



Reprezentacja polskich firm z branży paliwowo-energetycznej na Giełdzie Papierów Wartościowych

Dr inż. Zbigniew Grudziński*)

Treść: Przyspieszanie procesu prywatyzacji firm z branży paliwowo-energetycznej w drodze sprzedaży akcji na rynkach publicznych spowodowało, że coraz więcej firm jest notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Rząd zdecydował, że cztery państwowe grupy energetyczne a także w dalszej kolejności spółki węglowe, będą obecne na giełdzie. Tak więc branża energetyczna będzie mieć istotny wpływ na sytuację na Giełdzie Papierów Wartościowych. W artykule scharakteryzowano dwa główne subindeksy na giełdzie z tej branży: WIG Paliwa i WIG Energia. Obecnie WIG Paliwa jest drugim, a WIG Energia czwartym pod względem kapitalizacji subindeksem branżowym. Na debiutach firm na GPW najczęściej inwestorzy mogli zarobić: na akcjach Bogdanki –17 %. W przypadku innych zyski były następujące: PGE – 13 % i tylko 1 % na akcjach Enei. Polska giełda podąża za trendami na rynkach międzynarodowych, na których wpływ kryzysu finansowego związany z Grecją, strefą Euro jest bardzo widoczny, co ma także wpływ na wycenę firm z branży paliwowo-energetycznej.

Słowa kluczowe:

indeksy giełdowe, WIG Paliwa, WIG Energia, prywatyzacja, ceny akcji

1. Wprowadzenie

W 2008 r. dwa podstawowe paliwa, czyli węgiel kamienny i węgiel brunatny, miały łącznie udział w produkcji energii elektrycznej na poziomie 89,5 %, udział gazu ziemnego wyniósł 3 %, a biomasy i biogazu łącznie 2,2 %, pozostałe paliwa 5,2 % [4, 8]. Struktura wytwarzania w ciągu ostatnich lat niewiele się zmieniła. Udział węgla w produkcji energii elektrycznej w ciągu ostatnich dwóch lat obniżył się o 1,2 %. Natomiast w przypadku energetyki zawodowej obserwujemy znaczny wzrost zużycia biomasy. W ostatnim roku biomasa zastąpiła już prawie 1,75 mln t węgla (w przeliczeniu na węgiel o wartości opałowej 22 MJ/kg) [9]. Taki kształt rynku powoduje, że w tym artykule skupiono się głównie na firmach, które mają największy wpływ na rynek energii elektrycznej a są notowane na giełdzie.

W ostatnim okresie firmy z branży paliwowo-energetycznej ulegają przekształceniom organizacyjnym i własnościowym, a te zmiany mają wpływ na rynek paliw i energii.

W 2007 r. zgodnie z dokumentem „Programem dla Energetyki”, zrealizowano kolejny etap konsolidacji rynku, wyniku którego zostały utworzone cztery grupy energetyczne (PGE–Polska Grupa Energetyczna S.A., Tauron Polska Energia S.A., ENERGA S.A. oraz ENEA S.A.), które są także największymi sprzedawcami energii elektrycznej [3]. Udziały poszczególnych sprzedawców na rynku są następujące: PGE – 29 % rynku, Tauron – 26 %, Enea – 16 %, Energa – 15 %, Vattenfall – 8 %, RWE Stoen – 6 %.

W 2008 roku rząd zdecydował, że cztery państwowe grupy będą prywatyzowane przez sprzedaż akcji na rynkach publicznych. W związku z potrzebą olbrzymich inwestycji w energetyce emisja akcji ma być jednym ze źródeł finansowania tych inwestycji.

W listopadzie 2008 r. ENEA S.A. zadebiutowała na parkiecie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). Ofertę akcji uratował Vattenfall AB oraz Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju. Ze sprzedaży pakietu akcji uzyskano 2 mld zł. Vattenfall AB stał się posiadaczem 18,7 %. Zainteresowanie inwestorów finansowych i detalicznych było niewielkie w związku z panującym wówczas światowym kryzysem finansowym (debiut nastąpił niedługo po upadku banku Lehman Brothers).

Rok później na GPW zadebiutowała Grupa PGE SA. Sprzedaż akcji tej firmy zakończył się sukcesem. Za sprzedane akcje uzyskano ponad 6 mld zł. Po pierwszym etapie prywatyzacji Skarb Państwa jest jeszcze właścicielem 85 % akcji.

W najważniejszej części sektora paliwowego (biorąc pod uwagę tylko główne paliwa do produkcji energii elektrycznej) także rozpoczął się etap przekształceń własnościowych i prywatyzacji firm przez giełdę. Pierwszą kopalnią węgla kamiennego prywatyzowaną przez giełdę została LW „Bogdanka” SA. Debiut na giełdzie 25 czerwca 2009 r. skończył się sukcesem, akcje pod koniec tego dnia podrożały o 19,8 % w stosunku do ceny emisyjnej. W ramach oferty publicznej inwestorzy objęli ponad 32 % akcji. Uzyskiwane środki z emisji akcji w „Bogdance” mają zostać wykorzystane na budowę nowej i modernizację istniejącej infrastruktury technicznej w ramach Pola Stefanów, która umożliwi spółce podwojenie produkcji węgla do 11 mln t począwszy od 2014 r.

*) Instytut Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią PAN, Kraków. Artykuł opiniował prof. dr hab. inż. Wiesław Blaschke.

2. Plany prywatyzacyjne w 2010 r.

W 2010 r. Ministerstwo Skarbu Państwa (MSP) planuje, że przychody z prywatyzacji firm będących w rękach skarbu państwa osiągną poziom 25 mld zł. Jednym z istotnych źródeł tych przychodów ma być prywatyzacja w obrębie sektora paliwowo-energetycznego.

Na początku lutego MSP przeprowadziło na Giełdzie Papierów Wartościowych II etap sprzedaży akcji Enei S.A. Wyniku tej transakcji sprzedano 16,05 % akcji, za które uzyskano 1,13 mld zł. Natomiast na początku marca 2010 r. przeprowadzony dalszy etap prywatyzacji Kopalni LW „Bogdanka”. Ministerstwo Skarbu Państwa sprzedało na giełdzie 46,7 % po cenie 70,5 zł za sztukę wyniku czego uzyskało wpływy w wysokości ponad 1,1 mld zł. Ta cena jest aż o 47 % wyższa od ceny emisyjnej z czerwca 2009 z pierwszego etapu prywatyzacji. Po tej transakcji Skarb Państwa ma już tylko 13,8 % akcji.

