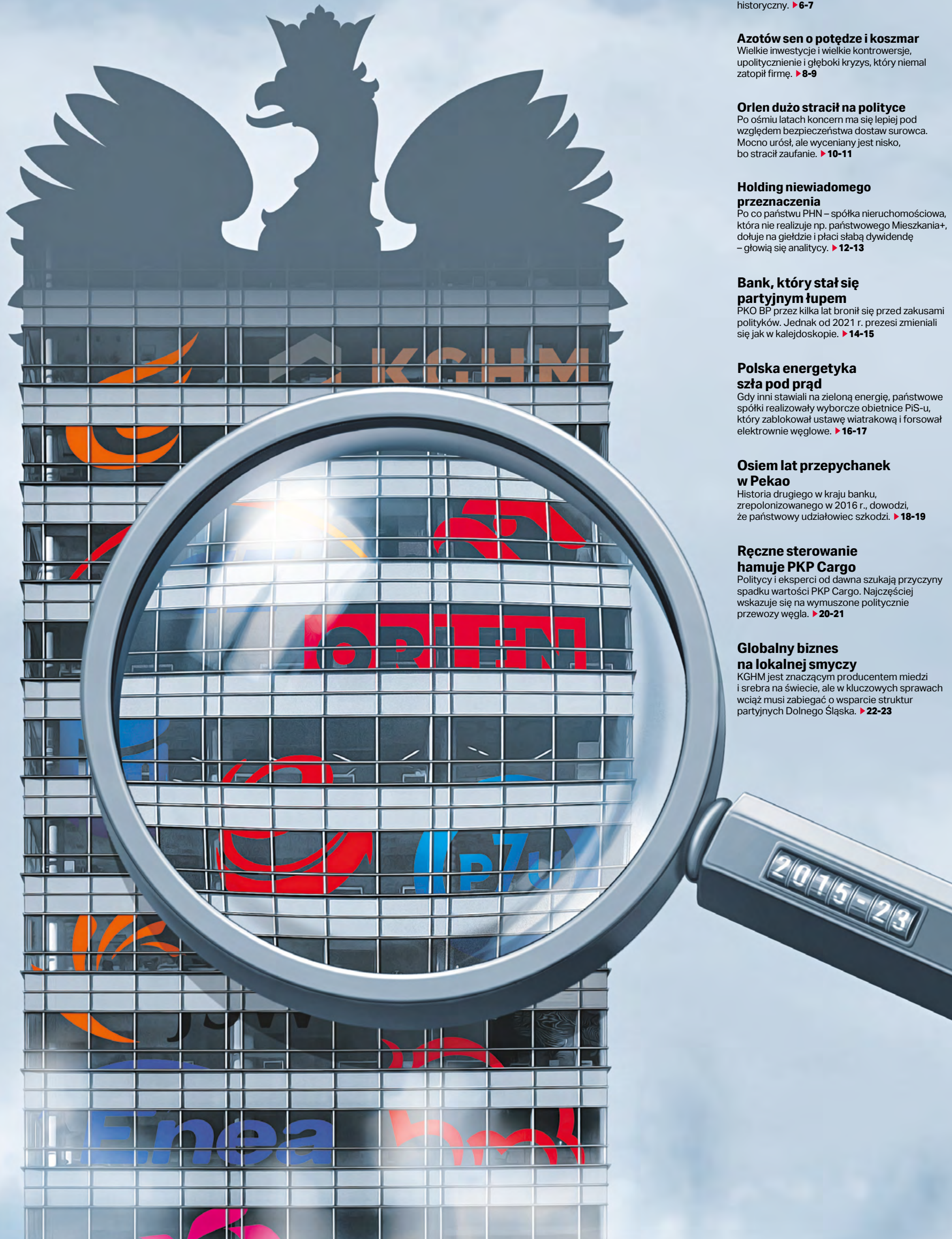


www.pb.pl

**Puls  
Biznesu**

# Bilans zamknięcia

Rozpoczął się sezon walnych zgromadzeń w spółkach z udziałem skarbu państwa. Najpierw zmieniają się rady nadzorcze, a później zarządy. W jakiej kondycji znajdują się przedsiębiorstwa po ośmiu latach kierowania państwem przez Zjednoczoną Prawicę? Zapraszamy do przeczytania analiz dotyczących: PZU, JSW, Grupy Azoty, GPW, Orlenu, PHN, PKO BP, Pekao, PKP Cargo, KGHM i spółek energetycznych.



**Konkurencja naciera, PZU się trzyma**  
Ubezpieczyciel nie doświadczył aż takiej wirówki kadrowej jak inne spółki. Utrzymał się na czele rynkowej stawki, choć konkurencja mocno go podgryza. ► **2-3**

**JSW skreśliła inwestorów. I nawzajem**

Przez 8 lat liczyli się tylko górnicy i skarb państwa. Rynek odpłacił brakiem zainteresowania i niską wyceną. ► **4-5**

**Giełdowe rekordy i antyrekorды**

Czworo prezesów przez 8 lat nie jest rekordem. GPW zaliczyła jednak w tym czasie inne – nie tylko chwalebne. Odpływ spółek z parkietu był historyczny. ► **6-7**

**Azotów sen o potęgze i koszmar**

Wielkie inwestycje i wielkie kontrowersje, upolitycznienie i głęboki kryzys, który niemal zatopił firmę. ► **8-9**

**Orlen dużo stracił na polityce**

Po ośmiu latach koncern ma się lepiej pod względem bezpieczeństwa dostaw surowca. Mocno urósł, ale wyceniany jest nisko, bo stracił zaufanie. ► **10-11**

**Holding niewiadomego przeznaczenia**

Po co państwu PHN – spółka nieruchomościowa, która nie realizuje np. państwowego Mieszkania+, dołuje na giełdzie i płaci słabą dywidendę – głowią się analitycy. ► **12-13**

**Bank, który stał się partyjnym łupem**

PKO BP przez kilka lat bronił się przed zakusami polityków. Jednak od 2021 r. prezesi zmieniali się jak w kalejdoskopie. ► **14-15**

**Polska energetyka szła pod prąd**

Gdy inni stawiali na zieloną energię, państwowe spółki realizowały wyborcze obietnice PiS-u, który zablokował ustawę wiatrakową i forsował elektrownie węglowe. ► **16-17**

**Osiem lat przepychanek w Pekao**

Historia drugiego w kraju banku, zrepolonizowanego w 2016 r., dowodzi, że państwowy udziałowiec szkodzi. ► **18-19**

**Ręczne sterowanie hamuje PKP Cargo**

Politycy i eksperci od dawna szukają przyczyny spadku wartości PKP Cargo. Najczęściej wskazuje się na wymuszone politycznie przewozy węgla. ► **20-21**

**Globalny biznes na lokalnej smyczy**

KGHM jest znaczącym producentem miedzi i srebra na świecie, ale w kluczowych sprawach wciąż musi zabiegać o wsparcie struktur partyjnych Dolnego Śląska. ► **22-23**



Bilans zamknięcia

PZU nie przespał ważnych zmian

W ciągu ostatnich ośmiu lat ubezpieczyciel nie doświadczył aż takiej wirówki kadrowej jak inne państwowe spółki. Utrzymał się na czele rynkowej stawki, choć konkurencja coraz mocniej go podgryza



agnieszka.morawiecka@pb.pl

PZU wszedł w 2024 rok w dobrej kondycji finansowej, z zachowaną pozycją lidera. Nie wszystkie cele strategiczne – uznane przez rynek za ambitne – udało się zrealizować. Ubezpieczyciel wykonał jednak ogromny skok technologiczny, a zmiany w zarządzie nie przeszkodziły w gruntownej transformacji.

– W ciągu ostatnich ośmiu lat PZU udało się utrzymać wysokie wskaźniki wypłacalności, co umożliwiło wypłatę wysokich dywidend. Ratingi nie ucierpiały, spółka utrzymywała, a niekiedy zwiększała udziały rynkowe. Ocena jest pozytywna. Spółka bardzo dobrze sobie poradziła, był też względny spokój, jeśli chodzi o rotację w zarządzie. ►Kamil Stolarski Santander BM

Na plus oceniam próbę dywersyfikacji biznesu. PZU w obliczu niskich stóp procentowych postanowił rozszerzyć działalność o bancassurance, co było strzałem w dziesiątkę. Dla ubezpieczyciela jest to dodatkowy kanał sprzedaży. Korzysta też na dobrej koniunkturze w sektorze bankowym. Owszem, było kilka kwartałów, kiedy banki zaciążyły na wynikach z powodu dużych odpisów na kredyty frankowe. Trzeba jednak spojrzeć na to szerzej – ROE sektora bankowego jest wyższe niż zwrot z obligacji, a cross-sell zwiększa przychody.

Talanx – gracz numer dwa, do którego należą m.in. Warta i Europa Ubezpieczenia – powiększył w tym czasie swój kawałek tortu z 13,7 proc. na koniec 2016 r. do 17,1 proc. w połowie 2023.

Udział PZU w rynku ubezpieczeń na życie na koniec 2026 r. wynosił 45,1 proc. i był najwyższy od 2010. Do połowy ubiegłego roku skurczył się do 42,4 proc. Dystans od rynkowego numeru dwa, Allianz, który przejął Avivę, pozostał jednak duży. W po-

Ocena jest pozytywna. Spółka bardzo dobrze sobie poradziła, był też względny spokój, jeśli chodzi o rotację w zarządzie.

