
MONITORING MAKROEKONOMICZNY

STUDENCKIE
KOŁO NAUKOWE



FINANSÓW
MIĘDZYNARODOWYCH

No 11

Warszawa, 14 listopada 2011

Numer: 11/2011

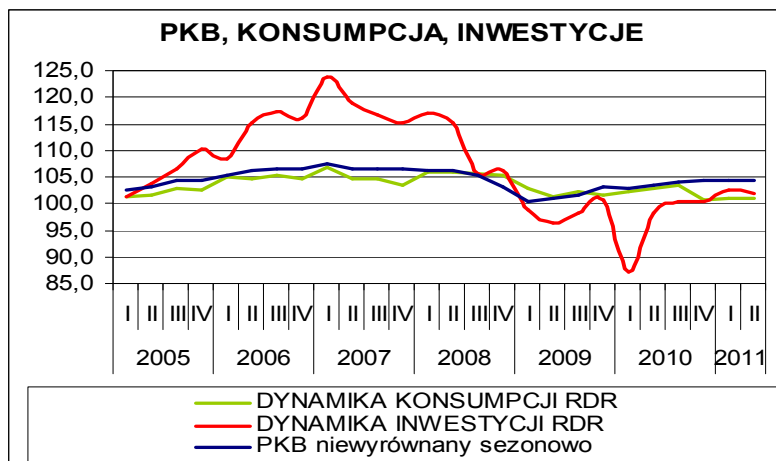
MONITORING MAKROEKONOMICZNY

Opiekun Naukowy SKN FM:
Prof. dr hab. Cezary Wójcik

Redakcja:
Katarzyna Domańska, Michał Jaworski, Anna Pankowiec,
Maksymilian Włoch, Tomasz Kleszcz, Michał Prajsner, Marta Czekaj



→ PRODUKT KRAJOWY BRUTTO

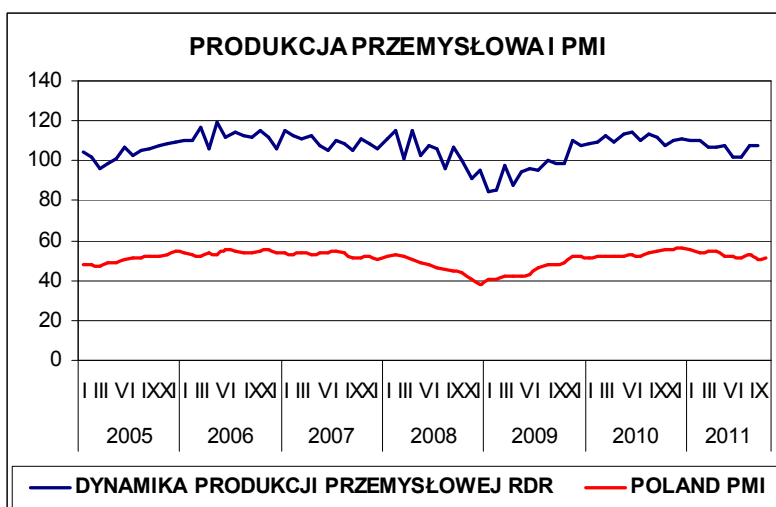


- PKB niewyrównany sezonowo (w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego) wzrósł realnie o 4,3% w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego.

- W II kwartale 2011 r. czynnikiem wzrostu PKB był popyt krajowy (wpływ na tempo wzrostu gospodarczego wyniósł 4,3 pkt. proc.). Wpływ spożycia ogółem wyniósł 1,9 pkt. proc. (w tym 2,2 pkt. proc. - wpływ spożycia indywidualnego oraz nieznaczny negatywny wpływ spożycia publicznego), a akumulacji 2,4 pkt. proc. (z tego 1,4 pkt. proc. - wpływ popytu inwestycyjnego i 1,0 pkt. proc. - wpływ zmiany zapasów). Wpływ popytu zagranicznego (eksportu netto) na wzrost PKB był neutralny.

- Według wstępnego szacunku produkt krajowy brutto (PKB) w II kwartale 2011 r. wzrósł realnie o 4,3% w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego.

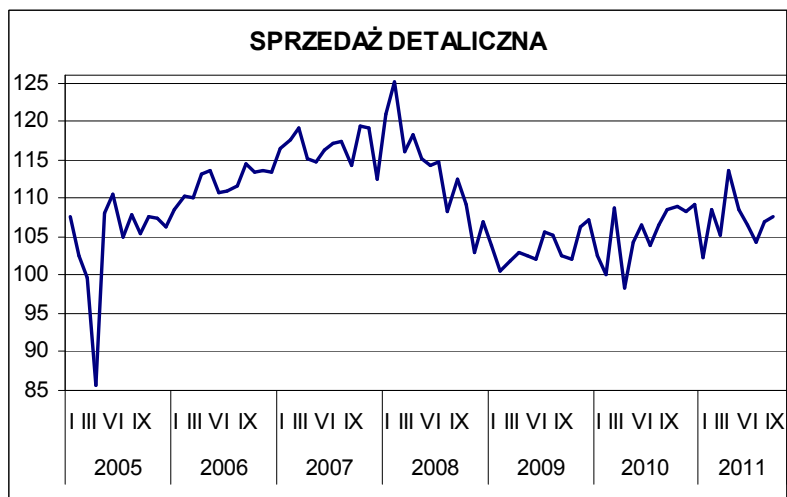
→ PRODUKCJA PRZEMYSŁOWA I PMI



- Pomimo niekorzystnych trendów w gospodarce światowej indeks PMI w Polsce wzrósł z poziomu 50,2 pkt zanotowanym we wrześniu do poziomu 51,7 pkt. Przyczyną takiej sytuacji były korzystne dane o wrześniowej produkcji przemysłowej (7,7% wobec przewidywanych 4,9%) oraz sprzedaży detalicznej (11,4% wobec prognozy 9,9%). Nie bez znaczenia pozostaje także wzrost liczby całkowitych nowych zamówień, które jeszcze miesiąc wcześniej wykazywały spadek. Również liczba całkowitych nowych zamówień wykazywała tendencję zwyżkową pomimo trwającego osłabienia na rynkach eksportowych. To z kolei miało wpływ na wzrost zatrudnienia w sektorze - już piętnasty miesiąc z rzędu.

- Wzrosła także aktywność zakupowa (drugi miesiąc z rzędu) w polskim sektorze przemysłowym, co spowodowało nieznaczne wydłużenie czasu dostaw. Wzrosły także koszty produkcji, czego wielu upatruje w osłabieniu złotówki. Analitycy finansowi przewidywali, że wzrost ten wyniesie od 49,3 do 51,5 pkt, przy czym konsensus rynkowy miał być na poziomie 49,8 pkt.

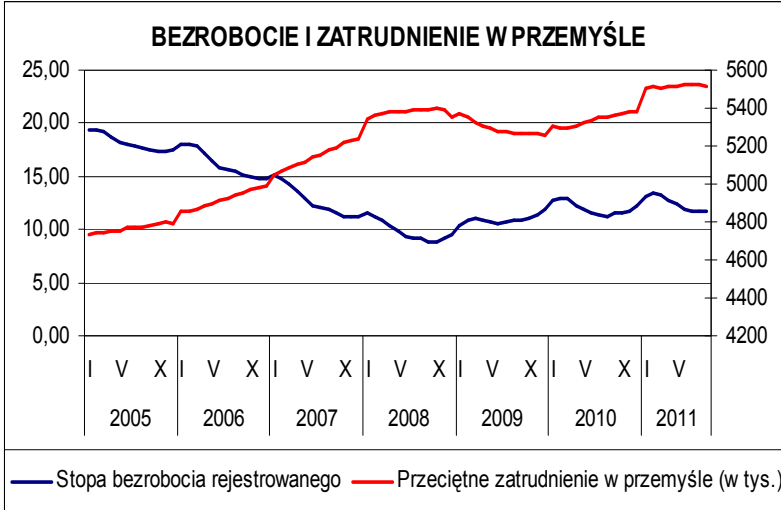
→ SPRZEDAŻ DETALICZNA



- GUS podał, że sprzedaż detaliczna we wrześniu wzrosła w ujęciu rocznym o 11,4 procent w porównaniu z analogicznym okresem 2010 roku, a miesiąc do miesiąca wzrosła o 1,3 procent. PKB w II kwartale wzrósł o 4,3 procent..

