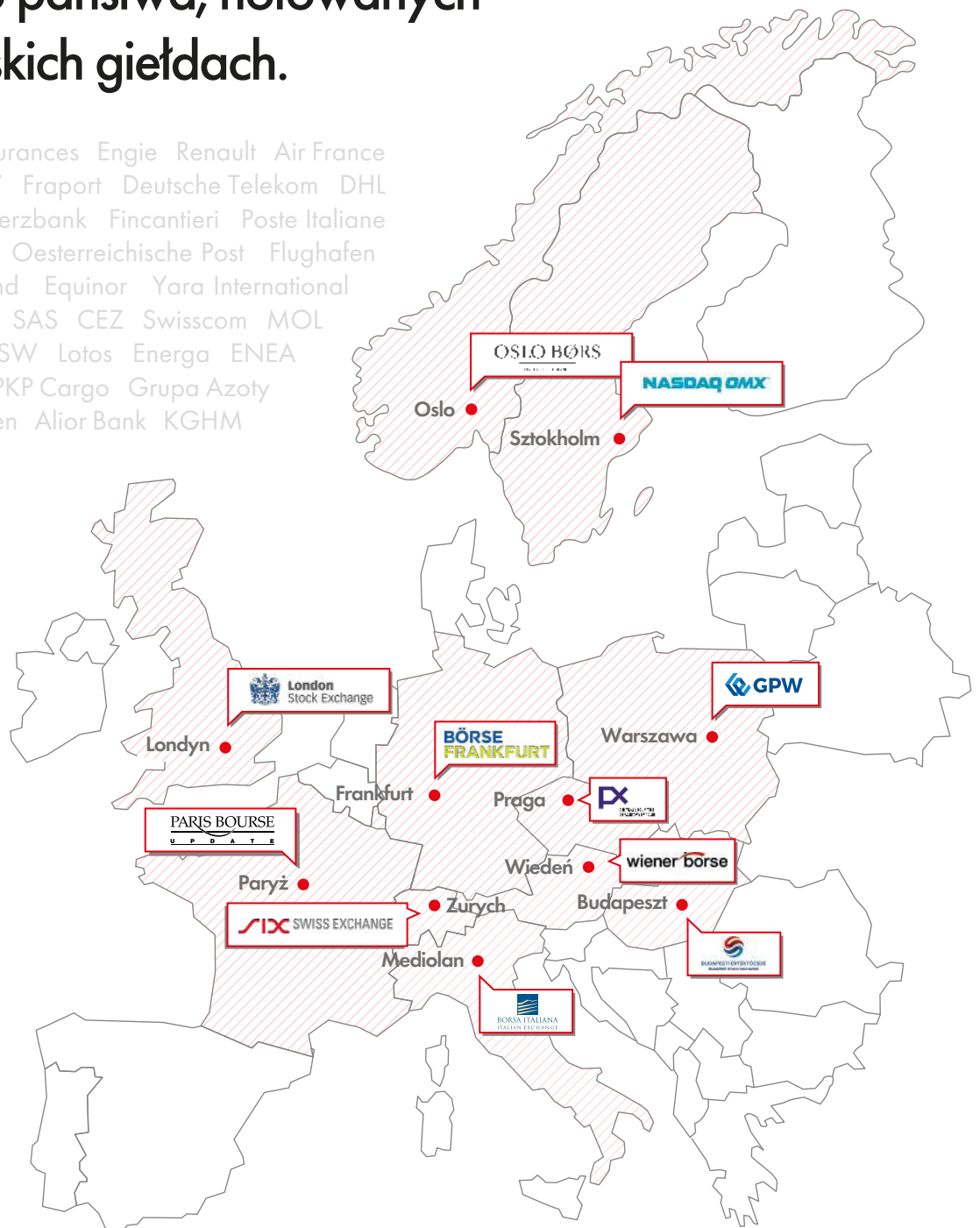


Wycena zależy od ładu korporacyjnego

Raport: analiza spółek kontrolowanych
przez skarb państwa, notowanych
na europejskich giełdach.

EDF Energy CNP Assurances Engie Renault Air France
KLM Orange EnBW Fraport Deutsche Telekom DHL
Deutsche Post Commerzbank Fincantieri Poste Italiane
Leonardo Eni Enel Oesterreichische Post Flughafen
Wien OMV Verbund Equinor Yara International
DNB Telia Company SAS CEZ Swisscom MOL
RBS PGNiG PGE JSW Lotos Energa ENEA
Tauron GPW PZU PKP Cargo Grupa Azoty
Bank Pekao PKN Orlen Alior Bank KGHM
PKO BP



Główne tezy raportu:

Celem Raportu było zbadanie i porównanie wartości europejskich spółek, które są notowane na giełdzie, ale istotną rolę decyzyjną odgrywają w nich skarby najważniejszych europejskich państw. Przed autorami Raportu stało kluczowe pytanie: czy istotny udział skarbu państwa w akcjonariacie ma znaczenie dla wartości spółek, a jeśli tak – to czy na ich kondycję (np. wycenę) wpływa raczej kraj pochodzenia (notowania) spółki, i tym samym otoczenie regulacyjne i zasady corporate governance, czy raczej sektor, w którym dana spółka operuje.

Wprawdzie obecność skarbu państwa w akcjonariacie nie powoduje jednoznacznie negatywnych różnic w zarządzaniu, strategii czy wynikach finansowych spółek, to jednak spółki z udziałem skarbu państwa (dalej: SPP) są powszechnie postrzegane jako mniej efektywne niż firmy prywatne. Panuje przekonanie, że celem tego akcjonariusza nie jest wyłącznie budowa wartości spółki i zwrotu dla akcjonariuszy. Zgodnie z powszechną opinią, rządy państw mają również tendencję do nieuwzględniania praw akcjonariuszy mniejszościowych oraz prowadzenia nie w pełni transparentnej polityki kadrowej, szczególnie na najwyższych menedżerskich stanowiskach. Z jednej więc strony takie spółki gwarantują akcjonariuszom stabilność i bezpieczeństwo zainwestowanych środków (małe prawdopodobieństwo bankructwa), a z drugiej są postrzegane jako mniej elastyczne i mniej efektywne oraz podatne na polityczne i regulacyjne wpływy, a co za tym idzie: generujące potencjalnie większe ryzyko inwestycyjne.

W Raporcie przebadano łącznie 45 notowanych na giełdzie SPP z Polski, Niemiec, Francji, Wlk. Brytanii, Włoch, Austrii, Szwajcarii, Norwegii, Szwecji oraz – ze względu na wartość porównawczą – po jednej spółce z Węgier i Czech. Skarb Państwa jest w tych firmach reprezentowany bezpośrednio (np. przez ministerstwo), ale także poprzez podmioty zależne (np. fundusz inwestycyjny bądź jednostkę samorządu terytorialnego) lub inne firmy kontrolowane przez Skarb Państwa. W wyniku analizy postawiono najważniejsze tezy.

Atrakcyjność inwestycyjna (wycena) europejskich notowanych spółek skarbu państwa w dużej mierze zależy od:

- **przestrzegania zasad corporate governance, w tym przede wszystkim praw akcjonariuszy mniejszościowych (jedna akcja, jedno prawo, jeden głos);**
- **stabilnej polityki zatrudnieniowej managementu (im mniejsza rotacja, tym atrakcyjniejsza spółka), gwarantującej realizację długoterminowej strategii budującej wartość spółki;**
- **przewidywalnej i stabilnej polityki dywidendowej, promującej długoterminowe związanie się inwestora ze spółką (brak takiej polityki automatycznie obniża wyceny w modelach analitycznych).**

Wnioski:

- Najwięcej SSP notowanych na giełdzie (wartość każdej powyżej 350 mln euro) występuje w Polsce (16), następnie we Francji (6), Niemczech (5), Włoszech (5), Austrii (4) i Norwegii (3).
- Polska zdecydowanie wyróżnia się na tle pozostałych rynków europejskich pod względem wagi SSP w największych indeksach. Podczas gdy za granicą ich znaczenie jest marginalne, spółki kontrolowane bezpośrednio lub pośrednio przez państwo stanowią ponad 74 proc. wagi głównego indeksu warszawskiej giełdy WIG20.
- W większości krajów europejskich państwo kontroluje spółki związane z energetyką i paliwami. W Polsce do państwa należy również istotna część sektora bankowego.
- Część spółek z pozostałych branż znajduje się w państwowym portfolio ze względu na strategiczny wymiar sektora czy też samej spółki, jak również słabą kondycję finansową (np. Commerzbank w Niemczech, Royal Bank of Scotland w Wielkiej Brytanii).
- Rynek najwyższej wyceny niemieckie SSP, natomiast nie doszacowuje spółek francuskich (wskaźnik P/BV) i polskich (wskaźnik P/E). Polskie spółki są jednak z reguły wyceniane niżej niż zagraniczni konkurenci, co widać zwłaszcza w sektorze energetycznym i paliwowym.
- Najwyższą stopę dywidendy osiągają spółki francuskie – ponad 4 proc. średniorocznie, a najniższą polskie – nieco ponad 2 proc.
- Najwyższy stopień rotacji (czyli najkrótszy okres urzędowania) odnotowują prezesi polskich spółek, co należy uznać za istotną wadę. Najdłużej urzędy piastują prezesi w Niemczech, co ułatwia wdrażanie długoterminowych planów strategicznych.
- Pod względem kapitalizacji dominuje Deutsche Telekom (70,5 mld euro). Tuż za nim plasuje się norweski koncern paliwowy, wydobywający ropę na całym świecie – Equinor (61,8 mld euro) oraz włoski gigant energetyczny Enel (51,2 mld euro).
- W sektorze energetycznym najbardziej „atrakcyjną” europejską spółką jest austriacki koncern Verbund, posiadający w swoim portfolio hydroelektrownie, oraz czeski CEZ. Wśród spółek przemysłowych – włoskie przedsiębiorstwo stoczniowe Fincantieri i norweski koncern chemiczny Yara International.
- Na tle europejskiej konkurencji dobrze wypada kontrolowany przez Skarb Państwa polski sektor bankowy, zarówno pod względem wycen, jak i generowanych zysków.
- Istotnym elementem wpływającym na pozytywne postrzeganie spółki przez rynek jest obecność w ich akcjonariacie prywatnych, międzynarodowych funduszy inwestycyjnych w strukturze udziałowej – przykładają one szczególne znaczenie do przestrzegania zasad ładu korporacyjnego.
- Dla spółek z Europy Zachodniej jest to średnio między 6 a 8 podmiotów (w każdej spółce), zaś w Europie Środkowo-Wschodniej jest to około 2 podmiotów. Wyjątkiem jest czeski CEZ, w którego akcjonariacie gości aż 7 funduszy. Słabsza reprezentacja zagranicznych inwestorów instytucjonalnych w Europie Środkowo-Wschodniej, zdaniem autorów Raportu, wynika z niższej kapitalizacji firm regionu, mniejszej skali działania spółek oraz uwarunkowań historycznych (rozwój gospodarki rynkowej po 1989 r.).

Wyniki opisanych w Raporcie badań potwierdzają, że jeśli akcjonariusz państwowy postępuje zgodnie z dobrymi praktykami rynkowymi oraz prowadzi rozsądną politykę inwestycyjną, duży udział państwowego gracza w spółkach giełdowych nie powoduje negatywnych konsekwencji dla inwestorów i całego rynku. Ważne jest także, by skarb państwa, wykorzystując swoją pozycję i narzędzia, budował trwałą wartość dla akcjonariuszy i nie przyczyniał się do wywoływania chwilowych turbulencji wśród uczestników rynku (niestabilne otoczenie prawne, brak jasno wyznaczonych celów SSP, częste zmiany w zarządach czy brak sprecyzowanej polityki dywidendowej).

Spółki z państwowym akcjonariatem według krajów (bezpośrednio lub pośrednio)

Kraj	Spółka	Branża	Udział państwa
Polska	PGNiG	Paliwa	71,00%
Polska	PGE	Energetyka	58,38%
Polska	JSW	Przemysł i wydobywanie	55,17%
Polska	Lotos	Paliwa	53,19%
Polska	Energa	Energetyka	51,52%
Polska	ENEA	Energetyka	51,50%
Polska	Tauron	Energetyka	40,45%
Polska	GPW	Finanse	35,00%
Polska	PZU	Finanse	34,19%
Polska	PKP Cargo	Przemysł i wydobywanie	33,01%
Polska	Grupa Azoty	Przemysł i wydobywanie	33,00%
Polska	Bank Pekao	Finanse	32,80%
Polska	PKN Orlen	Paliwa	32,42%
Polska	Alior Bank	Finanse	31,91%
Polska	KGHM	Przemysł i wydobywanie	31,79%
Polska	PKO Bank Polski	Finanse	31,39%
Francja	EDF Energy	Energetyka	83,70%
Francja	CNP Assurances	Finanse	78,20%
Francja	Engie	Energetyka	26,57%
Francja	Orange	Telekomunikacja	22,96%
Francja	Renault	Przemysł i wydobywanie	15,01%
Francja	Air France KLM	Lotnictwo	14,30%
Niemcy	EnBW	Energetyka	93,50%
Niemcy	Fraport	Lotnictwo	51,34%
Niemcy	Deutsche Telekom	Telekomunikacja	31,90%
Niemcy	Deutsche Post	Usługi pocztowe	20,53%
Niemcy	Commerzbank	Finanse	15,60%
Włochy	Fincantieri	Przemysł i wydobywanie	71,64%
Włochy	Poste Italiane	Usługi pocztowe	64,26%
Włochy	Leonardo	Przemysł i wydobywanie	30,20%
Włochy	Eni	Paliwa	30,10%
Włochy	Enel	Energetyka	23,60%
Austria	Oesterreichische Post	Usługi pocztowe	52,80%
Austria	Flughafen Wien	Lotnictwo	40,00%
Austria	OMV	Paliwa	31,50%
Austria	Verbund	Energetyka	81,00%
Norwegia	Equinor (dawny Statoil)	Paliwa	70,30%
Norwegia	Yara International	Przemysł i wydobywanie	41,10%
Norwegia	DNB	Finanse	40,40%
Szwecja	Telia Company	Telekomunikacja	37,30%
Szwecja	SAS	Lotnictwo	14,80%
Wielka Brytania	Royal Bank of Scotland	Finanse	62,40%
Czechy	CEZ	Energetyka	69,80%
Szwajcaria	Swisscom	Telekomunikacja	50,95%
Węgry	MOL	Paliwa	33,60%

Na przeanalizowanych rynkach na giełdach notowanych jest 45 spółek z udziałem państwa, z czego aż 16 to polskie firmy. Pod uwagę wzięto firmy o kapitalizacji powyżej 350 mln EUR z Polski i Europy Zachodniej (Niemcy, Francja, Wielka Brytania, Włochy, Austria, Szwajcaria, Norwegia, Szwecja) oraz ze względu na wartość porównawczą, węgierski MOL oraz czeski CEZ.