►Kamil Stolarski Santander BM

W bankowym kalejdoskopie

►W maju 2015 r. PZU zainwestował w Alior Bank – za pakiet kontrolny zapłacił ponad 1,6 mld zł, czyli 89,5 zł za akcję (cena akcji banku podczas debiutu na GPW w grudniu 2012 r. wyniosła 59,5 zł). Potem ubezpieczyciel dokupił 5 proc. za 640 mln zł, co oznacza, że łącznie zainwestował w bank prawie 2,3 mld zł. W 2015 r. wartość banku w księgach PZU sięgała prawie 750 mln zł, a inwestycja wydawała się strzałem w dziesiątkę. W czerwcu 2017 r. PZU i PFR odkupiły od włoskiej grupy UniCredit 32,8 proc. akcji Banku Pekao za 10,6 mld zł (PZU nabył 20 proc. za 6,5 mld zł, a PFR 12,8 proc. za 4,1 mld zł). Dzięki temu ubezpieczyciel stał się największą grupą oferującą kompleksowe usługi finansowe w regionie CEE. Pandemia, która przyszła na początku 2020 r., diametralnie zmieniła sytuację banków. W wynikach za pierwsze półrocze 2020 PZU dokonał odpisów z tytułu nabycia Aliora i Pekao, co obniżyło wynik grupy o ok. 827 mln zł. Trzy lata później jednak sytuacja znów się odwróciła. W ciągu pierwszych sześciu miesięcy 2023 r. Alior i Pekao dołożyły 918 mln zł do zysku PZU (łącznie 2,7 mld zł), a w ciągu trzech kwartałów 1,4 mld zł, ponadpięciokrotnie więcej niż rok wcześniej.

OKIEM EKSPERTA

Dywersyfikacja jest potrzebna

MICHAŁ KONARSKI

analityk Domu Maklerskiego mBanku

OKIEM EKSPERTA

Nie tędy droga

KAROL STOLARSKI

szeft zespołu analiz giełdowych w Biurze Maklerskim Santander Banku

Przejmowanie banków to nie najlepsza droga dla PZU. Trudno o istotną synergię. To bardziej inwestycja portfelową niż coś, co zmieniło biznes ubezpieczeniowy grupy. Pieniądże wydane na akcje Aliora i Pekao można byłoby wykorzystać lepiej. PZU powinien wkrótce zdecydować, co dalej z biznesem bankowym. Czy warto myśleć o połączeniu Aliora i Pekao? To bardzo różne banki, więc synergia byłaby spora. Wątpię jednak, czy pokryłaby koszty związane z tą operacją – w tym odejście części klientów. Alior, mimo że bardzo mocno ograniczył apetyt na ryzyko, wciąż walczy o klientów, korzystając m.in. z usług pośredników, czego nie robi Pekao. Dla uzyskania synergii kosztowej niezbędny byłby wspólny system IT i jednolite zasady udzielania finansowania, a wtedy część klientów Aliora nie mogłaby liczyć na kredyt. Podobnych problemów może być więcej.

łowie ubiegłego roku udział niemieckiego ubezpieczyciela wynosił 14,2 proc., gros to zaśluga Avivy (w 2016 r. miała 10,3 proc.).

– W przypadku lidera głównym celem jest obrona udziałów rynkowych. Sporo konkurentów stara się podgrzać spółkę – zwłaszcza poprzez wojnę cenową

w segmencie komunikacyjnym. Trzeba też pamiętać, że w ostatnich latach trwały procesy konsolidacyjne, w wyniku których m.in. Unia przejęła Axę, a Allianz Avivę. Konkurencja rośnie, ale PZU udało się obronić – mówi Michał Konarski, analityk BM mBanku.

Marcin Materna, szef działu analiz Biura Maklerskiego Banku Millennium, podkreśla, że PZU jest jedną z nowocześniejszych spółek w sektorze finansowym. Bardzo sprawnie i skutecznie prowadzi transformację cyfrową, podpatrując zagranicę, a jednocześnie zachowuje udziały rynkowe.

– Pozostałym graczom trudno będzie je zwiększać, bo PZU będzie zawsze krok przed nimi – mówi Marcin Materna.

Trudno było to zepsuć

Grunt pod dalszy rozwój polskiego giganta przygotował niewątpliwie Andrzej Klesyk, który został prezesem PZU w 2007 r., po wyborach wygranych przez PO.

Na liście sukcesów ma m.in. porozumienie z 2009 r., podpisane z ówczesnym największym akcjonariuszem PZU – holenderskim Euroke – po 10 latach sporu o umowę prywatyzacyjną. Wprowadził PZU na giełdę (w maju 2010 r. – była to wówczas jedna z największych ofert w Europie Środkowo-Wschodniej i największa w historii GPW). Wdrożył zachodnie standardy zarządzania i uporządkował zasady obsługi spółek skarbu państwa, z którymi współpracował wcześniej nie zawsze była korzystna dla ubezpieczyciela. W 2012 r. PZU rozpoczął realizację projektu Everest – systemu do wielostronnej obsługi polis, który zastąpił funkcjonujący od 1995 r. produktowy system informatyczny.

– Ukierunkował firmę na wzrost i innowację, a po zmianie zarządu w 2016 r. ten kierunek został utrzymany. Warto podkreślić, że sektor finansowy w Polsce miał to szczęście, że na najwyższe stanowiska nie trafiały osoby przypadkowe. To ludzie wykształceni, posiadający wiedzę i doświadczeniem w biznesie, również zagraniczne, z międzynarodowych instytucji. Menadżerowie byli nastawieni na realizację celów, które zostały zapisane w strategiach – mówi Marcin Materna.

Podkreśla, że główny akcjonariusz, czyli skarbu państwa, nie narzucał też zarządom strategii i sposobów jej realizacji.

Nie tylko dywidenda jest ważna

W grudniu 2015 r. Andrzej Klesyk zrezygnował z kierowania PZU. Po wyborach wygranych przez PiS stanowisko prezesa grupy objął Michał Krupiński. Poprzednik zostawił mu strategię na lata 2015-20, która miała postawić grupę na trzech solidnych filarach: ubezpieczeniach, zarządzaniu aktywami (PZU Inwestycje) i opiece medycznej (PZU Zdrowie). Wyznaczył też cele: powyżej 35 proc. udziałów w ryku majątkowym i 45 proc. w życiowym, przeszło 650 mln zł

przychodów PZU Zdrowie, ponad 11,5 proc. udziałów w rynku TFI i 20 proc. ROE grupy.

Nowy zarząd PZU po gruntownym przeglądzie w sierpniu 2016 r. zaktualizował strategię – zmienił profil spółki z czysto dywidendowej na dywidendowo-wzrostową i dopisał cele związane z obecnością w grupie banków.

Podsumowując 2016 r., Michał Krupiński napisał w liście do akcjonariuszy, że grupa PZU ma wszystkie składniki, aby stać się jedną z najbardziej innowacyjnych w Europie. „W szczególności chcemy w szerszym stopniu wykorzystać zbiory Big Data w procesach kwotowania i sprzedaży. Rozwinieśmy elektroniczne kanały dystrybucji i obsługi”.

Zapowiedzi tych nie zdążył zrealizować, bo w marcu 2017 r. odwołano go ze stanowiska, a w lipcu został prezesem kontrolowanego przez ubezpieczyciela Banku Pekao.

Rekordowe zyski, ale udziały stopniały

Michała Krupińskiego zastąpił Paweł Surówka, wcześniej (od czerwca 2016 r.) kierujący PZU Życie. Na początku stycznia 2018 r. zarząd z wielką pompą w hali EXPO XXI zaprezentował dokument pod nazwą „Nowe PZU – więcej niż ubezpieczenia. Aktualizacja i operacjonalizacja Strategii Grupy PZU na lata 2017-2020”.

Za prezesury Pawła Surówki zyski PZU wzrosły, jednak kosztem udziałów w rynku, choć ubezpieczyciel cały czas utrzymywał pozycję lidera. 2017 r. grupa zakończyła rekordowym wynikiem netto wysokość 4,2 mld zł (zysk netto przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej wyniósł 2,9 mld zł wobec 1,9 mld zł rok wcześniej) i rekordową sprzedażą na poziomie 22,8 mld zł. Rok później zysk był jeszcze wyższy – 5,4 mld zł (3,2 mld zł zysk jednostki dominującej), a składka przypisana brutto sięgnęła 23,5 mld zł.

Kolejne rekordy (3,29 mld zł, 24,2 mld zł i ROE 21,1 proc.) padły w 2019 r., a tuż po ich ogłoszeniu, w marcu 2020 r., Paweł Surówka ustąpił ze stanowiska. W ciągu niespełna trzech lat jego prezesury udział PZU w rynku majątkowym spadł z 36,6 proc. do 33,8 proc., zaś w ubezpieczeniach życiowych wzrósł z 45,1 proc. do 45,9 proc. na koniec 2019 r.

Zdrowie zaczyna się liczyć

Na czele ubezpieczeniowego giganta stanęła Beata Kozłowska-Chyła, która w przeszłości była członkinią rady nadzorczej, a następnie zarządu PZU i PZU Życie. Był to powrót po latach, bo z grupy odeszła w 2016 r. w wyniku ostrego konfliktu między dwoma obozami politycznymi. W marcu 2021 r. światło dzienne ujrzła kolejna strategia, w której zarząd zapowiedział, że ma zamiar skrócić z odbicia gospodarczego po pandemii i do 2024 r. przenieść grupę na „wyższy poziom biznesowy, technologiczny, społeczny, ekologiczny”.

PZU jeszcze mocniej postawił na współpracę z bankami (skumulowana składka przypisana brutto z bancassurance ma wzrosnąć do ok. 3 mld zł w 2024 r.), rozwój na rynku prywatnej opieki zdrowotnej i inwestycyjnym. PZU ma przeistoczyć się „w kompleksowego doradcę klienta i dostawcę pełnego zakresu usług związanych ze zdrowym trybem życia, opieką medyczną i leczeniem”.