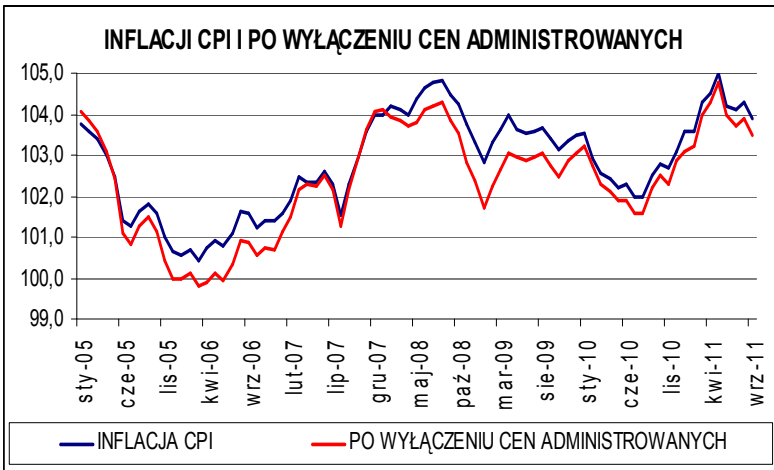
- Dobre wyniki w przemyśle, budownictwie i wzrost sprzedaży detalicznej wpłynęły na utrzymanie tempa wzrostu naszej gospodarki w III kwartale.

→ BEZROBOCIE



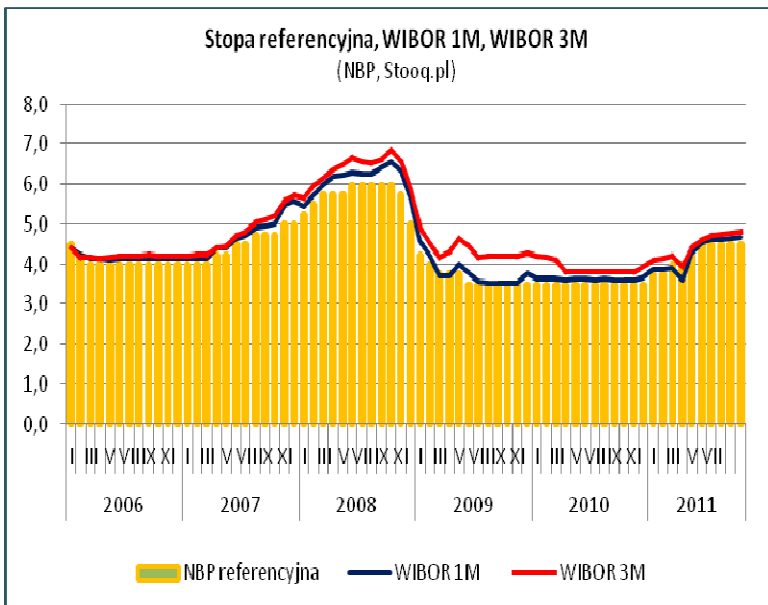
- Po skorygowaniu już opublikowanych szacunkowych danych, wrześniu 2011 stopa bezrobocia wyniosła 11,8% i nie zmieniła się w porównaniu z poziomem sprzed miesiąca.
- W stosunku do analogicznego okresu ub. roku nastąpił wzrost liczby bezrobotnych i stopy bezrobocia. Większa niż przed miesiącem, ale mniejsza niż przed rokiem, była liczba bezrobotnych nowo zarejestrowanych.
- Według danych GUS na wrzesień br. najwyższą stopą bezrobocia odznacza się województwo zachodniopomorskie – 16,4%. Z kolei najmniejszym poziomem województwo dolnośląskie, gdzie wynosi stopa bezrobocia wynosi 11,9%.

→ INFLACJA



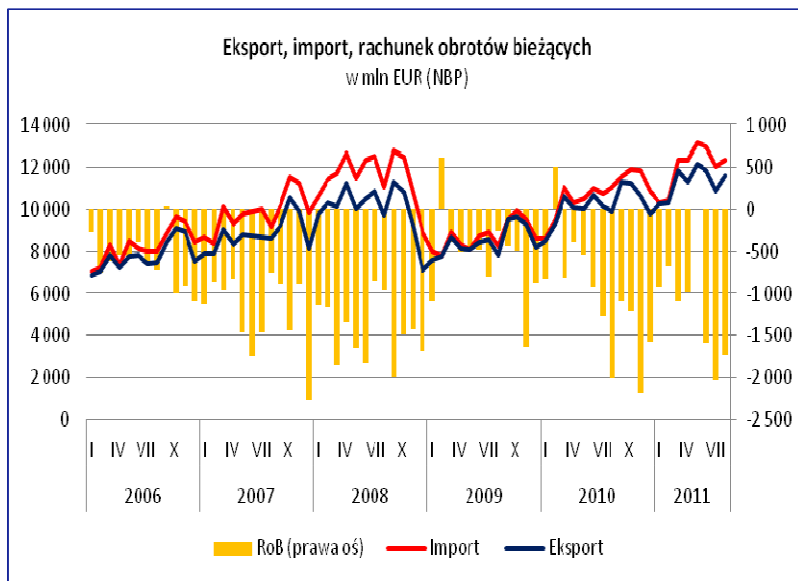
- Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła 2,8% w ujęciu rocznym wobec 2,6% r/r we wrześniu.
- Wskaźnik wzrostu cen i usług konsumpcyjnych (inflacja CPI) w październiku 4,3% r/r wobec 3,9% r/r we wrześniu.
- Inflacja bazowa po wyłączeniu cen administrowanych wyniosła w październiku 3,9% w ujęciu rocznym wobec 3,5% we wrześniu.
- Szacunki jedenastu ankietowanych przez agencję ISB ekonomistów mieściły się w przedziale 2,5% do 2,7% przy średniej na poziomie 2,65%.

→ STOPY PROCENTOWE



- Na początku czerwca br. RPP podniosła poziom stóp procentowych o 25 pb. do 4,5%. Była to czwarta, w bieżącym roku, podwyżka stóp procentowych (wcześniejsze miały miejsce w styczniu, kwietniu i maju), które od początku roku wzrosły o 1 pb, do poziomu 3,5%. Powodem tej decyzji były obawy RPP przed wzrostem inflacji.
- Podwyżka stóp procentowych przełożyła się na wzrost średniookresowej krótkoterminowej stopy WIBOR. We wrześniu stopa WIBOR 1M wynosiła 4,63%, a w październiku **4,66%**. Stopa WIBOR 3M (stawka najczęściej wykorzystywana przez banki) wzrosła z poziomu 3,75% we wrześniu do poziomu **4,8%** w październiku.

→ BILANS PŁATNICZY

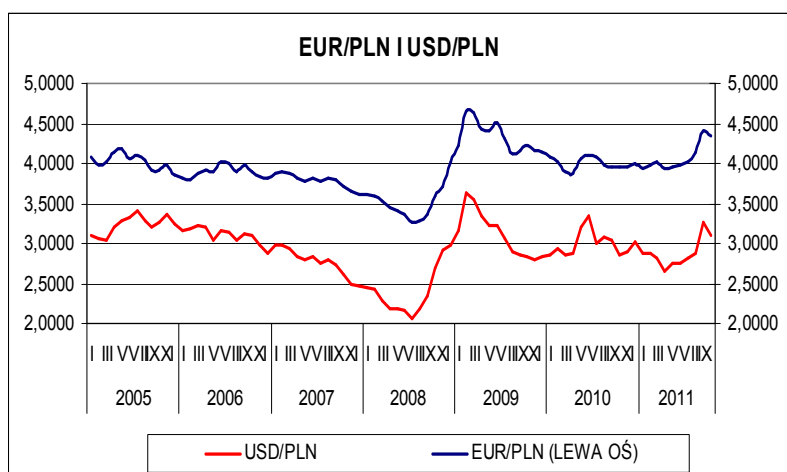


- Saldo rachunku obrotów bieżących w sierpniu było ujemne i wyniosło 1 730 mln EUR. W stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego zanotowano wzrost o 13,8%

- W sierpniu odnotowano wzrosty eksportu i importu zarówno w stosunku do ubiegłego miesiąca (odpowiednio 6,7% i 2,5%), jak i do analogicznego okresu roku poprzedniego (17,1% i 11,7%). Eksport oszacowano na 11 607 mln EUR, a import 12 357 mln EUR. Saldo obrotów towarowych było więc ujemne i wyniosło 750 mln EUR. Oznacza to wzrost o 34,8% w stosunku do sierpnia 2010 oraz o 36,3% w stosunku do lipca 2011. Główną przyczyną zmniejszenia przewagi importu nad eksportem była deprecjacja złotego.

