

IDMSA

Zabawa w konfetti

droga akcja promocyjna „tanich akcji”

22 lipca 2008 r. otrzymałem e-mail od: Dom Maklerski IDMSA <idm@agencjasupport.pl> informujący o tym, że

DOM MAKLERSKI IDMSA

**niezależny dom maklerski, konsekwentnie budujący własną grupę kapitałową
w obszarze usług finansowych**

**o czołowej pozycji na rynku pierwotnym i usług korporacyjnych
pierwszy broker notowany na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie
obecny na rynku od 1993 r.**

ZAPRASZA DO UCZESTNICTWA W PUBLICZNEJ OFERCIE AKCJI SERII I.

Dalej wymienione zostały cele emisji, kalendarium oraz dane o ofercie:

Oferowane akcje: 109 088 428 akcji zwykłych na okaziciela serii I

Cena emisyjna akcji: 1,10 zł

1 prawo poboru uprawnia do objęcia 1 akcji serii I

Zaintrygowała mnie owa promocja wykorzystująca marketing bezpośredni, następny krok to już tylko door-to-door, czyli po polsku domokrażca promujący akcje. Co skłoniło twórców email do takiej kampanii reklamowej?

Jaki produkt wymaga takiej reklamy?

Akcje należą do kategorii tzw. „tanich akcji” zaoferowanych w ramach prawa poboru dotychczasowym akcjonariuszom. W czasie głosowania uchwały o emisji cena IDM S.A. na giełdzie wynosiła około 9 zł, natomiast w dacie zwołania walnego zgromadzenia mającego podjąć uchwałę około 14 zł.

W ciągu kilku miesięcy cena akcji IDM spadła z 14 zł do poziomu 2 - 2,50 zł za akcję i „tanie akcje” przyznane w ramach prawa poboru nie są już relatywnie tak tanie jak w chwili uchwalania emisji – jednak nadal są wyraźnie tańsze od ceny giełdowej IDM.

Dla osoby, która chciałaby zakupić „tanie akcje” promocja oferty jest niewygodna z oczywistych względów, jeśli już posiada prawa poboru to chociaż nie musi ich nabywać to jednak reklama powoduje, że będzie mniej akcji do objęcia w drugim terminie zapisów. Dla osoby która chciałaby zakupić prawa poboru promowanie oferty tym bardziej nie jest korzystne. Promocja oferty jest natomiast jak najbardziej korzystna z punktu widzenia osób zainteresowanych sprzedażą prawa poboru.

Na czyją korzyść jest kampania reklamowa „tanich akcji” można sobie łatwo odpowiedzieć.

Zadziwia w tej kampanii jej skala i determinacja z jaką oferuje się akcje nowej emisji. W ostatnich dniach aktywność zarządu IDM SA jest wyjątkowo duża: wywiady, reklamy w prasie i Internecie, chat z prezesem, do tego mailing i ...dalsze wywiady. Jeśli przyjąć, że czas prezesa jest bezcenny – zwłaszcza gdy zapowiada się ekspansję od Indii przez Polskę do Londynu, a może i dalej... to jest to bardzo droga reklama.

Jak dokonano wyceny akcji/udziałów w portfelu IDM SA?

Aby przekonać się czy „tanie akcje” są tanie inwestor intuicyjnie kieruje się w stronę prospektu emisyjnego. Jednak może się okazać, że spotka go niespodzianka i w prospekcie danych finansowych będzie jak na lekarstwo. Zmiany w przepisach w przypadku kolejnej oferty danego emitenta niestety na to pozwalają. Czy to jest dobre rozwiązanie to rzecz dyskusyjna, skoro nie ma w prospekcie emisyjnym tego co ważne z punktu widzenia oceny emitenta to trzeba sięgnąć po ostatnie raporty finansowe.