– Rozwój tego segmentu to dobry ruch, bo wydatki Polaków na zdrowie rosną. W skali całej działalności ubezpieczeniowej przychody z tej części biznesu nie są jeszcze znaczące, ale wzrost organiczny polega właśnie na dodawaniu pojedynczych punktów procentowych do kilkuprocentowego wzrostu – mówi Marcin Materna.

– Dodanie do polis życiowych produktów zdrowotnych i sieci medycznej miało być dużą zmianą. Nie mam możliwości ocenić, czy było, bo PZU nie wyodrębniła tego biznesu z ubezpieczeń grupowych. Ambicje były wielkie, małych przejęć było sporo. Z komentarzy użytkowników sieci PZU Zdrowie wynika jednak, że operacyjnie ta działalność nie jest jeszcze poukładana. Etap przejmowania przychodni trwa, ale trzeba je zintegrować – mówi Kamil Stolarski.

Akwizycje nie grają pierwszych skrzypiec

Choć PZU nie odstępowało się nigdy od przejmowania spółek ubezpieczeniowych, ostatnie lata nie były pod tym względem owocne. Po zakupie trzech ubezpieczycieli działających w krajach bałtyckich i polskiego Link 4 (w 2014 r. za prawie 260 mln EUR) lider polskiego rynku nie dokonał żadnej

„Uważam, że dla PZU lepiej byłoby kupować ubezpieczycieli niż banki, a w ciągu ostatnich lat było kilka okazji, z których grupa nie skorzystała.”

►Kamil Stolarski Santander BM

znaczącej akwizycji. Działalność spółek bałtyckich, choć dochodowa, nie jest znacząca w skali całej grupy. Składka przypisana brutto w ubezpieczeniach majątkowych wyniosła 2,26 mld zł w 2022 r., a motorem jej wzrostu były (i wciąż są) ubezpieczenia komunikacyjne. W litewskiej spółce życiowej natomiast składka wyniosła 98 mln zł.

W ubiegłym roku PZU uzgodnił także z Orlenem warunki zakupu Polskiego Gazu Towarzystwo Ubezpieczeń Wzajemnych (PG TUW) i Polskiego Gazu Towarzystwo Ubezpieczeń Wzajemnych na Życie (PG TUWnŻ) – wyspecjalizowane, ale relatywnie małe firmy. Dzięki transakcji, na którą KNF właśnie się zgodziła, przepis składki Grupy PZU ma wzrosnąć o 180 mln zł, a wartość zarządzanych aktywów zgromadzonych przez uczestników PPE – o ponad 190 mln zł.

– Przejęcie spółek w krajach bałtyckich i Link 4 przyniosło synergię – w przeciwieństwie do przejęcia działalności bankowej. Uważam, że dla PZU lepiej byłoby kupować ubezpieczycieli niż banki, a w ciągu ostatnich lat było kilka okazji, z których grupa nie skorzystała. PZU jest liderem na rynku majątkowym, ale w typowym biznesie ubezpieczeń na życie ma jeszcze przestrzeń na akwizycję – nawet w Polsce, gdzie jest rynkowym numerem trzy – mówi Kamil Stolarski. Celem grupy do 2024 r. jest utrzymanie 8-procentowego udziału składki przypisanej brutto z rynków zagranicznych. ☺ ☹

Zadania dla nowego zarządu:

- co najmniej utrzymanie udziałów rynkowych
- przegląd portfela inwestycji
- poprawa procesów operacyjnych i IT w PZU Zdrowie
- podjęcie strategicznych decyzji dotyczących segmentu bankowego (połączenie lub sprzedaż)
- dalsza digitalizacja, upraszczanie procesów, wykorzystywanie rozwiązań fintechowych do prowadzenia działalności ubezpieczeniowej
- bezpieczne zarządzanie kapitałem, by PZU pozostał spółką dywidendową
- odbudowanie zaufania rynku kapitałowego przez jednoznaczne zakomunikowanie inwestorom, że spółka dba o wzrost wartości dla wszystkich akcjonariuszy, zarządowi zależy na kursie akcji, a skarbu państwa – choć ważny – jest tylko jednym z wielu udziałowców

Źródło: analitycy

Chcieć i móc

►Strategiczne cele Grupy PZU i realizacja



Michał Krupiński od stycznia 2016 r. do marca 2017 r.



Paweł Surówka od kwietnia 2017 r. do marca 2020 r.



Beata Kozłowska-Chyła od marca 2020 r.

Strategia na lata 2017-2020

|                                                          | Cel   | Realizacja |
|----------------------------------------------------------|-------|------------|
| Udział Grupy PZU w rynku ubezpieczeń majątkowych (proc.) | 38    | 32,1       |
| ROE jednostki dominującej (proc.)                        | 18    | 10,9*      |
| Kontrybucja banków do zysku grupy (mln zł)               | > 900 | 149        |
| Aktywa banków (mld zł)                                   | > 300 | 312        |
| Przychody PZU Zdrowie (mln zł)                           | 1000  | 949        |
| Liczba klientów PZU Życie (mln)                          | 11    | 10,3       |
| Aktywa klientów zewnętrznych pod zarządzaniem (mld zł)   | 50    | 33         |

\*22,5 bez zdarzeń jednorazowych

Cel

Realizacja

Strategia na lata 2021-24

|                                                                                   | Cel   | Realizacja (Q3 2023) |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-------|----------------------|
| Przychody z ubezpieczeń (mld zł)**                                                | 28    | 19,9                 |
| aROE (proc.):**                                                                   | 15,5  | 22                   |
| Zysk netto grupy PZU przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej (mld zł)** | 4,3   | 4,16                 |
| Kontrybucja banków do zysku grupy (mld zł)**                                      | 1     | 1,44                 |
| Przychody PZU Zdrowie (mld zł)                                                    | 1,7   | 1,17                 |
| Wskaźnik wypłacalności II (proc.)                                                 | > 200 | 227                  |
| Aktywa klientów zewnętrznych pod zarządzaniem (mld zł)                            | 60    | 48                   |

\*\*MSSF 17

Cel

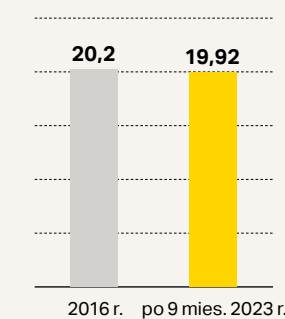
Realizacja (Q3 2023)

Źródło: raporty roczne i kwartale, prezentacje grupy PZU

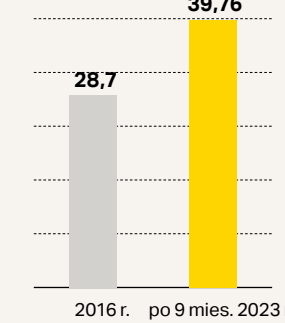
Osiem lat w liczbach

►Grupa PZU

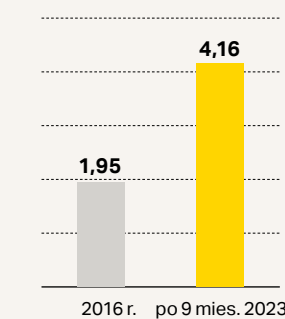
Przychody z ubezpieczeń (w mld zł)\*



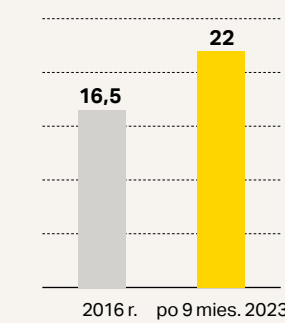
Kapitalizacja giełdowa (w mld zł)



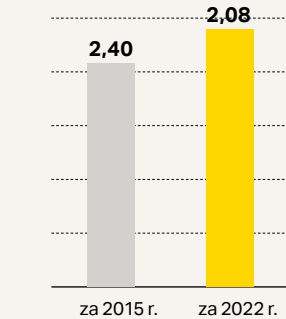
Zysk netto przypisany j.d. (w mld zł)



ROE (w proc.)



Dywidenda na akcję (w zł)



Profesjonalista w każdym calu

►Prezesa się zmieniali, tymczasem Tomasz Kulik od października 2016 r. niezmiennie trwa na stanowisku dyrektora finansowego grupy kapitałowej i członka zarządu. I całe szczęście – uważa zgodnie rynek. CFO ma opinię niezwykle pracowitego, rzetelnego i kompetentnego menedżera. Jest autorem strategii grupy na lata 2016-20 oraz polityki kapitałowo-dywidendowej. Analitycy doceniają go m.in. za profesjonalne przeprowadzenie największego ubezpieczyciela w regionie przez skomplikowane i czasochłonne zmiany zasad rachunkowości. Dzięki temu PZU stał się benchmarkiem dla innych spółek z branży. Chwala go też za bardzo dobry kontakt z rynkiem i niepozostawianie bez odpowiedzi pytań inwestorów, analityków i dziennikarzy. Trzymają kciuki, żeby zachował stanowisko w nowym rozdaniu.



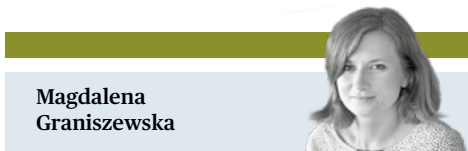


## Bilans zamknięcia

## Bilans zamknięcia

# Inwestorzy krzywo patrzą na JSW

Polityczna presja ostatnich ośmiu lat sprawiła, że inwestorzy omijają Jastrzębską Spółkę Węglową szerokim łukiem, obawiając się m.in. kosztów kolejnych bonusów dla załogi. Czy da się to naprawić?



Magdalena Graniszewska

m.graniszewska@pb.pl

Jastrzębska Spółka Węglowa (JSW) to największy w Unii Europejskiej producent węgla koksowego oraz jeden z największych producentów i eksporterów koksu. Jest właścicielem czterech kopalni, które w 2022 r. wyprodukowały 14,1 mln ton węgla, głównie koksowego, i trzech koksowni, które wytworzyły 3,2 mln ton koksu.

