



Kulejące spółki giełdowe

Tarapaty przynoszą cenowe okazje

► Już kilkadziesiąt firm z GPW boryka się z fundamentalnymi kłopotami.

► Gra ich akcjami to jednak łapanie spadających noży.

Co najmniej 60 spółek z głównego parkietu warszawskiej giełdy musi radzić sobie z ciągłymi kłopotami związanymi z nadmiernym zadłużeniem, spadkiem popytu na wyroby, agresywną konkurencją i erozją marż. Ostatnie lata są dla wielu firm testem ich strategii i zdolności przetrwania w coraz bardziej wymagających warunkach gospodarczych. Zbytni optymizm, przeinwestowanie i kardynalne błędy w zarządzaniu to najczęstsze przyczyny popadania w tarapaty kolejnych spółek.

Nie oznacza to jednak, że GPW grozi fala bankructw. Tradycyjnie trudny okres odsieje najsłabsze firmy, których wejście do elitarnego grona giełdowego było nieporozumieniem. Wcześniejsza prosperity sprawiła jednak, że wiele z nich dysponuje mniej lub bardziej ukrytą wartością w postaci pozycji rynkowej, wartościowych aktywów czy powiązań kapitałowych, o które warto powalczyć...

Grzegorz Zięba z KBC Securities wskazuje, że źródłem większości kłopotów jest nadmierne zadłużenie.

- Konieczność regulowania narastających zobowiązań może się przyczynić do utraty płynności. Firmy lubią sięgać po kredyty, finansując przejęcia, a tylko 25 proc. takich transakcji przynosi oczekiwane efekty. 75 proc. jest źródłem problemów, które w połączeniu z długiem mogą prowadzić do niewypłacalności. Wiele projektów inwestycyjnych z wykorzystaniem kredytu jest po prostu niewłaściwie przygotowanych: źle policzona rentowność czy terminy realizacji mogą skończyć się upadkiem firmy - ostrzega Zięba.

W historii GPW legendarnym już przykładem przeinwestowania był konglomerat Elektrimu. Jerzy Nikorowski, makler BNP Paribas Bank, dodaje, że pomijając podmioty młode i o niesprawdzonym modelu biznesowym, spółki najbardziej narażone na ryzyko bankructwa mają wysoką zmienność przychodów oraz stałą lub stosunkowo nieelastyczną strukturę kosztów. Przy niedopasowaniu wpływów i wydatków tracą kontrolę nad finansami. - Sytuacja takich spółek jest szczególnie niekorzystna w czasie dekonjunktury na rynkach, kiedy spółki finansowe niechętnie dostarczają kapitału w postaci kredytów lub obejmując nowe emisje akcji - wskazuje Nikorowski. To dodatkowo winduje koszt kapitału dla tych spółek, który staje się ciężarem nie do udźwignięcia.

- Niekiedy kłopoty nie są rezultatem błędów kierownictwa, ale zewnętrznych okoliczności, jak niespodziewany wzrost cen surowców czy załamanie popytu na produkty spółki - zaznacza Witold Wroński, doradca inwestycyjny BNP Paribas Bank. Ryzyko dotyczy więc każdej firmy, gdyż jak mówi Grzegorz Zięba, problem tkwi nie tyle w branżach, ile w decyzjach menedżerów. - Opcje walutowe z 2008 roku pokazały, że błędy może popełnić każdy - przyznaje Zięba. Zachwiały takimi firmami jak Krosno, Odlewnie, Sfinks czy Duda.

W ocenie Konrada Łapińskiego zarządzającego Total FIZ na kłopoty najbardziej narażona jest branża budowlana, a także spółki, które dużo inwestowały. W budowlance marża operacyjna kurczy się od 10 kwartałów. - Długoterminowe kontrakty okazują się niejednokrotnie nierentowne przez wzrost kosztów pracy, surowców, kary umowne oraz problem z pozyskiwaniem finansowania na atrakcyjnych warunkach - wymienia Grzegorz Zięba. W trudnej sytuacji są: ABM Solid, spółki z grupy Trakcji Tiltry czy Budostal 5. Z problemami

Tyle firm z GPW popadło w tarapaty. Kupowanie ich spadających akcji to w giełdowym slangu „łapanie spadających noży”. Można się pokaleczyć!

