

Dywidendy 2007

DR INŻ. BARTŁOMIEJ JABŁOŃSKI, ALEKSANDRA KORTYLEWSKA

Na rozwiniętych rynkach kapitałowych wysokość wypłacanej dywidendy decyduje o atrakcyjności inwestycji, w szczególności kiedy przedsiębiorstwo jasno określa politykę dywidend



Przedsiębiorstwa notowane na giełdzie papierów wartościowych w krajach gospodarczo rozwiniętych stanowią długoterminową lokatę kapitału dla świadomych inwestorów. Do korzyści wynikających z posiadania akcji spółek publicznych z pewnością można zaliczyć dywidendę, jako ściśle określone prawo akcjonariusza do udziału w zysku emitenta, rozdzielanego proporcjonalnie do ilości posiadanych w portfelu akcji. Jednakże przedsiębiorstwo nie ma obowiązku wypłacania dywidendy, zatem należy ją uznać jako dodatkową korzyść dla posiadacza akcji, poza potencjalnym wzrostem kursu posiadanego podmiotu. W odróżnieniu od lokaty bankowej czy też obligacji, inwestor nie może uznać dywidendy jako stałej korzyści wynikającej z posiadania akcji. Z kolei przedsiębiorstwo, które nie wypłaca dywidendy wcale nie musi przeżywać trudności finansowych. Zysk wygenerowany przez przedsiębiorstwo może być przekazywany na nowe inwestycje, które w przyszłości będą przynosić dużo większe zyski i w efekcie mogą przełożyć się również na większą dywidendę. Również często zysk wypracowany przez przedsiębiorstwo za zgodą akcjonariuszy przeznaczony jest na zasilenie kapitału zapasowego lub kapitału rezerwowego.

Jednakże na rozwiniętych rynkach kapitałowych wysokość wypłacanej dywidendy decyduje o atrakcyjności inwestycji, w szczególności kiedy przedsiębiorstwo jasno określa politykę dywidend. Wysoka dywidenda przyciąga inwestorów, którzy mają na uwadze długoterminowe pomnażanie kapitału. Dla spekulantów dywidenda nie ma żadnego znaczenia, gdyż teoretycznie nie mają możliwości krótkoterminowego zarobku z zapisania na ich rachunku dywidendy, albowiem po dniu przyznania dywidendy (w zasadzie powinno się posiadać akcje na rachunku na 3 dni przed datą przyznania prawa do dywidendy) rynkowa cena akcji powinna być niższa o wartość wypłacanej dywidendy. Z praktyki wynika jednak, że w szczególności mocne fundamentalnie przedsiębiorstwa nie tracą w cenach rynkowych aż tyle, ile wynikałoby z wartości przyznanej dywidendy. Jest to zapewne dodatkowy zysk dla długoterminowych inwestorów.

Polityka dywidend

Podmioty poważnie traktujące swoich akcjonariuszy ustalają politykę dywidend, tak aby każdy kto zamierza tworzyć portfel oparty o spółki wypłacające dywidendę mógł dobrać do nich odpowiednie walory. W tabeli 1 prezentujemy wybrane spółki giełdowe, które