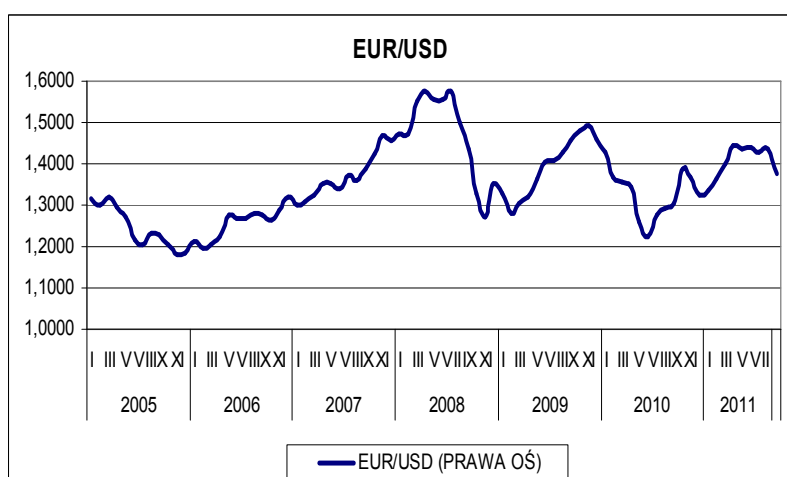
- Na rachunek obrotów bieżących wpłynęły także dodatnie saldo usług (259 mln EUR), ujemne saldo dochodów (1 674 mln EUR) oraz dodatnie saldo transferów bieżących (435 mln EUR).

→ KURSY WALUTOWE



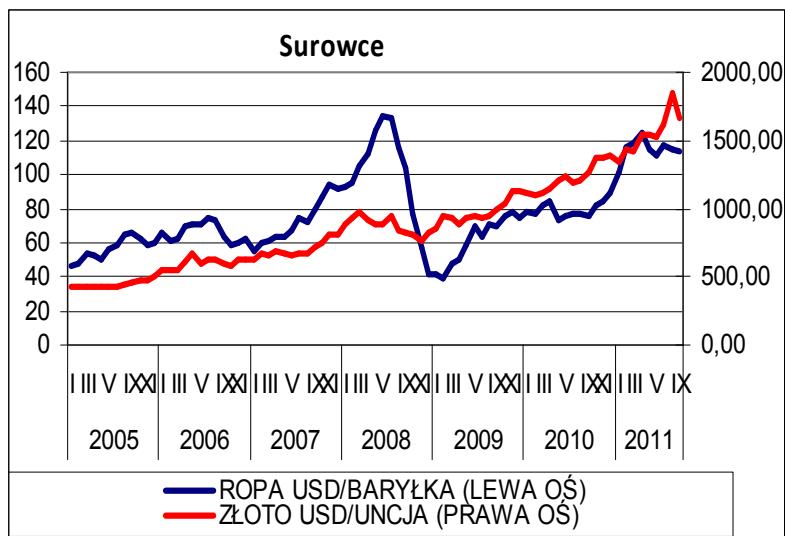
- Październik w Strefie Euro upłynął pod znakiem poszukiwania rozwiązania dla panującego kryzysu zadłużenia. Inwestorzy już nie wierzą w to, że Grecja się podniesie ze swoich problemów i szykują się na kilka scenariuszy dotyczących restrukturyzacji jej długu. Trwają rozmowy pomiędzy wierzycielami a władzami Eurolandu. Strona rządowa próbuje zmusić inwestorów do tego, aby wzięli na siebie jak największy ciężar związany ze zmniejszeniem długu Hellady.

- Polska nadal cierpi z powodu umacniania się zagranicznych walut. Spowodowane jest to zawirowaniami na rynkach zagranicznych oraz pogarszającymi się nastrojami inwestorów związanymi z brakiem efektywności kolejnych szczytów przywódców europejskich mających na celu znalezienie consensusu w sprawie Grecji.



- Podsumowując, rollercoaster na rynkach wciąż trwa. Świadomość, że na szczytach politycznych przywódców Unii Europejskiej politycy mieli ustalić jedynie sposób wzmocnienia siły Europejskiego Funduszu Stabilizacji Finansowej (EFSF), bez wartościowego określenia kwoty tego wzmocnienia oraz brak informacji co do oficjalnej sumy dokapitalizowania europejskich banków, skali udziału prywatnych inwestorów w drugim pakiecie pomocowym dla Grecji nie przypadła inwestorom do gustu. To sprawia, że inwestorzy niecierpliwą się w oczekiwaniu na konkrety, które to są ciągle przekładane w czasie. Politycy co raz bardziej tracą swoją wiarygodność w oczach inwestorów.

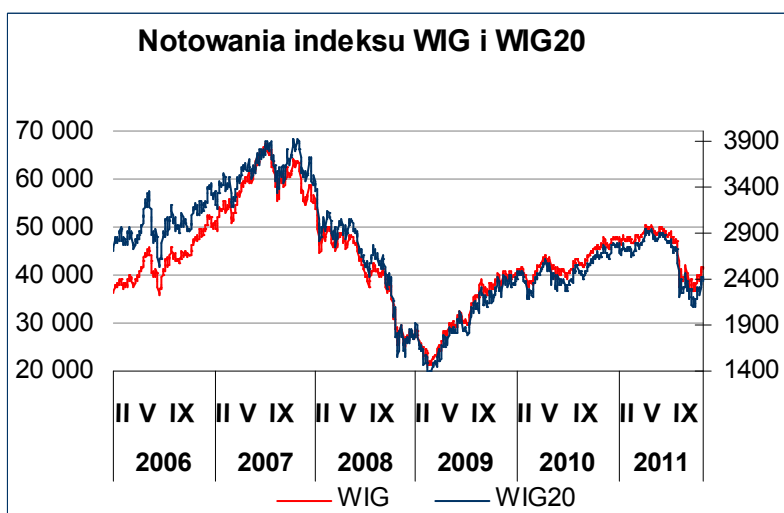
→SUROWCE



- Cena ropy już od lipca stale maleje, i w październiku wyniosła ona 111,55 USD za baryłkę, natomiast cena za uncję złota nieznacznie wzrosła w stosunku do poprzedniego miesiąca i wyniosła w październiku 1718 USD.

- Ceny ropy w USA spadają głównie z powodu o niepewną sytuację gospodarczą Grecji oraz kryzys zadłużeniowy w państwach Eurolandu. Sprawy Strefy Euro są jednym z głównych czynników zmian ceny na rynkach finansowych oraz paliwowych. Sytuacja makroekonomiczna w Japonii (spadek produkcji przemysłowej we wrześniu o 4% oraz interwencja japońskiego BC aby osłabić jena) miała też wpływ na spadek ceny za baryłkę ropy.

→ NOTOWANIA GIEŁDOWE

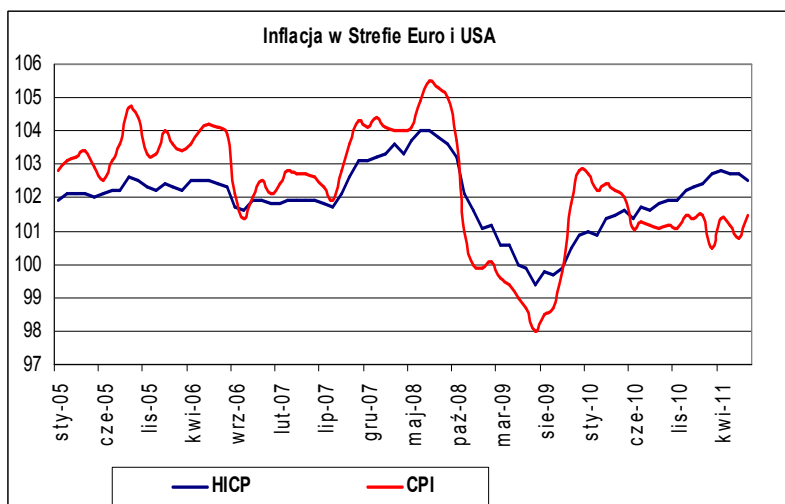


- W październiku WIG20 wzrósł o 8,35%, WIG o 7,56%. Ostatni tydzień miesiąca był piątym z kolei zakończonym na plusie. Wahania kursu były mniejsze niż w poprzednich okresach, aczkolwiek dobre nastroje opierały się raczej na nadziei niż twardych danych. Październik 2011 na przekór historii był nadspodziewanie udanym miesiącem dla inwestorów giełdowych.

- Pierwsze dni października nie wróżyły niczego dobrego. Negatywne zapowiedzi europejskich polityków ws. ratowania Grecji, obniżka w Azji i protesty społeczne za oceanem doprowadziły do spadków. Jednak później, mimo złych danych makroekonomicznych dla Europy, kupujący zdominowali rynek z nadzieją na rozwiązanie problemów strefy euro.