Polityka odgrywa w JSW dużą rolę, jak w każdej firmie kontrolowanej przez skarb państwa, który decyduje m.in. o obsadzie najważniejszych stanowisk. Za rządów Zjednoczonej

Prawicy karuzela kadrowa kręciła się szybko, a prezesów było aż sześciu.

Nowa ekipa powołała nowe władze JSW. Rynek i branża mają wobec nich bardzo klarowne oczekiwania.

## Koniec z megabonusami

Po pierwsze – związki zawodowe.

Podstawowym zadaniem nowego zarządu powinny być poważne ustalenia ze związkami zawodowymi – mówi Paweł Puchalski, analityk Santander Banku.

Wyjaśnia, że skoro kopalnie JSW stawiają czoła coraz trudniejszym warunkom geologicznym, finanse firmy mogą nie wytrzymać dotychczasowego tempa wzrostu wynagrodzeń.

Przypomnijmy, że tuż przed wyborami parlamentarnymi rząd uzgodnił ze związkami JSW

wypłatę ponad 300 mln zł premii. Wcześniej, w lipcu, otrzymali 230 mln zł nagrody motywacyjnej. Dodatkowo od stycznia 2023 r. wynagrodzenia w JSW wzrosły średnio o 15,4 proc., co w tym roku oznacza dla firmy koszt rzędu 580 mln zł.

Na dyscyplinę kosztową zwraca uwagę również Jakub Szkopek z Erste Securities. Podobny postulat ma Łukasz Prokopiuk z DM BOŚ, lecz jest sceptyczny co do możliwości jego spełnienia.

Wiele lat wpływu polityki na spółkę odcisnęło piętno i wpływa na perspektywy. Wyobrażam sobie, że jeśli potencjalny nowy zarząd nie da załatwić nagrody z zysku, to nie przetrwa długo na stanowisku. Jednocześnie wiemy niestety, że firmy nie stać na dalsze wypłacanie takich nagród. Mimo to najprościej będzie kontynuować – stwierdza Łukasz Prokopiuk.

## Powrót do dywidendy

Drugim zadaniem nowego zarządu powinna być próba poprawy wizerunku JSW w oczach inwestorów.

– Rynek kapitałowy patrzy na JSW krytycznie, ale ma powody – mówi Jakub Szkopek.

Jednym z nich jest brak wypłaty dywidendy, mimo rekordowych zysków, przy jednoczesnych sowytych wypłatach dla pracowników oraz jeszcze sowskich nadzwyczajnych podatkach wpłacanych do budżetu.

– Nowy rząd i zarząd powinny budować silne fundamenty spółek obecnych na rynku kapitałowym, co w przypadku JSW oznacza, że firma powinna dzielić się zyskiem z inwestorami – precyzuje Jakub Szkopek.

Przypomina też, że rynek kapitałowy coraz poważniej traktuje kryteria ESG, opisujące

między innymi wpływ danej spółki na klimat i środowisko.

– To oznacza, że węgiel koksujący, mimo że służy do produkcji stali potrzebnej m.in. do budowy wiatraków czy fotowoltaiki, wciąż pozostaje węglem, czyli surowcem, od którego inwestorzy chcą odchodzić – mówi Jakub Szkopek.

## Frustracja inwestorów

Łukasz Prokopiuk mówi wprost, że od inwestorów instytucjonalnych słyszy: JSW to spółka „nieinwestycyjna”.

– Dlatego jest ryzyko, że zawsze będzie tania. Po debiucie w 2011 r. firma osiągała ok. 2 mld zł zysku EBITDA rocznie i miała wtedy wyższą wycenę niż dziś, gdy osiąga aż 11 mld zł – zwraca uwagę analityk.

Jeśli notowania miałyby się poprawić, to z pewnością nieprędko.

– Zapewne dopiero za dwa lata będziemy w stanie ocenić, czy poprawia się traktowanie akcjonariuszy mniejszościowych i czy wycena w związku z tym rośnie – uważa Łukasz Prokopiuk.

Bardzo liczą na to inwestorzy indywidualni, na razie niezadowoleni, co można wyczytać na forach internetowych. JSW przyciąga aktywnych graczy, ponieważ jej akcje potrafią w krótkim czasie rosnać lub spadać o kilkadziesiąt procent.

## Myślenie o rozwoju

Jarosław Zagórowski, który był prezesem JSW w latach 2007-15, uważa, że ostatnie lata to dla spółki czas zmarnowany.

– Nie przybyły żadne nowe aktywa produkcyjne, a prosty projekt elektrociepłowni w Koksowni Radlin wciąż nie został ukończony – wylicza menedżer.

Przekonuje, że okazje do rozwoju się pojawiały, wystarczy wspomnieć o Hucie Częstochowa, która zmieniała właściciela.

– JSW powinna być lokomotywą rozwoju południa Polski, poszerzać biznes, zajmować się metanem, gazem koksowniczym, wejść np. w nowoczesną chemię, a w szybach robić grawitacyjne magazyny energii – mówi Jarosław Zagórowski.

## Co przyjdzie po piecach

Łukasz Prokopiuk zastanawia się, czy za 10-15 lat piece w hutach stali nadal będą opalane węglem koksowym, czy może technologia całkowicie się zmieni. Podobne pytania nurtują Jakuba Szkopka.

– Ponadto wyzwaniem dla firmy jest polityka UE zmierzająca do opodatkowania emisji metanu – mówi Jakub Szkopek.

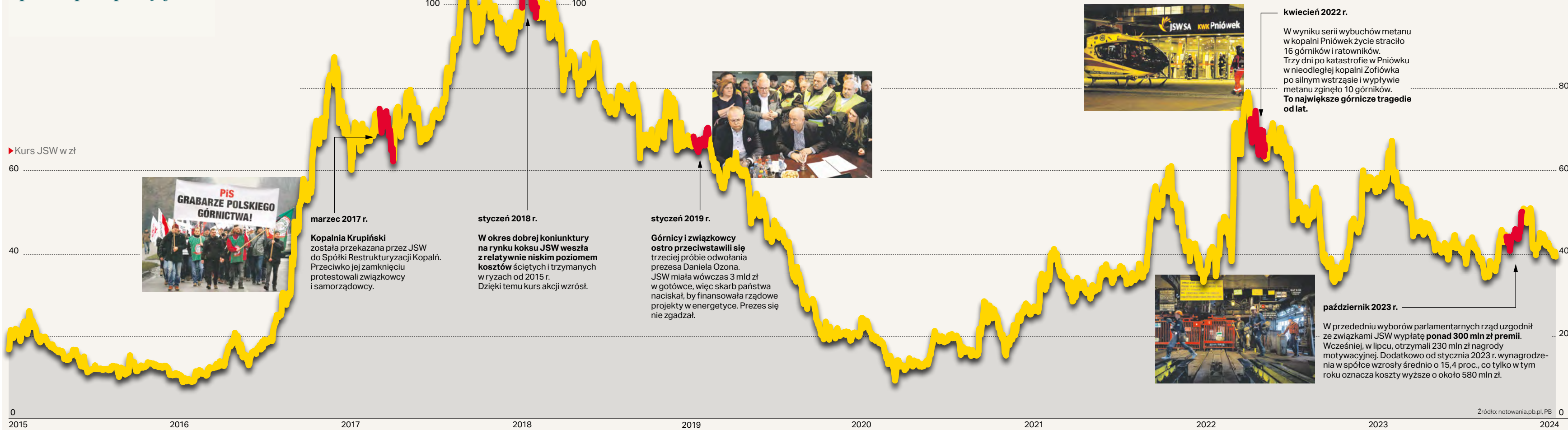


JSW powinna być lokomotywą rozwoju południa Polski, poszerzać biznes, zajmować się metanem, gazem koksowniczym, wejść np. w nowoczesną chemię, a w szybach robić grawitacyjne magazyny energii.

Jarosław Zagórowski  
prezes JSW  
w latach 2007-15



## Spółka pod presją

Tomasz Gawlik  
od 2016-01-13  
do 2017-05-29Daniel Ozon  
od 2018-01-18  
do 2019-07-18Robert Mańtek  
od 2019-07-18  
do 2019-08-26Włodzimierz Hereźniak  
od 2019-08-26  
do 2021-05-05Barbara Piontek  
od 2021-05-05  
do 2021-10-12Tomasz Cudny  
od 2021-11-17

## Zyski biją rekordy...

► Jastrzębska Spółka Węglowa to jedna z firm, w których wpływ zarządu na wyniki wydaje się mizerny.

– Taką jest specyfika polskich państwowych spółek górniczych. No, chyba że mówimy o wiceprezisie do spraw produkcji – zauważa Łukasz Prokopiuk, analityk DM BOŚ.

Z punktu widzenia produkcji JSW w ostatnich ośmiu latach nieco się skurczyła. W 2016 r., w którym Zjednoczona Prawica rozpoczęła sprawowanie rządów, łączna produkcja węgla sięgała 16,8 mln ton, a koksu – 3,9 mln ton. W 2022 r. było to mniej, odpowiednio: 14,1 i 3,2 mln ton. Strategia do 2030 r. zakłada jednak wzrost – średnia produkcja węgla sięgnie 15,6 mln ton, a koksu – 3,6 mln ton.

Paweł Puchalski, analityk Santander Banku, tłumaczy, że ze względu na coraz trudniejszą geologię w ostatnich latach wzrosła w JSW częstotliwość zdarzeń wynikających z tzw. siły wyższej.

– Chodzi np. o konieczność zamykania pokładów ze względów bezpieczeństwa i wynikającą z tego niemożność wydobycia węgla. Przykładów takich zdarzeń było ostatnio kilka. To m.in. projekt kopalni Bzie, która po inwestycji miała umożliwiać wydobycie 2 mln ton węgla rocznie. Dziś wiemy, że z przyczyn geologicznych będzie to jedynie 0,5 mln ton – mówi Paweł Puchalski.