Sięgamy więc do raportu za I kw. 2008 r., gdzie na str. 44 czytamy:

Pkt 3. Dokonywanie odpisów aktualizujących z tytułu utraty wartości rzeczowych aktywów trwałych, wartości niematerialnych lub innych aktywów oraz odwracanie odpisów z tego tytułu

Na każdy dzień bilansowy Grupa dokonuje oceny aktywów pod względem istnienia przesłanek wskazujących na utratę ich wartości. W przypadku istnienia takiej przesłanki, Grupa dokonuje oszacowania wartości odzyskiwalnej. Wysokość odpisów aktualizujących ustala się jako nadwyżkę wartości bilansowej tych składników nad ich wartością odzyskiwalną.

W I kwartale 2008 roku w Grupie nie dokonywano odpisów z tytułu utraty wartości rzeczowych aktywów trwałych, wartości niematerialnych i innych aktywów, jak również odwracania istotnych odpisów z tego tytułu.

Zdanie pierwsze w tym punkcie brzmi typowo, natomiast zdziwienie budzi zapis, iż w I kwartale 2008 nie dokonano odpisów z tytułu utraty wartości aktywów.

Według naszej najlepszej wiedzy IDM S.A. zainwestował w wiele spółek, zarówno publicznych i notowanych na giełdzie jak i spółek niepublicznych. I okazuje się, że pomimo powszechnie znanej dramatycznej przeceny małych i średnich spółek najwyraźniej zarząd IDM S.A. nie dokonał odpisów z tytułu utraty ich wartości. Jak to możliwe?

Czytamy dalej, w punkcie **9. Dane uzupełniające o aktywach i pasywach** dowiadujemy się jaka jest klasyfikacja aktywów. Otóż mamy długi opis aktywów w rozbiciu na pozycje bilansowe. To bardzo ciekawy punkt i warto go przeczytać w całości, aby wiedzieć ile można opisywać aktywa pod kątem ich wyceny, gdzie czytając taką klasyfikację niestety można zagubić wątek najistotniejszy czyli sposób weryfikacji stanu głównych aktywów.

Co jest najważniejsze w tym opisie? Oczywiście znaczące pozycje, czyli

- *Instrumenty finansowe przeznaczone do obrotu: 365 035 tys.*
- *Wartości niematerialne i prawne: 411 171 tys.*

Obie pozycje stanowią ponad 76 proc. aktywów grupy IDM SA.

Trzecia główna pozycja to *Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne*: 151 156 tys. stanowiąca prawie 15 proc. aktywów grupy. Jednakże z tej kwoty aż 145 502 tys. to środki pieniężne klientów.

Jak wyceniane są „Instrumenty finansowe przeznaczone do obrotu”?

4. Instrumenty finansowe przeznaczone do obrotu.

Składnik aktywów finansowych zalicza się do tej kategorii, jeżeli nabyty został przede wszystkim w celu sprzedaży w krótkim terminie lub, jeżeli został zaliczony do tej kategorii przez Zarząd. Instrumenty finansowe przeznaczone do obrotu wyceniane są według wartości godziwej z zyskami lub stratami ujmowanymi w rachunku zysków i strat.

Co zrobił zarząd sporządzając raport za I kw. 2008?

Czy zweryfikował wartość godziwą składników w tej kategorii aktywów? I tutaj z jednej strony widzimy dramatyczną przecenę małych i średnich spółek na giełdzie, widzimy też czarno na białym sposób wyceny przywołany w pkt 4; jednak wcześniej przecież dowiedzieliśmy się, że IDM S.A. w I kwartale 2008 roku w Grupie nie dokonał odpisów z tytułu utraty wartości rzeczowych aktywów trwałych, wartości niematerialnych i innych aktywów, jak również odwracania istotnych odpisów z tego tytułu.

Czekamy w tej sprawie na odpowiedź IDM z uzasadnieniem...