- Apogeeum wzrostów przypadło na szczyt UE. Nadzieja na pozytywne decyzje oraz informacje o wzrostach w USA wypchnęły WIG20 powyżej poziomu 2400. Ostatni dzień miesiąca przyniósł jednak spadki i kurs zamknięcia WIG20 wyniósł 2371.

→INFLACJA W STREFIE EURO I USA



- Inflacja w Strefie Euro we wrześniu wyniosła 3% w ujęciu rdr i była o 0,5 pkt. procentowego wyższa niż w sierpniu. Wstępnie oceniano właśnie, że inflacja wyniesie 3%.

- Inflacja w USA we wrześniu nieznacznie wzrosła do poziomu 3,9% (taka stopa była również prognozowana).

- Zmiana indeksu w USA spowodowana jest głównie przez wzrost ceny energii oraz żywności.

Cut-off date: 14.10.2011 r.

Jak pokonać giełdę?

Marta Czekaj

Utrzymująca się bessa, zawirowania na rynkach finansowych, niepewność w strefie euro, naprzemiennie panika i euforia - światowa gospodarka permanentnie balansuje na granicy recesji. Nie dziwi awersja do ryzyka, ani brak zaufania do banków, ale dobry inwestor zarabia nie tylko, kiedy rosną indeksy. Jednak w jaki sposób radzić sobie z wahaniami, a przynajmniej jak najmniej tracić?

Kalejdoskop zmian

Problemy Grecji, podnoszenie limitu zadłużenia przez USA, czy festiwal obniżania wiarygodności kolejnym krajom strefy euro – tak wygląda rzeczywistość ostatnich dni. Po uzgodnieniach na szczycie Eurogrupy na rynki powrócił optymizm, który jednak szybko się skończył. Obecnie planowane greckie referendum w sprawie przyjęcia pakietu pomocowego, skorygowało nastroje. Jesteśmy stale ‘bombardowani’ nawałem informacji, zmieniających się w skali godzinowej o 180 stopni. Sytuacja jest nieprzewidywalna – liczy się szybka reakcja na zmienne warunki rynkowe. Media kreują finansowy Armagedon i mało kto pamięta o racjonalnym oddzielaniu opinii od informacji. Inwestowanie na rynku kapitałowym zawsze niesie za sobą ryzyko poniesienia straty, a trwający na rynkach roller coaster odstrasza większość inwestorów. Z drugiej strony, rynek nigdy nie rośnie pionowo, więc może warto zaryzykować i wykorzystać spadki. Obecnie akcje są tanie, ale może pojawić się recesja. Ponadto, panika giełdowa bywa na tyle silna, że może powstrzymać wzrost nawet najbardziej obiecujących spółek. Już w czasie mocnego trendu spadkowego traci większość akcji. Jednak na rynku zawsze znajdują się nieoszlifowane diamenty, które wyróżniają się na tle innych. Pamiętając, że trudno przewidzieć koniec spadku, można poczekać na początek hossy na parkietach - kupować tuż po osiągnięciu spadku i odbiciu - wówczas inwestując zaoszczędzone pieniądze w przecenionych spółkach można oczekiwać zysków w dłuższej perspektywie czasu.

Po pierwsze: obserwuj

Istnieje wiele strategii inwestycyjnych. Inwestor śledzący przepływy pieniężne, informacje czerpie przede wszystkim z raportów finansowych spółek. Z kolei inwestor techniczny korzystający z wykresów cenowych, będzie zarządzał pozycją w oparciu o zdefiniowany system transakcyjny. Powszechnie uważane za pokazujące bardziej wiarygodne sygnały są pokazywane przez wykresy tygodniowe. Na pewno najmniej bezpieczne są wskaźniki godzinowe – zmieniające się w szaleńczym tempie. Statystycznie, końcówka roku to czas sprzyjający inwestowaniu. Najczęściej na przełomie października i listopada następuje zmiana trendu. Tu należy stosować zasadę: „Po pierwsze – obserwuj”. Wiele uwagi należy zwrócić na amerykański parkiet - indeks S&P 500 oraz otwarte pozycje tamtejszych funduszy inwestycyjnych. Potwierdza to maksyma: „Kiedy Ameryka kicha, reszta świata łapie przeziębienie”.

Znajdź strategię

Najczęstszą strategią w czasie kryzysu jest inwestowanie w niedowartościowane akcje i wspomniane przepływy pieniężne. Znaczące są spółki z dużymi obrotami na giełdzie, ze wskaźnikiem cena/zysk (P/E) na niewielkim poziomie. Mimo, że prorokuje się degradację tego parametru, to nadal jest on popularny.

Styłem inwestycyjnym opartym na niewielkim poziomie omawianego mnożnika jest inwestowanie w wartość (value investing). W przypadku takich spółek zachęcają silne fundamenty i pozycja w sektorze, a zniechęcają przejściowe kłopoty, często spowodowane nieefektywnością rynku. Ta strategia wymaga skupienia uwagi w długim horyzoncie

czasowym, więc aby móc na bieżąco śledzić wyniki finansowe spółek, powinno być ich w portfelu nie więcej niż 10.

Tu pojawia się kwestia dywersyfikacji portfela inwestycyjnego i wyboru odpowiedniej branży. Prognozy sugerują angażowanie kapitału w rynek ropy, więc duży potencjał można dostrzec w sektorze paliwowym. Poza tym zawsze w cenie jest branża technologiczna – nawet w okresie kryzysu firmy muszą myśleć o zwiększaniu efektywności i inwestowaniu w nowe technologie. Podobnie jak z branżą telekomunikacyjną i energetyczną, gdzie popyt jest stosunkowo stały. Są to spółki defensywne (czyli odporne na cykl koniunkturalny) – z nimi wiąże się najmniejsze ryzyko inwestycyjne. Podobnie jest z akcjami blue chipów, czyli dużych spółek o dobrej kondycji finansowej, które najczęściej charakteryzują się wysokim poziomem wspomnianych wcześniej wskaźników. Oczywiście, analitycy są najbardziej sceptyczni w stosunku do banków i instytucji sektora finansowego.

Sięgnij po dywidendę

W momentach gospodarczego spowolnienia warto kierować się polityką dywidendową spółek – historycznie (analizując sprawozdania finansowe z okresu poprzednich spowolnień gospodarczych) i według stopy dywidendy (wartość dywidendy/cena akcji). Papiery oferujące ten ostatni współczynnik na wysokim poziomie to tzw. akcje dywidendowe. Idealnie, gdy wypłacane z roku na rok części zysków, są coraz wyższe, jednak spółkę należy ocenić także pod kątem inwestycji i zarządzania przepływami pieniężnymi. Przy wysokich zyskach i oczekiwanych dywidendach, nawet w dobie kryzysu i ewentualnym spadku notowań, zainwestowane fundusze zostaną odzyskane w postaci przepływów pieniężnych przy niezmiętej liczbie akcji. Należy zaznaczyć, iż niektóre firmy dzielą zysk niekonsekwentnie, nie kierując się konkretną polityką dywidendową, tylko bieżącymi wynikami i płynnością aktywów.

Spółki regularnie płacące dywidendy stanowią świetne zabezpieczenie przed inflacją, która aktualnie jest bardzo prawdopodobna, bowiem państwa mogą ją celowo pobudzać, dążąc do zmniejszenia ciężaru zadłużenia. W otoczeniu inflacji sensu nie mają, preferowane w czasach recesji, inwestycje w obligacje skarbowe. Wygrywają z nimi obligacje korporacyjne, czy nawet lokaty bankowe. Z kolei, aby oszczędności gromadzonych na lokatach nie „pożarła” inflacja, godną alternatywę mogą stanowić giełdowe zakupy, lub tradycyjne zabezpieczenie w niepewnych inflacyjnie czasach - złoto.

Wybierz alternatywnie

Zatem może odpowiedź na tytułowe pytanie nasuwa się sama. Jak? - Omijając parkiet i inwestując alternatywnie. Oprócz inwestycji w wino, dzieła sztuki, czy numizmatykę, ciekawą propozycją są metale szlachetne. Numerem jeden jest złoto, chociaż jest nieodporne na spekulacje i podatne na zmienność cen. Jednak w tym przypadku przemawia niska korelacja z innymi aktywami oraz popyt (w większości popyt inwestycyjny) zazwyczaj przewyższający podaż. Każda „moda” przemija, więc należy uważać, żeby nie zachłysnąć się kolejną spekulacyjnie podbitą, rekordową ceną uncji złota.