Tymczasem z punktu widzenia finansów sytuacja JSW jest rekordowo dobra. Przychody w 2016 r. wyniosły 6,7 mld zł, a w 2022 aż 20,2 mld zł. Zysk EBITDA (bez zdarzeń jednorazowych), który jest najważniejszym wskaźnikiem finansowym, skoczył zaś z 1 mld do 11,4 mld zł.

– JSW ma za sobą lata bardzo dobrej koniunktury, co nie jest zasługą żadnego z zarządów spółki. Ostatnio, dla przykładu, to konsekwencja wojny w Ukrainie, która spowodowała eksplozję cen stali i węgla koksującego – podkreśla jednak Jakub Szkopek, analityk Erste Securities.

Konsekwencją wojny w Ukrainie jest obowiązywanie od sierpnia 2022 r. zakaz importu rosyjskiego węgla do UE. To duża zmiana, ponieważ udział Rosji w europejskim imporcie węgla koksowego wynosił od 10 do 30 proc., w zależności od kategorii. Łącznie Unia produkuje ok. 14-15 mln ton węgla koksowego rocznie, z czego aż 11 mln ton pochodzi z kopalni JSW (dane za 2022 r.). Potrzeby są jednak o wiele większe, dlatego unijny import sięgnął 45,3 mln ton. Węgiel koksujący jest potrzebny do produkcji stali, która z kolei jest niezbędna do budowy m.in. wiatraków, fotowoltaiki i innych instalacji, na których opiera się transformacja energetyczna.

## ...ale koszty też rosną

► Rekordowo dobra sytuacja finansowa Jastrzębskiej Spółki Węglowej nie będzie jednak trwała wiecznie.

– Dziś ceny węgla koksującego są wysokie, wręcz nieadekwatne w relacji do cen stali. Gdy spadną, JSW może mieć problem – zauważa Jakub Szkopek z Erste Securities. Problem wynika z tego, że dobre wyniki wzmocniły pozycję związków zawodowych w firmie, a dodatkowo ich apetyt został rozpalony uzgodnieniami rządu z siostrzaną Polską Grupą Górniczą. W ramach umowy społecznej transformującej górnictwo rząd zagwarantował górnikom z PGG atrakcyjne warunki. Górniczy z JSW zapragnęli podobnych.

– Związki wywalczyły wysokie bonusy i wyraźny wzrost wynagrodzeń, o skali przewyższającej inflację. Uważam, że zarząd powinien jednak hamować apetyt załogi na podwyżki, ponieważ wynagrodzenia to największy element kosztów w JSW – mówi Jakub Szkopek.

Analityk wylicza, że pracownicy dostali przez dwa lata ponad 1 mld zł dodatkowych premii. Państwo też dostało zastrzyk, ponieważ w ramach podatku od zysków nadzwyczajnych firma wpłaciła do budżetu łącznie ok. 1,6 mld zł (za 2022 r.), a wraz z CIT i innymi opłatami jest to 4 mld zł (w latach 2022-23).

– Inwestorzy giełdowi nie dostali nic. To odpowiedź na pytanie, dlaczego firma jest ak nisko wyceniana na giełdzie – konkluduje Jakub Szkopek.

– JSW od lat skupia się przesadnie na zadowalaniu związków zawodowych, nie myśli o inwestorach i nie wypłaca dywidendy. Nic dziwnego, że wycena od dawna jest na giełdzie niska, mimo że przy 11 mld zł zysku EBITDA spółka miała na koniec 2022 r. aż 10 mld zł gotówki – wtóruje mu Łukasz Prokopiuk z DM BOŚ.

Podkreśla, że głównym zadaniem JSW powinno być wyważenie interesów wszystkich stron. Oznacza to, że np. państwo otrzymuje podatki, załoga jest zadowolona z podwyżek, a inwestorzy uzyskują zwrot z inwestycji.



## Bilans zamknięcia

## Bilans zamknięcia

## GPW biła rekordy. Pozytywne i negatywne

Ostatnie osiem lat na giełdzie to okres pełen sprzeczności. Spółki schodzą z parkietu, ale obroty rosną. IPO jak na lekarstwo, jednak gdy już są, to niebagatelne. Nawet skandal, do jakiego doszło, był rekordowy

487 Coraz mniej spółek na parkiecie



► Prezesi GPW



**Małgorzata Zaleska**  
od 12 stycznia 2016 r.  
do 4 stycznia 2017 r.



**Rafał Antczak**  
od 4 stycznia 2017 r.  
do 13 marca 2017 r.



**Jarosław Grzywiński**  
od 15 marca 2017 r.  
do 19 czerwca 2017 r.



**Marek Dietl**  
od 19 czerwca 2017 r.



Kamil Kosiński  
k.kosinski@pb.pl ☎ 22-333-99-24

Za symboliczny początek rządów PiS na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) można uznać 12 stycznia 2016 r. Wtedy to zdominowane przez skarb państwa walne zgromadzenie powołało na stanowisko szefowej giełdy Małgorzatę Zaleską, kilka dni wcześniej zaanonsowaną przez Dawida Jackiewicza, ówczesnego ministra skarbu. Na początku lutego była członkinią zarządu NBP i szefową Bankowego Funduszu Gwarancyjnego została zaakceptowana przez KNF i stała się pełnoprawną szefową GPW. Jej giełdowa kariera trwała niespełna rok. Odwołano ją ze stanowiska 4 stycznia 2017 r. Uwidoczniły się przy tym tarcia między szefową giełdy a Ministerstwem Rozwoju i Finansów, które przejęło kontrolę nad GPW w imieniu skarbu państwa. Walnego zmiernającego do odwołania Małgorzaty Zaleskiej (w przypadku GPW prezesa powołuje i odwołuje walne zgromadzenie) nie zwołał zarząd giełdy na wniosek akcjonariusza, jak to się zwyczajowo odbywa, ale samo ministerstwo, korzystając z możliwości, jaką skarbowi państwa daje Kodeks spółek handlowych i statut GPW.

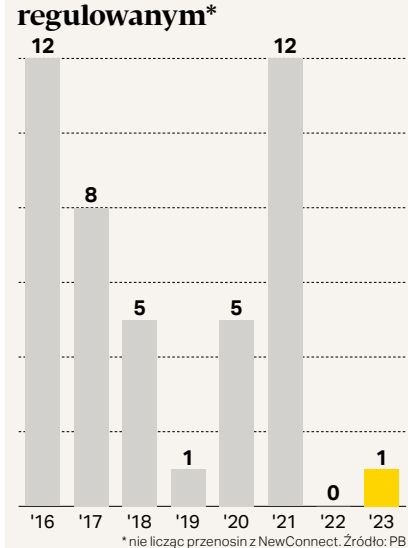
Z końcem prezesury Małgorzaty Zaleskiej zbiegł się początek spadku liczby spółek notowanych na głównym parkiecie. Na koniec 2016 r. było ich 487, czyli dokładnie tyle, ile 12 miesięcy wcześniej. Z każdym kolejnym rokiem ich liczba malała. Na koniec 2023 r. było ich tylko 413. Nowi emitenci napływają na główny parkiet głównie z NewConnectu. Marek Dietl przeszedł do historii jako pierwszy prezes GPW, który przez dwa lata nie odnotował żadnego prawdziwego debiutu. Spółka, po której IPO rozpoczęła się ta przerwa (STS Holding), sama zresztą czeka na formalne zakończenie procedur związanych z opuszczeniem parkietu.

#### FTSE Russell kreuje obroty

Spadającej liczbie spółek towarzyszą większe obroty. Trudno tego nie wiązać z decyzją agencji FTSE Russell o przeklasyfikowaniu Polski z grupy rynków wschodzących do rozwiniętych. Zostało to zapowiedziane we wrześniu 2017 r. Od tego czasu kilkanaście sesji przyniosło obroty przekraczające 3 mld zł. W ciągu 26 wcześniejszych lat istnienia giełdy zdarzyło się to tylko raz – gdy na parkiecie debiutowało PZU, obroty sięgnęły 3,4 mld zł.

Sesja bezpośrednio poprzedzająca przesunięcie Polski w indeksach FTSE Russell wywindowała rekord dziennych obrotów do 5,4 mld zł. Ponad 5 mld zł obrotów przyniósł też dzień debiutu Allegro w 2020 r. Platforma e-commerce przeprowadziła największe IPO w historii polskiego rynku. Nie ma się więc co dziwić, że szybko trafiła do indeksu WIG20. Wśród obecnych blue chipów są zresztą jeszcze dwie inne prywatne spółki, które zadebiutowały w czasach, gdy karty we władach giełdy rozdawał PiS – Pepco Group

#### Debiuty na rynku regulowanym\*



i Dino Polska. To ostatnie przeszło do historii tym, że popyt na jego akcje wśród funduszy inwestycyjnych był tak duży, że inwestorzy indywidualni zapisując się na akcje po tzw. cenie maksymalnej kupili je ostatecznie taniej niż instytucje.

Za prezesury Marka Dietla giełda przeżyła jeszcze jedno historyczne wydarzenie. GetBack wywołał największy skandal w historii GPW, choć oczywiście sama giełda nie miała na to wpływu.

#### 266 dni bez prezesa

Między prezesurami Małgorzaty Zaleskiej i Marka Dietla giełda przeżyła 266 dni bezkrólewia. Odwołując Małgorzatę Zaleską walne zgromadzenie wskazało bowiem na prezesa Rafała Antczaka. Ten utknął w swoistej zamrażarce. Członkostwo w zarządzie Deloitte Consulting, bycie głównym ekonomistą PZU, praca dla Banku Światowego i doradzanie szefom banków centralnych Ukrainy i Kazachstanu nie były dla KNF wystarczającymi kwalifikacjami do kierowania giełdą. Nadzór formalnie nie odrzucał kandydatury Rafała Antczaka, ale też jej nie akceptował. W marcu 2017 r. Rafał Antczak poinformował o rezygnacji z funkcji prezesa GPW „z powodów osobistych”.