W połowie br. roku ma być przeprowadzona publiczna oferta akcji Tauron Polska Energia S.A. W prospekcie emisyjnym zapisano, że sprzedanych ma być 25 % akcji. Ostatnio MSP uzyskało zgodę rządu na sprzedaż maksymalnie 53 % akcji grupy Tauron. Dalsza prywatyzacja przez giełdę ma dotyczyć wszystkich grup energetycznych. Docelowo wg aktualnych planów kontrola państwa ma być utrzymana w dwóch grupach:

- w PGE większościowy pakiet ma mieć powyżej 50 %,
- w Tauronie udziały Państwa mają być mniejsze niż 50 %, ale też ma to być istotny pakiet kontrolny.

Zgodnie ze strategią prywatyzacji MSP dwie pozostałe grupy – Energa i Enea – mają być w pełni sprywatyzowane. Taki cel może być zrealizowany jeszcze w tym roku. Wszystko będzie uzależnione od sytuacji na giełdzie. Rząd chce sprzedać inwestorowi strategicznemu nawet 85 % Energii (zaproszenie do negocjacji planowane jest w czerwcu). Także w drugiej połowie roku inwestor branżowy będzie mógł nabyć około 50 % Enei w III etapie prywatyzacji tej grupy energetycznej.

Równocześnie przygotowana jest prywatyzacja dwóch kopalń węgla brunatnego „Konin” i „Adamów”. Te dwie firmy pracują obecnie jako samodzielne przedsiębiorstwa będące spółkami Skarbu Państwa. Kopalnie te dostarczają węgiel do pobliskiego Zespołu Elektrowni PAK. Prywatyzacja kopalń może być połączona ze sprzedażą udziałów Skarbu Państwa w ZE PAK (inwestorowi strategicznemu), które obecnie są na poziomie 50 %. Resztę akcji ma Grupa Elektrim S.A. – 47 % a pozostałą część osoby indywidualne. Docelowo kopalnie, jak i elektrownie, mają być w jednej grupie energetycznej. Jak to się stanie nie jest jeszcze przesądzone.

3. Firmy z branży na GPW

W związku z przyjęciem takiego sposobu prywatyzacji (jak omówiono powyżej) coraz więcej firm z sektora paliwowo-energetycznego będzie obecnych na giełdzie. Tak więc ta branża będzie mieć istotny wpływ na sytuację na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW).

Na koniec 2009 r. na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie notowanych było na rynku głównym 379 spółek, w tym 25 zagranicznych. Kapitalizacja giełdy wyniosła 715,8 mld zł (spółki krajowe 421,2 mld zł, spółki zagraniczne 294,6 mld). Te wyniki oznaczają duży przyrost w stosunku do poprzedniego roku, kiedy to wartość akcji notowanych spółek wyniosła 465,1 mld zł. Wskaźnik C/WK (cena/wartość księgową) miał średnią wartość 1,04, a wskaźnik C/Z (cena/zysk) 14,3 [5, 7].

Obecnie dla Głównego Rynku Giełda oblicza i podaje do publicznej wiadomości pięć głównych indeksów: WIG

(najstarszy indeks giełdowy obliczany od pierwszej sesji, tj. od dnia 16.IV. 1991), WIG20, mWIG40, sWIG, WIGPL oraz 10 subindeksów sektorowych, 2 indeksy strategii oraz jeden indeks zewnętrzny [6, 7].

Indeksy dostarczają informacje o sytuacji w danym segmencie rynku. Wszystkie indeksy giełdowe są obliczane wg tej samej metodologii. Obserwacja obliczanych przez GPW indeksów pozwala ocenić sytuację na danym rynku, pozwala prognozować przyszłe trendy dla danego sektora, rynku czy konkretnej spółki. Przez porównanie mogą być pomocne przy wycenie wartości spółek o zbliżonym profilu działalności.

Obecnie na giełdzie w branży paliwowo-energetycznej notowane są dwa subindeksy sektorowe: WIG-Paliwa oraz WIG-Energia. W skład danego subindeksu sektorowego mogą wejść tylko spółki, które należą do indeksu WIG, mają co najmniej 10 % akcji w wolnym obrocie, a wartość tych akcji jest większa od 1 mln EUR [10].

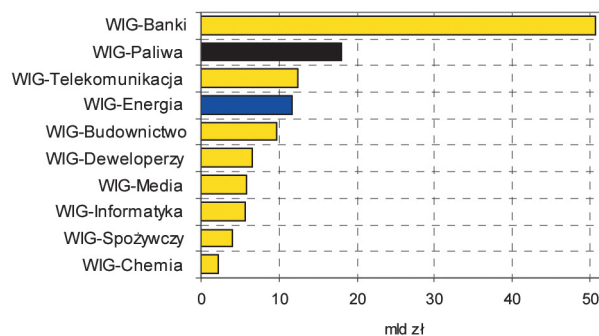
Na rysunku 1 przedstawiono ranking wszystkich subindeksów sektorowych wg kapitalizacji w mld zł. Największą kapitalizację ma indeks skupiający firmy z sektora bankowego. WIG Paliwa to według tej klasyfikacji drugi pod względem wielkości kapitalizacji. Aktualnie wartość firm tworzących WIG-Paliwa jest wyższa o około 70 % od wartości firm wchodzących w skład indeksu WIG-Energia. Jednakże na skutek prywatyzacji następnych grup energetycznych indeks Energia będzie rozszerzany o dalsze firmy, a ich sumaryczna wartość rynkowa może przewyższyć wartość firm z indeksu Paliwa.

3.1. Indeks WIG-Paliwa

Jest to indeks spółek giełdowych z sektora paliwowego, notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (data bazowa indeksu: 30.12.2005 r.). Indeks publikowany od 2 stycznia 2006 r. Wartość bazowa tego indeksu wynosi 3506,08. Do indeksu WIG-Paliwa należą następujące spółki (tabl. 1). W kolumnie pakiet zamieszczone dane o liczbie akcji w wolnym obrocie. Wartość rynkowa to liczba akcji w wolnym obrocie razy cena akcji. W tabelicy 2 pokazano ranking firm wchodzących tego subindeksu wg wartości księgowej i wskaźnika C/WK.