Zestawienie spółek według kapitalizacji rynkowej

Pozycja	Spółka	Kraj	Branża	Kapitalizacja w mln EUR*
1.	Deutsche Telekom	Niemcy	Telekomunikacja	70 565
2.	Equinor	Norwegia	Paliwa	61 796
3.	Enel	Włochy	Energetyka	51 240
4.	Eni	Włochy	Paliwa	49 970
5.	EDF	Francja	Energetyka	41 542
6.	Orange	Francja	Telekomunikacja	37 640
7.	Engie	Francja	Energetyka	30 514
8.	Deutsche Post	Niemcy	Usługi pocztowe	29 565
9.	Royal Bank of Scotland	Wielka Brytania	Finanse	28 958
10.	DNB	Norwegia	Finanse	22 326
11.	Swisscom	Szwajcaria	Telekomunikacja	21 537
12.	Telia Company	Szwecja	Telekomunikacja	17 860
13.	Renault	Francja	Przemysł i wydobywanie	16 132
14.	Verbund	Austria	Energetyka	12 938
15.	CNP Assurances	Francja	Finanse	12 702
16.	OMV	Austria	Paliwa	12 518
17.	PKO Bank Polski	Polska	Finanse	11 482
18.	CEZ	Czechy	Energetyka	11 223
19.	PKN Orlen	Polska	Paliwa	10 765
20.	PGNiG	Polska	Paliwa	9 292
21.	Yara International	Norwegia	Przemysł i wydobywanie	9 178
22.	Poste Italiane	Włochy	Usługi pocztowe	9 117
23.	PZU	Polska	Finanse	8 822
24.	EnBW	Niemcy	Energetyka	8 077
25.	MOL	Węgry	Paliwa	7 922
26.	Commerzbank	Niemcy	Finanse	7 239
27.	Bank Pekao	Polska	Finanse	6 658
28.	Fraport	Niemcy	Lotnictwo	5 776
29.	Leonardo	Włochy	Przemysł i wydobywanie	4 440
30.	PGE	Polska	Energetyka	4 351
31.	KGHM	Polska	Przemysł i wydobywanie	4 137
32.	Air France KLM	Francja	Lotnictwo	4 063
33.	Lotos	Polska	Paliwa	3 808
34.	Flughafen Wien	Austria	Lotnictwo	2 898
35.	Oesterreichische Post	Austria	Usługi pocztowe	2 028
36.	JSW	Polska	Przemysł i wydobywanie	1 838
37.	Alior Bank	Polska	Finanse	1 615
38.	Fincantieri	Włochy	Przemysł i wydobywanie	1 557
39.	Enea	Polska	Energetyka	1 017
40.	Tauron	Polska	Energetyka	893

41.	Energa	Polska	Energetyka	859
42.	SAS	Szwecja	Lotnictwo	782
43.	Grupa Azoty	Polska	Przemysł i wydobywanie	720
44.	PKP Cargo	Polska	Przemysł i wydobywanie	458
45.	GPW	Polska	Finanse	358

*kapitalizacja na dzień 31.12.2018

1. Indeks Stoxx 600 Europe

Aby ocenić pozycję rynkową spółek państwowych z niniejszego zestawienia, posłużono się indeksem STOXX 600 Europe. Przy stałej liczbie 600 komponentów reprezentuje on firmy o dużej, średniej i małej kapitalizacji z 17 krajów Europy: Austrii, Belgii, Danii, Finlandii, Francji, Niemiec, Irlandii, Włoch, Luksemburga, Holandii, Norwegii, Polski, Portugalii, Hiszpanii, Szwecji, Szwajcarii i Wielkiej Brytanii.

Metodologia indeksu STOXX opiera się na następujących kryteriach:

- klasyfikacji kraju jako rozwiniętego lub wschodzącego,
- danych makroekonomicznych,
- kapitalizacji rynkowej,
- płynności rynku,
- wymienialności waluty,
- ograniczeń w przepływie kapitału,
- zarządzaniu w oparciu o stabilność polityczną,
- kontroli korupcji i jakości regulacji.

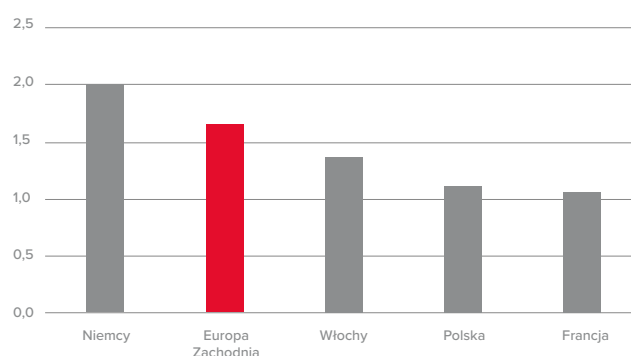
Na 600 spółek wchodzących w skład indeksu 27, to spółki z niniejszego zestawienia. Pod względem kapitalizacji rynkowej stanowią ok. 7% całego indeksu. Są to: Air France KLM, CNP Assurances, Commerzbank, Deutsche Post, Deutsche Telekom, DNB, EDF Energy, Enel, Engie, Eni, Equinor, Fraport, KGHM, Leonardo, OMV, Orange, Pekaó, PGNiG, PKN Orlen, PKO Bank Polski, PZU, RBS, Renault, Swisscom, Telia, Verbund i Yara International. Mimo faktu, że niski procent badanych firm znajduje się w składzie indeksu, stanowią one aż 60 proc. spółek z raportu. Oznacza to, że europejskie spółki z udziałem skarbu państwa są znaczącymi podmiotami z punktu widzenia międzynarodowych inwestorów instytucjonalnych.

2. Zestawienie spółek w podziale na kraje

W celu lepszego porównania poszczególnych krajów zagregowano dane dla każdego rynku, aby zaprezentować ogólne tendencje na poziomie międzynarodowym. Do porównania

zastosowano średnią wartość wskaźników P/BV w pierwszym półroczu 2018 r., gdyż jest to najbardziej aktualny termin przekazanych, zaudytowanych wyników finansowych dla poszczególnych firm.

P/BV



Niemcy mają najwyższy wskaźnik ceny do wartości księgowej wśród SSP spośród badanych krajów. Ich wycena wskaźnikowa jest niemal dwukrotnie wyższa niż ostatnich pod tym względem spółek polskich, czy francuskich (2,00 vs 1,12 i 1,07).

P/E



Podobnie wygląda sytuacja w przypadku wskaźnika P/E. Niemcy są na pierwszym miejscu ze znaczną przewagą nad pozostałymi krajami. Wartość tego wskaźnika może być jednak minimalnie zaburzona w przypadku Niemiec, ponieważ strategia państwa niemieckiego opiera się w pewnym stopniu na przejmowaniu spółek, które mają problemy finansowe, co winduje wartość wskaźnika. Niemniej jednak Niemcy zasłużenie zajmują pierwsze miejsce. Na drugim krańcu zestawienia jest Polska, ze skrajnie niską wartością wskaźnika i znaczną różnicą do przedostatnich w tym zestawieniu

Włoch (odpowiednio 9,95 vs 16,09).

Sama jednak ocena wskaźnikowa P/BV czy P/E może nie być w pełni miarodajna, ponieważ nie jest ona związana wyłącznie ze sposobem, w jaki zarządzane są SSP, ale również z płynnością na giełdzie, wielkością i stabilnością gospodarki, przepisami prawnymi, itp. Dla jeszcze lepszego porównania zestawiono średnie wartości wskaźników dla całych indeksów (DAX, CAC40, WIG20, FTSE MIB) i przyrównano je z SSP notowanymi na danym rynku.

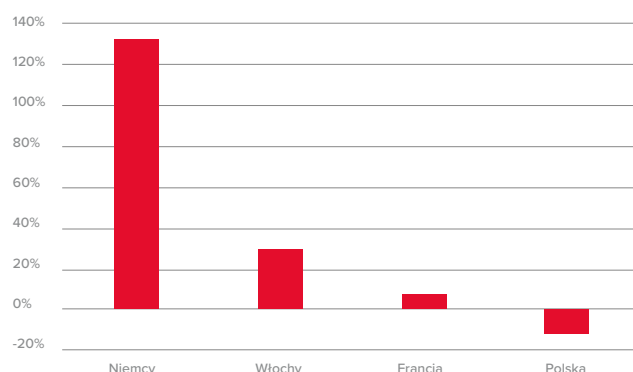
Wyniki nie uległy istotnym zmianom, spółki niemieckie nadal znajdują się na pierwszym miejscu, zarówno w przypadku wskaźnika P/BV, jak również P/E.

P/B - ujęcie porównawcze



Co ciekawe, w przypadku P/BV bardzo niekorzystnie wyglądają spółki francuskie, które notowane są z ponad 35-proc. dyskontem względem całego indeksu CAC40. W przypadku Polski, dyskonto sięga około 5 proc.. Różnica polskich SSP względem indeksu WIG20 nie jest duża, gdyż jak już wcześniej wskazano, waga SSP w tym indeksie stanowi niemal ¼.

P/E - ujęcie porównawcze



W przypadku wskaźnika P/E widać ogromną przewagę niemieckich SSP. Jak już wcześniej wspomniano, jest to wynikiem udziałów spółek z problemami finansowymi, które osiągają minimalne zyski, tym samym zawyżając wartość wskaźnika. Na drugim końcu zestawienia znalazły się spółki z Polski, które jako jedyne w zestawieniu były wyceniane z dyskontem względem całego rynku (10 proc.).

Z powyższej analizy można wnioskować, że SSP niemieckie są wyceniane najwyżej, na kolejnym miejscu są spółki włoskie, zaś końcowe miejsca zajmują spółki francuskie i polskie, które wyraźnie odstają od pozostałych krajów z zestawienia. W celu identyfikacji przyczyn powyższej sytuacji zbadano corporate governance w poszczególnych krajach. Pod uwagę wzięto stopień rotacji zarządów, jako przykład stabilności egzekwowania długoterminowej wizji i strategii SSP oraz politykę dywidendową, gdyż rynek zazwyczaj oczekuje wynagrodzenia za inwestycje w SSP i związaną z tym ekspozycję na ryzyko polityczne w postaci regularnych wypłat zysku.

Średni czas kadencji prezesów spółek

Firma	Kraj	Prezes	Długość kadencji
MOL	Węgry	Zsolt Hernadi	17,7
Fincantieri	Włochy	Giuseppe Bono	16,7
Renault	Francja	Carlos Ghosn	13,6
DNB	Norwegia	Rune Bjerke	12,0
Deutsche Post	Niemcy	Frank Appel	11,0
Verbund	Austria	Wolfgang Anzengruber	10,0
Fraport	Niemcy	Stefan Schulte	9,4
Oesterreichische Post	Austria	Georg Pölzl	9,3
PKO Bank Polski	Polska	Zbigniew Jagiełło	9,3
Orange	Francja	Stéphane Richard	7,8
SAS	Szwecja	Rickard Gustafson	7,8
Flughafen Wien	Austria	Julian Jäger/Günther Ofner*	7,5
CEZ	Czechy	Daniel Benes	7,4
EnBW	Niemcy	Frank Mastiaux	6,3

Telia Company	Szwecja	Johan Dannelind	5,4
Royal Bank of Scotland	Anglia	Ross McEwan	5,3
Swisscom	Szwajcaria	Urs Schaeppi	5,2
Deutsche Telekom	Niemcy	Timotheus Höttges	5,0
Eni	Włochy	Claudio Descalzi	4,8
Enel	Włochy	Francesco Starace	4,7
Equinor	Norwegia	Eldar Sætre	4,3
EDF	Francja	Jean-Bernard Lévy	4,2
OMV	Austria	Rainer Seele	3,5
Yara International	Norwegia	Svein Tore Holsether	3,4
ENEA	Polska	Mirosław Kowalik	3,0
PGNiG	Polska	Piotr Woźniak	3,0
PGE	Polska	Henryk Baranowski	2,8
Commerzbank	Niemcy	Martin Zielke	2,7
Engie	Francja	Isabelle Kocher	2,6
Tauron	Polska	Filip Grzegorzcyk	2,2
Grupa Azoty	Polska	Wojciech Wardacki	2,1
GPW	Polska	Marek Dietl	2,0
Poste Italiane	Włochy	Matteo Del Fante	1,7
PZU	Polska	Paweł Surówka	1,7
Leonardo	Włochy	Alessandro Profumo	1,7
Bank Pekao	Polska	Michał Krupiński	1,6
JSW	Polska	Daniel Ozon	1,1
PKN Orlen	Polska	Daniel Obajtek	0,9
Lotos	Polska	Aleksander Bonca	0,8
PKP Cargo	Polska	Czesław Warszewicz	0,7
KGHM	Polska	Marcin Chludziński	0,6
CNP Assurances	Francja	Antoine Lissowski	0,2
Air France KLM	Francja	Anne Rigail	0,1
Alior Bank	Polska	Krzysztof Bachta	0,0
Energa	Polska	Alicja Barbara Klimiuk	0,0

*CFO i COO, spółka nie ma CEO/Prezesa

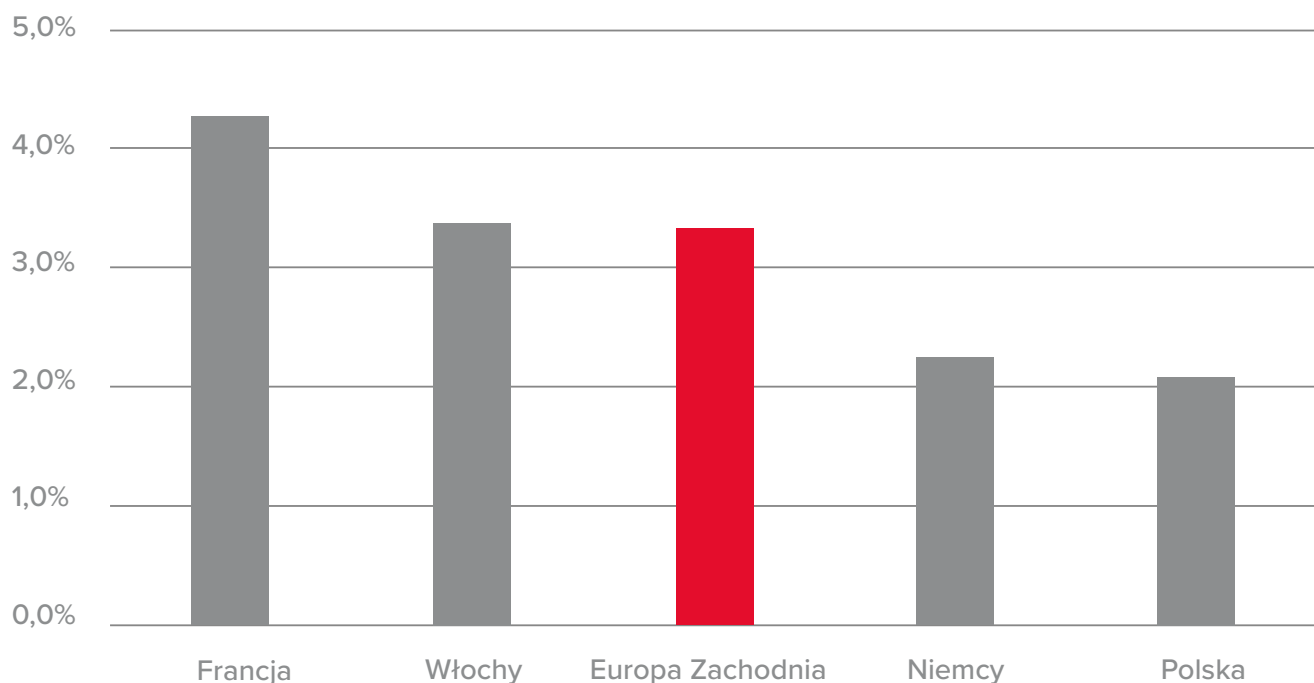
W tabeli zaprezentowano długość kadencji prezesów od momentu rozpoczęcia kierowania przedsiębiorstwem do 31 grudnia 2018 r.