W tej sytuacji rada giełdy delegowała ze swojego składu do pełnienia obowiązków prezesa prawnika Jarosława Grzywińskiego. Po trzech miesiącach bicia p.o. został namaszczone na wiceprezesa kierującego pracami zarządu. Tuż po tym odbyło się walne zgromadzenie, które powołało na stanowisko prezesa Marka Dietla. Wcześniej związany był z Krajowym Funduszem Kapitałowym (grupa BGK) i pracował w firmie doradczej Simon Kucher & Partners. Pod koniec września 2017 r. KNF zaaprobowала go jako prezesa.

#### Wojna zamiast rosnących zysków

„Zacznijmy od tego, co chciałbym zainicjować. Na pewno jest to proces umiędzynarodowienia giełdy. (...) Musimy zacząć myśleć już nie tylko w sposób lokalny, ale bardziej międzynarodowy. W naszym biznesie lepiej jest mieć 1-2 proc. udziałów w rynku światowym niż 100 proc. w rynku polskim” – mówił w jednym z pierwszych wywiadów Marek Dietl.

”  
Zacznijmy od tego, co chciałbym zainicjować. Na pewno jest to proces umiędzynarodowienia giełdy. (...) Musimy zacząć myśleć już nie tylko w sposób lokalny, ale bardziej międzynarodowy. W naszym biznesie lepiej jest mieć 1-2 proc. udziałów w rynku światowym niż 100 proc. w rynku polskim.

► Marek Dietl  
prezes GPW

#### Warszawa to nie Chicago i Paryż

Za sukces trudno znać uruchamianie nowych rynków obrotu. W końcu 2022 r. ruszył GlobalConnect, mający być oknem na świat dla inwestorów indywidualnych. Akcje spółek zagranicznych są na nim kwotowane w złotych, bez pytania o zgodę samych spółek, za co we współpracy z giełdą odpowiada Santander Bank Polska. Tyle że obroty na nowym rynku są mizerne, a PKO BP i mBank w ogóle się do niego nie podłączyły, wychodząc z założenia, że ich oferta dostępu do giełd zagranicznych jest lepsza od namiastki tych rynków oferowanej przez GPW.

GlobalConnect to jednak i tak sukces na tle giełdy rolnej, która formalnie znajduje się w gestii Towarowej Giełdy Energii, spółki zależnej GPW. Wzorem dla giełdy rolnej były chicagowska CME i francuski Euronext Commodities, znany szerzej jako Matif. Tuż przed formalnym uruchomieniem w marcu 2020 r., nowy rynek z Markiem Dietlem zaanonsował ówczesny minister rolnictwa i rozwoju wsi Jan Ardanowski. Pierwszą transakcję na giełdzie rolnej zawarto jednak dopiero po ponad dwóch miesiącach od jej uruchomienia. Ostatnią w czerwcu 2022 r., a więc półtora roku temu. ©

3 PYTANIA DO ANDRZEJA POWIERZY, ANALITYKA BANKU HANDLOWEGO W WARSZAWIE

## Ostatnie lata to okres prób działania we właściwym kierunku, ale zakończonych niepowodzeniem

### Jak można ocenić działania zarządu GPW w ostatnich ośmiu latach?

Sytuacja GPW w dużej mierze zależy od sentymentu inwestorów, nie jest ona jednak całkowicie poza wpływem działań zarządu. Tym, na co spółka ma wpływ, są przede wszystkim koszty, a w dłuższej perspektywie także struktura przychodów grupy kapitałowej (zmniejszanie zależności przychodów od obrotów i koniunktury na rynku kapitałowym). W ostatnich latach GPW podjęła wiele prób uruchomienia nowych biznesów, ale tylko w małym stopniu były one skuteczne. Koszty zaś rosły bardzo istotnie, m.in. przez usługi zewnętrzne i doradztwo związane z próbami uruchomienia tych nowych biznesów. Powiedziałbym więc, że ostatnie lata to okres prób działania we właściwym kierunku, ale zakończonych niepowodzeniem. Jeśli chodzi o giełdę rolną, to myślę, że klucz do powodzenia tego projektu leży poza GPW. Aby powstał rynek

terminowych produktów rolnych, konieczne jest istnienie uporządkowanego rynku spotowego, czyli fizycznych towarowych giełd rolnych. Dlatego fiaskiem tego projektu nie obciążałbym zarządu GPW. Stosunkowo wyjścia z inwestycji w Aquis Exchange nie potrafię ocenić. Mnie się akurat inwestycja w Aquis podobala od początku, ale nie wiem, czy większy sens miała sprzedaż pakietu, na której GPW dużo zarobiła, czy pozostawanie inwestorem. Nabywie większościowego pakietu giełdy w Armenii można oceniać tylko w kategoriach zdobywania doświadczenia w międzynarodowych przejęciach, bo oprócz niskiej (nominalnie i w stosunku do zysku) ceny innych zalet tej akwizycji nie widzę.

Co poza kosztami leży w zasięgu działań zarządu GPW?

Zawsze można się zastanawiać, czy władze giełdy w pełni wykorzystywały swoje relacje z głównym akcjonariuszem, czyli skarbem państwa. Czy regulacje dotyczące rynku kapitałowego nie byłyby bardziej korzystne, gdyby zarząd giełdy bardziej z tym lobbował u swojego właściciela?

Czy stosunkowo niewielka liczba debiutów obciąża zarząd giełdy? Prezes Marek Dietl jest pierwszym, który przez dwa lata nie odnotował żadnego prawdziwego debiutu.

OKIEM EKSPERTA

## Za mało pierwotnej misji



**WALDEMAR MARKIEWICZ**  
prezes Izby Domów Maklerskich

Ostatnie osiem lat działalności giełdy można oceniać w dwóch aspektach. Jeśli będziemy patrzeć na GPW jak na spółkę publiczną z perspektywy inwestora i oceniać ją według kryteriów czysto ekonomicznych, to można powiedzieć, że jej akcjonariusze z dominującym udziałem skarbu państwa osiągnęli zadowalający wynik na inwestycji dzięki sowitym dywidendom. Jednak z perspektywy uczestników rynku kapitałowego, czyli z perspektywy głównych klientów giełdy, którzy odpowiadają za gros przychodów generowanych przez spółkę, ocena nie będzie oparta na kryterium dochodowym, lecz kryterium interesu rynku

kapitałowego i jego udziału w rozwoju polskiej gospodarki. I tu niestety mamy mniejsze powody do zadowolenia. Trzeba podkreślić, że środowisko rynku kapitałowego od lat jest zaniepokojeone, że strategia GPW jest za mało skoncentrowana na jej pierwotnej misji i roli, do której została powołana, tj. świadczenia taniej i niezawodnej usługi infrastruktury rynku kapitałowego dla budowania płynności i jakości wycen. I od lat próbujemy rozmawiać w tej sprawie z giełdą. Niestety trzeba pamiętać, że GPW to spółka publiczna, a jej zarząd kieruje się interesem akcjonariuszy. Ta sytuacja powoduje brak pełnej tożsamości interesów GPW w Warszawie z interesem krajowych uczestników rynku kapitałowego. Dlatego podkreślamy od lat potrzebę zmiany polityki kluczowego właściciela GPW, tj. skarbu państwa, aby zarząd giełdy był oceniany nie według parametrów finansowych spółki, którą zarządza, ale skali i efektów wsparcia krajowej branży papierów

wartościowych i rozwoju rynku kapitałowego. Czas wrócić do pierwotnej misji giełdy. Tak aby skoncentrowała się na swoim zasadniczym biznesie, czyli wspieraniu finansowania kapitałem wyższego ryzyka przedsiębiorstw innowacyjnych i rozwojowych, dla których finansowanie bankowe na wczesnym etapie rozwoju jest ograniczone. W ostatnich latach zarząd giełdy realizował różne inicjatywy, możliwe, że korzystne z punktu widzenia spółki i jej akcjonariuszy, ale niekoniecznie mające wartość dla rynku finansowania kapitałem udziałowym, co jest fundamentalnym zadaniem rynku kapitałowego. Ponieważ nie udało się dotychczas wypracować rozwiązań szanujących interesy wszystkich uczestników rynku, co wynika m.in. z problemu giełdy na giełdzie, to być może trzeba poważnie rozważyć jej delisting. Możliwe, że to uławniłoby przestrzeń do dyskusji o sprawach niezafatwionych od lat.