Finanse i Inwestycje

boryka się branża alkoholowa: rynek piwa jest nasycony, zaczyna się walka o udziały i wypychanie konkurencji, zaś rynek wódki zmagają się ze spadkiem sprzedaży. - Na kurczącym się rynku dochodzi do walki o udziały poprzez obniżanie marż. W długim terminie może to być zabójcze dla spółek - ostrzega analityk KBC Securities.

Ostatnio o tym, że giełdowa fortuna kołem się toczy, przekonali się: Dolnośląskie Surowce Skalne (DSS), producent alkoholi w Polsce i Rosji CEDC, deweloper środkowoeuropejski GTC czy firma budowlana PBG. Zięba ocenia, że DSS padły ofiarą manii wielkości. - Firma porwała się na rzeczy, które ją przerosły już po kilku miesiącach [przejęcie kopalni surowców skalnych od Skarbu Państwa, a potem prace nad „chińskim” odcinkiem autostrady A2 - red.] - zauważa specjalista KBC Securities. Wsparcie dla spółki zadeklarował Rafał Abratański, wiceprezes DM IDMSA. Broker raczej nie ma wyjścia i musi ratować DSS, gdyż według informacji rynkowych należący do jego grupy Polski Bank Przedsiębiorczości ma w portfelu obligacje firmy za kilkadziesiąt milionów złotych.

W ocenie analityków bardziej skomplikowana jest sprawa CEDC. - Z jednej strony jest prezes William Carey, który nie chce oddać kontroli nad spółką, a z drugiej mamy inwestorów branżowych z Rosji [firma Russian Standard miliardera Rustama Tariki - red.], którzy widzą szansę na skokową poprawę swoich udziałów w rosyjskim rynku - ocenia Zięba. - W tle mamy dramatyczną sytuację finansową: bardzo duże zadłużenie i odpisy z tytułu utraty wartości firmy (efekt drogich akwizycji). Tutaj walka rozegra się na bardzo wysokim szczeblu i drobni inwestorzy mogą się przydać prezesowi Careyowi tylko do ochrony przed przejęciem - dodaje Zięba.

Tymczasem w przypadku GTC czy PBG sytuacja nie jest tak dramatyczna. - Spółki te nie mają problemów z płynnością, a sięganie po dodatkowe finansowa-

nie wynika raczej z chęci podtrzymania tempa rozwoju niż braku gotówki na kontach (oczywiście z racji wysokiego zadłużenia nie mają co liczyć na wsparcie banków i muszą poszukać kapitału na giełdach) - wskazuje analityk KBC Securities. Kursy tych spółek są niższe od lat, co przy atrakcyjnej wycenie wskaźnikowej znacząco obniża ryzyko inwestycyjne. - PBG miało wartość rynkową 600 mln zł przy kursie akcji 42,59 zł, a samej gotówki na kontach jest 560 mln zł. Można rzec, że kupujemy akcje za równowartość samej gotówki na rachunkach bankowych spółki, a gdzie wartość całego biznesu? - konkluduje Zięba.

W ocenie Szymona Okonia, prawnika Kancelarii SSW Spaczyński, Szczepaniak i Wspólnicy, pozyskanie kapitału z rynku może okazać się bardzo trudne, choćby z powodu ograniczonego zaufania inwestorów. - Wydaje się, że najbardziej właściwym rozwiązaniem będzie podjęcie działań restrukturyzacyjnych, w szczególności sprzedaży nierentownych aktywów czy redukcji zadłużenia - uważa Okoń.