Zestawienie prezentuje kadencje prezesów wszystkich spółek, gdyż jest ono cytowane także w dalszej części raportu, podczas badania poszczególnych sektorów gospodarki. Warto odnotować, że pierwsze miejsce zajmuje prezes firmy z Europy Środkowo-Wschodniej. Można zaryzykować tezę, że długoletnie szefowanie węgierskiemu MOL przez Zsolta Hernadi było i jest jednym z głównych czynników sprzyjających przekształceniu tej spółki z lokalnego w międzynarodowego gracza na rynku oil&gas. Z analizy średniego czasu piastowania funkcji prezesa zarządu wynika, że jest on najkrótszy w Polsce – średnio na stanowisku prezesa zarządu zmiana zachodzi co 2 lata. Jest to niemal trzykrotnie krócej, niż w następnych w kolejności Francji i Włoszech, gdzie prezes średnio sprawuje funkcję przez 5-6 lat, natomiast najrzadziej zmiany zachodzą w spółkach niemieckich i austriackich (odpowiednio 7 i 8 lat). Uznany za polskiego prawdziwego długodystansowca, zajmujący swe stanowisko prawie od 10 lat, prezes PKO BP Zbigniew Jagiełło zajmuje wysokie, 9. miejsce.

3. Polityka dywidendowa SSP

W celu uzyskania szerszego obrazu spółek z udziałem skarbu państwa porównano politykę dywidendową w poszczególnych krajach. Jest ona często odbierana jako rekompensata dla inwestorów za ekspozycję na dodatkowe ryzyko polityczne.

Średnia wartość dywidendy w latach 2015-2017



Średnią wartość dywidendy liczone jako średnią arytmetyczną wartości dywidendy dla każdej ze spółek z badanego regionu w okresie 2015-2017. Warto zauważyć, że najwyższą dywidendę płać spółki francuskie, które pod względem wskaźników P/E oraz P/BV są wyceniane bardzo nisko. Średnia dywidenda dla Paryża wynosi około 4,3 proc., na drugim biegunie są spółki polskie, które płać o połowę niższą dywidendę, rzędu 2,1 proc. oraz spółki niemieckie - 2,25 proc. Lider wyceny wskaźnikowej płać więc stosunkowo niską dywidendę. Należy jednak zwrócić uwagę na znaczne różnice pomiędzy strukturą SSP w poszczególnych krajach. We Francji duże znaczenie mają spółki energetyczne, które poczyniły już znaczne nakłady finansowe na budowę reaktorów jądrowych, a teraz korzystają z możliwości produkcji taniej energii elektrycznej i wypłacają znaczną część zysków w postaci dywidendy. We Włoszech sytuacja prezentuje się podobnie, występuje duży udział spółek z sektora energetycznego i paliwowego. W przypadku spółek niemieckich, duży wpływ na niską dywidendę ma Commerzbank, który zmaga się z problemami finansowymi. Na rynku polskim notowane są spółki z szerokiego spektrum gospodarczego, zarówno z sektora energetycznego, paliwowego, jak również finansowego, czy wydobywczego. Na poziomie krajowym nie można więc jednoznacznie stwierdzić, że corporate governance ma istotne znaczenie dla wyceny SSP notowanych na giełdach, gdyż przekrój firm w poszczególnych krajach jest zgoła odmienny. Dla lepszego porównania autorzy Raportu zdecydowali o podziale spółek na poszczególne sektory, aby lepiej odwzorować realia rynkowe.

4. Komentarze ekspertów

Wartością korporacyjna dyplomacja

Struktura przemysłowa i gospodarcza Włoch tradycyjnie była oparta na bezpośredniej ingerencji państwa. Był to model powojennej odbudowy kraju, który obowiązywał w mniej więcej tej samej formule przez niemal 40 lat.

Dziś obecność państwa w gospodarce narodowej, choć nadal pozostaje istotna, ogranicza się do pewnych strategicznych sektorów; podlega też przepisom Unii Europejskiej dotyczącym handlu i wolnej konkurencji.

Większość firm z udziałem państwa to dziś spółki notowane na giełdzie i całkowicie zintegrowane ze współczesną gospodarką. Niektóre z nich to firmy globalne, o zasięgu światowym, takie jak np. Enel, Eni czy Leonardo. Inne skupiają się w tej chwili na globalnej modernizacji modeli biznesowych i organizacyjnych, co robi np. Poste Italiane, która wynajęła SEC do wdrożenia programu angażowania społeczności lokalnej przy procesie reorganizacji sieci lokalnych urzędów pocztowych.

Pozytywna rola państwowych spółek

Mimo że podzielam kluczowe wnioski raportu, który trafnie wskazuje niebezpieczne elementy w kontrolowaniu i zarządzaniu spółką z udziałem państwa (zmiany w zarządzie, wpływ polityki na realizację planów biznesowych, niejasna polityka dywidendowa), to jednak wierzę w to, że państwowe spółki odgrywają pozytywną rolę nie tylko we Włoszech, ale i na arenie światowej.

Jeden aspekt szczególnie przykuwa moją uwagę. Jest to swego rodzaju korporacyjna dyplomacja, by posłużyć się terminem zaproponowanym w wydanej niedawno we Włoszech książce o tym tytule autorstwa Vittoria Cino i Andrei Fontany. Według autorów dziś bieg wydarzeń popycha korporacje do rozszerzania zakresu sprawozdawczości publicznej nie przez wzgląd na przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego, ale raczej oddanie zarządzania w ręce mas konsumentów-obywateli. Ta szczególna grupa interesariuszy ma bardzo specyficzne oczekiwania: z jednej strony oczekują oni wysokiej jakości produktów, ale jednocześnie szukają silniejszej marki, która jest w stanie zająć stanowisko w kluczowych tematach i narzucić konkretny scenariusz działań.

Nowa tożsamość firm

Ten szerszy zasięg społeczny jest w rzeczywistości coraz silniejszym dążeniem wielu międzynarodowych korporacji: podczas gdy hiperkonsumpcjonizm wyraźnie odchodzi w przeszłość, firmy szukają nowej tożsamości, z mocniejszym i bardziej odpowiedzialnym "wspólnym" podejściem, co chcą osiągnąć poprzez komunikację opartą bardziej na kontencie i share'owaniu, niż na marketingu produktowym.

W tym kontekście uważam duże spółki z udziałem państwa za dobrze przygotowane, zarówno pod względem kultury, jak i know-how, do wzięcia udziału w transformacji globalnej gospodarki z systemu zorientowanego na produkt na system zorientowany na wartość.



Fiorenzo Tagliabue
Prezes Zarządu, Grupa SEC
Mediolan, Włochy

Nacjonalizacja obroną przed wrogim przejęciem

Historie niemieckich spółek analizowanych w tej interesującej publikacji znacząco różnią się między sobą. Wystarczy w tym miejscu przypomnieć niedawną wypowiedź federalnego ministra gospodarki Petera Altmeiera o tym, że – szczególnie w kontekście ekspansji Chin – państwo powinno przejmować udziały w niemieckich spółkach zagrożonych wrogim przejęciem przez zagraniczny kapitał. Krytycy podnosili wówczas argument, że podejmowanie takich kroków powinno być możliwe jedynie w wyjątkowych sytuacjach. Właśnie taka wyjątkowa sytuacja miała miejsce przed 10 laty, kiedy to niemiecki rząd objął pakiet akcji w Commerzbanku, by uchronić go przed upadkiem. W opinii wielu ekspertów był to czarny dzień dla niemieckiego podatnika, jako że bank nadal pogrążony jest w głębokim kryzysie, a od tego czasu jego wartość rynkowa dramatycznie spadła i dziesiątki tysięcy pracowników straciły pracę.

Dobra kondycja niemieckich gigantów

Mniej więcej w tym samym czasie, gdy niemiecki rząd federalny stawał się współudziałowcem Commerzbanku, równocześnie stopniowo wycofywał się z akcjonariatu dwóch innych niemieckich spółek – Deutsche Telekom i Deutsche Post. W 1996 roku obie te firmy zostały przekształcone z przedsiębiorstw państwowych w spółki akcyjne w ramach tzw. reformy pocztowej. Debiut giełdowy Deutsche Telekom nastąpił od razu w tym samym roku a Deutsche Post wszedł na giełdę dopiero cztery lata później. W ciągu ostatnich dwudziestu lat państwo niemieckie stopniowo wyzbywało się swoich akcji w obu spółkach a w przypadku Deutsche Telekom rząd federalny zapowiada dalszą redukcję swoich udziałów bądź nawet całkowitą ich odsprzedaż. W zgodnej opinii ekspertów zarówno Deutsche Telekom, jak i Deutsche Post są obecnie w o wiele lepszej kondycji niż ich konkurenci w innych krajach, z których wielu to nadal przedsiębiorstwa państwowe.

Prywatyzacyjne potknięcia

Nie wszędzie jednak prywatyzacja zakończyła się sukcesem. Przykładem na to jest przypadek EnBW. Po odsprzedaniu części udziałów w tym przedsiębiorstwie energetycznym z południowo-zachodnich Niemiec jego francuskiemu konkurentowi – spółce Électricité de France (EdF), rząd kraju związkowego Badenia-Wirtembergia zdecydował się ponownie odkupić swoje udziały w 2010 roku, obawiając się przejęcia kontroli nad spółką przez głównego zagranicznego akcjonariusza. Transakcja ta wzbudziła wiele kontrowersji a wiodący dziennik ekonomiczny „Handelsblatt” napisał o niej, że: „Nie wliczając przejęcia udziałów przez państwo w zagrożonych upadkiem bankach, była to największa nacjonalizacja w dziejach Republiki Federalnej Niemiec. Dokumentacja samej umowy była prowadzona tak niedbale, że trudno dziś znaleźć winnych tej sytuacji. Rząd nie pozostawił po sobie niemal żadnych śladów. (...) W porównaniu do innych transakcji podobnego rzędu wielkości była to też najbardziej amatorsko przeprowadzona transakcja z udziałem państwa. Naruszone zostały zasady państwa prawa, zignorowano suwerenność parlamentu a także złamano różne zasady budżetowe i prawne, nie wspominając już o zasadzie uczciwości prowadzenia działalności gospodarczej.”

Innym negatywnym przykładem jest Deutsche Bahn. Spółka Deutsche Bahn AG została sprywatyzowana w styczniu 1994 roku, ale nadal pozostaje całkowicie w rękach państwa. Zgodnie z planami, w ramach pierwotnej publicznej emisji akcji miał zostać sprzedany pakiet maksymalnie 24,9 procent akcji, co wzbudziło wiele konwersji. Plany te jednak pokrzyżował kryzys na rynku finansowym w 2008 roku, IPO zostało odłożone w czasie i nadal nie doszło do skutku.



Peter Rall

Dyrektor zarządzający
Kohl PR & Partner
Berlin, Niemcy

Europejskie spółki czeka jednolite raportowanie

Dziś dostęp do informacji oraz brak ujednoliconych formatów raportowania dla spółek giełdowych to problem komplikujący analizy porównawcze na gruncie pa-neuropejskim.

Patrząc w przyszłość, centralny punkt informacyjny łączący różne krajowe bazy danych raportowanych przez spółki giełdowe w postaci europejskiego elektronicznego punktu dostępu (EEAP) oraz jednolity elektroniczny format raportowania, który będzie obowiązywał od 1 stycznia 2020 r., przyniosą bardzo potrzebną większą transparentność, ułatwiając analizy porównawcze wszystkich spółek giełdowych, zarówno tych z prywatnymi akcjonariatem, jak i z akcjonariuszem w postaci państwa.

Kluczem zrównoważony rozwój

Zrównoważony rozwój to kluczowe słowa dla spółek z udziałem państwa jako akcjonariusza.

We Francji rząd inwestował w przeszłości w sektory rynku zrównoważonego rozwoju (energia, telekomunikacja etc.), aby kontrolować strategiczne aktywa. Ale zrównoważony rozwój to nie tylko kryterium inwestycyjne; ma również wpływ na wyniki oraz strategię dywidendową. Francuskie spółki z udziałem państwa w akcjonariacie nadal konkurują z innymi europejskimi firmami pod względem wyceny, szczególnie z niemieckimi, i jak widzimy w tym opracowaniu, wypadają gorzej, jeśli porównamy je do indeksu giełdowego DAX czy nawet CAC 40. Państwo musi zmierzyć się z pewnymi wyzwaniem, szukając równowagi między celami zrównoważonego rozwoju, zwrotem z inwestycji oraz zarządzaniem spółką.

Jak widzieliśmy na przykładzie Renault, to delikatna równowaga, którą trudno osiągnąć.

Państwowe spółki strategiczne

Polski rynek kapitałowy jest zdominowany przez spółki kontrolowane przez Skarb Państwa. Chociażby w głównym indeksie WIG20 jest ich aż 11. Państwo jest także największym udziałowcem warszawskiej giełdy. Wynika to zarówno z zaszczości historycznych, takich jak niesprywatyzowane do końca pakiety akcji, jak i procesu przejmowania w ostatnich latach firm z rąk zagranicznych inwestorów. Co miało miejsce zwłaszcza w sektorze finansowym (PZU, Pekao, czy Alior). Spora część dużych spółek ma też status strategicznych, co oznacza, że państwowy reprezentant dysponuje prawem weta, co w praktyce uniemożliwia np. wrogie przejęcie. Ma to zarówno swoje pozytywne, jak i negatywne konsekwencje. Z jednej strony państwowy akcjonariusz jest pewnego rodzaju stabilizatorem i gwarantem bezpieczeństwa dla pozostałych akcjonariuszy, z drugiej, nie zawsze w swych działaniach kieruje się kategorią zysku, czyli największej efektywności, a jedynie realizowaną misją wobec państwa i społeczeństwa.

Czy da się połączyć na pierwszy rzut oka oba sprzeczne interesy? Nasz raport pokazuje, że w świecie, gdzie coraz większą wagę przywiązuje się do zrównoważonego rozwoju - ma to sens i jest doceniane przez świadomych akcjonariuszy. Jest tylko jeden podstawowy warunek. Należy, jak zawsze w życiu, zachować zdrowy rozsądek i odpowiednie proporcje, by interes mniejszościowych akcjonariuszy był w strategii firm odpowiednio uwzględniany. W tych sektorach, gdzie corporate governance ma wyższe standardy, widać to od razu w automatycznie wyższych wycenach. Pamiętajmy o tym zwłaszcza teraz, gdy w Polsce wprowadzany jest program Pracowniczych Planów Kapitałowych, którego celem jest nie tylko zwiększenie gromadzonych przez społeczeństwo oszczędności na przyszłość emerytalną, ale również wzrost znaczenia polskiego rynku kapitałowego. Od tego bowiem zależy ostateczny sukces tego długoterminowego projektu.