3.2. Polski Koncern Naftowy ORLEN S.A.

Główna działalność firmy to wytwarzanie produktów rafinacji ropy naftowej. Firma ta to największy nie tylko producent ale także dystrybutor produktów naftowych i petrochemicznych w kraju. W skład koncernu wchodzi w Polsce trzy rafinerie w Płocku, Trzebini i ponad 80 spółek. Rafinerie posiadają około 70 % mocy przerobowej w Polsce. Koncern zarządza w sumie siedmioma rafineriami zlokalizowanymi w Polsce, Litwie i Czechach. Główne produkty to benzyny, oleje, paliwo lotnicze, tworzywa sztuczne oraz wyroby pe-



Rys. 1. Ranking subindeksów sektorowych wg kapitalizacji w mld zł

Źródło: [11]

Tablica 1. Firmy wchodzące w skład indeksu WIG-Paliwa

Lp	Nazwa Spółki	Nazwa spółki w komunikatach GPW	Kurs na sesji zł	Pakiet tys. szt.	Wartość rynkowa pakietu mln zł	Udział w portfelu %
1	Polski Koncern Naftowy ORLEN S.A.	PKNORLEN	35,59	309 999	11 033	61,3
2	Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo S.A.	PGNIG	3,23	900 000	2 907	16,2
3	Grupa Lotos S.A.	LOTOS	29,23	60 797	1 777	9,9
4	Kopalnia Lubelski Węgiel „Bogdanka” S.A.	BOGDANKA	69,50	13 424	933	5,2
5	New World Resources N.V.	NEWWORLDR	37,20	22 031	820	4,6
6	MOL Magyar olaj – és Gázipari Részvénytársaság	MOL	270,00	1 039	281	1,6
7	Petrolinvest S.A.	PETROLINV	16,00	13 277	212	1,2
8	CP Energia S.A.	CPENERGIA	2,19	16 755	37	0,2
Razem					17 999	100,0

Źródło: [16]

Tablica 2. Ranking firm wchodzących do indeksu WIG Paliwa wg wartości księgowej i wskaźnika C/WK

Lp.	Nazwa	Wartość księgowa mln zł	Nazwa	C/WK
1	MOL (MOL)	28 263	NEWWORLDR (NWR)	4,61
2	PKN ORLEN (PKN)	21 707	PETROLINV (OIL)	1,65
3	PGNIG (PGN)	21 402	„BOGDANKA” (LWB)	1,43
4	LOTOS (LTS)	6 714	MOL (MOL)	0,98
5	NEWWORLDR (NWR)	2 301	PGNIG (PGN)	0,91
6	„BOGDANKA” (LWB)	1 739	CPENERGIA (CPE)	0,85
7	PETROLINV (OIL)	312	PKN ORLEN (PKN)	0,73
8	CPENERGIA (CPE)	63	LOTOS (LTS)	0,59

Źródło: [11]

trochemiczne. Sieć stacji paliw obejmuje stacje w Polsce, Niemczech, Czechach i na Litwie. W skład infrastruktury logistycznej, wchodzą bazy magazynowe naziemne i podziemne oraz sieci składająca się z naziemnych i podziemnych baz magazynowych oraz sieci rurociągów dalekosiężnych.

Nazwa i skrót używany w komunikatach GPW – PKNORLEN (PKN)

PKNORLEN (PKN)

Lp.	Akcjonariusz	% akcji
1	AVIVA Otwarty Fundusz Emerytalny Aviva BZ WBK	5,1
2	ING Otwarty Fundusz Emerytalny	5,2
3	SKARB PAŃSTWA	27,5
4	Pozostali	62,2

Źródło: [16, 27, 12]

3.3. Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo S.A.

Podstawowa działalność firmy to dystrybucja paliw gazowych w systemie sieciowym. Jest to dominująca firma działająca na rynku gazu ziemnego w Polsce. Swoją działalnością spółka obejmuje poszukiwania i eksploatację złóż gazu ziemnego i ropy naftowej oraz import, magazynowanie, obrót i dystrybucję paliw gazowych i płynnych. Działalność

PGNiG podzielona jest na trzy segmenty: poszukiwanie i wydobywanie, obrót i magazynowanie, segment dystrybucja. W skład Grupy Kapitałowej PGNiG wchodzi firmy o profilach produkcyjnych, handlowych i usługowych. Grupa Kapitałowa to głównie PGNiG S.A. jako podmiot dominujący oraz 35 spółek o profilu produkcyjnym i usługowym, w tym: 27 spółek zależnych od PGNiG S.A., 8 spółek pośrednio zależnych od PGNiG S.A.

PGNIG (PGN)

Lp.	Akcjonariusz	% akcji
1	SKARB PAŃSTWA	72,9
2	Pozostali	27,1

Źródło: [16, 25, 12]

3.4. Grupa Lotos S.A.

Podstawowa działalność firmy to wytwarzanie produktów rafinacji ropy naftowej. Jest drugą po PKN Orlen firmą zajmującą się produkcją dystrybucją i sprzedażą produktów naftowych. Lotos to Grupa Kapitałowa, w jej skład wchodzi Grupa Lotos (firma zarządzająca rafinerią w Gdańsku) a także 17 spółek bezpośrednio zależnych oraz spółki pośrednio zależne, w tym rafineria Czechowice, Jasło oraz firmy

wydobywcze Petrobaltic i Lotos Norge. Firma dostarcza takie produkty jak: benzyny, oleje napędowe, oleje opałowe, paliwo lotnicze, oleje silnikowe oraz przemysłowe, asfalty i gazy.

LOTOS (LTS)

Lp.	Akcjonariusz	% akcji
1	ING Otwarty Fundusz Emerytalny	5,0
2	SKARB PAŃSTWA	53,2
3	Pozostali	41,8

Źródło: [16, 18, 12]

3.5. Kopalnia Lubelski Węgiel „Bogdanka” S.A.

Zajmuje się wydobywaniem i wzbogacaniem węgla kamiennego energetycznego. Odbiorcami węgla produkowanego przez kopalnię są głównie firmy z branży elektroenergetycznej, zlokalizowane we wschodniej i północno-wschodniej Polsce. Jest jednym z największych i najnowocześniejszych producentów węgla w Polsce. Wydobycie węgla przekracza 5 mln t. Dzięki wynikom finansowym, osiąganey wydajności wydobywania węgla oraz planom inwestycyjnej jest firma wyróżniającą się na tle branży.