FOT. DREAMSTIME

Tabela 1. Zatwierdzone dywidendy za 2007 rok wypłacane w zł

| Spółka | Dywidenda | Data ustalenia prawa do dywidendy | Data wypłaty dywidendy | Spółka | Dywidenda | Data ustalenia prawa do dywidendy | Data wypłaty dywidendy |
|-------------|-----------|-----------------------------------|------------------------|------------|-----------|-----------------------------------|------------------------|
| ABG | 0,32 | 9.05.2008 | 26.05.2008 | MILLENNIUM | 0,19 | 6.05.2008 | 20.05.2008 |
| ACTION | 0,27 | 4.02.2008 | 29.02.2008 | MOJ | 0,12 | 8.07.2008 | 6.08.2008 |
| AGORA | 0,50 | 14.07.2008 | 14.07.2008 | MOSTALPLC | 5,00 | 8.08.2008 | 28.08.2008 |
| AMBRA | 0,20 | 4.01.2008 | 18.01.2008 | NORTHCOAST | 0,16 | 20.08.2008 | 10.09.2008 |
| APATOR | 0,30 | 11.07.2008 | 25.07.2008 | NOWAGALA | 0,10 | 16.06.2008 | 30.06.2008 |
| AQUA | 0,43 | 1.07.2008 | 10.09.2008 | OPONEO.PL | 1,10 | 3.07.2008 | 18.07.2008 |
| ASSECOPOL | 0,55 | 23.06.2008 | 8.07.2008 | ORBIS | 0,40 | 15.07.2008 | 1.08.2008 |
| ATM | 0,54 | 5.09.2008 | 19.09.2008 | OZC | 1,15 | 20.06.2008 | 10.07.2008 |
| ATMGRUPA | 0,14 | 17.06.2008 | 1.07.2008 | PEKAES | 1,00 | 30.06.2008 | 14.07.2008 |
| BĘDZIN | 1,80 | 4.07.2008 | 22.07.2008 | PEKAO | 9,60 | 15.05.2008 | 3.06.2008 |
| BIPROMET | 1,19 | 15.07.2008 | 1.09.2008 | PERMEDIA | 0,75 | 15.07.2008 | 31.07.2008 |
| BOŚ | 0,23 | 17.07.2008 | 1.08.2008 | PGNIG | 0,19 | 25.07.2008 | 1.10.2008 |
| BUDVARCEN | 0,30 | 12.06.2008 | 27.06.2008 | PKNORLEN | 1,62 | 1.08.2008 | 1.09.2008 |
| BZWBK | 3,00 | 5.05.2008 | 19.05.2008 | PKOBP | 1,09 | 18.08.2008 | 4.09.2008 |
| CIECH | 2,07 | 11.07.2008 | 1.08.2008 | PRIMAMODA | 0,20 | 27.06.2008 | 11.07.2008 |
| DĘBICA | 2,10 | 18.07.2008 | 5.08.2008 | PROCHEM | 0,70 | 7.07.2008 | 28.07.2008 |
| DECORA | 0,30 | 2.06.2008 | 1.08.2008 | PROJPRZEM | 0,50 | 27.06.2008 | 18.07.2008 |
| DGA | 0,16 | 26.06.2008 | 10.07.2008 | PUŁAWY | 1,70 | 7.12.2008 | 21.12.2008 |
| DOMDEV | 2,04 | 28.05.2008 | 12.06.2008 | QUMAKSEK | 0,25 | 18.06.2008 | 3.07.2008 |
| DROP | 0,37 | 14.08.2008 | 1.09.2008 | RADPOL | 3,60 | 20.06.2008 | 11.07.2008 |
| DROZAPOL | 0,33 | 14.08.2008 | 1.09.2008 | SANOK | 1,00 | 1.09.2008 | 15.09.2008 |
| EFEKT | 0,55 | 29.08.2008 | 10.10.2008 | ŚNIEŻKA | 1,10 | 31.07.2008 | 14.08.2008 |
| ELBUDOWA | 2,50 | 21.07.2008 | 7.08.2008 | STALPROD | 12,00 | 14.07.2008 | 31.07.2008 |
| ELEKTROTI | 1,00 | 10.07.2008 | 25.07.2008 | STALPROFI | 0,26 | 8.08.2008 | 1.09.2008 |
| EMPERIA | 0,88 | 1.09.2008 | 17.09.2008 | STĄPORKÓW | 0,45 | 13.06.2008 | 1.07.2008 |
| ENERGOPLD | 0,10 | 3.07.2008 | 18.07.2008 | TALEX | 1,00 | 20.05.2008 | 4.06.2008 |
| EUROCASH | 0,30 | 1.07.2008 | 15.07.2008 | TERESA | 0,60 | 26.06.2008 | 10.07.2008 |
| EUROTEL | 0,38 | 8.07.2008 | 22.07.2008 | TORFARM | 1,48 | 4.07.2008 | 18.07.2008 |
| HANDLOWY | 4,75 | 4.07.2008 | 29.08.2008 | TPSA | 1,50 | 21.05.2008 | 11.06.2008 |
| HYDROTOR | 1,25 | 29.08.2008 | 12.09.2008 | TUEUROPA | 7,24 | 30.04.2008 | 26.08.2008 |
| IMPEXMET | 0,14 | 14.08.2008 | 1.09.2008 | TUP | 0,20 | 3.06.2008 | 17.06.2008 |
| INGBSK | 11,70 | 14.05.2008 | 2.06.2008 | TVN | 0,49 | 29.05.2008 | 12.06.2008 |
| INSTALKRK | 0,30 | 1.07.2008 | 6.11.2008 | VARIANT | 0,35 | 8.07.2008 | 22.07.2008 |
| INMX | 0,50 | 2.07.2008 | 8.07.2008 | WANDALEX | 0,12 | 1.10.2008 | 15.10.2008 |
| KĘTY | 4,50 | 15.07.2008 | 5.08.2008 | WARFAMA | 0,14 | 30.05.2008 | 13.06.2008 |
| KGHM | 9,00 | 18.07.2008 | 7.08.2008 | WASKO | 0,10 | 16.06.2008 | 30.06.2008 |
| KOGENERACJA | 2,05 | 8.07.2008 | 8.08.2008 | WAWEL | 7,00 | 15.07.2008 | 1.08.2008 |
| KPPD | 1,75 | 20.06.2008 | 10.07.2008 | WIELTON | 0,22 | 9.07.2008 | 24.07.2008 |
| KREDYTB | 0,52 | 3.07.2008 | 18.07.2008 | WOLAINFO | 0,38 | 24.07.2008 | 21.08.2008 |
| KRUK | 0,27 | 7.07.2008 | 18.07.2008 | WSIP | 0,92 | 8.07.2008 | 22.07.2008 |
| KRUSZWICA | 0,73 | 22.08.2008 | 8.09.2008 | YAWAL | 0,50 | 30.06.2008 | 16.07.2008 |
| LENA | 0,04 | 23.06.2008 | 1.08.2008 | ZELMER | 2,16 | 14.07.2008 | 4.08.2008 |
| LUBAWA | 0,04 | 14.07.2008 | 18.08.2008 | ŻURAWIE | 0,06 | 3.07.2008 | 4.08.2008 |
| MCLOGIC | 1,00 | 3.07.2008 | 17.07.2008 | ŻYWIEC | 37,00 | 21.04.2008 | 8.05.2008 |
| MENNICA | 4,00 | 8.07.2008 | 23.07.2008 | | | | |