Tom Parker
CSO, SEC Global
Bruksela, Belgia



Eric Giully
Prezes Zarządu, CLAI
Paryż, Francja



Dariusz Jarosz
Prezes Zarządu
Martis CONSULTING
Warszawa, Polska

5. Zestawienie spółek w podziale na sektory

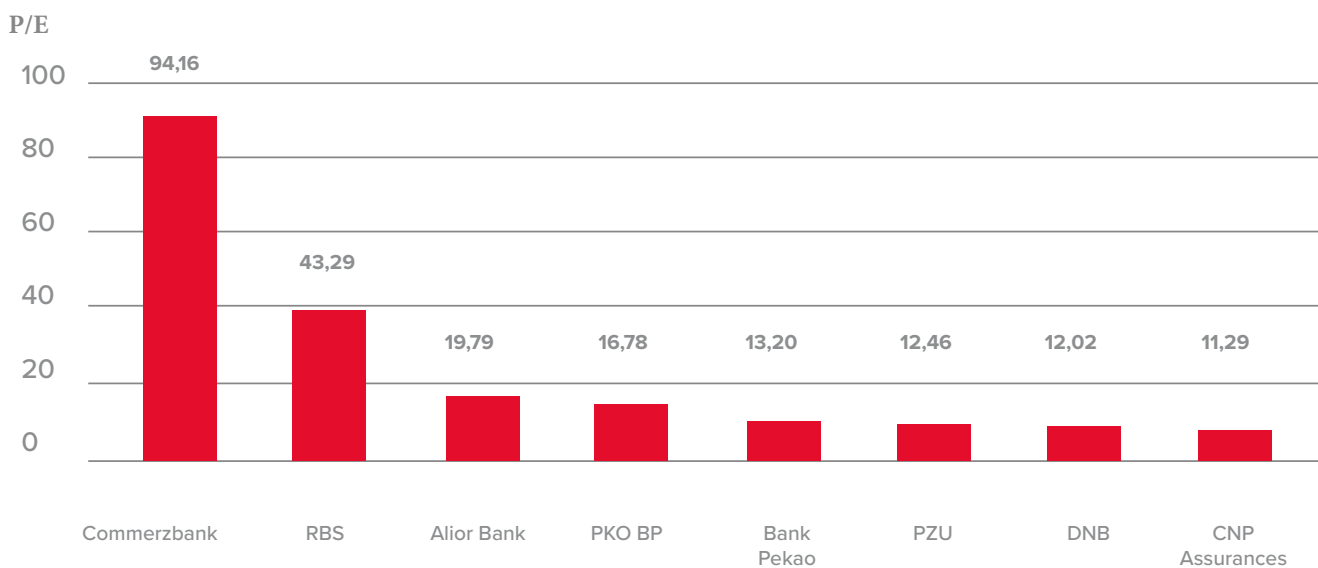
Finanse

Spółka	Kraj	P/E**	P/BV**	Dividend yield			Free float*	Kapitalizacja w mln EUR*
				2017	2016	2015		
Royal Bank of Scotland	Wielka Brytania	43,29	0,78	0,00%	0,00%	0,00%	37,60%	28 958
DNB	Norwegia	12,02	1,25	4,67%	4,44%	4,10%	51,50%	22 326
CNP Assurances	Francja	11,29	0,85	4,36%	4,55%	6,19%	21,80%	12 702
PKO Bank Polski	Polska	16,78	1,44	1,24%	0,00%	3,66%	53,46%	11 482
PZU	Polska	12,46	2,48	5,93%	4,22%	6,11%	60,73%	8 822
Commerzbank	Niemcy	94,16	0,49	0,00%	0,00%	2,09%	79,39%	7 239
Bank Pekao	Polska	13,20	1,41	6,10%	6,90%	6,06%	55,85%	6 658
Alior Bank	Polska	19,79	1,45	0,00%	0,00%	0,00%	49,34%	1 615

*wartości na dzień 31.12.2018

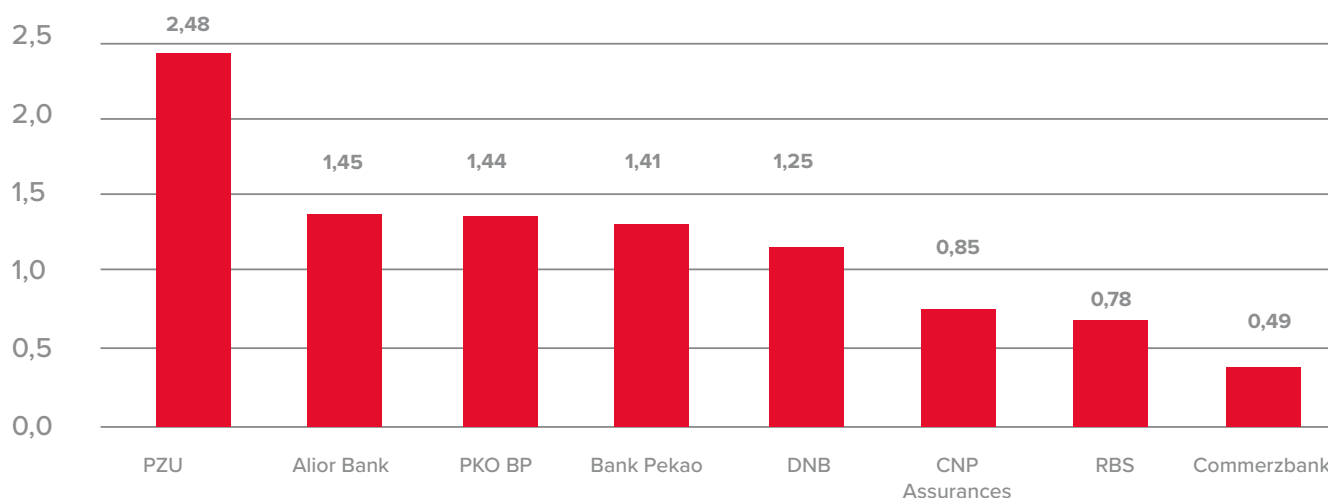
**wartość średnia dla 1H2018"

W branży finansowej najliczniej reprezentowanym krajem jest Polska. Tu także znajduje się największa polska spółka pod względem kapitalizacji rynkowej (PKO Bank Polski).



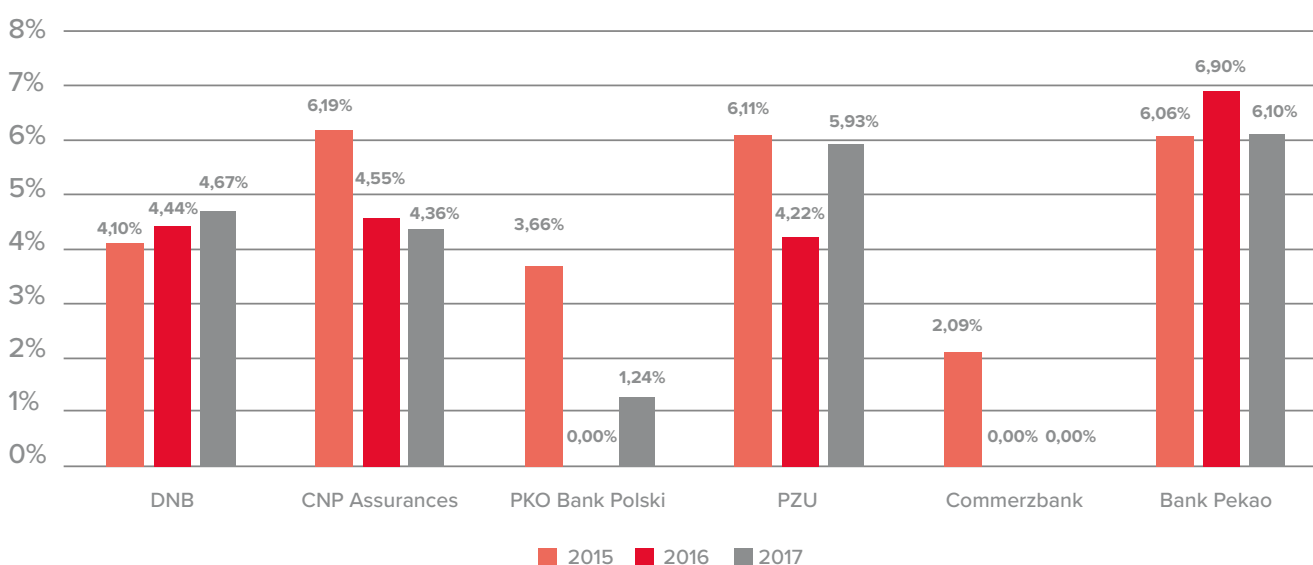
W przypadku analizy wskaźnika P/E liderzy, czyli Commerzbank oraz RBS, osiągnęli wysoki poziom wskaźnika ze względu na niskie zyski netto. Analiza P/E w tym przypadku nie jest miarodajnym kryterium, ponieważ lepiej dokonywać takiej oceny, gdy poziom zysków jest ustabilizowany.

P/BV



Analiza wskaźnika P/BV pokazuje siłę polskich instytucji finansowych. PZU, Alior Bank, PKO BP oraz Pekao są lepiej wyceniane od dużych instytucji zagranicznych. Na ostatnim miejscu znajduje się angielski RBS oraz niemiecki Commerzbank, jednak (jak zostało to już wspomniane powyżej), obie instytucje borykają się z problemami finansowymi.

Stopa dywidendy



PZU i Bank Pekao regularnie dzielą się zyskiem z inwestorami na poziomie zbliżonym do DNB i CNP Assurances. Świadczy to o stabilnej kondycji tych instytucji. Mniej korzyści dla akcjonariuszy przynoszą walory PKO BP. Od dwóch lat Commerzbank nie wypłaca dywidendy, co jest spowodowane procesem restrukturyzacji. Na wykresie nie występuje Alior Bank oraz RBS ze względu na brak wypłacanej dywidendy w ostatnich latach. Alior Bank przeznaczył spore fundusze na inwestycje, zaś RBS od dłuższego czasu mierzy się z problemami finansowymi. Niemniej jednak należy zwrócić uwagę na fakt, że po 2008 r. w Europie dochodziło do nacjonalizacji banków, których kondycja finansowa uległa pogorszeniu. Słabe wyniki zagranicznych instytucji mogą mieć z tym związek. Polskie instytucje finansowe osiągnęły silną pozycję na rynku europejskim dzięki dobrej organizacji sektora oraz wyjściu z ostatniego kryzysu finansowego z 2008 r. obronną ręką, co przekłada się na wysoki wskaźnik ROE (zwrot z kapitałów własnych), wynoszący dla rodzimego rynku 10 proc. oraz 4 proc. dla rynków zachodnich. Było to spowodowane dużym popytem wewnętrznym oraz brakiem znacznego zaangażowania w skomplikowane i ryzykowne instrumenty pochodne. Banki z Niemiec, Francji czy Włoch notują udział rodzimego kapitału na poziomie 90 proc. Udział rodzimego (polskiego) kapitału w bankach w Polsce wynosi znacznie ponad 50 proc.. Dla porównania 6 lat temu proporcja była odwrotna i ponad 60 proc. kapitału pochodziło z zagranicy.

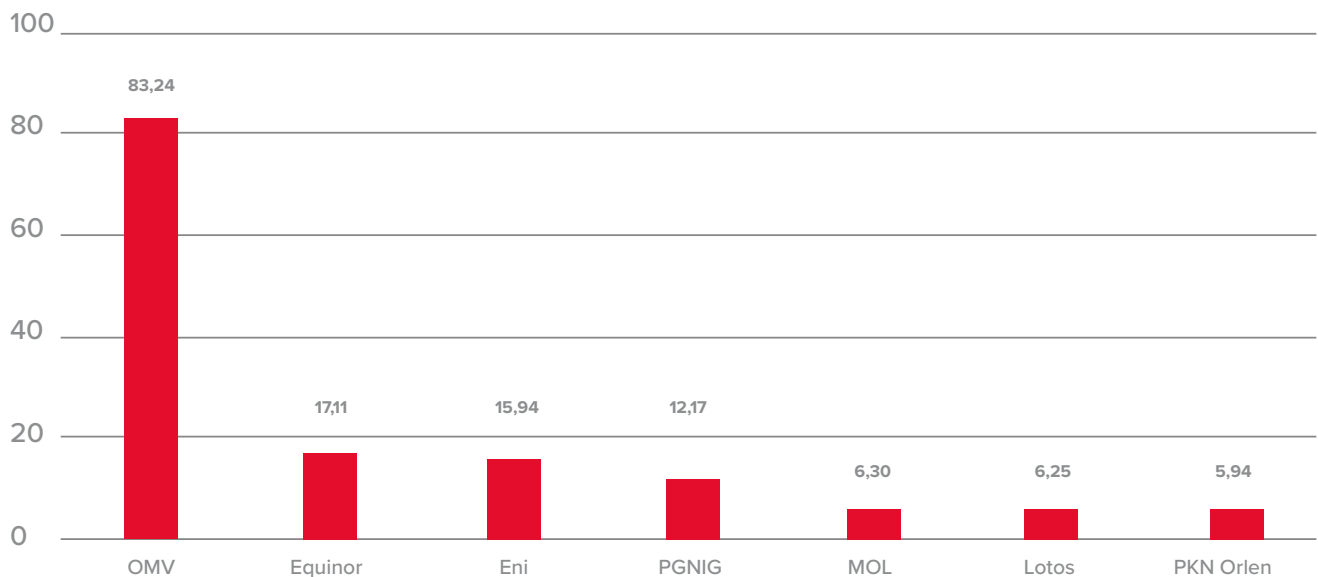
Paliwa

Spółka	Kraj	P/E**	P/BV**	Dividend yield			Free float*	Kapitalizacja w mln EUR*
				2017	2016	2015		
Equinor	Norwegia	17,11	1,97	4,12%	4,80%	6,24%	29,70%	61 796
Eni	Włochy	15,94	1,12	5,80%	5,17%	5,80%	69,90%	49 970
OMV	Austria	83,24	1,80	2,84%	3,58%	3,83%	9,00%	12 518
PKN Orlen	Polska	5,94	1,23	2,83%	3,52%	2,95%	53,97%	10 765
PGNiG	Polska	12,17	1,05	3,18%	3,55%	3,89%	28,12%	9 292
MOL	Węgry	6,30	1,04	0,00%	0,00%	0,00%	78,40%	7 922
Lotos	Polska	6,25	0,98	1,73%	2,61%	0,00%	46,81%	3 808