BOGDANKA (LWB)

Lp.	Akcjonariusz	% akcji
1	AVIVA Otwarty Fundusz Emerytalny Aviva BZ WBK	14,7
2	ING Otwarty Fundusz Emerytalny	13,0
3	OFE PZU Złota Jesień	9,8
4	SKARB PAŃSTWA	13,8
5	Pozostali	48,7

Źródło: [16, 19, 12]

3.6. New World Resources N.V.

Jest międzynarodową firmą, której działalność jest głównie zlokalizowana w Czechach. Siedzibą firmy jest w Holandii. Firma działając poprzez spółkę zależną OKD produkuje zarówno węgiel energetyczny, jak i koksowy. W skład jej wchodzi cztery kopalnie i dwie koksownie. Ponadto OKD produkuje koks wielkopieczowy, odlewniczy i przemysłowy w dwóch własnych koksowniach. W 2009 r. spółka wyprodukowała ponad 11 mln t węgla, w tym około 5,2 mln t węgla koksującego. Firma poprzez spółkę zależną NWR Energy zajmuje się także produkcją, dystrybucją i handlem energią elektryczną.

NEWWORLDR (NWR)

Lp.	Akcjonariusz	% akcji
1	RPGI Industries (Cypr) *	63,7
2	Pozostali	36,3

* z podmiotami zależnymi

Źródło: [16, 21, 12]

3.7. MOL Magyar olaj – és Gázipari Részvénytársaság

Jest to największa spółka na Węgrzech pod względem sprzedaży, działająca w sektorze naftowo-gazowniczym. Podstawowa działalność to poszukiwanie i wydobywanie ropy naftowej, gazu ziemnego, rafinacja ropy, transport, magazynowanie i dystrybucja produktów z ropy naftowej. Koncern prowadzi poszukiwania i wydobywanie ropy naftowej w Rosji i w Kazachstanie. Firma kontroluje słowacką spółkę naftową Slovnaft i włoską rafinerię IES.

MOL (MOL)

Lp.	Akcjonariusz	% akcji
1	CEZ MH B.V.	7,4
2	CRESCENT Petroleum Company International Limited *	6,0
3	ING Bank N.V.	5,0
4	MOL Magyar Olaj – és Gázipari Nyilvánosan Mukodo Részvénytársaság	7,1
5	Magnolia Finance Limited	5,8
6	OJSC Surgutneftegas	21,2
7	OTP Bank Plc.	6,4
8	Oman Oil Company S.A.O.C. *	7,0
9	Pozostali	34,1

* z podmiotami zależnymi

Źródło: [16, 20, 12]

3.8. Petrolinvest S.A.

Od początku powstania działalność firmy koncentrowała się na handlu paliwami. Obecnie handel gazem LPG to główny filar działalności firmy. Firma posiada własne terminale przeładunkowe (morskie i lądowe), bazy magazynowe i rozlewnie gazu płynnego. Główne sprzedawane produkty to gaz w butlach, gaz dla celów grzewczych oraz autogaz. Firma zamierza rozwijać sieć własnych stacji sprzedających autogaz. Firma prowadzi także działalność związaną z poszukiwaniem ropy naftowej i gazu ziemnego na terenie kilku koncesji w Kazachstanie oraz w rosyjskiej Republice Komi.

PETROLINV (OIL)

Lp.	Akcjonariusz	% akcji
1	Nihonswi AG	2,9
2	Ryszard Krauze *	19,1
3	Pozostali	78,0

* z podmiotami zależnymi

Źródło: [16, 23, 12]

3.9. CP Energia S.A.

Podstawowa działalność firmy to dystrybucja i sprzedaż paliw gazowych (w tym LNG) oraz zarządzanie sieciami gazowymi. Obecnie firma jest właścicielem około 300 km sieci gazowej. Spółka posiada koncesję na obrót i dystrybucję paliw gazowych oraz na obrót gazem ziemnym z zagranicą. Firma realizuje dostawy gazu ziemnego z Rosją jako jedyna niezależna od PGIING firma. W kraju firma działa przez osiem zależnych spółek. W skład firmy wchodzi także firma ZAO Kriogaz działająca na terenie Rosji zajmująca się produkcją gazu LNG i projektowania takich instalacji.

CPENERGIA (CPE)

Lp.	Akcjonariusz	% akcji
1	Capital Partners Spółka Akcyjna	31,6
2	Generali Otwarty Fundusz Emerytalny (dawny Zurich OFE)	15,4
3	Pozostali	53,0

Źródło: [16, 14, 12]

3.10. Podsumowanie

Największy udział w subindeksie WIG Paliwa ma PKN Orlen wynoszący obecnie ponad 60 %. Udział trzech firm z branży naftowo-gazowej (PKN Orlen, PGIING oraz Lotos) wynosi ponad 87 %. Udział LW „Bogdanki” to niewiele ponad

5,3 %. Obecnie to jedyny Polski producent węgla kamiennego na giełdzie. W niedalekiej przyszłości takie firmy, jak Katowicki Holding Węglowy S.A. czy Jastrzębska Spółka Węglowa S.A. powinny znaleźć się na GPW i wówczas udział sektora wydobywczego będzie miał większy wpływ na ten indeks.

Na rysunku 2 przedstawiano ceny akcji LW „Bogdanka” (kurs zamknięcia) od dnia debiutu na GPW. Ceny te od czerwca podrożały o ponad 20 % a stosunku do ceny emisji 46 %. Obecnie wycena walorów LW „Bogdanka” kształtuje się na poziomie 70÷72 zł. Maksymalny kurs akcji tej spółki wyniósł 83,5 w dniu 15 I 2010 r. Pod względem wskaźnika C/WK spółka jest na trzecim miejscu w tym subindeksie.

