

# Słabszy złoty

**WYNIKI** Nawet eksporterzy niewyklani w toksyczne opcje nie cieszą się z osłabienia krajowej waluty

## ANALIZA

Kamil Zatoński

k.zatonski@pib.pl • 022-333-99-70

Waltowne osłabienie krajowej waluty obniżyło zyski giełdowych spółek o setki milionów złotych. Przypadków, w których deprecjacja złotego pozytywnie przełożyła się na wyniki, jest jak na lekarstwo.

**Dokładny bilans jest trudny do oszacowania**, bo spółki różnie ujmują skutki wyceny walutowych instrumentów pochodnych. Jeśli robią to tak jak Hydrobudowa Polska i PBC, tj. ujmują rezultaty zamkniętych transakcji i wycenę otwartych pozycji w derywatach w części operacyjnej wyniku (a nie w kosztach finansowych, jak inne firmy), to konsekwencji zmian na rynku walutowym czytelnicy raportów nie będą w stanie zidentyfikować. Część spółek (np. z grupy Polimeksu) wdrożyła rachunkowość zabezpieczeń, dlatego zmiana wartości opcji czy forwardów trafia do bilansu (obniża kapitały własne), a nie rachunku zysków i strat. W innych przypadkach koszty fi-

nansowe są jednak tak wysokie, że konsumując znaczną część lub nawet całość wyników operacyjnego. W rezultacie spółki notują bądź skromne zyski netto (jak Ergo), bądź straty (ATM, PKM Duda czy Indykpol).

**Największą wyrwę w zyskach wciąż powodują** feralne opcje walutowe i inne instrumenty pochodne. Konsekwencje ich ujemnej wyceny nie są wcale mniej dotkliwe niż na koniec 2008 r. Nie budzą już jednak takich emocji, jak kilka miesięcy temu. Powód? Z jednej strony, inwestorzy już się oswoili z opcyjnym czynnikiem ryzyka i uwzględnił go w cenach akcji, z drugiej – spółki starają się tego nie eksploatować. W większości przypadków straty mają zresztą charakter wyłącznie księgowy i – tak przynajmniej zapewniają menedżerowie spółek – wypływ gotówki na ich realizację nie pokrywany jest przez zwiększone wpływy z eksportu.

**Gotówkę wysysają natomiast najbardziej powszechne**, choć jednocześnie w skali poszczególnych spółek niezbyt dotkliwe, zrealizowane

ujemne różnice kursowe. Ich pojawienie się to konsekwencja gwałtownych wahań, z jakimi mamy do czynienia na rynku walutowym. Lista spółek, których zysk z tego powodu stopniał, jest bardzo długa i obejmuje duże podmioty (PBG i Asseco Poland), średnie (Multimedia Polska i Hydrobudowa Polska), a także mniejsze (Śnieżka). Ci, którym różnice kursowe podreperowały zyski, to np. ES-System i Mediatek.

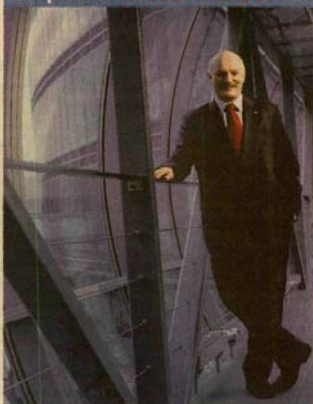
**Wiele firm – Lotos, Ergo, Makarony Polskie** – uciekało z kolei z powodu rewaluacji zadłużenia denominowanego w walutach obcych. Czwarty „złoty cios” to wzrost kosztów nabywanych towarów i usług. Tym czynnikiem słabsze wyniki tłumaczył przede wszystkim dystrybutorzy odzieży (wyższe stawki najmu w centrach handlowych, większe koszty importowanej z Azji odzieży), ale także PGNiG (droższy gaz z importu), Cyfrowy Polsat i Multimedia Polska (płaca więcej za licencje programowe), a nawet Agora, która zakupiła papier rozlicza w euro.

**Wpływ osłabienia złotego na osiągnięcia firm ma też**

bardziej pośredni charakter. Spadek wartości krajowej waluty do franka szwajcarskiego spowodował zaostrenie polityki kredytowej przez banki. Mniejszy strumień gotówki na cele mieszkaniowe wstrzymał wiele inwestycji deweloper- skich – np. Dom Development nie rusza z żadnym projektem, a to uderzyło także w firmy wykonawcze. Deweloper na kolejne trzy miesiące zawiesił roboty na jednym z osiedli we Wrocławiu, które budować ma Erbud. Z kolei zwłoka z rozpoczęciem prac na trzech inwestycjach Ganta mocno uszczupliła przychody Budopolu Wrocław.

**Niewielkim podważeniem jest natomiast to**, że eksporterzy (tacy jak Zelmer, Grajewo, Mondy czy ES-System) dzięki deprecjacji rodzimej waluty odnotowali poprawę rentowności sprzedaży zagraniczej. Wielkość tej sprzedaży – także w przeliczeniu na złote – drastycznie jednak spadła w wyniku zmniejszenia zamówień na wyroby firm. W ES-System spadek ten sięgnął 21 proc., a w Zelmerze aż 33 proc.

## Grupa Lotos: PLUSY I MINUSY



# drenuje zyski

## LOTOS

► Kurs w zł

28.06



Zródło: GPW, notowania.pib.pl

## Mediatek: KORZYSTNE RÓZNICE



► Kwartalny zysk netto telekomu, którym kieruje Marcin Kubit, byłby dużo mniej okazały, gdyby nie zaskiegowanie różnic kursowych w wysokości 1,87 mln zł, związanych z wyceną wartości godziwej należności i zobowiązań handlowych. [FOT. BS]

## MEDIATEK

► Kurs w zł



Zródło: GPW, notowania.pib.pl



## Notowania EUR/PLN

Zródło: Bloomberg, notowania.pib.pl