Wizję kuszących zysków w krótkim czasie rozpościera Forex (Foreign Exchange - rynek wymiany walut). Rynek walut bywa bezwzględny, szczególnie dla graczy wybierających zbyt wysoką dźwignię finansową (tym samym i wyższe ryzyko strat). Należy pamiętać o granicach zdrowego rozsądku, aby inwestowanie nie przypominało hazardu. Stąd Forex zaleca się doświadczonym graczom. Doświadczenie oraz opinie analityków pomagają w podjęciu korzystnych decyzji inwestycyjnych, ale żadna strategia nie chroni przed stratami – dlatego warto grać zachowawczo. Mimo mniejszych zysków w krótszym okresie, prawdopodobieństwo strata jest proporcjonalnie mniejsza także przy rynkowym załamaniu.

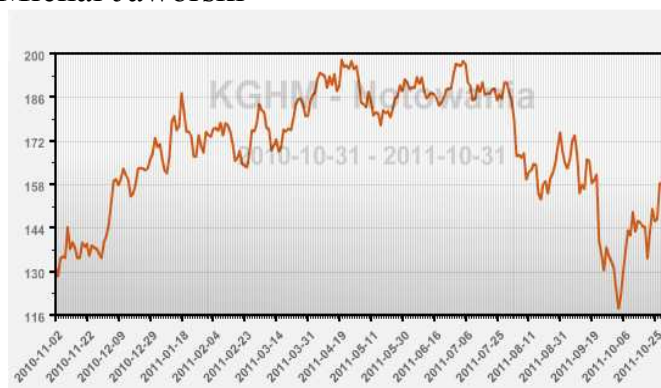
Poczekaj na kryzys

„Od trzech lat, kiedy szedłem do łóżka marzyłem o kolejnej recesji, o takiej chwili jak ta” - wyznanie Alessio Rastani, tradera wieszczącego upadek Eurolandu, zszokowało globalny

świat finansów. Co prawda, podobno wszyscy - czy inwestorzy indywidualni, czy giełdowi specjaliści, czy nawet zarządzający funduszami inwestycyjnymi - jesteśmy tylko uczestnikami rynku i wszyscy jesteśmy tak samo omylni. Ale jak twierdzi Rastani – każdy jest w stanie zarabiać - trzeba mieć tylko odpowiedni plan i z nadzieją patrzeć na kolejny kryzys.

Analiza fundamentalna spółki KGHM Polska Miedź SA

Michał Jaworski



KGHM Polska Miedź jest szóstym co do wielkości producentem miedzi elektrolitycznej na świecie i drugim producentem srebra. Spółka zajmuje się również produkcją m.in. ołowiu, kwasu siarkowego, koncentratu palladu i platyny oraz soli kuchennej. W skład grupy kapitałowej KGHM Polska Miedź SA, oprócz zakładów górniczych i hut wchodzi m.in. KGHM Ecoren (producent metali rzadkich), Zakład Hydrotermiczny KGHM, Telefonía Dialog jak również Polkomtel SA.

KGHM SA jest notowana na giełdzie od 1997 roku i wchodzi w skład indeksu WIG 20, jak również tworzy RESPECT Index (najbardziej odpowiedzialne społecznie spółki) i WIG-Dividend (spółki regularnie wypłacające dywidendę – rzadkość na warszawskim parkiecie). Do grudnia 2009 akcje Spółki były notowane na Londyńskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w postaci kwitów depozytowych. Głównym akcjonariuszem jest Skarb państwa, w którego posiadaniu jest 41,79% akcji i głosów na Walnych Zgromadzeniu, zaś pozostały akcjonariat jest rozproszony (tzw. free float).

ANALIZA SWOT

Silne strony

- światowy lider w produkcji miedzi i srebra
- własne złoża rud miedzi
- bliskość rynków zbytu
- dywersyfikacja działalności (m.in. poprzez udział w branży telekomunikacyjnej)
- regularna wypłata dywidendy

Słabe strony

- duże wahania cen miedzi i srebra na rynkach światowych i zmienność kursów walutowych
- dominująca pozycja Skarbu Państwa w akcjonariacie
- silna pozycja związków zawodowych
- wysokie koszty produkcji

Szanse

- kontynuowanie procesu prywatyzacji spółki
- fuzje i przejęcia innych spółek z branży, zwłaszcza zagranicznych
- dalsza dywersyfikacja geograficzna i produktowa
- redukcja kosztów produkcji

Zagrożenia

- osłabienie światowej koniunktury powodujący spadek popytu na miedź
- spadek cen miedzi i srebra
- aprecjacja złotego

Analiza wskaźnikowa

Wskaźniki rentowności:

➤ **ROE** (stopa zwrotu z kapitału własnego – Return On Equity)
Informuje o wielkości zysku netto przypadającego na jednostkę kapitału zainwestowanego.

$$ROE = \text{zysk netto} / \text{kapitały własne} * 100\%$$

$$ROE \text{ dla KGHM} = 4\,714\,863\,000 / 14\,891\,779\,000 * 100\% = 31,66\%$$

Bardzo wysoka wartość (optymalna wartość to około 10-15%; taki ROE mają właśnie Bogdanka (11,75%) i Kęty (10,35%)), a co ważne, na takiej wysokości utrzymuje się już od kilku lat.

➤ **ROA** (wskaźnik zwrotu z aktywów – Return On Assets)
Wskazuje stosunek zysku netto do wartości zaangażowanego w spółkę majątku.

$$ROA = \text{zysk netto} / \text{aktywa ogółem} * 100\%$$

$$ROA \text{ dla KGHM} = 4\,714\,863\,000 / 21\,177\,323\,000 * 100\% = 22,26\%$$

Podobnie jak w przypadku ROE wskaźnik zwrotu z aktywów osiąga wysoką wartość wyróżniając KGHM na tle branży (Bogdanka 8,18% Kęty 6,36%).

Wskaźniki wartości rynkowej:

➤ **EPS** (zysk na akcję – Earnings Per Share ratio)
Informuje o wielkości zysku przypadającym na pojedynczą akcję.

$$EPS = \text{zysk netto} / \text{liczba akcji}$$

$$EPS \text{ dla KGHM} = 4\,714\,863\,000 / 200\,000\,000 = 23,57$$

Jest to wysoka wartość, która sprawia, że spółka powinna być atrakcyjna dla inwestorów. Należy jednak pamiętać, że zysk netto bardzo się waha w poszczególnych latach i warto spojrzeć również na EPS z poprzednich lat (np. w 2009r. EPS dla KGHM wynosił 12,7).

Wskaźniki płynności:

➤ **Wskaźnik bieżącej płynności** (Current Ratio)
Informuje o zdolności spółki do regulowania swoich zobowiązań aktywami obrotowymi, czyli o jej krótkoterminowej wypłacalności.

$$CR = \text{aktywa bieżące} / \text{pasywa bieżące} = \text{aktywa obrotowe} / \text{zobowiązania krótkoterminowe}$$

$$CR \text{ dla KGHM} = 8\,762\,900\,000 / 3\,402\,839\,000 = 2,58$$

Spółka ma wystarczające pokrycie zobowiązań w aktywach bieżących (przedział optymalnych wartości mieści się pomiędzy 1 a 3, z czymże im wyższa wartość tym lepiej). Dla Bogdanki wynosi 1,57, a dla Kęt 1,37.

➤ **Wskaźnik szybki płynności** (Quick Ratio)
Mierzy natychmiastową zdolność spółki do spłaty zobowiązań.

$$QR = (\text{aktywa obrotowe} - \text{zapasy}) / \text{zobowiązania krótkoterminowe}$$

$$QR \text{ dla KGHM} = (8\,762\,900\,000 - 2\,222\,321\,000) / 3\,402\,839\,000 = 1,92$$

Wskaźnik powinien oscylować wokół wartości 1-1,2, więc spółka ma najprawdopodobniej nieznacznie nadpłynność.

Wskaźniki zadłużenia:

➤ **Wskaźnik ogólnego zadłużenia**
Informuje o tym, jaka część źródeł finansowania spółki stanowią kapitały obce.

$$\text{Wskaźnik ogólnego zadłużenia} = \text{zobowiązania ogółem} / \text{aktywa ogółem} * 100\%$$

$$\text{Wskaźnik ogólnego zadłużenia dla KGHM} = 6\,285\,544\,000 / 21\,177\,323\,000 * 100\% = 29,68\%$$

Jest to niska wartość, co oznacza, że spółka w stosunkowo małym stopniu wykorzystuje dźwignię finansową. Choć z jednej strony mniejsza to ryzyko niewypłacalności, to z

➤ **P/E (C/Z cena/zysk – Price/Earnings)**
Informuje ile razy wartość rynkowa spółki przewyższa wartość wygenerowanego w ciągu roku zysku. Jest równy liczbie lat potrzebnych, aby zysk spółki zrównał się z zainwestowanym kapitałem.

$$P/E = \text{cena rynkowa akcji} / \text{zysk na akcję}$$

$$P/E \text{ dla KGHM} = 154,50 / 23,57 = 6,56$$

Wartość tego wskaźnika pokazuje, że spółka jest niedowartościowana, zwłaszcza na tle szeroko pojętej branży (Bogdanka – 16,2 Kęty – 10,86).