W ostatnim okresie wszystkie indeksy doświadczają dużych wahań. Na rysunku 3 przedstawiono porównanie indeksu WIG Energia z cenami akcji „Bogdanki” w 2010 r. Pierwsze notowanie w 2010 przyjęto jako bazowe i obliczono, jak zmieniały się % się notowania w stosunku do daty bazowej (4 styczeń 2010 r.). Do połowy marca wzrost cen „Bogdanki” był zdecydowanie wyższy niż poziom notowania indeksu WIG Paliwa. Później sytuacja się odwróciła. Na koniec przedstawionego okresu WIG Paliwa ma notowania o 1,5 % wyższe, akcje Bogdanki spadły o 3,2 % w stosunku do daty bazowej.

4. Indeks WIG-Energia

Subindeks sektorowy WIG-Energia jest 10 indeksem



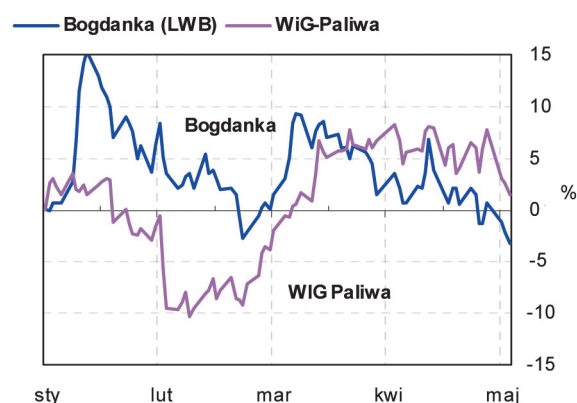
Rys. 2. Ceny akcji i PDA LW „Bogdanka” od dnia debiutu na GPW

Źródło danych: [11]

branżowym obliczanym przez Giełdę. GPW rozpoczęła jego obliczanie i publikację 4 stycznia 2010 r. Datą bazową indeksu jest 31 grudnia 2009 r., a jego wartość w tym dniu wyniosła 3 998,60, tj. 1/10 wartości zamknięcia indeksu WIG na tej sesji. Zgodnie z obowiązującymi obecnie zasadami, w skład tego nowego subindeksu weszły wszystkie spółki z branży energetyka. W tabelicy 3 zaprezentowano firmy wchodzące w skład tego indeksu, natomiast w zestawieniu z tabelicy 4 pokazano ranking firm wchodzących tego subindeksu wg wartości księgowej i wskaźnika C/WK. Grupa Enea w skład tego indeksu weszła dopiero w marcu br. po spełnieniu kryterium ilości wolnych akcji w obrocie (free float).

4.1. PGE Polska Grupa Energetyczna SA

Główna działalność koncentruje się na wytwarzaniu, przesyłaniu, dystrybucji i handlu energią elektryczną. W skład grupy wchodzi także dwie kopalnie węgla brunatnego („Bełchatów” i „Turów”). Grupa jest największym producentem i dostawcą energii elektrycznej w Polsce. Firma posiada 12,4 GW zainstalowanej mocy wytwórczych, roczna produkcja energii w 2009 r. wyniosła około 54 TWh. Firma ma około 5 mln odbiorców finalnych. Od marca br. akcje PGE weszły w skład indeksu WIG20 w miejsce Agory S.A. PGE stała się szóstą spółką pod względem wagi w indeksie WIG20 (około 5,9%).



Rys. 3. Porównanie zmian Indeksu WIG Paliwa oraz zmian cen akcji LW Bogdanka na GPW w 2010 r.

Źródło danych: [11]

Tablica 3. Firmy wchodzące w skład indeksu WIG-Energia

Lp	Nazwa Spółki	Nazwa spółki w komunikatach GPW	Kurs na sesji zł	Pakiet	Wartość rynkowa pakietu mln zł	Udział w portfelu %
1	PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	PGE	21,30	259 514	5 528	47,9
2	Grupa CEZ	CEZ	141,20	19 775	2 792	24,2
3	Grupa Kapitałowa ENEA	ENEA	17,85	92 272	1 647	14,3
4	Zespół Elektrociepłowni Wrocławskich KOGENERACJA S.A.	KOGENERA	115,00	7 450	857	7,4
5	Polish Energy Partners S.A.	PEP	36,70	19 259	707	6,1
Razem					11 530	100

Źródło: [16]

Tablica 4. Ranking firm wchodzących do indeksu WIG Paliwa wg wartości księgowej i wskaźnika C/WK

Lp.	Nazwa	Wartość księgowa mln zł	Nazwa	C/WK
1	PGE (PGE)	38 850	PEP (PEP)	2.90
2	CEZ (CEZ)	32 117	CEZ (CEZ)	2.36
3	ENEA (ENA)	9 373	KOGENERA (KGN)	1.84
4	KOGENERA (KGN)	949	PGE (PGE)	0.96
5	PEP (PEP)	247	ENEA (ENA)	0.86

Źródło: [11]

PGE (PGE)

Lp.	Akcjonariusz	% akcji
1	SKARB PAŃSTWA	85,0
2	Pozostali	15,0

Źródło: [16, 24, 12]

4.2. Grupa CEZ

Jest największym wytwórcą energii elektrycznej w Republice Czeskiej – produkuje około 60 GWh energii elektrycznej rocznie. Zaliczana jest też do 10 największych firm energetycznych w Europie (pod względem mocy i liczby odbiorców). Zajmuje się produkcją, dystrybucją i sprzedażą energii elektrycznej i ciepła, a także wydobywaniem i przerobem surowców, inżynierią budowlaną, modernizacją elektrowni oraz sieci dystrybucji. Do Grupy CEZ należą m.in. 2 elektrownie jądrowe i 18 węglowych; w Polsce – EC Skawina i Elcho Chorzów.

