myśli inwestycje w badania i rozwój, a także w nowy park maszynowy – mówi. Z kolei Gediminas Ziemelis, szef rady nadzorczej Avia SG, informuje, że spółka właśnie kończy opracowywanie strategii na lata 2015–2018. Spodziewa się, że II półrocze 2014 r. będzie dla grupy udane. Wtórą mu Tadas Goberis z zarządu AviaAM Leasing. – Biznes będzie się dalej rozwijał – deklaruje.

## **Zniżające wyceny ukraińskich spółek zniechęciły inwestorów do kupowania akcji**

WIG-Ukraine jest w tym roku zdecydowanie najslabszym indeksem. Stracił aż 42 proc. To oczywiście w dużej mierze pokłosie konfliktu na Wschodzie. Jednak w poprzednich latach ukraińskie spółki też nie błyszczały. Na palcach jednej ręki można wymienić te, które są wyceniane wyżej niż w dniu debiutu. W 2013 r. WIG-Ukraine spadł o 23 proc., podczas gdy WIG zyskał 8 proc. Z kolei w 2012 r. ukraiński indeks był gorszy od szerokiego rynku aż o 34 pkt proc.

Wśród 49 zagranicznych spółek notowanych na GPW nie brakuje takich, które dały inwestorom zarobić od dnia debiutu. W tym gronie jest m.in. słoweńska Krka, jednak jej płynność na GPW jest śladowa. Większym zainteresowaniem cieszą się akcje innej firmy z tego kraju – Gorenje. Jej notowania również są znacząco wyższe niż w dniu debiutu. Niestety, zdecydowanie łatwiej wskazać spółki, na których inwestorzy stracili. W samym tylko 2014 r. NWR potaniało o 96 proc., KSG Agro straciło 86 proc., KDM 80 proc., Orco Group 75 proc., Milkiland 67 proc., a Asbis 67 proc. Mocno pod kreską są też Serinus, Astarta oraz Warimpex. Na drugim biegunie znalazły się natomiast wspomniane już Gorenje (+86 proc.), Sadovaya (+49 proc.), Sopharma (+29 proc.), Belvedere (+26 proc.), CEZ (+21 proc.) oraz Global City Holdings (+21 proc.). Średnio od początku roku kursy akcji zagranicznych spółek spadły o 15 proc., podczas gdy WIG zyskał około 6 proc.

## **Jest szansa na hojną dywidendę**

Średnia stopa dywidendy od zagranicznych emitentów przekracza 4 proc., co jest całkiem przyzwoitym wynikiem. Minusem natomiast jest, że zyskiem z akcjonariuszami dzieli się zdecydowanie mniej niż połowa zagranicznych spółek. W tym gronie są firmy z grupy Asseco, ACE, Asbis, Fortuna czy CEZ. Jeszcze kilka miesięcy temu ten ostatni był typowany jako płatnik największej wartościowo dywidendy na GPW. Spodziewano się, że do akcjonariuszy może popłynąć cały ubiegłoroczny zysk, czyli ponad 5 mld zł. To oznaczałoby ponad 10-proc. stopę dywidendy. Ostatecznie dywidenda okazała się niższa, ale inwestorzy nie powinni się czuć rozczarowani, bo ponad 6-proc. stopa dywidendy i tak prezentuje się bardzo dobrze. Jeszcze wyższą mogą się pochwalić wspomniane już ACE, Asbis oraz Asseco Central Europe. W przypadku większości spółek – również zagranicznych – dzień ustalenia prawa do dywidendy przypada na okres pomiędzy majem i wrześniem. A zatem jest już za późno, aby załapać się na dywidendę z ubiegłorocznego zysku. Istnieje jednak spore prawdopodobieństwo, że również w 2015 r. zagraniczne spółki będą dzielić się zyskiem. Część z nich ma ustaloną politykę dywidendową i deklaruje, że będzie ją realizować. Warto też zauważyć, że dywidendę płacą zarówno spółki, które są notowane na GPW już od dłuższego czasu (np. CEZ), jak również niedawni debiutanci (np. Peixin).

## **GPW nie zamierza zmieniać strategii**

Giełda niezmiennie uważa, że obecność spółek zagranicznych buduje prestiż naszego rynku, podkreśla jego międzynarodowy charakter i przyciąga uwagę nie tylko nowych emitentów, ale i inwestorów zagranicznych. Deklaruje, że będzie nadal przyciągać zagraniczne spółki, m.in. z Europy Środkowo-Wschodniej. – Chcemy przy tym pełnić rolę rynku pierwszego wyboru, konkurując na przykład z Londynem w liczbie IPO (pierwsza oferta publiczna – red.). Cały czas prowadzimy rozmowy z zagranicznymi spółkami zainteresowanymi wejściem na nasz parkiet – twierdzą przedstawiciele GPW. Deklarują jednocześnie, że przy pozyskiwaniu zagranicznych emitentów nie chodzi tylko o liczbę, ale i o jakość. –

Rozmawiając z nimi, już możemy powiedzieć, że OFE dalej będą aktywne i mogą poszukiwać spółek dużych, płynnych i dywidendowych. Pamiętajmy, że aby coś sprzedać, ktoś musi to kupić, dlatego będziemy bardzo aktywnie poszukiwać nowych inwestorów – zapewniają jednocześnie pracownicy warszawskiej giełdy.

Opinie

### **Piotr Cieślak, wiceprezes, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych**

Radykalna poprawa jakości relacji inwestorskich mogłaby w istotny sposób zwiększyć zainteresowanie walorami firm zagranicznych. Oczywiście bardzo duży wpływ na poziom zainteresowania takimi podmiotami będą miały też wyceny i ich kondycja finansowa. Problem stanowi także różnica w regulacjach prawnych, jakim podlegają poszczególne firmy. Niewątpliwie wielu spółkom zagranicznym szkodzi też konflikt na Wschodzie. Wzrost awersji do firm zagranicznych wynika również z wydarzeń, jakie miały miejsce w przypadku spółek CEDC czy Nova KBM. GPW, zachęcając zagraniczne firmy do debiutu na naszym parkiecie, powinna największy nacisk położyć na jakość, a nie liczbę debiutów.

### **Mirosław Kachniewski, prezes, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych**

Dual-listing prowadzi do fragmentacji obrotu, gdyż transakcje dzielone są na dwa rynki. Oczywiście jest jakiś dodatkowy obrót generowany dzięki notowaniu na drugiej giełdzie, ale obecnie – w warunkach swobody przepływu kapitału i transgranicznego świadczenia usług – ten przyrost jest stosunkowo niewielki i będzie coraz mniejszy. Moim zdaniem będziemy świadkami zanikania dual-listingu, tak jak mogliśmy obserwować „wyginięcie” ADR, czy GDR. Należy podkreślić, że spółki zagraniczne funkcjonują w dużo bardziej liberalnym reżimie raportowania niż krajowi emitenci, a zatem poziom wiedzy inwestorów na temat ich biznesu i sytuacji finansowej jest zdecydowanie mniejszy.