Katrina Dudley, portfolio manager Franklin Mutual Advisers, funduszu szukającego wartości w tzw. trudnych aktywach, uważa, że małe i średnie firmy stojące w obliczu spadku przepływów pieniężnych i zysków mają trzy opcje do rozważenia: sprzedaż aktywów niezwiązanych z podstawową działalnością, aby zwiększyć stan gotówki i zmniejszyć udział zadłużenia bankowego, emisję papierów dłużnych, jeśli mają dostęp do rynku obligacji, lub przejęcie przez większą firmę, z których wiele ma zasoby gotówki lub możliwość emisji długu. - Nie uważamy, by konwersją długu na akcje była realną opcją, gdyż wierzymy, że banki wprowadzą w pełni reguły Bazylei III [nowe międzynarodowe wymogi kapitałowe - red.] i nie będą chciały zapisać w swoich bilansach aktywów w postaci akcji - ostrzega Dudley.

Wyprowadzane przez inwestorów akcje spółek z problemami nazywane są w giełdowym slangu „spadającymi nożami”. Mimo to istnieje spora grupa indywidualnych graczy giełdowych liczących na gwałtowne odbicie kursu na fali plotek i informacji o inwestorze lub restrukturyzacji zobowiązań. W historii GPW były spółki, które miały publiczność złudnymi nadziejami na pozyskanie inwestora (Ocean) lub cudowne wskrzeszenie (4Media czy Toora). Pociągnęły na dno graczy, którzy zostali z ich papierami.

Są też jednak przykłady skutecznej restrukturyzacji (np. Vistula & Wól-

czanka) czy wręcz zmiany profilu działalności (Gant), która przyniosła liczone w tysiącach procent zyski dzięki odbiciu kursu. Vistuli, Gantowi i ich akcjonariuszom pomogła hossa z lat 2004-2007. Kto teraz ma szansę na zyski? Jedynie profesjonalni i zasobni w gotówkę inwestorzy potrafiący znaleźć ukrytą wartość w potencjalnych bankrutach. - W tego typu inwestycjach specjalizują się fundusze prowadzące strategię inwestycji opartą na tzw. distressed assets - mówi Piotr Szulec, ekonomista Pioneer Pekao TFI. Bazują one na tym, że majątek firmy, które utraciły płynność i znajdują się w trakcie upadłości bądź likwidacji, jest w takich momentach często niedoszacowany. - Po przeprowadzeniu skutecznej restrukturyzacji lub wniesieniu dodatkowego finansowania i wyprowadzeniu takich firm na prostą inwestorzy ponoszący bardzo wysokie ryzyko mają szansę uzyskać bardzo wysokie stopy zwrotu - tłumaczy Piotr Szulec.

— Sebastian Gawłowski

Krótko mówiąc: Spółki kolejny raz przeżywają okres weryfikacji wartości i fundamentów biznesu. Do tej pory giełda przechodziła taki test wzmocniona.

Obligacje

Catalyst – niemrawe dziecko GPW

► **Obroty na rynku obligacji pobiły w marcu rekord: 380 mln zł.**

► **Płynność nadal jest niska, bo ruch zrobiła jedna seria papierów BGK.**

Catalyst, najmłodsze dziecko GPW, skończył 2,5 roku. Maluch przybiera na wadze, czego dowodem są kolejne debiuty, ale jest wyjątkowo niemrawy, o czym świadczą skromne obroty. Ogłoszone właśnie marcowe statystyki tylko pozornie przeczą tej ostatniej tezie. Sesyjne obroty sięgnęły co prawda w minionym miesiącu 380,5 mln zł. To wynik o ponad 40 proc. lepszy od poprzedniego rekordu z grudnia 2010 roku, jednak po analizie optymizm ulatuje. Okazuje się, że aż 80 proc., czyli ponad 300 mln zł, przypadało na papiery Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK). W grudniu 2010 roku ten odsetek nie przekraczał dwóch trzecich. Innymi słowy, obroty resztą obligacji wyniosły w minionym miesiącu 76 mln zł,

**Bloomberg
Businessweek**

Polska

W TWOIM TELEFONIE



Pobierz
„Bloomberg
Businessweek
Polska” na swoje
urządzenia mobilne