CEZ (CEZ)

Lp.	Akcjonariusz	% akcji
1	Skarb Państwa Republiki Czeskiej	69,4
2	ČEZ. a.s.	0,9
3	Pozostali	29,7

Źródło: [16, 13, 12]

4.3. Grupa Kapitałowa ENEA

Podstawą jej działalności jest handel energią elektryczną, jej wytwarzanie i dystrybucja. Sieć dystrybucyjna obejmuje 20 % powierzchni kraju. Grupa zaopatruje w energię mieszkańców zachodniej i północno-zachodniej Polski. Z elektrowni tej grupy, w których jest zainstalowanych 2,9 GW mocy, produkowane jest około 11,3 TWh. Firma ma około 2,3 mln odbiorców finalnych

ENEA (ENA)

Lp.	Akcjonariusz	% akcji
1	SKARB PAŃSTWA	60,4
2	Vattenfall AB	18,7
3	Pozostali	20,9

Źródło: [16, 15, 12]

4.4. Zespół Elektrociepłowni Wrocławskich KOGENERACJA S.A.

Podstawowa działalność to wytwarzanie energii elektrycznej i ciepła w jednym cyklu oraz ich dystrybucja. Taki proces nazywa się produkcją energii w skojarzeniu lub kogeneracją. Zespół składa się z dwóch zakładów produkcyjnych: EC Wrocław i EC Czechnica o łącznej mocy elektrycznej

363 MW i ciepłej 1059 MW_t. Firma wchodzi w skład Grupy EDF (Electricite de France) w Polsce.

KOGENERA (KGN)

Lp.	Akcjonariusz	% akcji
1	EDF International S.A.	16,7
2	Elektrociepłownia Kraków SA	17,7
3	EnBW Energie Baden-Wuttemberg AG	15,6
4	ING Otwarty Fundusz Emerytalny	5,3
5	Legg Mason Zarządzanie Aktywami S.A.	7,2
6	OFE PZU Złota Jesień	9,8
7	Pozostali	27,7

Źródło: [16, 17, 12]

4.5. Polish Energy Partners S.A. (PEP S.A.)

Jest firmą wyspecjalizowaną w rozwoju, wdrażaniu i zarządzaniu projektami w zakresie wytwarzania energii elektrycznej i ciepła. PEP oferuje swoje usługi na dwóch rynkach: opracowywaniu, przygotowywaniu do realizacji nowych projektów a także pozyskaniu dla nich finansowania oraz budowie i eksploatacji obiektów energetycznych. Produkcja energii elektrycznej oparta jest głównie na dwóch źródłach: energii wiatrowej oraz ze spalania lub współspalania biomasy.

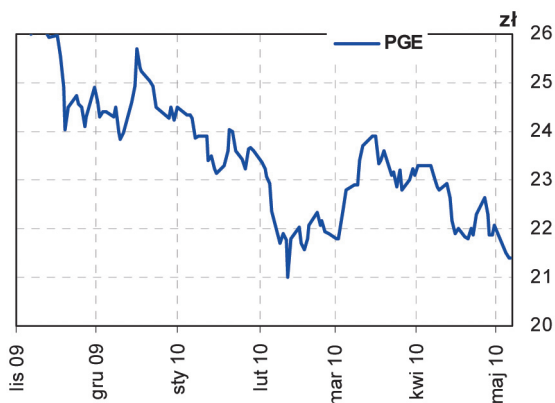
PEP (PEP)

Lp.	Akcjonariusz	% akcji
1	AMPLICO Otwarty Fundusz Emerytalny	6,3
2	BPH Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.	6,6
3	Generali Otwarty Fundusz Emerytalny	11,4
4	PKO Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.	5,1
5	Pioneer Pekao Investment Management SA	11,7
6	Pozostali	59,0

Źródło: [16, 22, 12]

4.6. Podsumowanie

WIG Paliwa to czwarty pod względem kapitalizacji indeks na warszawskiej GPW. Firmą największą w tym indeksie jest PGE, zarówno pod względem kapitalizacji na giełdzie, jak i wartości księgowej. Udział tej firmy w indeksie wynosi prawie 50 %. Cały czas ceny akcji PGE S.A. od dnia debiutu mają tendencję spadkową, mimo okresowych wzrostów ceny. W całym okresie ceny nie przekroczyły ceny debiutu giełdowego (rys. 4). Obecnie ceny wahają się w przedziale 21÷22 zł, tj. poniżej ceny emisyjnej, która była na poziomie 23 zł za akcję. MSP w marcu oświadczyło, że w przypadku realizowanej dalszej sprzedaży akcji PGE w 2010 r. cena emisji nie będzie niższa od 23 zł. Inwestorzy obecnie nie najlepiej oceniają papiery tej firmy, głównie ze względu na – ich zdaniem – mało przejrzystą strukturę Grupy. Obecna cena akcji jest poniżej



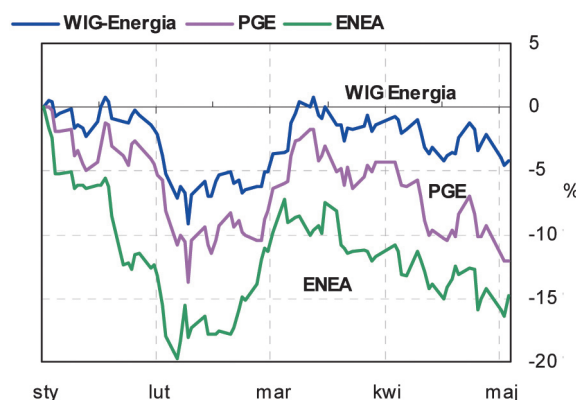
Rys. 4. Ceny akcji PGE S.A. od dnia debiutu na GPW
Źródło danych: <http://stooq.pl>



Rys. 5. Ceny akcji ENEA S.A. od dnia debiutu na GPW
Źródło danych: <http://stooq.pl>

ceny emisyjnej, co jest uważane za wynik bardzo rozczarowujący. Nienajlepsza też jest sytuacja Enei S.A. Firma ta jest notowana od listopada 2008 r. Od listopada 2009 r. ceny mają tendencję horyzontalną i wahają się w przedziale 18÷21 zł. Ceny od debiutu wzrosły o 21 %. Zmiany cen tej spółki podano na rysunku 5.

Porównanie zmian indeksu WIG Energia ze zmianami cen akcji PGE SA oraz ENEA S.A. na GPW w 2010 r. przedstawiono na rysunku 6. Bazą do tego porównania jest poziom z 4 stycznia 2010 r. W br. najbardziej straciły akcje Enei, prawie 15 %, PGE straciły 12 % gdy cały indeks stracił tylko 3,2 %. Jak na razie ceny spółek energetycznych są przez inwestorów niżej wyceniane niż cała branża reprezentowana tu przez WIG Energia.