➤ **P/BV (C/WK cena/wartość księgową – Price/Book Value)**

Informuje ile razy wartość rynkowa spółki przewyższa wartość wygenerowanego w ciągu roku zysku. Mniej podlega wahaniom niż wskaźnik P/E.

$$P/BV = \text{cena giełdowa akcji} / \text{wartość księgową akcji}$$

$$P/BV = 154,50 / 74,46 = 2,08$$

Wartość 2,08, wyższa niż dla spółek porównawczych (Bogdanka -1,89 Kęty – 1,13) wskazuje na lekkie przewartościowanie kursu, choć zdaniem części analityków taki stosunek ceny do wartości księgowej mieści się jeszcze w normie (05-3,5).

drugiej ogranicza możliwe zyski. Wartość odbiega tylko nieznacznie od średniej dla branży.

➤ **Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego**

Wyznacza relację zaangażowania kapitału obcego (długu) do kapitału własnego.

$$\text{Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego} = \text{zobowiązania ogółem} / \text{kapitał własny}$$

$$\text{Wsk. zadłużenia kapitału własnego dla KGHM} =$$

$$= 6\,285\,544\,000 / 14\,891\,779\,000 = 0,42$$

Jest to niska wartość (za optimum uważa się przedział 1-3), choć porównywalna z wynikami innych spółek z branży (np. Bogdanka 0,43).

Na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych za rok obrotowy od 1 stycznia do 31 grudnia 2010 r. spółki KGHM, Bogdanka i Kęty.

Atrakcyjność akcji rośnie jeśli:

Wskaźnik	ROE	ROA	EPS	P/E	P/BV	CR	QR	Wsk. zadł.
Wartość	rośnie	rośnie	rośnie	maleje	maleje	Rośnie, ale nie powyżej 2-3	1-1,2	maleje

Wycena porównawcza KGHM Polska Miedź SA

Spółka	Kurs 31.10. 2011	P/E			EV/E		
		2010	2011p	2012p	2010	BITD A 2011p	2012p
LW Bogdanka	109,00	16,1	24,3	9,2	8,6	10,7	4,9
Grupa Kęty SA	106,00	10,9	10,0	9,3	6,1	5,6	5,2
JSW SA	93,10	7,3	3,8	4,2	3,7	2,3	2,5
Boryszew SA	0,81	9,8	14,4	20,2	6,6	7,2	8,0
Średnia		11,0	13,1	10,7	6,3	6,5	5,2
KGHM	154,50	6,8	3,1	5,9	3,8	1,2	2,6

Dyskonto/premia	-	-76,3%	-	-39,7%	-	-50,0
	38,2%		44,8%		81,5%	
Wycena wg wskaźnika	213,5	272,4	223,7	215,8	280,4	231,8
Waga roku	0,2	0,5	0,3	0,2	0,5	0,3
Wycena wg wskaźników		246,0			252,7	
Waga wskaźnika		0,5			0,5	
Wycena 1 akcji						249,4

Uwagi do wyceny:

- Podane kursy akcji są cenami zamknięcia sesji z 31 października 2011;
- Dane finansowe za rok 2011 i 2012 są prognozami i zostały zaczerpnięte z najświeższych raportów analitycznych domów maklerskich i inwestycyjnych (DM BDM i DI BRE);
- Do analizy porównawczej zdecydowałem się wykorzystać dwie spółki wchodzące w skład indeksu WIG-Surowce i dwie spółki z sektora metalowego o możliwie najbliższych profilach działania, gdyż niestety w Polsce nie ma innych kopalń miedzi i srebra.

Niniejszy artykuł nie jest rekomendacją w rozumieniu „Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców”. Jest wyrazem subiektywnych opinii autora i nie stanowi rekomendacji nabycia bądź zbycia akcji KGHM Polska Miedź S.A. oraz akcji jakiegokolwiek innej spółki.

Analiza fundamentalna ASSECO POLAND S.A.

Maksymilian Włoch



Asseco Poland S.A. – przedsiębiorstwo informatyczne z siedzibą w Rzeszowie, notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, od 25 marca 2008 w ramach indeksu WIG20. Jednostka dominująca międzynarodowej grupy kapitałowej *Asseco*. *Asseco* jest największą spółką informatyczną notowaną na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Stała się również istotnym graczem na europejskim rynku producentów oprogramowania. Specjalizuje się w produkcji i rozwoju oprogramowania i jako największy software house z polskim kapitałem skutecznie konkuruje z

liderami rynku światowego. Asseco buduje i wdraża scentralizowane, kompleksowe systemy informatyczne dla sektora bankowego (korzysta z nich ponad połowa banków działających w naszym kraju). Spółka posiada również zaawansowane rozwiązania dla instytucji ubezpieczeniowych, wdrożone w największych firmach tego sektora oraz dedykowane systemy dla administracji publicznej.

Po osiągnięciu pozycji lidera w Polsce, spółka konsekwentnie buduje holdingi działające w poszczególnych regionach Europy:

- Asseco Central Europe (Czechy, Słowacja, Węgry);
- Asseco South Eastern Europe (Bałkany, Turcja);
- Asseco DACH (Niemcy, Austria i Szwajcaria);
- Asseco South Western Europe (Francja, Włochy, Hiszpania, Portugalia);
- Asseco Northern Europe (Skandynawia, kraje bałtyckie).

W listopadzie 2010 r. do Grupy Asseco dołączyła izraelska spółka Formula Systems, notowana na NASDAQ Global Market. Dzięki tej akwizycji Asseco jest obecne m.in. na rynku izraelskim, amerykańskim, japońskim i kanadyjskim.

Wskaźniki płynności

Wskaźnik bieżącej płynności (Current ratio) – Obliczany jest on w formie relacji aktywa obrotowe/zobowiązania bieżące.

CR dla ASSECOPOL = 1,72 Wartość tego wskaźnika powinna się mieścić w granicy $\langle 1,2 - 2,0 \rangle$. Wartość dla naszej spółki mieści się w tym przedziale, co świadczy że spółka ma wystarczające pokrycie zobowiązań w środkach obrotowych.

Wskaźnik szybkiej płynności (Quick ratio) –

QR dla ASSECOPOL = 1,67 Wartość tego wskaźnika powinna oscylować wokół $\langle 1,0 - 1,2 \rangle$. Wartość dla ASSECO pokazuje, że spółka ma nadpłynność finansową.

Wskaźniki aktywności

Wskaźnik rotacji należności -

WRN = 150(dni) Przy badaniu tego wskaźnika w skali roku (365 dni) jego wartość powinna się kształtować w przedziale $\langle 37 - 52 \rangle$. Wynik 150 dni wydaje się być stosunkowo wysoki, co może świadczyć o tym, że ASSECO może mieć problem ze ściągalnością swoich zobowiązań, co powoduje obniżenie płynności. Średnia liczba dni w sektorze wynosi 107.

Wskaźnik rotacji zapasów – Wartość tego wskaźnika (tak jak rotacji należności) różni się od rodzaju branży.

WRZ = 8(dni) wynik ten świadczy o szybkim obrocie zapasami przez spółkę, szybszym niż średnia w sektorze (12dni).

Wskaźniki zadłużenia

Wskaźnik ogólnego zadłużenia – Obliczany jest w relacji: zobowiązania ogółem/aktywa ogółem.

WOZ dla ASSECOPOL = 26,09% Wartość tego wskaźnika powinna oscylować $\langle 0,57 - 0,67 \rangle$. Wynik naszej spółki to 26,09%, jest on stosunkowo niski, co oznacza, że spółka w większym stopniu finansuje swoje aktywa kapitałem własnym (który jest droższy od obcego), w mniejszym też stopniu stosuje dźwignię finansową, co ogranicza osiągnięcie większych zysków, ale też zmniejsza ryzyko niewypłacalności.

Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego - Wyliczany jest w relacji: kapitały obce/kapitały własne.

WZKW = 2,83 Wartość tego wskaźnika powinna wynosić $\langle 1 - 3 \rangle$. Wynik ASSECO (2,83) jest to stosunkowo wysoka wartość (jednak wszystko tutaj zależy od branży), i oznacza że jest większe zaangażowanie obcych źródeł finansowania w stosunku do źródeł własnych.