*wartości na dzień 31.12.2018

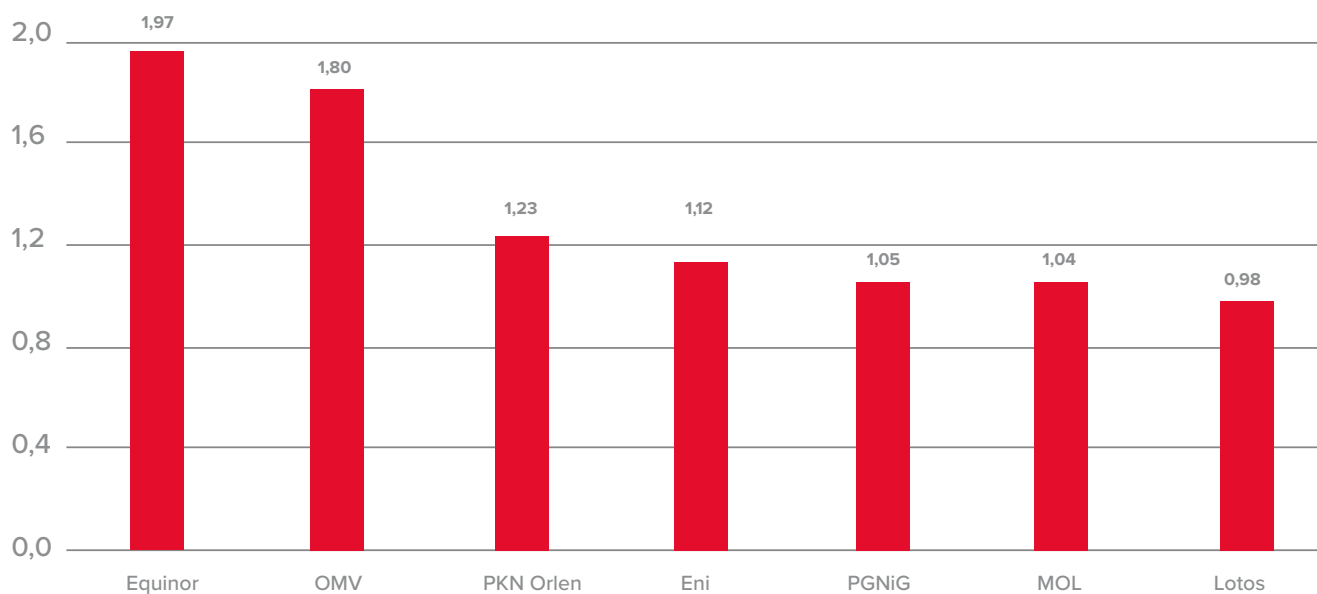
**średnia wartość z 1H 2018

P/E



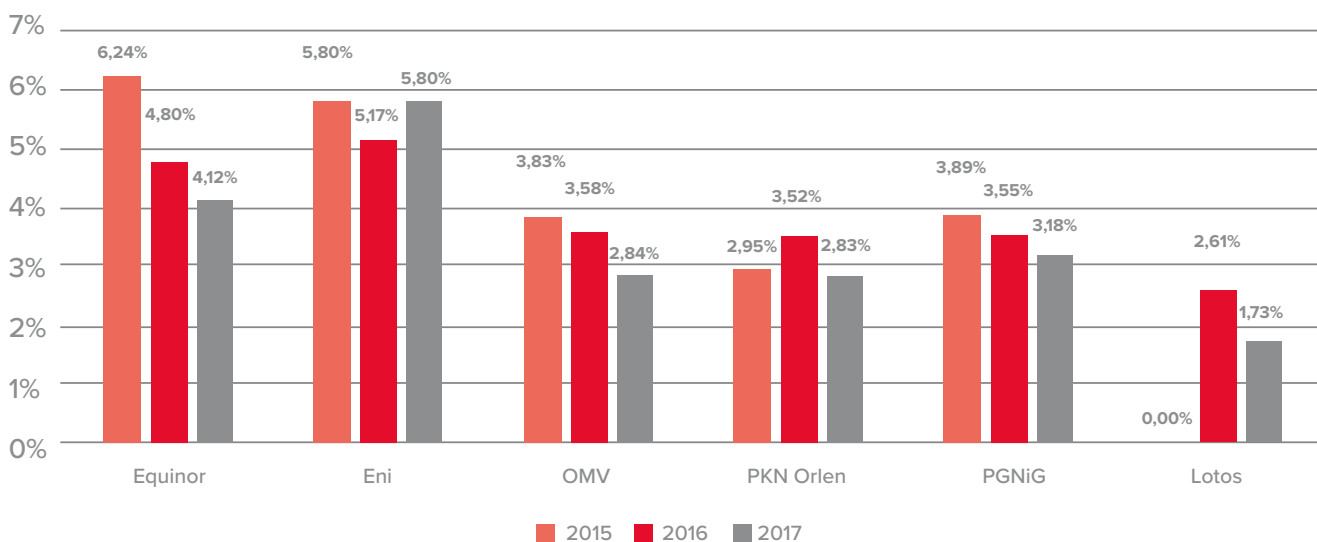
Bardzo wysoka wartość P/E dla OMV jest spowodowana faktem, że po 1H 2017 spółka osiągnęła stratę netto (112 mln EUR), natomiast w 1H 2018 OMV osiągnęła zysk netto w wysokości ponad 800 mln EUR. Bardzo zbliżoną wartość wskaźnika notują spółki paliwowe z Węgier i Polski. Skoncentrowane na gazie ziemnym polskie PGNiG znacząco wyprzedza tę grupę.

P/BV



Wartość księgowa to dominacja Equinora oraz OMV. Obie spółki wyraźnie wyróżniają się na tle całego zestawienia. Warto zauważyć, że współwłaścicielami obu spółek są kraje bogate w złoża ropy (Equinor - Norwegia i OMV - Zjednoczone Emiraty Arabskie).

Stopa dywidendy



Prawie wszystkie spółki z zestawienia regularnie wypłacają dywidendę. Wyjątkiem jest węgierski MOL. Warto odnotować, że austriacki OMV prezentuje się w tym aspekcie podobnie jak polskie PKN Orlen oraz PGNiG.

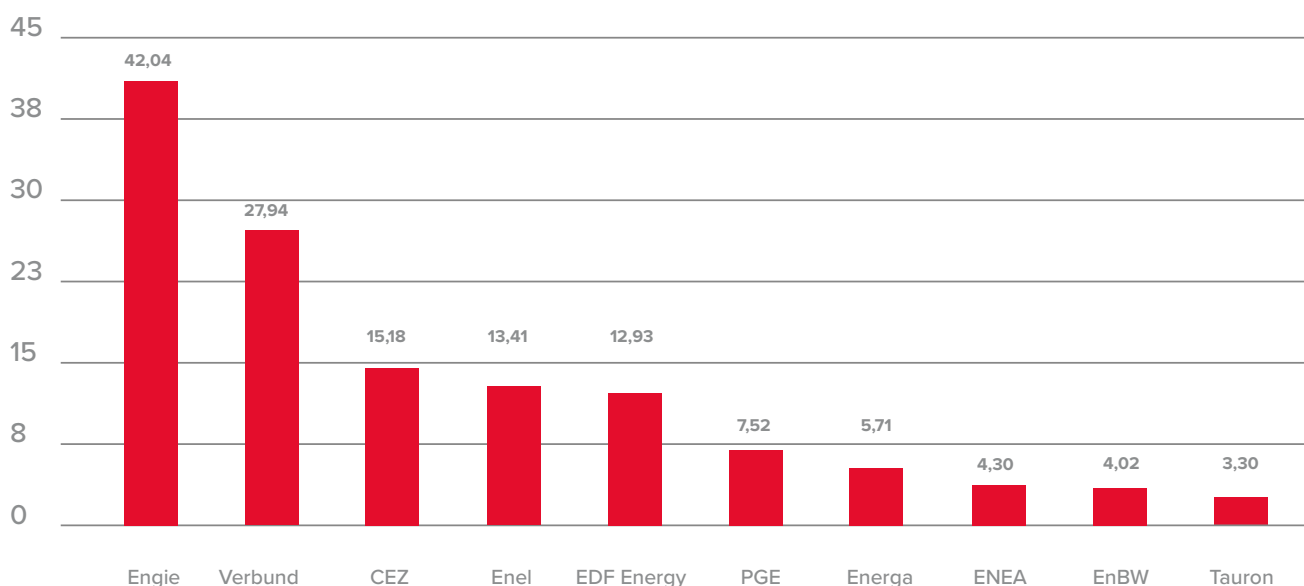
Energetyka

Spółka	Kraj	P/E**	P/BV**	Dividend yield			Free float*	Kapitalizacja w mln EUR*
				2017	2016	2015		
Enel	Włochy	13,41	1,45	4,62%	4,30%	4,11%	76,40%	51 240
EDF Energy	Francja	12,93	0,79	4,41%	9,25%	8,10%	16,30%	41 542
Engie	Francja	42,04	0,90	4,88%	8,25%	6,13%	73,43%	30 514
Verbund	Austria	27,94	1,66	2,08%	1,91%	2,95%	19%	12 938
CEZ	Czechy	15,18	1,13	0,00%	0,00%	0,00%	30,22%	11 223
EnBW	Niemcy	4,02	2,00	1,53%	0,00%	2,67%	6,50%	8 077
PGE	Polska	7,52	0,44	0,00%	0,00%	1,95%	32,61%	4 351
ENEA	Polska	4,30	0,35	0,00%	2,63%	0,00%	48,50%	1 017
Tauron	Polska	3,30	0,25	0,00%	0,00%	3,47%	54,49%	893
Energa	Polska	5,71	0,47	0,00%	2,09%	0,00%	48,48%	859

*wartości na dzień 31.12.2018

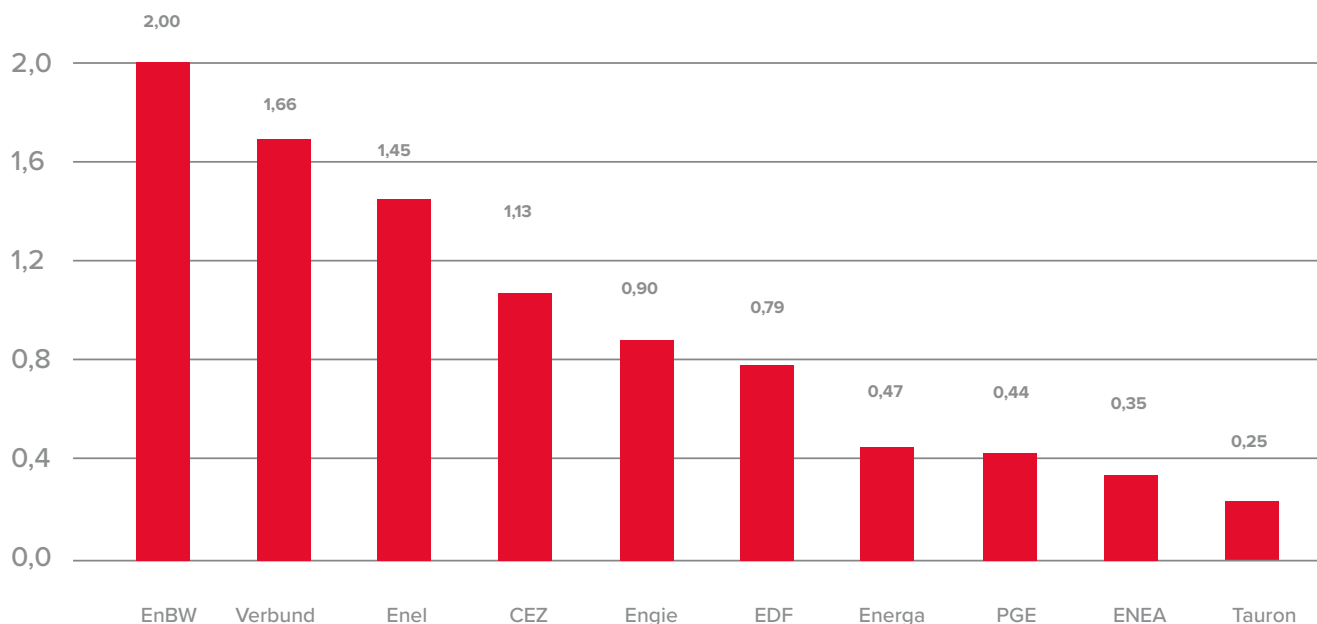
**średnia wartość z 1H 2018

P/E



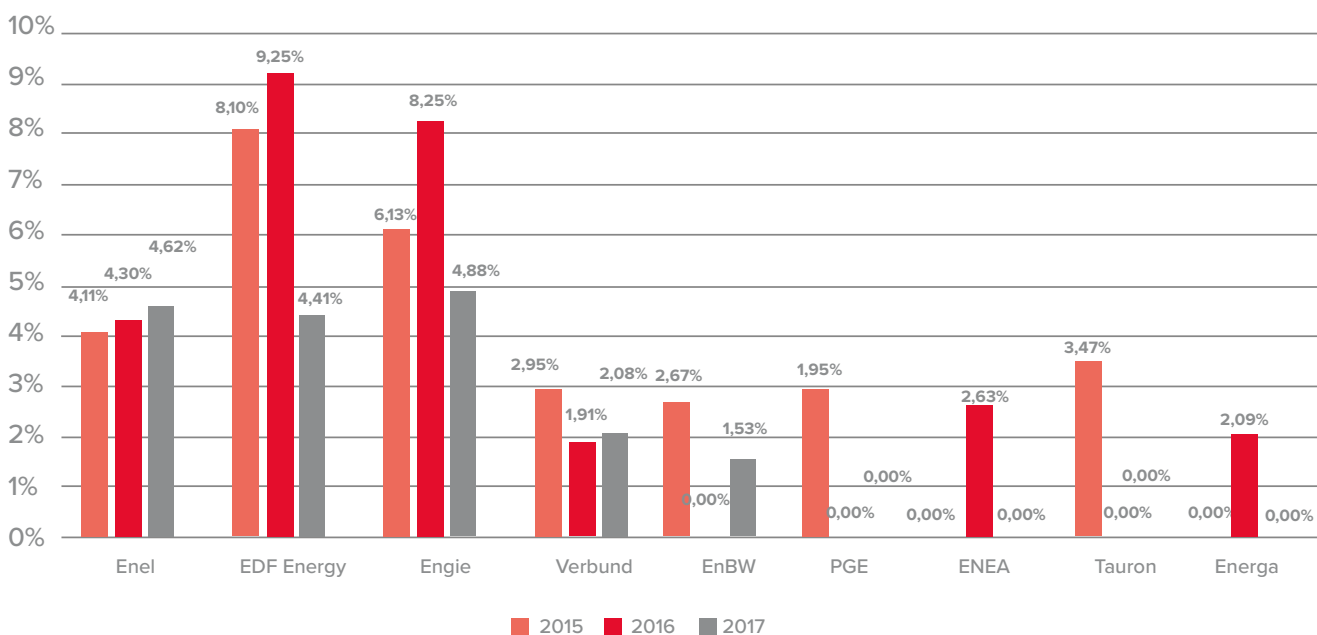
Zdecydowanie pierwsze miejsce dla francuskiej Engie. Ponad średnią plasuje się również austriacki Verbund. Analiza wskaźnika P/E pokazała słabość polskiego sektora energii. Na podobnym do ich poziomie wyceniany jest tylko niemiecki EnBW.

P/BV



Najwyższe miejsca okupuje niemiecki EnBW, austriacki Verbund oraz włoski Enel. Średni wskaźnik P/BV jest trzy razy wyższy dla zagranicznych spółek niż dla polskich (cztery ostatnie miejsca zestawienia). Z analizowanych powyżej danych wynika, że ingerencja polityków obniża wycenę firm. Częste zmiany prezesów oraz narzucane odgórnie projekty wpływają negatywnie na kondycję spółek.

Stopa dywidendy



Duża część analizowanych firm nie wypłaca regularnie dywidendy. CEZ nie znalazł się na wykresie, ponieważ w ostatnich latach tego nie czynił. Jest to często spowodowane nie tyle złą kondycją finansową, co ogromnymi nakładami inwestycyjnymi. W Polsce w ostatnich latach spółki nie wypłacają dywidendy ze względu na politykę Ministerstwa Energii. Według tego resortu spółki powinny budować swoją wartość i kumulować kapitał do inwestycji. Okres piastowania funkcji prezesa zarządu w badanych spółkach wynosi ponad 6 lat, a więc prawdopodobnie ponad jedną kadencję. Na tym tle najsłabiej wypadają

spółki polskie, gdzie średni okres piastowania funkcji prezesa jest co najmniej trzy razy krótszy niż w spółkach zagranicznych, co jest ogromnym odstępstwem od średniej. Dla porównania, prezes CEZ piastuje stanowisko ponad 7 lat a Verbund 6,5 roku. Najczęściej prezesów wymieniają Tauron oraz Energa. Średnio w polskiej energetyce zmiana na tym stanowisku następuje po roku i 7 miesiącach.