Źródło: informacje ze spółek

określiły wielkość dywidend za 2007 r., dzień ich przyznania oraz dzień wypłaty. Dane zawarte w tabeli wyraźnie przedstawiają, jak różnej wielkości są wypłacane dywidendy. Atrakcyjności wypłacanej dywidendy nie można zatem ustalać samą wartością dywidendy, ale jej rentownością w stosunku do rynkowej ceny. Technik wyznaczania rentowności dywidendy jest kilka. Do najczęściej stosowanych można zaliczyć stosunek wartości dywidendy do średniej ceny nabycia akcji do portfela lub wartości dywidendy do ceny akcji sprzed 3 dni od daty przyznania praw do dywidendy. Dopiero tak obliczona rentowność dywidendy stanowi podstawę do wyboru spółek do portfela, szczególnie jeśli spółka charakteryzowała się wysoką historyczną rentownością dywidendy. Dla celów analizy tworzenia portfela zbudowanego ze spółek dywidendowych wybraliśmy dla przykładu dwie spółki, które w swojej historii stale wypłycały wysokie dywidendy. Są to KGHM oraz ATM. Z informacji zawartych na stronach internetowych obu spółek można odczytać, że Zarząd KGHM rekomenduje wypłatę dywidendy w następujących wielkościach:

- brak dywidendy gdy zysk netto < 700 mln zł,
- 200 mln zł + 50 proc. nadwyżki ponad 700 mln zł dywidendy gdy zysk netto większy od 700 a mniejszy od 1 700 mln zł,
- 700 mln zł + 60 proc. nadwyżki ponad 1 700 mln zł dywidendy gdy zysk netto większy od 1 700 a mniejszy od 3 700 mln zł,
- 1 900 mln zł + 100 proc. nadwyżki ponad 3 700 mln zł dywidendy gdy zysk netto większy od 3 700 mln zł.

Z kolei Zarząd ATM postanowił, że będzie starał się tak prowadzić działalność spółki, aby była możliwa coroczna wypłata dywidendy nie mniejsza niż stopa procentowa EURIBOR dla rocznych depozytów w euro, powiększona o 0,5 proc., obliczona od aktualnej wartości rynkowej spółki. Wartość rynkowa spółki będzie obliczana jako średnia arytmetyczna kursów zamknięcia z notowań akcji na GPW w ostatnim miesiącu roku obrotowego. Stopa procentowa EURIBOR zostanie pobrana dla ostatniego notowania w ostatnim dniu roku obrotowego.