Dlaczego wcześniej zwróciliśmy uwagę, że można zagubić główny sens opisu aktywów czyli weryfikację ich wartości? Poza znaczącą pozycją opisaną wyżej **Instrumenty finansowe przeznaczone do obrotu** w bilansie spółki pojawia się pozycja **Instrumenty finansowe dostępne do sprzedaży**.

Czyli mamy instrumenty finansowe przeznaczone do obrotu i instrumenty finansowe dostępne do sprzedaży... Ciekawy podział różnicujący „przeznaczenie do obrotu” od „dostępności do sprzedaży”.

Pkt 6 Instrumenty finansowe dostępne do sprzedaży zawiera już znacznie dłuższy opis:

6. Instrumenty finansowe dostępne do sprzedaży.

Instrumenty dostępne do sprzedaży to instrumenty, które Grupa zamierza utrzymywać przez czas nieokreślony. Instrumenty finansowe dostępne do sprzedaży wyceniane są według wartości godziwej.

Wartość godziwa instrumentów finansowych notowanych wynika z ich bieżącej ceny rynkowej. Jeżeli rynek na dany składnik aktywów finansowych nie jest aktywny (a także w odniesieniu do nienotowanych papierów wartościowych), Grupa ustala wartość godziwą stosując techniki wyceny oparte na wykorzystaniu cen uzyskanych w ramach transakcji porównywalnych jak również poprzez odwołanie się do innych, podobnych instrumentów, analizę zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz modele wyceny opcji i inne metody wyceny powszechnie stosowane przez uczestników rynku. W uzasadnionych przypadkach Grupa przyjmuje również stosowanie metody ceny nabycia skorygowanej o odpisy z tytułu utraty wartości, o ile

istnieją przesłanki wskazujące, iż wycena ta nie różniłaby się istotnie od wyceny w wartości godziwej. Do tej kategorii zaliczane są również grunty w spółkach zależnych (inwestycje długoterminowe).

Na każdy dzień bilansowy Grupa ocenia, czy istnieją obiektywne przesłanki utraty wartości danego składnika aktywów finansowych lub grupy aktywów finansowych. W przypadku instrumentów kapitałowych klasyfikowanych jako instrumenty dostępne do sprzedaży, przy ocenie, czy nastąpiła utrata wartości, brany jest pod uwagę znaczny lub długotrwały spadek wartości instrumentu finansowego poniżej jego wartości początkowej.

W pkt 6 mamy więc wyraźną informację, że wycena dokonywana jest najkrócej mówiąc według bieżących notowań/wycen rynkowych.

Jest tylko jeden drobny szkopuł wartość tejże pozycji wynosi zaledwie 6 280 tys. (słownie: sześć milionów dwieście osiemdziesiąt tysięcy). **Natomiast pozycja „Instrumenty finansowe przeznaczone do obrotu” – o wartości 365 035 tys. (trzysta sześćdziesiąt pięć milionów) jest wyceniana INACZEJ.**

Nieprawdaż, że ciekawa klasyfikacja przez podział?

Interesujące jest, że znacząca pozycja **Instrumenty finansowe przeznaczone do obrotu** to aktywa, które nabyte zostały przede wszystkim w celu sprzedaży w krótkim terminie lub zostały zaliczone do tej kategorii przez Zarząd, natomiast aktywa **Instrumenty finansowe dostępne do sprzedaży** to instrumenty, które Grupa zamierza utrzymywać przez czas nieokreślony.

Wychodzi na to, że instrumenty finansowe nabyte na czas nieokreślony są ściśle powiązane z bieżącymi notowaniami, a te nabyte w celu odsprzedaży w krótkim terminie mają inny sposób wyceny... Warto zadać pytanie zarządowi IDM S.A. o przyjętą metodologię...

Podsumowując powyższy wątek, czy naprawdę nie dokonano w I kwartale 2008 odpisów z tytułu utraty wartości godziwej aktywów?