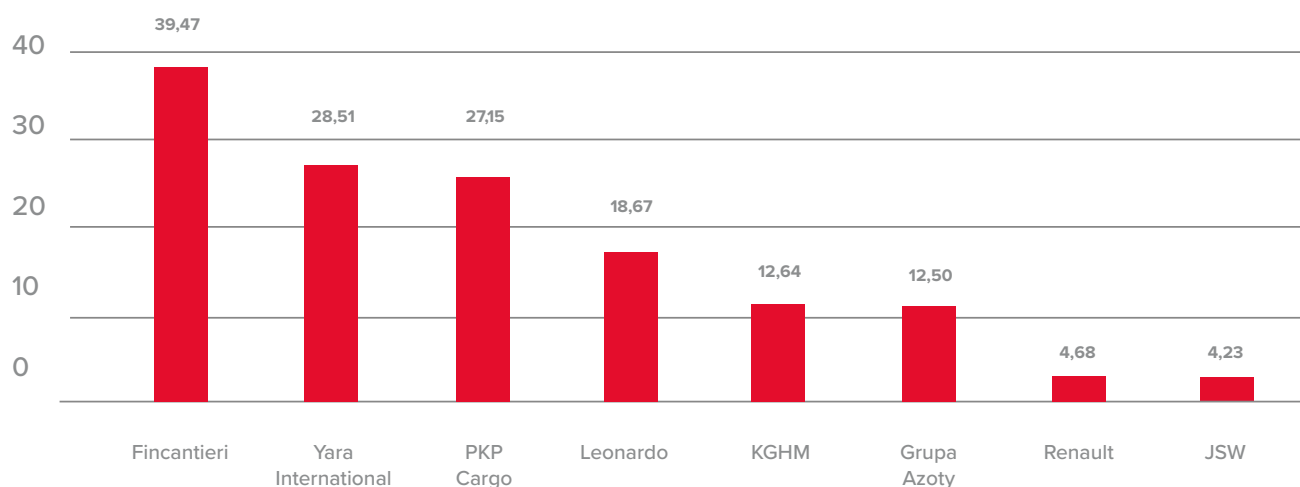
Przemysł i wydobywanie

Spółka	Kraj	P/E**	P/BV**	Dividend yield			Free float*	Kapitalizacja w mln EUR*
				2017	2016	2015		
Renault	Francja	4,68	0,79	4,23%	3,73%	2,59%	69,99%	16 132
Yara International	Norwegia	28,51	1,28	1,79%	3,05%	4,05%	58,90%	9 178
Leonardo	Włochy	18,67	1,21	1,41%	1,05%	0,00%	69,80%	4 440
KGHM	Polska	12,64	1,12	0,90%	1,08%	2,36%	53,09%	4 137
JSW	Polska	4,23	1,68	0,00%	0,00%	0,00%	44,83%	1 838
Fincantieri	Włochy	39,47	1,82	0,80%	0,00%	0,00%	28,36%	1 557
Grupa Azoty	Polska	12,50	0,83	1,80%	1,26%	0,84%	28,62%	720
PKP Cargo	Polska	27,15	0,67	0,00%	0,00%	0,00%	35,63%	458

*wartości na dzień 31.12.2018

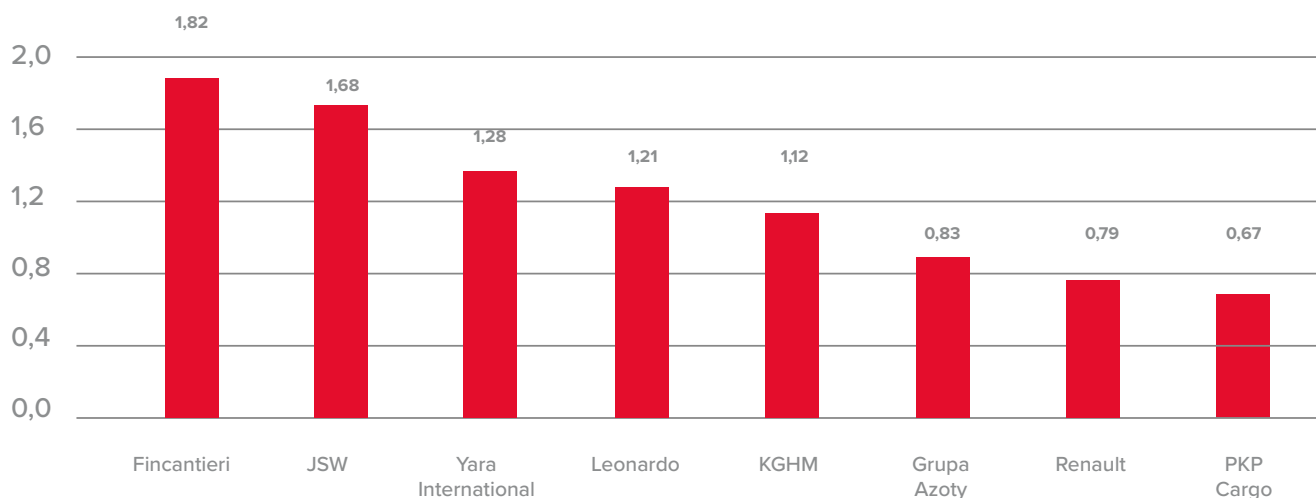
**średnia wartość z 1H 2018

P/E



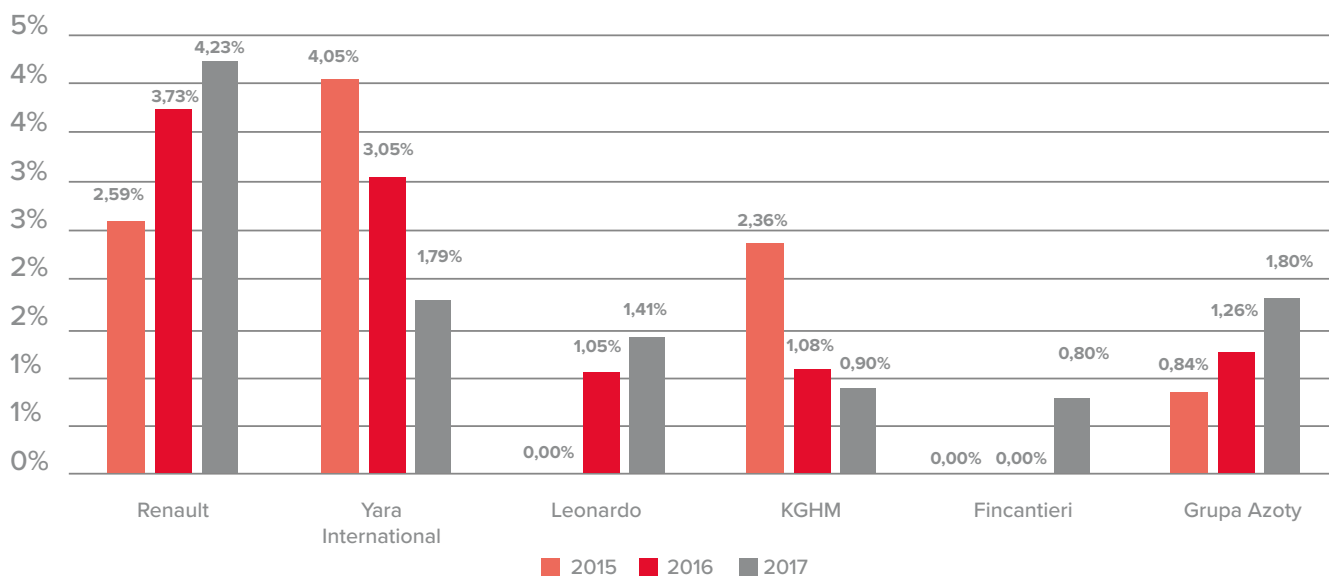
Analiza wskaźnika P/E pokazuje, że PKP Cargo jest wyceniane podobnie do norweskiej Yara International, której kapitalizacja oraz skala działalności są dużo większe niż polskiego przewoźnika kolejowego. Podobnie wygląda porównanie JSW i Renault – spółki o bardzo oddalonej skali działalności mają podobną wartość P/E. Grupa Azoty, która działa w tej samej branży co Yara International jest wyceniana ze sporym dyskontem do światowego lidera chemicznego.

P/BV



Analiza wskaźnika cena do wartości księgowej pokazała siłę JSW, co jest spowodowane silnymi wzrostami cen węgla na światowych rynkach. Co ciekawe, w tym przypadku Grupa Azoty oraz PKP Cargo notują podobny wynik do Renault. Jest to zaskakujące, ponieważ kapitalizacja francuskiej firmy jest kilkunastokrotnie wyższa. Zwycięzcą sektora przemysłu jest z pewnością włoskie Fincantieri, co jest stosunkowo dużym zaskoczeniem, zważywszy na poniższą tabelę dotyczącą dywidendy. Spółka nie dzieli się zyskiem ze względu na trwający proces restrukturyzacji.

Stopa dywidendy



Na wykresie nie uwzględniono JSW oraz PKP Cargo, ponieważ obie spółki od kilku lat nie wypłacają dywidendy. Zauważalna jest tendencja wzrostowa w stopie dywidendy dla Grupy Azoty, Leonardo i Renault. Biorąc pod uwagę średnią długość piastowania urzędu prezesa w spółkach zagranicznych w branży przemysłowej, średnia wynosi niemal 8 lat, podczas gdy dla Polski przekracza ledwie 1 rok.

Telekomunikacja

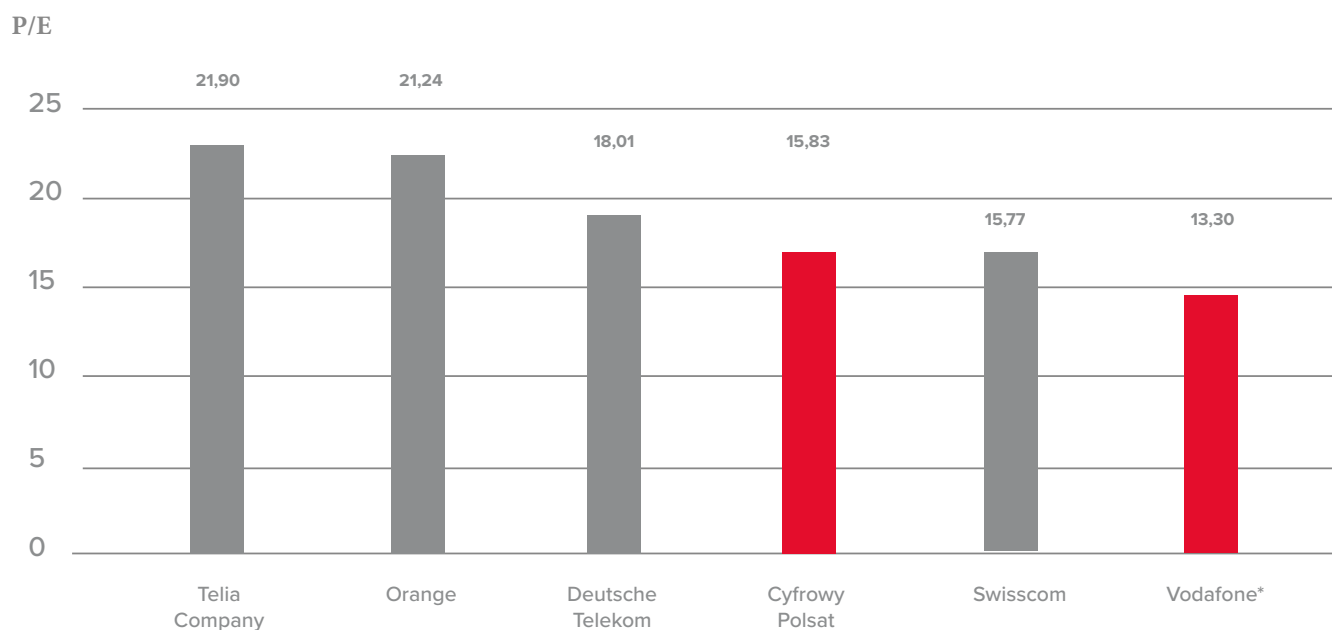
Spółka	Kraj	P/E**	P/BV**	Dividend yield			Free float*	Kapitalizacja w mln EUR*
				2017	2016	2015		
Deutsche Telekom	Niemcy	18,01	2,07	4,39%	3,67%	3,30%	68,10%	70 565
Orange	Francja	21,24	1,55	4,49%	4,16%	3,87%	79,97%	37 640
Swisscom	Szwajcaria	15,77	3,10	4,24%	4,82%	4,37%	49,05%	21 537
Telia Company	Szwecja	21,90	1,66	6,29%	5,45%	7,11%	62,70%	17 860
Vodafone***	Wielka Brytania	13,30	0,82	6,05%	5,24%	brak danych	75,31%	45 219
Cyfrowy Polsat	Polska	15,83	1,28	-	1,30%	-	34,03%	3 355

*wartości na dzień 31.12.2018

**średnia wartość z 1H 2018

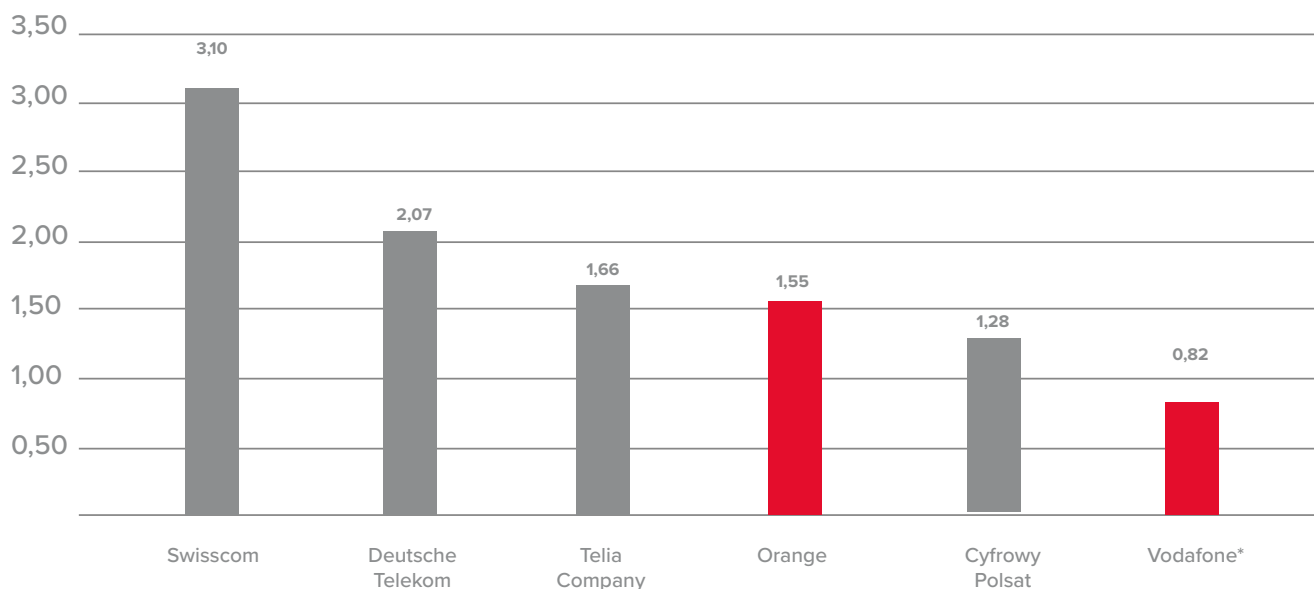
*** Koniec roku obrotowego 31 marca, przesunięte dane wskaźnikowe za półrocze

Do zestawienia spółek telekomunikacyjnych dodaliśmy dwie firmy prywatne, aby uzyskać pełniejszy obraz – Cyfrowy Polsat oraz Vodafone. Cyfrowy Polsat jest reprezentantem Polski, natomiast Vodafone to jeden ze światowych gigantów w branży.