### Ostatnie osiem lat na rynku głównym

| Rok  | Liczba | Wartość IPO (mln zł) | W tym nowe emisje akcji (mln zł) | IPO o wartości co najmniej 1 mld zł | Liczba notowanych spółek na koniec roku | Obroty na sesję (wszystkie instrumenty mln zł) | Średnie dzienne obroty akcjami (mln zł) | Wykluczenia z obrotu | Udział zdalnych członków w obrotach (w proc.) |
|------|--------|----------------------|----------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------|------------------------------------------------|-----------------------------------------|----------------------|-----------------------------------------------|
| 2016 | 12     | 1095,2               | 548,0                            | 0                                   | 487                                     | 1585,3                                         | 805,9                                   | 19                   | 37,6                                          |
| 2017 | 8      | 7421,7               | 598,3                            | 1                                   | 482                                     | 1871,9                                         | 1034,9                                  | 20                   | 38,5                                          |
| 2018 | 5      | 299,6                | 112,8                            | 0                                   | 465                                     | 1780,4                                         | 857,7                                   | 25                   | 48,5                                          |
| 2019 | 1      | 35,2                 | 24,7                             | 0                                   | 449                                     | 1579,1                                         | 787,4                                   | 22                   | 54,3                                          |
| 2020 | 5      | 9531,7               | 1205,6                           | 1                                   | 433                                     | 2262,7                                         | 1234,6                                  | 24                   | 48,8                                          |
| 2021 | 12     | 9174,5               | 1447,6                           | 4                                   | 430                                     | 2425,7                                         | 1318,7                                  | 19                   | 51,6                                          |
| 2022 | 0      | 0                    | 0                                | 0                                   | 415                                     | 2645,4                                         | 1167,8                                  | 22                   | 57,5                                          |
| 2023 | 1      | 363,5                | 0                                | 0                                   | 413                                     | b.d.                                           | 1128,2                                  | b.d.                 | 58,1                                          |



Bilans zamknięcia

# Grupa Azoty ma ciągle pod górkę

Bilans zamknięcia

## Menedżerowie okresu dobrej zmiany

► Prezesi Grupy Azoty powołani po utworzeniu rządu PiS w 2015 r.



**Mariusz Bober**  
od lutego  
do grudnia 2016 r.

” **Mariusz Bober, prezes Grupy Azoty od lutego do grudnia 2016 r.:** Wyniki są bardzo dobre. Spółka znajduje się w doskonałej kondycji, osiągnęła rekordowe przychody powyżej 10 mld zł. Bardzo dobry prawie 700-milionowy zysk netto.



**Wojciech Wardacki**  
od grudnia 2016 r.  
do października 2020 r.



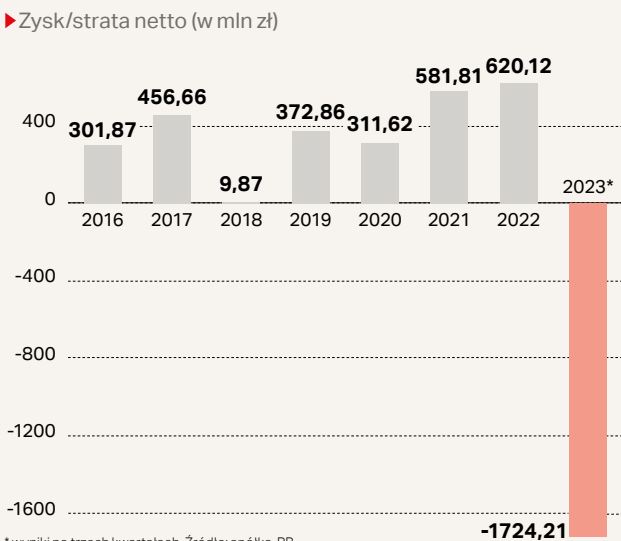
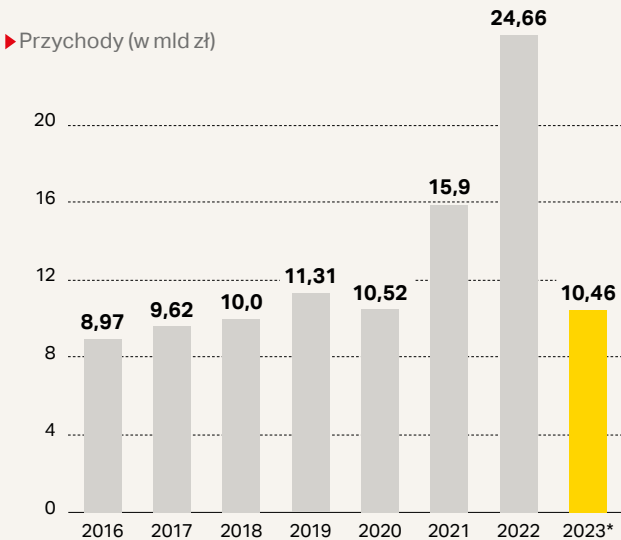
**Mariusz Grab**  
od października  
do listopada 2020 r.



**Tomasz Hinc**  
od grudnia 2020 r.

### Największe wyzwania dla nowego zarządu

- wyprowadzenie spółki z długów
- poprawa sytuacji finansowej
- zwiększenie produkcji i sprzedaży produktów
- przeprowadzenie transformacji energetycznej



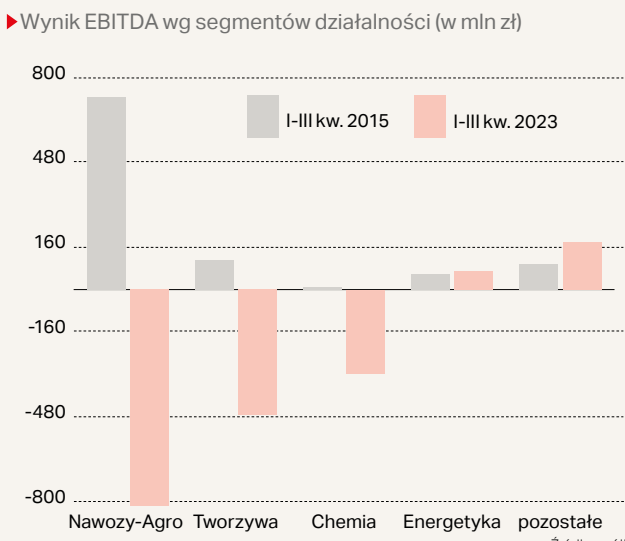
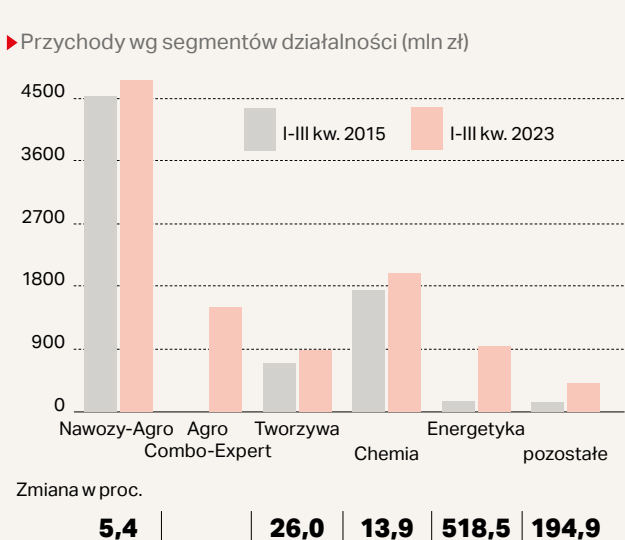
\* wyniki po trzech kwartałach. Źródło: spółka, PB

### OKIEM ANALITYKA

## Złamane kowenanty i modele analityczne

**JAKUB SZKOPEK**  
analityk Erste Securities

**P**rezes Mariusz Bober miał rację, gdy mówił, że Grupa Azoty wchodził w 2016 r. z bardzo dobrymi wynikami. Nie chodzi tutaj tylko o rekordowe przychody i zysk netto, ale także – a może przede wszystkim – o nadwyżkę gotówki na koncie. Po ośmiu latach, na koniec 2023 r. ten sam koncern ma złamane kowenanty bankowe i rekordowe zadłużenie, które sięga 10 mld zł. Grupa Azoty działa w bardzo cyklicznym biznesie. Przez lata w czasie, gdy panowała dekoniunktura na rynku nawozów, dobrze sprzedawały się chemikalia oraz tworzywa sztuczne. I odwrotnie. Dzięki temu spółka była w stanie utrzymać roczny wynik EBITDA na poziomie 1-1,5 mld zł. Rok 2022 był pod tym względem wyjątkowy, bo świetna koniunktura panowała we wszystkich segmentach, w których działa Grupa Azoty. Stąd sięgające 24,7 mld zł przychody i najwyższy od dekady zysk netto. Jednak już w kolejnym roku sytuacja diametralnie się odwróciła. Sprzedaż spółki w 2023 r. wyniesie zapewne około 13,8 mld zł, strata EBITDA sięgnie 1,4 mld zł, a strata netto zbliży się do 2 mld zł, czyli zniweluje zyski z ostatnich pięciu lat (2018-22). Obecna sytuacja Grupy Azoty wymyka się wszelkim modelom analitycznym. Nie przypominam sobie, abym miał wcześniej z czymś takim do czynienia. Pierwsze wzmiarki o możliwej budowie fabryki propylenu (PDH) w Policach pojawiły się już w 2010 r. Realizacja projektu – teraz jest uruchamiany na skalę przemysłową – trwała zatem prawie 14 lat. Zapewne w prywatnej spółce można by to zrobić w dwa razy krótszym czasie. Dziś Grupa Azoty stoi przed bardzo poważnym wyzwaniem w postaci dekarbonizacji. Nie sprostą mu bez inwestycji, a na nie trzeba pieniędzy. W 2016 r., dysponując gotówką, mogła sobie pozwolić na takie projekty, nie zrobiła tego. Dziś, kiedy ma gigantyczny dług, realizacja takich inwestycji będzie ekstremalnie trudna i będzie trwać latami.