Wartość firmy z konsolidacji

Wartości niematerialne i prawne wynoszą 411 171 tys, w tym wartość firmy 348 459 tys. Okazuje się, że „wartości niematerialne i prawne” stanowią ponad 40 proc. aktywów IDM SA. Tylko pogratulować... Wypada więc zadać zarządowi IDM proste pytanie: Jak się ma przecena na giełdzie do transakcji zakupu Electusa?

Czy Electus w sposób cudowny obronił się przed przeceną własnej wartości? Jeśli tak to jak? Pytania pomocnicze prowadzą do zasadniczego, czy wartość godziwa wartości niematerialnych i prawnych nie powinna być zmniejszona z uwagi na utratę wartości chociażby spółki Electus?

A może fakt przeceny na giełdach wpływa na to, że wartość Electusa nawet wzrasta, że – jak to ładnie można powiedzieć – spółka jest odwrotnie skorelowana z rynkiem?

W jednym z wielu ostatnich wywiadów prezes Grzegorz Leszczyński określił gorszą koniunkturę jako korzystną dla firm windykacyjnych. Czyżby?

Wydaje się, że Electus nie jest platformą handlu wierzytelnościami typu tabela ofert tylko spółką, która inwestuje w wierzytelności i sprzedaje, a to robi różnicę...

Naszym zdaniem lepiej mieć pakiet wierzytelności nabyty w gorszej koniunkturze i sprzedawać w lepszej niż mieć pakiet wierzytelności kupiony na szczycie koniunktury... i patrzeć jak sytuacja się pogarsza...

Stąd wskazane byłoby uzupełnienie medialnej wypowiedzi prezesa Leszczyńskiego w odniesieniu do sytuacji spółki Electus.

Zadłużenie IDM SA

W każdym bilansie są rzeczy pewne i pewniejsze, zobowiązania należą do tej drugiej kategorii. Dlaczego w pasywach spółki jest tak wysoka wartość Zobowiązań krótkoterminowych 338 235 tys zł?

Czy IDM finansuje zakup akcji i udziałów kredytami?

Czy spółka ma problem z finansowaniem działalności, w szczególności z finansowaniem długoterminowymi kredytami bankowymi?

Na jakie stopy procentowe opiewają kredyty i pożyczki udzielone IDM?

Jakie straty za II kwartał 2008 roku i 2 dekady lipca?

To jest pytanie które nasuwa się w sposób naturalny i odnosi do aktywów IDM S.A.

Wydaje się, że KNF powinien zobowiązać spółkę do podania jakie straty poniosła od ostatniego dnia bilansowego tj. od końca I kw. 2008 r. do końca drugiej dekady lipca mając na uwadze spadki na giełdach i charakter aktywów emitenta.

Uwzględniając jednak wcześniej poruszone zagadnienia związane z problematyczną wyceną już na koniec I kw. 2008 r. okazuje się, że KNF powinien zobowiązać spółkę do przedstawia jak wycenione zostały aktywa, w szczególności takie pozycje jak:

„Instrumenty finansowe przeznaczone do obrotu” - 365 035 tys.

„Wartości niematerialne i prawne” - 411 171 tys.

oraz dlaczego w I kwartale 2008 nie miały miejsca odpisy z tytułu aktualizacji wartości godziwej wyżej wymienionych aktywów?

Zarząd spółki zapewne będzie miał okazję przedstawić jak się mu udaje dokonywać swoich wycen na potrzeby raportu kwartalnego, jak i na potrzeby prospektu emisyjnego. Wydaje się, że w tej materii zarząd IDM S.A. ma wiele do powiedzenia...

Kot w worku

W obecnej sytuacji inwestor zainteresowany ofertą „tanich akcji” praktycznie kupuje kota w worku. Podstawowa rzecz czyli ile spółka straciła w ostatnim czasie na inwestycjach w akcje/udziały jest nieznana...

To, że zarząd może uważać, iż aktualne notowania akcji, które nabył nie oddają wartości tych spółek, najlepiej niech zachowa dla siebie. W przyszłości wartość tych akcji jeszcze bardziej może odbiegać od wyobrażeń zarządu...