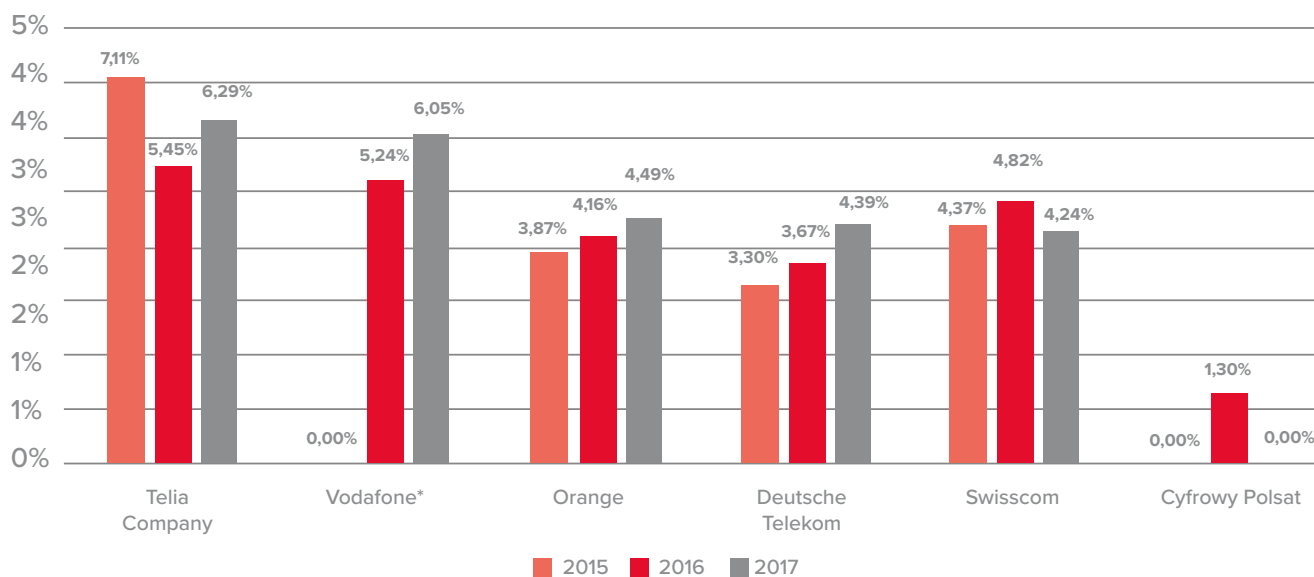
Zdecydowanym liderem zestawienia P/E są spółki skarbu państwa, z Telią i Orange na czele. Co ciekawe, Vodafone, światowy gigant telekomunikacji i firma prywatna zajmuje ostatnie miejsce w zestawieniu z wyceną wskaźnika P/E o 50% niższą od lidera (21,9 do 13,3).

P/BV



W przypadku wskaźnika ceny do wartości księgowej, Swisscom jest wyceniany o 50 proc. drożej od drugiego w zestawieniu Deutsche Telekom. Warto zauważyć, że spółki prywatne, jak Cyfrowy Polsat czy Vodafone, znalazły się w końcowej części zestawienia mimo, że jako firmy prywatne winny być uplasowane wyżej w tym zestawieniu.

Stopa dywidendy



Należy podkreślić, że spółki telekomunikacyjne wypłacają regularnie dywidendy o wysokiej stopie. Vodafone, który jest nisko wyceniany według naszych wskaźników, w pokaźny sposób dzieli się zyskiem z akcjonariuszami. Skromnie na tle europejskich firm wypada polski Cyfrowy Polsat.

Inne

Spółka	Kraj	P/E*	P/BV*	Dividend yield			Free float*	Kapitalizacja w mln EUR*
				2017	2016	2015		
Deutsche Post	Niemcy	15,95	3,46	2,89%	3,36%	3,27%	73,86%	29 565
Poste Italiane	Włochy	13,66	1,25	6,69%	6,19%	4,79%	35,74%	9 117
Fraport	Niemcy	17,59	1,58	1,63%	2,67%	2,29%	35,20%	5 776
Air France KLM	Francja	20,03	1,34	0,00%	0,00%	0,00%	61,86%	4 063
Flughafen Wien	Austria	24,06	2,51	2,02%	2,67%	2,28%	11,84%	2 898
Oesterreichische Post	Austria	16,12	3,71	5,48%	6,27%	5,80%	47,20%	2 028
SAS	Szwecja	5,66	1,64	0,00%	0,00%	0,00%	64,50%	782
GPW	Polska	11,13	2,14	4,68%	5,38%	6,56%	65,00%	358

*wartości na dzień 31.12.2018

**średnia wartość z 1H 2018

Ze względu na dużą różnorodność pozostałych spółek, autorzy Raportu zdecydowali nie klasyfikować ich w branżowych zestawieniach, nie znajdując zasadności ich porównywania.

6. Krajowe instytucje posiadające udziały w notowanych spółkach skarbu państwa

W Europie funkcjonują państwowe instytucje, które pełnią rolę funduszy inwestycyjnych, wspierających rozwój krajowych gospodarek. Wiele z nich jest także aktywna na rynkach kapitałowych oraz posiada udziały w spółkach notowanych na giełdach. Władze państwowe poprzez podmioty zależne sprawują pośrednią kontrolę nad spółkami giełdowymi.

6.1. Norges Bank Investment Management (Norwegia)

Największy na świecie państwowy fundusz inwestycyjny – Rządowy Globalny Fundusz Emerytalny - posiada aktywa przewyższające 830 mld EUR. Prezesem funduszu jest Øystein Olsen, a centrala znajduje się w Oslo. Posiada również biura zlokalizowane w Londynie, Nowym Jorku, Szanghaju i Singapurze, Tokio i Luksemburgu. Właścicielem Funduszu

jest Ministerstwo Finansów. Norges Bank Investment Management został powołany w 1990 r.

Fundusz inwestuje długoterminowo w ponad 9 tys. spółek na giełdach w 72 krajach. W kręgu jego zainteresowania są tylko te spółki, które są notowane albo zamierzają w krótkim czasie debiutować na parkiecie. Poziom zaangażowania to nie więcej, niż 10 proc. udziałów w pojedynczej spółce. Obecnie najczęściej warte inwestycje to m.in. Apple, Amazon, Microsoft, Shell, Nestle, Roche czy Facebook. Fundusz nie inwestuje w krajowe podmioty, aby zapobiec przegrzaniu gospodarki i uchronić ją od potencjalnych skutków fluktuacji cen ropy naftowej.

Minister Finansów decyduje o udziale procentowym konkretnych inwestycji w portfelu. Obecnie podział wygląda następująco: 67,6 proc. to inwestycje giełdowe, 29,7 proc. - obligacje, 2,7 proc. - nieruchomości. Parlament ustanowił statut funduszu, Minister Finansów nadzoruje zarząd, nadzór operacyjny sprawuje bank centralny Norwegii. Z zarządem współpracuje zespół analityków, śledzących na bieżąco sytuację na rynkach i rekomendujących decyzje inwestycyjne. Działa także komitet składający się z 15 członków parlamentu, który kontroluje bank.

Chociaż nazwa sugeruje wprost, że ulokowane w nim pieniądze służą gromadzeniu oszczędności emerytalnych, fundusz do tej pory nie wypłacił żadnych emerytur, a do 2006 r. był

nazywany „Funduszem Ropy”. Trafiają do niego pieniądze, które norweskie Ministerstwo Finansów pozyskuje ze sprzedaży ropy naftowej. Pieniądze deponowane są w Banku Centralnym Norwegii. Środki zgromadzone w funduszu mają posłużyć rządowi Norwegii w przyszłości, gdy koszty systemu emerytalnego staną się zbyt wysokie. Na razie jednak władze kraju wciąż nie określiły precyzyjnych kryteriów, które dadzą zielone światło do rozpoczęcia wypłat z funduszu..

6.2. Kreditanstalt für Wiederaufbau (Niemcy)

Niemiecka instytucja (tzw. bank promocyjny) posiada aktywa w wysokości 478 mld EUR (2017 r.). Kierowany jest przez pięcioosobową radę zarządzającą, którą kieruje dyrektor generalny, dr Günther Bräunig, która z kolei podlega 36-osobowej Radzie Nadzorczej. Przewodniczącym i wiceprzewodniczącym Rady Nadzorczej są niemieccy federalni ministrowie finansów. Przewodniczącym od marca 2018 r. jest Peter Altmaier, Federalny Minister Gospodarki i Energii. Centrala instytucji znajduje się we Frankfurcie nad Menem, a jej właścicielami są: Republika Federalna Niemiec (80 proc.) oraz niemieckie landy (20 proc.). Fundusz został założony w 1948 r.

Bank wspiera niemieckie firmy z sektora MSP i start-up'y. Promuje niemieckie przedsiębiorstwa, które cechują się dbałością o środowisko, zrównoważony rozwój, czy edukację. Fundusz wspiera projekty infrastrukturalne, środowiskowe oraz ważne dla rozwoju gospodarki Niemiec w kraju i za granicą.

Instytucja składa się z następujących podmiotów, poprzez które realizuje swoją strategię:

- KfW IPEX-Bank GmbH – wsparcie finansowe projektów i przedsiębiorstw, handlu i eksportu w Niemczech i zagranicą;
- DEG - Deutsche Investitions- und Entwicklungsgesellschaft mbH – wsparcie dla przedsiębiorstw na rynkach rozwijających się;
- KfW Capital – finansowanie i rozwój sektora venture capital i venture debt;
- Technologie-Beteiligungs-Gesellschaft mbH – zarządzanie i rozwój projektów i przedsiębiorstw z wcześniejszych okresów działalności;
- Finanzierungs- und Beratungsgesellschaft mbH (FuB) – specjalne zadania związane z transformacją i przekształceniami po zjednoczeniu Niemiec;
- Deutsche Energie-Agentur GmbH – promowanie rozwiązań przyjaznych dla środowiska, OZE.

Bank udziela pożyczek i dotacji. Fundusze na prowadzenie działalności zdobywa na rynkach kapitałowych. Instytucja emituje obligacje i zaciąga pożyczki. KfW posiada najwyższy

rating kredytowy i jest uznawany za najbardziej bezpieczny bank na świecie. Dzięki temu może na rynkach międzynarodowych tanio pozyskiwać dowolną ilość środków finansowych.

W swojej około 70-letniej historii KfW przeznaczył na wsparcie 1 bilion euro. Rząd niemiecki używa KfW do prywatyzacji państwowych przedsiębiorstw. Państwo niemieckie sprzedaje swoje udziały do banku Kreditanstalt für Wiederaufbau, a ten dalej prywatyzuje je poprzez giełdę. W posiadaniu KfW znajduje się 20,53 proc. udziałów Deutsche Post oraz 17,41 proc. Deutsche Telekom. Na przestrzeni lat państwo niemieckie pozbywało się stopniowo udziałów tych spółek. Oficjalnie celem jest pełna prywatyzacja podmiotów. Rząd ma wpływ na politykę obu spółek, ponieważ w radach nadzorczych zasiada sekretarz stanu z Ministerstwa Finansów oraz prezes KfW. Republika Federalna Niemiec odpowiada za zobowiązania KfW. Zyski przedsiębiorstw, w których udziały ma instytucja oraz z inwestycji są przeznaczone na bieżącą działalność banku oraz następne inwestycje.

6.3. Cassa Depositi e Prestiti (Włochy)

Bank zarządza aktywami w wysokości 420 mld EUR. Na czele instytucji zasiada Prezes Fabrizio Palermo. Główna siedziba mieści się w Rzymie. Cassa Depositi e Prestiti to jeden z najstarszych banków inwestycyjnych, jego historia sięga 1850 r. Struktura udziałowa instytucji jest mało skomplikowana. Ponad 82 proc. udziałów posiada włoskie Ministerstwo Finansów. Pozostałe należą do fundacji bankowych.

Główne założenia strategii inwestycyjnej:

- finansowanie publicznych inwestycji oraz wsparcie międzynarodowej współpracy gospodarczej Włoch i wzrostu krajowej gospodarki;
- wspieranie włoskich przedsiębiorstw w ekspansji zagranicznej i eksporcie;
- udzielanie finansowania dłużnego dla inwestycji infrastrukturalnych we Włoszech;
- pomoc przedsiębiorcom, którzy ucierpieli w wyniku katastrof naturalnych;
- pomoc w uzyskiwaniu przez firmy finansowania w bankach prywatnych;
- venture capital;
- budowa mieszkań socjalnych.

CDP inwestuje pieniądze, które ludzie wpłacają w ramach programu oszczędnościowego, prowadzonego przez włoską pocztę. W programie uczestniczy 26 mln Włochów i każdy może się do niego zapisać. Fundusz promuje długoterminowe oszczędzanie w celu polepszenia bytu włoskich rodzin i stanu gospodarki.

W 2015 r. parlament zdefiniował CDP, jako instytucję promującą Włochy, co umożliwiła bankowi m.in. wykorzystywanie funduszy unijnych oraz uczestnictwo w projektach finansowanych w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego.

Zarząd instytucji składa się z 9 członków, którzy reprezentują m.in. władze rządowe i samorządowe. Jej działalność wspomagają także komitety: strategiczny, ryzyka, kompensacyjny, czy akcjonariuszy mniejszościowych. Ponadto, działa również komitet parlamentarny, który składa się z członków parlamentu, rady stanu i organu należącego do sądu najwyższego/konstytucyjnego.

6.4. Polski Fundusz Rozwoju

Polski Fundusz Rozwoju zarządza aktywami o wartości ponad 5 mld PLN(2017), funkcję Prezesa pełni Paweł Borys, a siedziba mieści się w Warszawie. Właścicielem jest Skarb Państwa, zarówno bezpośrednio, jak i przez Bank Gospodarstwa Krajowego. Instytucja została założona w 2016 r. na wzór zachodnich funduszy państwowych.

PFR to państwowa spółka wspierająca rozwój prywatnych przedsiębiorstw oraz samorządów, której głównym celem jest promowanie zrównoważonego, długoterminowego rozwoju gospodarczego kraju oraz ekspansja zagraniczna. Instytucja głównie skupia się na inwestycjach infrastrukturalnych, rozwoju innowacyjności, przedsiębiorczości oraz eksporcie i przyciąganiu zagranicznych inwestorów do Polski.

Głównym podmiotem działającym w ramach Grupy PFR jest PFR TFI oraz Fundusz Ekspansji Zagranicznej. TFI tworzy i zarządza funduszami inwestycyjnymi oraz portfelem papierów wartościowych, natomiast FEZ współfinansuje inwestycje zagraniczne polskich firm za pomocą kapitału, mezzanine i pożyczek zabezpieczonych. FEZ ogranicza swoje zaangażowanie w pojedyncze projekty maksymalnie do wysokości 50 proc.

Jedną z najbardziej rozpoznawalnych inwestycji Funduszu był zakup wspólnie z PZU banku Pekao od włoskiej grupy UniCredit w 2017 r.

7. Opis badanych spółek

7.1. Austria

Flughafen Wien

Spółka będąca właścicielem i operatorem lotniska w Wiedniu, które jest największe w Austrii. Służy jako port macierzysty dla linii Austrian Airlines i Eurowings Europe. W 2018 r. spółka obsługiwała 27 mln pasażerów. W spółce znajduje za-

trudnienie niecałe 5 tys. ludzi.