Rys. 6. Porównanie zmian Indeksu WIG Energia oraz zmian cen akcji PGE S.A. oraz ENEA S.A. na GPW w 2010 r.
Źródło danych: <http://stooq.pl>

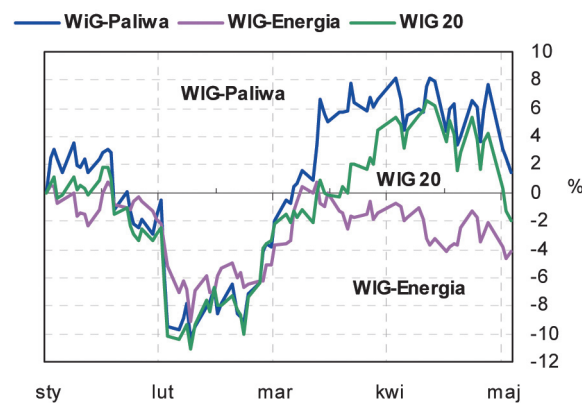
5. Porównanie notowań indeksów w 2010 r.

Na rysunkach 7 i 8 przedstawiono porównanie zmian indeksów WIG 20, WIG Energia, WIG Paliwa oraz zmian cen akcji PGE S.A., ENEA S.A. oraz LW „Bogdanka” S.A. na GPW w 2010 r. WIG 20 to indeks 20 największych pod względem wartości rynkowej w wolnym obrocie oraz płynności notowanych spółek giełdowych na GPW. Jak widać z przebiegu zmian, dwa indeksy WIG Paliwa i WIG 20 mają prawie w całym okresie dosyć zgodne tendencje. Na koniec ocenianego okresu tylko zmiany notowań WIG Paliwa miały wartość dodatnią. Najniżej wypadł WIG Energia, który od połowy marca miał tendencję spadkową, a na początku maja był o 5,6 % niższy od WIG Paliwa.

W celu porównania trendów z polskiego rynku z rynkiem międzynarodowym na rysunku 9 przedstawiono porównanie indeksu WIG 20 z indeksem S&P 500 w 2010 r. S&P500 to indeks, w skład którego wchodzi 500 firm o największej kapitalizacji, notowanych na giełdach: New York Stock Exchange i Nasdaq. Do indeksu należą także największe firmy zagraniczne notowane na tych giełdach. Indeks jest zarządzany przez Standard&Poor's. Jest on uznawany za jeden z najważniejszych tzw. szerokich wskaźników gospodarczych na świecie.

Jak widać z tego porównania tendencje na tych rynkach są bardzo zbliżone. Rynek polski podąża za sytuacją na rynkach międzynarodowych. W porównaniu z S&P500 polski indeks miał trochę głębsze spadki, a na koniec przedstawionego tu okresu był niżej oceniany o około 1,5 %.

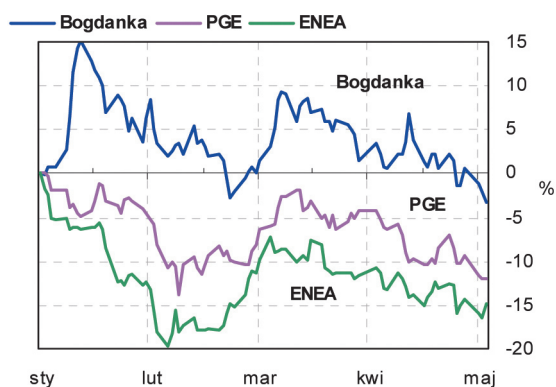
Obecnie nastroje na Giełdzie Warszawskiej nie są najlepsze. Takie wydarzenia, jak sytuacja finansowa w Grecji,



Rys. 7. Porównanie zmian indeksów WIG 20, WIG Energia i WIG Paliwa na GPW w 2010 r.

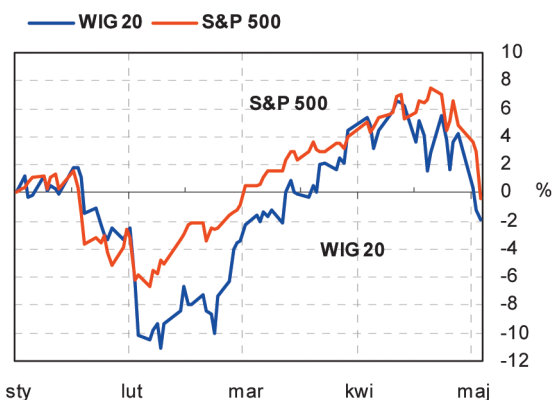
Źródło danych: [11]

kryzys finansowy strefy Euro (jeszcze nigdy w historii kraj z tej strefy nie był zagrożony niewypłacalnością) powodują, że na rynkach zaczyna przeważać sprzedaż akcji. Na przecenie akcji ma też wpływ osłabienie danych makroekonomicznych pochodzących z USA.



Rys. 8. Porównanie zmian i zmian cen akcji PGE S.A. oraz ENEA S.A. na GPW w 2010 r.

Źródło danych: [11]



Rys. 9. Porównanie indeksu WIG Energia (linia w kolorze niebieskim) z indeksem z WIG 20

Źródło danych: [11]

6. Podsumowanie

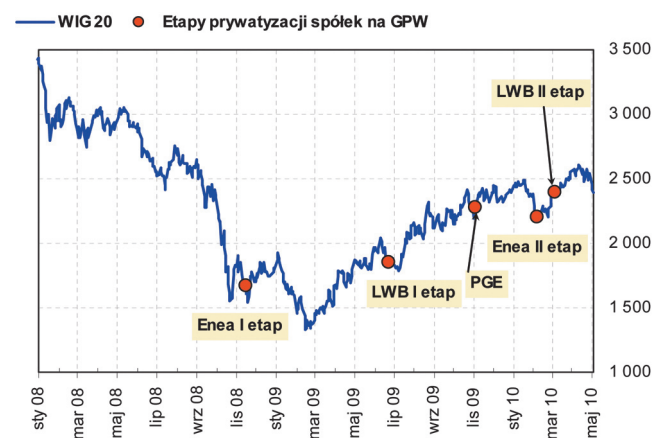
W Polsce w 2007 r. po kolejnym etapie konsolidacji w sektorze energetycznym, powstały cztery grupy energetyczne PGE S.A., Tauron S.A., ENERGA S.A. oraz ENEA S.A. Są to także największy sprzedawcy energii elektrycznej w Polsce. W 2008 r. rząd zdecydował, że wszystkie grupy będą prywatyzowane przez sprzedaż akcji na rynkach publicznych. Obecnie już dwie grupy (PGE i ENEA) są notowane na GPW w Warszawie. Pozostałe grupy są przygotowywane do wejścia na giełdę jeszcze w 2010 r. Jednak jakie udziały będą sprzedane będzie zależało od sytuacji na giełdzie. Obecnie najbardziej zaawansowany jest proces przygotowania do sprzedaży grupy Tauron. Prospekt emisyjny ma być opublikowany na przełomie maja i czerwca. Obecne wyceny tej firmy przez różne instytucje finansowe wahają się w bardzo szerokich, od 7,2 mld zł (np. bank UBS) do ponad 15 mld zł (np. DM BOS). Sukces emisji będzie uzależniony od koniunktury na giełdzie oraz od atrakcyjności oferty czyli ceny akcji.