Jeśli klient banku chciałby zastawić pod kredyt samochód i przekonywał, że aktualne ceny nie oddają wartości samochodu to bank by mu grzecznie wyjaśnił, aby w takim razie się pojawił gdy ceny będą zbieżne z jego wyobrażeniami o wartości pojazdu.

Prezes IDM SA zamiast prowadzić kampanię reklamową „taniach akcji” może powinien najzwyczajniej powiedzieć: pakiet akcji notowanych na giełdzie jaki posiadamy jest wart..., kupiliśmy te akcje za..., jeśli przyjąć, że taka jest wartość tych akcji na dzień 24 lipca 2008 r. to z tego tytułu nasz wynik finansowy należałoby zmienić o... Oczywiście tutaj prezes może dodać swoje zastrzeżenia, że spółki które nabył są wyjątkowe, że w przyszłości oczekuje wzrostu ich wartości, etc.

Mając na uwadze drastyczną przecenę małych i średnich spółek na giełdzie taka informacja jest dla inwestorów podstawowa.

Kto emituje „tanie akcje”?

Dlaczego niektóre spółki decydują się na ofertę „taniach akcji” w ramach prawa poboru? Wyjaśnienie może być całkiem proste. To nie jest żadne „wynagrodzenie/dywidenda” jak przekonują czasem zarządy spółek. O specyficznej formie „dywidendy” można raczej mówić w przypadku skupu akcji własnych celem umorzenia. Emisja akcji to jednak przeciwieństwo do skupu akcji własnych... i trudno aby w obu przypadkach mówić o swoistej „dywidendzie”.

Emisja taniach akcji może się wielu zarządom wydawać ostatnią deską ratunku w celu pozyskania pieniędzy z rynku. Zakładają bowiem, że skoro obecny kurs wynosi np. 15 zł to z pewnością sprzedadzą akcje po 1 zł i mają zapewniony wpływ pieniędzy do spółki. Posiadacz akcji albo zakupi dodatkowe akcje wynikające z prawa poboru (bo jeśli ma po 15 zł to kupi po złotówce) albo dotychczasowy akcjonariusz sprzeda prawa poboru, a znajdą się nabywcy, którzy uznają, że warto zapłacić 1 złoty za akcję plus rynkową cenę prawa poboru. Jaka będzie cena prawa poboru i późniejsze notowania rozwodnionych akcji to już mniej ważne, istotne że określona kwota wpłynie do spółki i ...będzie czym zarządzać. Takie perpetuum mobile dające zarządom pieniądze do dyspozycji. Czasem jednak mechanizm szwankuje na całej linii i cena akcji od momentu uchwalenia emisji do oferty „taniach akcji” spada w dramatycznym tempie powodując ryzyko, że emisja się nie powiedzie i nie będzie czym dysponować – a sytuacja spółki jest taka jak ...jej kurs. To jest rzeczywiście sytuacja krytyczna i wymaga nadzwyczajnych działań, dla spółki – a właściwie dla jej zarządzających – to być albo nie być.

Pytaniem jest na jakiej podstawie świadomi inwestorzy mają dać zarządowi spółki pieniądze do zarządzania. Czy jeśli spółka straciła pieniądze na inwestycjach to warto jej powierzać kolejne pieniądze?

W przypadku IDM SA nie ma się co dziwić zarządowi, że bardzo pragnie wpływu do spółki 100 mln. Kto by nie chciał? Pewnie jeszcze lepiej gdyby wpłynęło ...200 mln (2 akcje na prawo poboru), a może 300 mln...?

Czy za jakiś czas nie okaże się, że zarządzający widząc kolejne potrzeby związane z sytuacją spółki nie zrobią kolejnej „super okazji” i nie zaoferują na jedno prawo poboru 3 akcji w cenie ...tylko 10 groszy za sztukę?

Jarosław Supłacz