Portfel spółek dywidendowych

Wykres przedstawia dywidendę w obu spółkach w latach 1997-2007. Z wykresu widać wyraźnie, że KGHM ma dużo dłuższą historię, która wynika tylko z okresu, od którego jest notowana na GPW w Warszawie. Do szacunku rentowności dywidendy przyjęliśmy ceny rynkowe z 30 czerwca kolejno dla KGHM 100 zł i ATM 7,50 zł oraz zatwierdzoną dywidendę za rok 2007. Z obliczeń zawartych w tabeli 2 wynika, że rentowność brutto dywidend dla obu podmiotów wynosi odpowiednio dla KGHM 9 proc., a dla ATM S.A. 7,2 proc. Warto pamiętać o fakcie, że podobnie jak zyski ze zbycia akcji, również dywidenda jest opodatkowana.

W odróżnieniu od lokaty bankowej, czy też obligacji, inwestor nie może uznać dywidendy jako stałej korzyści wynikającej z posiadania akcji

Przy omawianiu problematyki konstrukcji portfela papierów wartościowych opartego o spółki dywidendowe warto zwrócić uwagę na procent składany. Do analizy celowo dobraliśmy spółki, których okres wypłaty dywidendy oraz przyznania do niej prawa znacząco się różni. Z tabeli 1 wynika, że data przyznania prawa do dywidendy KGHM przypada na 18.07.2008, a wypłaty dywidendy na 7.08.2008. Z kolei data przyznania prawa do dywidendy ATM przypada na 5.09.2008, a wypłaty dywidendy na 19.09.2008. Zatem inwestor może przeprowadzić następujące operacje. Zakładając, że wycenia oba podmioty wyżej od ich obecnych rynkowych notowań i zamierza zainwestować w obie spółki długoterminowo, powinien za całą kwotę nabyć akcje KGHM. Z dywidendy otrzymanej z tej spółki kupić akcje ATM i również otrzymać dywidendę, za którą może nabyć powyższe lub inne spółki dywidendowe na przyszłe lata. W wyniku takiej operacji inwestor za dywidendę otrzymaną z KGHM nabywa akcje innego podmiotu, który również wypłaca w miarę wysoką dywidendę, za którą może nabyć kolejne akcje pod dywidendę wypłaconą już w 2009 r. za wyniki z roku obecnego. Oczywiście po zsumowaniu wartości poszczególnych akcji oraz kwot dywidendy nie zmienia się zainwestowana kwota. Jednakże cały proces ma charakter długoterminowy i zastosowanie go przekłada się w dłuższym okresie na znaczące wyniki, gdyż otrzymany kapitał jest szybko reinwestowany w kolejne przedsiębiorstwa.

W taki sposób można inwestować kapitał w spółki, co do których jesteśmy przekonani o ich dobrej kondycji, niedowartościowaniu względem wyceny fundamentalnej oraz mając na uwadze długoterminowy wzrost wartości portfela. Jako alternatywę w tworzeniu portfela mocnych fundamentalnie spółek można wybrać te akcje, które zamiast dywidendy dokonują operacji buy-back. Problematyka, przykłady z polskiego rynku kapitałowego oraz możliwości wykorzystania buy-backu zostaną przez nas omówione już w kolejnym artykule. ●

dr inż. Bartłomiej Jabłoński jest wiceprezesem FINANSE Kancelaria Usług Gospodarczych i Finansowych sp. z o.o.

Aleksandra Kortylewska jest studentką na kierunku finanse i rachunkowość, specjalność logistyka w biznesie.

Prezentowane analizy stanowią wyraz poglądów autorów i nie mogą być traktowane jako rekomendacja czy zalecenie podjęcia określonych działań inwestycyjnych.

Tabela 2. Dywidendy w analizowanych spółkach (zł)

| Rok | KGHM S.A. | ATM S.A. |
|--------------------|--------------|--------------|
| 1997 | 0,25 | - |
| 1998 | 0,10 | - |
| 2000 | 1,00 | - |
| 2004 | 2,00 | - |
| 2005 | 10,00 | 2,15 |
| 2006 | 16,97 | 7,60 |
| 2007 | 9,00 | 0,54 |
| Rentowność: | 9,00% | 7,20% |

Źródło: www.kghm.pl oraz atm.com.pl