Wskaźniki rentowności

Wskaźnik rentowności sprzedaży (Return on Sale) - Oblicza się go przez relację zysku netto/sprzedaży netto.

Return on Sale dla ASSECO = 27,36% Średnia dla sektora informatycznego wynosi 12,5%, a więc wynik naszej spółki oznacza osiągnięcie wyższej efektywności osiąganych dochodów.

Wskaźnik rentowność aktywów (Return on Assets) – ROA-

ROA = zysk netto/aktywa ogółem

ROA dla ASSECO = 6,31% Średnia dla branży jest niemalże taka sama. Optymalny wynik to ok. 10%.

Stopa zwrotu z kapitału własnego - ROE = zysk netto/kapitał własny

ROE dla ASSECO = 9,29% Średnia dla sektora wynosi ok. 9%. Porównując z branżą ASSECO wypada nieznacznie lepiej pod tym względem.

Wskaźniki wartości rynkowej

P/E - cena akcji do zysku - P/E = cena rynkowa akcji / zysk na akcję

P/E dla ASSECO = 9 Wartość tego wskaźnika wskazuje, że spółka jest nieco niedowartościowana w porównaniu z branżą (10,5).

P/BV - wartość rynkowa do wartości księgowej - P/BV = cena giełdowa akcji / wartość księgowa akcji.

P/BV dla ASSECO = 0,83 Średnia dla branży wynosi 0,93, co świadczy o tym, że nasza spółka jest niedowartościowana

	2010	2011p	2012p
Przychody	3 237,7	5 010,9	5 339,6
EBITDA	695,0	789,4	842,9
EBIT	569,0	641,6	693,9
Zysk netto	415,1	352,8	390,6
Zysk na akcję	5,35	4,55	5,04
P/E	9,0	10,5	9,5
EV/EBITDA	4,6	3,7	3,3

Aktualna cena 1 akcji: **48.50 zł**

Cena docelowa (12 miesięczna): **58 zł**

Niniejszy artykuł nie jest rekomendacją w rozumieniu „Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców”. Jest wyrazem subiektywnych opinii autora i nie stanowi rekomendacji nabycia bądź zbycia akcji KGHM Polska Miedź S.A. oraz akcji jakiegokolwiek innej spółki.

Przejęciowe problemy z nierentownymi aktywami czy widmo upadłości – jak wygląda sytuacja banków posiadających greckie obligacje?

Anna Pankowicz

Odkąd w 2010 roku pojawiły się problemy z wypłacalnością Grecji w trudnej sytuacji znalazły się banki, które w swoich aktywach posiadają greckie obligacje. Mimo że największy udział greckich obligacji w aktywach mają banki belgijskie (ponad 2,5% całości aktywów), to dużą uwagę poświęca się francuskim bankom, mimo, że greckie obligacje stanowią mniej niż 1% aktywów tego sektora we Francji. Jednak ze względu na wielkość tych banków i skali ich inwestycji w greckie aktywa są one w centrum zainteresowania inwestorów oraz analityków. Spośród francuskich banków szczególnie wyróżniają się Societe Generale, (które zakupiło greckie obligacje za 2,65 miliarda euro, BNP Paribas (gdzie inwestycje w greckie papiery dłużne stanowią 60% inwestycji w zagraniczne papiery dłużne) oraz Credit Agricole (jest właścicielem greckiego banku Emporiaki). Kolejne pakiety ratunkowe, które miały na celu podtrzymywanie wypłacalności Grecji, miały również chronić europejskie banki przed nadmiernymi stratami z tytułu posiadanych papierów dłużnych. Jednak w tym roku stało się jasne, że zadłużenie powyżej 150% greckiego, stale kurczącego się PKB, przekracza możliwości spłaty długu w obecnie przyjętych terminach.

Szczególnie latem, kiedy w Grecji trwały liczne protesty przeciwko reformom mającym na celu deregulację i pobudzenie gospodarki a wypłacenie kolejnej transzy pomocy było odkładane, zaczęto tworzyć scenariusze upadku systemu bankowego w całej strefie euro. Ich upadek miał być jeszcze bardziej dotkliwy dla gospodarki światowej niż upadek amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers i wywołać kolejną falę kryzysu.

Szczyt przywódców państw strefy euro zakończony w nocy 27 października miał zakończyć niepokoje panujące na rynkach, jednak udało się najwyżej odwlec problemy (bankructwo Grecji) w czasie. Głównymi ustaleniami była dobrowolna redukcja długów Grecji w posiadaniu sektora prywatnego (banków) (w postaci wymiany obligacji na obligacje o dłuższym okresie zapadalności o 50% (100 mld euro)), rekapitalizacja banków do połowy 2012 roku oraz zwiększenie mocy pożyczkowych Europejskiego Funduszu Stabilności Finansowej (EFSF). Ekonomiści i analitycy krytykowali przyjęte rozwiązania. Zarzucali, że nie są one dostatecznie dopracowane – szczegóły przyjętych rozwiązań jeszcze nie zostały ustalone, więc trudno ocenić skutki podjętych decyzji oraz że nie są na tyle silne, by zakończyć problemy strefy euro, a jedynie na jakiś czas mogą przynieść względny spokój na rynkach. Tego samego dnia Christine Lagarde, dyrektor zarządzająca Międzynarodowego Funduszu Walutowego, ogłosiła, że Grecja otrzyma kolejną transzę pożyczki.

Autorzy porozumienia przy każdej okazji podkreślają, że decyzja o redukcji długu była dobrowolna, żeby nie dochodziło do zapadalności płatności z tytułu Credit Default Swaps (CDS)– ubezpieczenia od bankructwa kraju, co miałoby przełożenie na globalny rynek tych instrumentów, którego wartość jest szacowana na 4miliardy euro. Jest on uznawany za zbyt płytki, żeby przyjąć chociaż częściową niewypłacalność Grecji. Jednak taka decyzja podważa zaufanie inwestorów do CDS jako instrumentu finansowego zabezpieczającego ich inwestycje, co może mieć w przyszłości wpływ na żądanie przez nich wyższych premii za ryzyko przy zakupie greckich obligacji, czyli spowodować kolejny wzrost ich oprocentowania. Dalsze problemy ze spadkiem wiarygodności Grecji mogą przenieść się na resztę krajów borykających się z nadmiernym zadłużeniem, szczególnie Portugalii, Włoch i Hiszpanii.

Po ogłoszeniu nowego pakietu ratunkowego zapanowała euforia na rynkach. Tego dnia najbardziej wzrosła wartość akcji banków, które posiadają wiele greckich papierów dłużnych. Kurs banku Societe Generale, Credit Agricole, BNP Paribas wzrosły odpowiednio o 19%, 22% oraz 16%. Mimo to w porównaniu z zeszłym rokiem wartość rynkowa Societe Generale była praktycznie o połowę niższa. Wraz z cenami akcji banków rosła również wartość najważniejszych indeksów giełdowych. Francuski CAC40 wzrósł tego dnia o 5,7%. Źródła tych wzrostów są tłumaczone dwojako. Pierwszą hipotezą jest spekulacja. Jej

zwolennicy pokazują, że tego dnia nie zmieniły się znacząco kursy aktywów uważanych za najbezpieczniejsze – złota i franka szwajcarskiego. Druga opcja zakłada, że uczestnicy rynku już wcześniej wiedzieli, że zadłużenie Grecji zostanie zredukowane – w swoim sprawozdaniach finansowych (ogłoszonych na początku sierpnia) Societe Generale, Credit Agricole oraz BNP Paribas za drugi kwartał 2011 ogłosiły korektę spodziewanych zysków w roku 2011 oraz przygotowały specjalne fundusze rezerwowe na wypadek strat z tytułu umorzenia części papierów dłużnych. Dopóki nie była znana skala redukcji długu, uczestnicy rynku spodziewali się jej nawet do wysokości 70%. Decyzja o umorzeniu jedynie połowy zobowiązań Grecji wraz z zapowiedzią dokapitalizowania banków uspokoiła oczekiwania. Dzięki temu zadłużenie Grecji miało spaść do 120% PKB w roku 2020.