Przyspieszenie procesu prywatyzacji w sektorze paliwo-energetycznym wynika z tego, że firmom energetycznym są potrzebne olbrzymie środki na inwestycje. Giełda to jedno z najlepszych źródeł na pozyskanie kapitału. Z drugiej strony rząd założył, że w 2010 r. przychody z prywatyzacji wyniosą 25 mld zł a wpływy uzyskane z wprowadzenia na giełdę grup energetycznych będą jednym z filarów tych dochodów.

Pojawienie się nowych firm na GPW skłoniło giełdę do utworzenia nowego subindeksu sektorowego WIG Energia z początkiem 2010 r. Jest to dziesiąty subindeks tego typu na giełdzie. W skład tego indeksu weszły obie wymienione grupy energetyczne.

Na giełdzie od 2006 r. jest obliczany subindeks WIG Paliwa. Po bardzo udanym debiucie giełdowym „Bogdanki” w 2009 r. kopalnia weszła w skład tego indeksu. Jest to w tej chwili jedyna polska kopalnia na giełdzie. Do prywatyzacji przez publiczną ofertę akcji jest przygotowywany KHW S.A. oraz JSW S.A. Na rysunku 10 zaznaczono okresy kolejnych etapów prywatyzacji spółek z sektora paliwo-energetycznego na GPW na tle poziomu notowań indeksu WIG 20.

Spośród wszystkich debiutów firm na GPW pokazanych na rysunku 10 najczęściej inwestorzy mogli zarobić na akcjach: „Bogdanki” – 17 %, PGE – 13 % i tylko 1 % na akcjach Enei. Jednak tylko akcje „Bogdanki” są zdecydowanie wyższe od cen debiutów. Mimo lekkiego spadku cen akcji w 2010 r. „Bogdanka” i tak ma zdecydowanie lepsze wyniki od grup ENEA i PGE. Wśród firm branych pod uwagę do obliczania



Rys. 10. Daty emisji spółek z sektora paliwo-energetycznego na GPW na tle notowań indeksu WIG 20

indeksu WIG Paliwa wskaźnik C/WK jest dla „Bogdanki” na poziomie ponad 1,4, gdy takich firm jak Orlen, PGINC czy Lotos poniżej 1.

Wydaje się obecnie, że wycena spółek Enea i PGE jest trochę zaniżona. Oczywiście na poziom tej wyceny wpływa ogólna sytuacja na giełdzie, na której obecnie tracą prawie wszystkie główne indeksy. Polska giełda podąża za trendami na rynkach międzynarodowych na których wpływ kryzysu finansowego związany z Grecją, strefą Euro i niepewne informacje, czy gospodarka USA pozegnała już recesję, jest bardzo widoczny.

Informacje fundamentalne o sektorze elektroenergetycznym mówią natomiast co innego. Mimo że w 2009 r. nastąpił zarówno spadek produkcji (2,2 %), jak i zużycia energii elektrycznej (2,9 %) to wynik finansowy elektroenergetyki w 2009 r. był zaskakująco wysoki. Wynik u wytwórców był 2,8 razy wyższy niż w 2008 r. W podsektorze przesyłu 1,6 razy wyższy, przedsiębiorstwa obrotu SD (POSD) zwiększyły wynik 2 razy a operatorzy systemów dystrybucyjnych (OSD) o 30 % [1, 2]. Ponadto w 2010 r. dzięki wzrostowi gospodarczemu, po czterech miesiącach nastąpił wzrost zużycia energii elektrycznej o ponad 6,2 %, a jego produkcja wzrosła o 2,4 %. Na węglu kamiennym produkcja energii wzrosła po 4 miesiącach o 3,4 % na węglu brunatnym spadła o 1,4 % (to głównie wynik awarii w elektrowniach) [26].

Literatura

1. *Gabrys L.*: Nowe otwarcie dla elektroenergetyki. Polska Energia nr 4/2010, 2000.
 2. *Mikolajuk H.*: Sprzedaż i wyniki finansowe elektroenergetyki w roku 2009. ARE 2010 – www.cire.pl
 3. Biuletyn URE 3/2008 – Sprawozdanie z działalności Prezesa URE w 2007 r.
 4. Informacja statystyczna o energii elektrycznej (miesięcznik), grudzień 2008 i 2009, ARE.
 5. Raport Roczny Gielda Papierów Wartościowych w Warszawie, 2008.
 6. Rocznik Gieldowy (dane statystyczne za rok 2008) – Gielda Papierów Wartościowych w Warszawie, 2009.
 7. Rocznik Gieldowy (dane statystyczne za rok 2009) – Gielda Papierów Wartościowych w Warszawie, 2010.
 8. Statystyka elektroenergetyki polskiej 2008, ARE.
 9. Sytuacja w elektroenergetyce – IV kwartał 2009, ARE.
 10. Szczegółowe Zasady Obrotu Gieldowego – stan na maj 2010 - Gielda Papierów Wartościowych w Warszawie
 11. <http://stooq.pl>
 12. www.bankier.pl
 13. www.cezpolska.pl
 14. www.cpenergia.pl
 15. www.enea.pl
 16. www.gpw.pl
 17. www.kogeneracja.com.pl
 18. www.lotos.pl
 19. www.lw.com.pl
 20. www.mol.hu/en
 21. www.newworldresources.eu
 22. www.pepsa.com.pl
 23. www.petroinvest.pl
 24. www.pge.pl
 25. www.pgging.pl
 26. www.pse-operator.pl
 27. www.orlen.pl
-
-