Oesterreichische Post

Spółka powstała w 1999 r. po podziale firmy Post und Telekom Austria. Zajmuje się dystrybucją przesyłek pocztowych oraz kurierskich. W instytucji zatrudnionych jest 20,5 tys. pracowników.

OMV

Spółka paliwowa, jedna z największych w Austrii. Zatrudnia ponad 20 tys. osób. W 2009 r. OMV wycofał się z planów przejęcia węgierskiego MOL-a, w którym posiadał 20 proc. udziałów. Obecnie prawie 25 proc. w akcjonariacie OMV posiada Mubadala Petroleum and Petrochemicals Holding Company – państwowy fundusz branżowy z Abu Dhabi.

Verbund

Austriacki producent energii elektrycznej, działający w 12 krajach. Firma zatrudnia około 3 tys. osób. 95 proc. produkowanej energii pozyskuje z elektrowni wodnych i wiatrowych.

7.2. Czechy

CEZ

Czeski producent energii elektrycznej, jedna z 10 największych grup energetycznych w Europie, notowana na GPW. Grupa powstała w 2003 r., natomiast macierzysta spółka CEZ została założona w 1992 r. przez państwowy fundusz własnościowy. CEZ jest obecny w krajach Europy Środkowo - Wschodniej jak również w Turcji. Zatrudnia prawie 30 tys. pracowników.

7.3. Francja

Air France KLM

Air France KLM to czwarta największa linia lotnicza w Europie. W 2004 r. nastąpiło połączenie linii Air France z holenderskim KLM. Spółka zatrudnia ponad 80 tys. osób. W 2018 r. spółka latała do 314 destynacji w 116 różnych krajach. CEO spółki od 17 grudnia 2018 r. jest Anne Rigail, która jest pierwszą kobietą na tym stanowisku w historii firmy.

CNP Assurances

Założona ponad 160 lat temu największa spółka ubezpieczeniowa we Francji, w 2018 roku osiągnęła ponad 32,4 mld EUR przychodu. Posiada 35 mln klientów. Firma zatrudnia około 5 tys. pracowników i znajduje się na 15. na świecie pod względem aktywów.

EDF Energy

Francuska grupa EDF Energy to jedna z wiodących firm ener-

getycznych na świecie. Posiada 35 mln odbiorców, 152 tys. pracowników oraz produkuje 580 TWh energii rocznie – 77 proc. pochodzi z siłowni atomowych. W 2017 r. PGE przejęła polskie aktywa EDF za ponad 4,2 mld PLN, a EDF Polska zmienił nazwę na PGE Energia Ciepła (przejęcie 8 elektrowni).

Engie

Francuska spółka energetyczna zatrudniająca 150 tys. osób w 70 krajach. Ma ponad 24 mln klientów na całym świecie. Engie jest współwykonawcą Nord Stream 2. W latach 2009-2015 spółka była właścicielem Elektrowni Połaniec (dziś należącej do spółki ENEA).

Orange

Największy we Francji dostawca usług telekomunikacyjnych, jeden z najważniejszych na świecie. Zatrudnia ponad 151 tys. pracowników na całym świecie. Spółka posiada pakiet większościowy spółki Orange Polska (dawniej Telekomunikacja Polska).

Renault

Jeden z czołowych producentów aut osobowych na świecie obok Toyoty, Grupy Volkswagena i General Motors. Spółka zatrudnia 180 tys. pracowników na całym świecie. Wraz z Nissanem i Mitsubishi stanowią grupę, która w 2017 r. sprzedała najwięcej aut osobowych na świecie – 10,61 mln sztuk.

7.4. Niemcy

Commerzbank

Pod względem aktywów jest to 23 bank w Europie. Został założony w 1870 r., zatrudnia ponad 49 tys. osób. Jest obecny w 50 krajach i obsługuje 18 mln klientów. Finansujący 30 proc. niemieckiego handlu zagranicznego.

Deutsche Telekom

Jedna z 10 największych na świecie firm telekomunikacyjnych. Zatrudnia na świecie ponad 200 tys. osób. Spółka jest właścicielem marki T-Mobile (w Polsce obecna po przejęciu firmy Era GSM).

DHL Deutsche Post

Czwarta pod względem wartości firma przesyłkowa na świecie. W spółce jest zatrudnionych ponad 550 tys. pracowników w 220 krajach. Jest następcą sprywatyzowanej niemieckiej Deutsche Bundespost. W 2002 r. nastąpiła fuzja z firmą kuryerską DHL.

EnBW

Jedna z największych grup energetycznych w Niemczech

i Europie, która obsługuje ponad 5,5 mln klientów. Firma jest aktywna w 12 krajach, zatrudnia ponad 21 tys. pracowników. W 2010 roku EDF sprzedał 45% udziałów w spółce i przestał być jednym z głównych udziałowców.

Fraport

Spółka będąca właścicielem i operatorem największego niemieckiego lotniska zlokalizowanego we Frankfurcie. Około 120 mln pasażerów korzysta rocznie z lotnisk, w których spółka posiada więcej niż 50% udziałów. W spółce znajduje zatrudnienie ponad 80 tys. osób.

7.5. Norwegia

Equinor

Norweska spółka paliwowa, jedna z największych na świecie. Zatrudnia ponad 20 tys. osób. Jest obecna w 30 krajach na całym świecie, wydobywa dziennie ponad 2 mln baryłek ropy. Wcześniejsza nazwa Equinor'a to Statoil.

Yara International

Jedna z 10 największych firm nawozowych na świecie, założona w 1905 r. Jej przychody 2018 roku wyniosły niemal 13 mld USD, przy zatrudnieniu sięgającym 17 tys. osób.

DNB

Największy norweski bank inwestycyjny, mający 2,1 mln klientów w Norwegii, zatrudniający ponad 9 tys. pracowników. DNB jest największym udziałowcem giełdy papierów wartościowych w Oslo (około 20 proc. udziałów).

7.6. Polska

Alior Bank

Bank, który powstał w 2008 r., którego aktualnie współwłaścicielem jest PZU. Posiada 4 mln klientów oraz gromadzi depozyty w wysokości ponad 50 mld PLN. Zatrudnia około 8 tys. pracowników.

Bank Pekao

Jeden z czołowych polskich banków, istniejący od 1929 r. Drugi pod względem aktywów w kraju (190 mld PLN). Zatrudnienie w spółce ma ponad 17 tys. osób.

ENEA

Grupa ENEA to jedna z czterech największych grup energetycznych w Polsce. Dostarcza energię do 2,5 mln klientów oraz posiada sieć dystrybucyjną, pokrywającą 1/5 powierzchni kraju. Zatrudnia około 16 tys. pracowników.

Energa

Główna działalność Przedsiębiorstwa skupia się na wytwarzaniu, dystrybucji i obrocie energią elektryczną, ciepłą i gazem. Zatrudnia około 10 tys. pracowników, ma 3 mln klientów oraz przesyła rocznie ponad 20 TWh energii.

GPW

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jest największą giełdą regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Notowanych jest na niej ponad 460 spółek o łącznej kapitalizacji około 1,2 bln PLN. Wyróżnia się bardzo niewielką liczbą pracowników wynoszącą nieco ponad 300 osób.

Grupa Azoty

Jedna z czołowych spółek nawozowo-chemicznych w Europie. Obecnie Grupa Azoty zajmuje drugą pozycję w Unii Europejskiej w produkcji nawozów azotowych i wieloskładnikowych i największa w Polsce. Na koniec 2017 roku Grupa miała 9,6 mld PLN przychodów i zatrudniała około 14 tys. osób.

JSW

Grupa JSW to największy producent węgla koksowego i znaczący producent koksu w Unii Europejskiej. Spółka utworzona w 1993 r. produkuje rocznie ponad 14 mln ton węgla, zatrudnia ponad 28 tys. osób.

KGHM

Polska spółka wydobywcza i przetwarzająca surowce naturalne. Posiada zakłady produkcyjne w Europie, Ameryce Północnej i Południowej. Spółka jest szóstym producentem miedzi oraz największym producentem srebra na świecie. Zatrudnia 34 tys. pracowników.

Lotos

Grupa kapitałowa zajmująca się poszukiwaniem, wydobyciem, przetwórstwem ropy naftowej oraz dystrybucją produktów ropopochodnych. Spółka w 2018 r. osiągnęła przychody przekraczające 30 mld PLN. Zatrudnia około 5 tys. pracowników.

PGE

Grupa Kapitałowa PGE jest największym w Polsce przedsiębiorstwem sektora elektroenergetycznego. PGE dostarcza energię elektryczną do ponad 5 mln klientów oraz zatrudnia ponad 40 tys. pracowników. Łączna długość linii energetycznych grupy wynosi ponad 300 tys. km, wielkość mocy zainstalowanych to ponad 16 GW.

PGNiG

Spółka jest liderem na rynku gazu ziemnego w Polsce, w 2018 roku miała ponad 41 mld PLN przychodów. Jest jednym z największych pracodawców w kraju, a jej łączne zatrudnienie na świecie wynosi około 25 tys. osób.

PKO BP

Polski bank założony w 1919 r. - obecnie największy w kraju. Zarządza aktywami w wysokości ponad 300 mld PLN. Zatrudnia około 28 tys. pracowników.

PKN Orlen

Polska grupa z branży paliwowo-energetycznej, która zarządza 6 rafineriami oraz posiada największą ilość stacji paliw w Europie Środkowej (2,7 tys. stacji w Polsce, Niemczech, Czechach oraz na Litwie). Zatrudnia około 22 tys. osób. Jako jedyna polska spółka znajduje się w prestiżowym zestawieniu "Fortune 500" największych firm na świecie.

PKP Cargo

PKP Cargo to największy w Polsce i jeden z czołowych w Unii Europejskiej operator kolejowych przewozów towarowych, osiągający przychody powyżej 4,7 mld zł oraz przewożący około 120 mln ton towarów rocznie. Posiada tabor liczący 2,5 tys. lokomotyw oraz zatrudnia 23 tys. pracowników.

PZU

Jedna z największych instytucji finansowych w Polsce i Europie Środkowo-Wschodniej, której korzenie sięgają 1803 r. Grupa zarządza aktywami o wartości 300 mld PLN.

Tauron

Tauron Polska Energia to grupa zajmująca się dystrybucją energii elektrycznej. Jest także drugim co do wielkości producentem energii w Polsce. Kontroluje 30 proc. polskich zasobów węgla kamiennego. Zatrudnia ok. 25 tys. pracowników.

7.7. Szwecja

SAS

SAS to jedna z największych linii lotniczych w Europie. Jej udziałowcami są zarówno rządy Szwecji i Danii. Rocznie przewozi około 30 mln pasażerów. Jako jedna z niewielu spółek na świecie jest notowana na 3 giełdach, w Sztokholmie, Oslo i Kopenhadze. Spółka zatrudnia ponad 10 tys. osób.

Telia Company

Spółka telekomunikacyjna, działająca na rynkach skandynawskich i w krajach bałtyckich. Roczne obroty firmy kształtują się na poziomie około 10 mld USD przy zatrudnieniu wynoszącym niemal 21 tys. osób.

7.8. Szwajcaria

Swisscom

Szwajcarska spółka telekomunikacyjna, która w 2018 r. wygenerowała przychody rzędu 11,5 mld USD. Działa głównie

w Szwajcarii i Włoszech, a w jej strukturach pracuje około 20 tys.

7.9. Węgry

MOL

Spółka paliwowa z Węgier, działająca w 30 krajach, zatrudniająca około 25 tys. osób. Wydobywa około 100 tys. baryłek ropy dziennie. Przez lata największym udziałowcem MOL-a był austriacki OMV. Obecnie ponad 7 proc. akcji spółki posiada OmanOil – branżowy inwestor państwowy z Omanu.

7.10. Wielka Brytania

RBS

Bank komercyjny założony w Edynburgu, funkcjonuje od 1727 r. Na całym świecie ma niemal 19 mln klientów. Jest 12 bankiem w Europie pod względem aktywów. Na całym świecie spółka zatrudnia ponad 67 tys. pracowników.

7.11. Włochy

Fincantieri

Włoska spółka, będąca jednym z liderów światowego rynku stoczniowego, której główne obszary działalności to statki wycieczkowe, komercyjne oraz wojskowe. Na rynku funkcjonuje od 230 lat. Zatrudnia 8 600 pracowników, notuje roczne obroty rzędu 4,6 mld EUR.

Poste Italiane

Włoski operator pocztowy istnieje od 150 lat oraz posiada 13 tys. placówek. W spółce znajduje zatrudnienie ponad 138 tys. osób. Z usług firmy korzysta ponad 34 miliony klientów, którzy są obsługiwani przez 30 tys. pracowników.

Leonardo

Włoska spółka, jedna z kluczowych na świecie dla swojego sektora, działająca w przemyśle lotniczym i obronnym. Zatrudnia 46 tys. pracowników. Główne rynki to Włochy, Wielka Brytania, Stany Zjednoczone oraz Polska. Spółka jest właścicielem firmy PZL-Świdnik.

Eni

Jeden z 10 największych producentów paliwa na świecie. Działa w 71 krajach, zatrudnia 33 tys. ludzi. Eni jest właścicielem 20 proc. udziałów w rafinerii Adnoc Refinig, należącej do Abu Dhabi National Oil Co. kupionych za 3,3 mld USD.

Enel

Włoski producent energii elektrycznej oraz globalny lider na rynku energii, gazu i energii odnawialnej. Grupa obecna w 34

krajach, zatrudnia 69 tys. pracowników, produkująca rocznie 89 GW energii, która jest dostarczana do 73 mln odbiorców.

8. Metodyka

Kryteria doboru spółek

- 1) Spółka publiczna notowana na giełdzie;
- 2) Posiadanie przez Skarb Państwa albo podmioty od niego zależne znaczącego pakietu akcji, dającego dominujący wpływ na jej działalność (największy udział w głosach na WZA);
- 3) Kapitalizacja – co najmniej 350 mln EUR;
- 4) Spółki znajdujące się w obszarze regulacyjnym Europy.

Kryteria analizy wskaźnikowej

- 1) Kapitalizacja na dzień 31.12.2018 – iloczyn akcji w obrocie publicznym i wartości akcji na dzień 31.12.2018;
- 2) P/E – średnia wartość wskaźnika za okres 1H2018, obliczany jako iloraz średniej ceny jednej akcji i zysku netto przypadającego na jedną akcję;
- 3) P/BV – średnia wartość wskaźnika za okres 1H2018, obliczany jako iloraz bieżącej kapitalizacji spółki giełdowej przez księgową wartość jej kapitału własnego;
- 4) Free float – ilość akcji w wolnym obrocie – inwestorzy posiadający mniej niż 5 proc. akcji w obrocie;
- 5) Stopa dywidendy – podana dla lat obrotowych 2015, 2016, 2017, liczona jako stosunek procentowy kwoty dywidendy, przypadającej na jedną akcję do kursu akcji;

9. Autorzy

Nadzór merytoryczny:



Dariusz Jarosz

Prezes Zarządu
Martis CONSULTING Sp. z o.o.

dariusz.jarosz@mc.com.pl

Autorzy:



Maciej Powroźnik

maciej.powroznik@mc.com.pl



Grzegorz Piędziejewski

grzegorz.piedziejewski@mc.com.pl



Karol Pietrasiak

karol.pietrasiak@mc.com.pl



Katarzyna Merrett

katarzyna.merrett@mc.com.pl



Michał Stępniewski

michal.stepniewski@mc.com.pl