31 października okazało się, że spokój był przedwczesny. Wraz z oświadczeniem greckiego premiera Papandreu o przeprowadzeniu referendum odnośnie przyjęcia kolejnej transzy pożyczki bez podania jakichkolwiek szczegółów, akcje głównych francuskich banków zaczęły ponownie spadać do poziomu porównywalnego z poziomem śródownego zamknięcia paryskiej giełdy, a w przypadku banku BNP Paribas nawet poniżej. Mimo wycofania się Papandreu z chęci organizacji referendum optymizm nie powrócił. 4 listopada 2011 roku grecki rząd otrzymał w parlamencie wotum zaufania, jednak najprawdopodobniej odbędą się wcześniejsze wybory, ponieważ opozycja parlamentarna zapowiada, że nie poprze nowego rządu z Papandreu jako premierem. Taki obrót wydarzeń nie przywróci zaufania i spokoju na rynkach przynajmniej do ustabilizowania się sytuacji politycznej w Grecji, możliwe, że ta niepewność potrwa aż do utworzenia nowego rządu po wyborach. Dodatkowo nad strefą euro zawisły kolejne czarne chmury wraz z przewidywaniem problemów z wypłacalnością kolejnych krajów członkowskich – Włoch i Portugalii. Zagrożenie jest szczególnie poważne we Włoszech, ze względu na wysoki nominalny poziom włoskiego długu publicznego, który przewyższa obecne możliwości pożyczkowe EFSF. Równocześnie jest problem ze znalezieniem inwestorów chcących zainwestować w zwiększenie kapitału Funduszu, co podkreślała Angela Merkel po zakończonym 4 listopada szczycie G20 w Cannes.

Problemy związane z ustaleniami szczytu z 27 października pojawią się na pewno w czerwcu 2012 roku. Wtedy zmieniają się wymogi kapitałowe dla banków – kapitał wolny od ryzyka ma wynosić przynajmniej 9%. Zgodnie z ustaleniami mają one zostać dokapitalizowane, jednak borykająca się z nadmiernym zadłużeniem strefa euro może mieć problem ze zdobyciem dostatecznych funduszy na ten cel. Alternatywnym rozwiązaniem jest skurczenie aktywów banków. Taka droga postępowania może jednak ukrócić akcję kredytową i negatywnie wpłynąć na wzrost gospodarczy. Dlatego George Soros uważa, że lepszym rozwiązaniem dla strefy euro niż rekapitalizacja byłoby udzielenie gwarancji sektorowi bankowemu, ponieważ takie działania nie oznaczają wydatków, dopóki suma gwarancji nie jest zbyt niska.

Ostatni szczyt na pewno nie zakończył problemów z wypłacalnością Grecji. Za pewne odbędą się jeszcze kolejne, które prawdopodobnie będą dostarczać jedynie kolejnych doraźnych rozwiązań, by w najcięższych momentach uchronić przed bankructwem Grecję, chronić jej wierzycieli oraz system finansowy Unii Europejskiej. Istotny wpływ na przyszłość strefy euro będzie miała również sytuacja polityczna w Grecji. Jej szybkie uspokojenie oraz poparcie dla reform może pomóc w ustabilizowaniu bieżącej sytuacji i przyszłych oczekiwań. Jednak co chwilę powracają scenariusze ogłoszenia niewypłacalności przez Grecję a potem przez kolejne kraje dotknięte zadłużeniem oraz wystąpienia Grecji ze strefy euro, co teoretycznie jest opcją niedostępną ze względu na brak formalnych procedur. Niepewność odnośnie przyszłości Grecji oraz kolejnych członków strefy euro będzie się przekładać na niepewność i nerwowość uczestników rynków.

Prof. dr hab. Cezary Wójcik



Adiunkt w SGH i PAN, od maja 2007 r. do października 2008 r. Dyrektor Biura ds. Integracji ze Strefą Euro w NBP. Ukończył SGH oraz Wydział Prawa UW. Absolwent Advanced Studies Program in International Economic Policy Research w Kilońskim Instytucie Gospodarki Światowej i International Faculty Development Program w IESE Business School. Autor kilkudziesięciu publikacji naukowych z zakresu polityki pieniężnej i kursowej. W 2004 r. powołany w skład Rady Makroekonomicznej przy Ministrze Finansów, w latach 2005-2006 Radca Ministra Finansów. W przeszłości pracował w Europejskim Banku Centralnym (2003–2004), Narodowym Banku Austrii i Wiedeńskim Instytucie Międzynarodowych Studiów Porównawczych (2000–2002). Stypendysta Fulbrighta, Komisji Europejskiej, Tygodnika „Polityka”, Fundacji na Rzecz Nauki Polskiej, Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego. Władza językiem angielskim, niemieckim i hiszpańskim. Opiekun naukowy SKN FM oraz inicjator Monitoringu Makroekonomicznego.

OPRACOWALI:**Katarzyna Domańska (Redaktor Naczelna)**



Studentka II roku studiów magisterskich na kierunku finanse i rachunkowość w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie. Absolwentka studiów licencjackich tejże uczelni. Jej zainteresowania badawcze to rynki finansowe (strategie inwestowania, efektywność rynków kapitałowych, psychologia inwestowania) oraz analizą efektywności systemów gospodarczych. Poza tym interesuje się polityką, psychologią rozwoju osobistego, coachingiem. Mówi po angielsku i niemiecku.

Robert Kardaś (Redaktor)



Absolwent dwóch studiów licencjackich na Uniwersytecie Gdańskim. Obecnie student V roku SGH (Finanse i Rachunkowość). Interesuje się rynkiem kapitałowym, w szczególności publicznym rynkiem giełdowym oraz rynkiem instrumentów pochodnych. W wolnym czasie lubi uprawiać sport, czytać książki o tematyce polityczno-historycznej. Mówi biegle po angielsku.

Michał Prajsner (Redaktor)

Student I roku studiów magisterskich SGH (Finanse i Rachunkowość). Interesuje się powiązaniem rachunkowości zarządczą i efektywnością jej metod do zarządzania sprzedażą. Dobrze włada językiem angielskim oraz niemieckim. Do jego pozanaukowych zainteresowań należą gotowanie wędrowki górskie.

Tomasz Kleszcz (Redaktor)

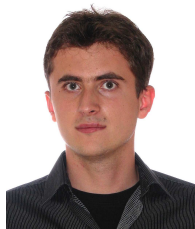


Student I roku studiów licencjackich w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie. Laureat XII i III miejsca licealnej Olimpiady Wiedzy Ekonomicznej oraz V i III miejsca Olimpiady Przedsiębiorczości. Interesuje się teorią optymalnego opodatkowania, problematyką zawodności rynku i teorią gier. Mówi po angielsku, uczy się hiszpańskiego. Wolny czas poświęca na podróże, szczególnie wędrowki górskie.

Anna Pankowicz (Redaktor)

Studentka II roku Studium Magisterskiego SGH (Międzynarodowe Stosunki Gospodarcze ze specjalnością Innovation and Competitiveness in the World Economy), członkini zarządu organizacji pozarządowej Europejski Parlament Młodzieży EYP Poland. Obecnie przebywa na wymianie w Management Development Institute w Guragonie (Indie). Władza biegle językiem angielskim, posługuje się także językiem niemieckim. Naukowo interesuje się ekonomią międzynarodową oraz kryzysami walutowymi. Do pozanaukowych zainteresowań należą podróże oraz literatura rosyjska.

Michał Jaworski (Redaktor)



Student I roku studiów magisterskich na kierunku Finanse i Rachunkowość w Szkole Głównej Handlowej. Absolwent studiów licencjackich na kierunku Filologia romańska na Uniwersytecie Warszawskim. Interesuje się rynkiem kapitałowym, w szczególności analizą i wyceną spółek giełdowych i kształtowaniem się stóp zwrotu z inwestycji, jak również kulturą Dalekiego Wschodu. Biegle posługuje się językiem francuskim, bardzo dobrze włada językiem angielskim i włoskim, komunikatywnie hiszpańskim, japońskim i niemieckim.

Marta Czekaj (Redaktor)



Studentka I roku st.magisterskich SGH (kierunek: Finanse i Rachunkowość) oraz absolwentka st.licencjackich SGH (kierunek: Ekonomia). Naukowo interesuje się rynkami finansowymi (w szczególności - rynkiem kapitałowym, analizą inwestycji giełdowych) oraz w skali makro - stabilnością gospodarek i finansów publicznych. Miłośniczka teatru, windsurfingu i muzyki elektronicznej. Posługuje się językiem angielskim i niemieckim.

Maksymilian Włoch (Redaktor)

Student I roku studiów magisterskich na kierunku Finanse i Rachunkowość w Szkole Głównej Handlowej. Absolwent studiów licencjackich tejże uczelni. Naukowo interesuje się mechanizmami działania rynków kapitałowych, analizami giełdowymi oraz czynnikami kształtującymi ceny akcji. Prywatnie miłośnik sportów wodnych oraz wycieczek górskich.