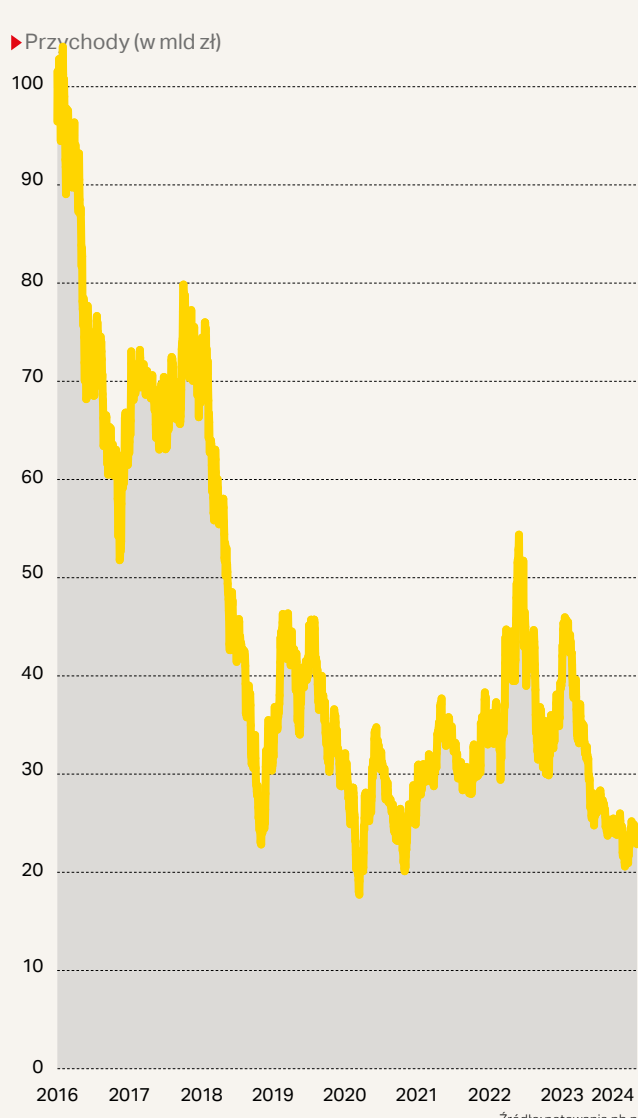
Źródło: spółka

### OKIEM EKSPERTA

## Trudny moment dla chemii

**TOMASZ ZIELIŃSKI**  
prezes Polskiej Izby Przemysłu Chemicznego

**N**a rynek produktów chemicznych należy dziś patrzeć z perspektywy nie tyle europejskiej, co globalnej. Na sytuację polskich firm wpływ mają zmiany, jakie zachodzą nawet w odległych miejscach. COVID-19 zahamował całą branżę, ale już od końca 2021 r. mamy do czynienia z postpandemicznym odbiciem, które spowodowało, że rynki zostały zarzucone najróżniejszymi produktami. Nie miały znaczenie mieli tu producenci z Azji, ale także rosyjscy, którzy eksportowali swoje towary zarówno legalnie, jak też obchodząc sankcje. Efektem jest to, że dziś europejski, w tym polski rynek jest w pewnym stopniu nasycony. Oczywiście cierpi na tym Grupa Azoty, ale też wielu innych producentów. Nawozy produkuje, wykorzystując tylko część swoich mocy, a instalacje melaminy czy kaprolaktamu praktycznie stoją, i to od wielu miesięcy. Oczywiście za jakiś czas sytuacja się zmieni i popyt na produkty chemiczne zacznie się zwiększać, jednak skorzystać na tym będą chcieli wszyscy, także polscy i zagraniczni konkurenci Grupy Azoty. Jednym z ważniejszych problemów Grupy Azoty jest to, że podobnie jak inne polskie firmy chemiczne nie wykorzystwała w pełni ostatnich lat na inwestycje związane z transformacją energetyczną. Powodem był m.in. brak pieniędzy z KPO, ale także trudne i kosztowne regulacje unijne, wymagające nowego spojrzenia na model biznesowy. W efekcie towarom z Tarnowa, Puław czy Polic może być trudniej odzyskać dawny rynek, a z całą pewnością będzie to czasochłonne. Od dekarbonizacji się nie ucieknie i Grupę Azoty będą czekać tego typu inwestycje. Być może będzie musiała nawet przemodelować strukturę produkcji. Z pewnością łatwiej jej będzie, jeśli będzie współpracować albo nawet stowarzyszyć się z innymi polskimi, ale też europejskimi producentami.



Źródło: notowania.pb.pl

### OKIEM ANALITYKA

## Cztery wielkie ciężary

**ŁUKASZ PROKOPIUK**  
analityk DM BOŚ

**S**ą cztery podstawowe powody tego, że dzisiejsza rynekowa wycena Grupy Azoty jest ponad cztery razy niższa niż sprzed ośmiu lat. Pierwszym jest inwestycja w Polimery Police, czyli pomysł, do którego od samego początku odnosiliśmy się bardzo sceptycznie. W czasie gdy Grupa Azoty przez lata wydawała gigantyczne pieniądze na ten petrochemiczny – czyli wykraczający poza jej podstawowy biznes – projekt, jej europejscy konkurenci inwestowali w obniżenie emisyjności podstawowej produkcji. Efekt widać właśnie w wycenie Grupy Azoty i tamtych firm, np. Yary. Powodem drugim jest niedokończona konsolidacja grupy. Dziś składa się ona z wielu rozrzuconych po Polsce – i nie tylko – aktywów, którymi bardzo trudno się zarządza. O ile w czasie koniunktury nie jest to aż tak uciążliwe, to w okresie dekoniunktury, jaką widzimy w ostatnich kwartałach, ten brak konsolidacji wprost rzuca się w oczy. A do tego dochodzi przeciecz m.in. wewnątrzgrupowa konkurencja między poszczególnymi spółkami. Trzecim kluczowym elementem wpływającym na giełdowy kurs Grupy Azoty jest generalna awersja inwestorów do spółek skarbu państwa. Przez ostatnie lata były one bowiem bardzo mocno upolityczniane i wyzyskiwane, a skalę tego zjawiska widzimy po ostatnich raportach NIK. Wreszcie czynnikiem czwartym – kuriozalna, zupełnie niezrozumiała bieżąca polityka zarządu Grupy Azoty dotycząca zakupu gazu, a to dla firm chemicznych najważniejsza zmienna wpływająca na ich koszty. Bardzo złe, szkodliwe wręcz umowy, jakie spółka podpisywała w pierwszej połowie 2023 r., spowodowały tylko w tym okresie straty sięgające – według moich szacunków – około 600 mln zł. Przy takiej ich skali sprawą powinna się zainteresować prokuratura.

## Gigantyczny dług i walka o przetrwanie to rzeczywistość koncernu. A osiem lat temu jego szefostwo zapowiadało kilkanaście lat wzrostu



b.mayer@pb.pl

Grupa Azoty to notowany na GPW największy polski koncern chemiczny. Wciąż zasługuje na to miano, choć ostatnie lata mocno nadzarczęły jego kondycję. Powodem jest spłot wyjątkowo niesprzyjających okoliczności, ale również niespotykane wcześniej upolitycznienie spółki. Skarb państwa ma bezpośrednio 33 proc., a za pośrednictwem grupy PZU kilkanaście procent akcji Grupy Azoty i to wystarczy, by o obsadzie najważniejszych stanowisk w przedsiębiorstwie decydowało najpierw Ministerstwo Skarbu Państwa, a potem Ministerstwo Aktywów Państwowych (MAP).

### Znikający polityczni prezesi

Po przejściu w 2015 r. władzy przez PiS Grupą Azoty kierowało kolejno czterech prezesów. Specyfiką spółki było to, że po tym, jak jej szefów odwoływano, bardzo szybko ślad po nich ginał. Mariusz Bober, pierwszy nominat „dobrej zmiany”, kierował Grupą Azoty i należał do niej zakładami w Puławach niespełna 10 miesięcy (odpowiednio do połowy grudnia 2016 r. i do połowy stycznia 2017). Co ciekawe, akcjonariusze puławskiej firmy (Grupa Azoty ma prawie 96 proc. akcji) nie udzielili mu skwitowania za kilkanaście dni pełnienia funkcji prezesa w 2017 r. Wiosną kolejnego roku Mariusz Bober stanął na czele jednej ze spółek zależnych państwowego KGHM, ale po 11 dniach złożył rezygnację. Dziś trudno się dowiedzieć, co się z nim dzieje.

Następcą Mariusza Bobera w zarządzie Grupy Azoty był Wojciech Wardacki. Uchodził za menedżera „twardej ręki”. Nie miał dobrych relacji ze współpracownikami ani ze związkami zawodowymi, a o składanych przez niego pozwach sądowych wciąż krąży legendy. Z funkcji prezesa Grupy Azoty został odwołany w październiku 2020 r., a w kwietniu kolejnego roku stracił także fotel szefa polickich zakładów. Od tamtej pory słuch po nim zaginął. Wojciecha Wardackiego nie było nawet na uroczystym zeszlazorocznym uruchomieniu instalacji Polimery Police, choć to za jego rządów rozpoczęto realizację tej inwestycji.

Mariusz Grab był prezesem tymczasowym, a w fotelu szefa Grupy Azoty zasiadł po nim Tomasz Hinc, wieloletni działacz PiS i były wojewoda zachodniopomorski. Tu warto wspomnieć, że w lipcu 2016 r. Grupa Azoty razem z kilkunastoma innymi spółkami skarbu państwa powołała do życia Polską Fundację Narodową (PFN), która miała m.in. promować polską gospodarkę. W rzeczywistości pieniądze przekazywane PFN szły przede wszystkim na cele polityczne. Jest zresztą teraz przedmiotem kontroli.

### Drożące wciąż inwestycje

Wspominane już Polimery Police, czyli instalacja do produkcji polipropylenu oraz towarzysząca jej infrastruktura logistyczna, to bez wątpienia największa inwestycja Grupy Azoty w ostatnich latach. Pomysł zrodził się już kilkanaście lat temu, choć początkowo miało to być tylko linia do produkcji około 430 tys. ton propylenu rocznie. Jeszcze dekadę temu wartość inwestycji PDH, jak

ją wtedy nazywano, szacowana była na niespełna 1,7 mld zł. W wyniku późniejszych modyfikacji stał się on „jednym z największych projektów w branży chemicznej w całej Europie Centralnej”. Zwiększyły się nie tylko rozmiary, ale i koszty. W przeddzień rozpoczęcia budowy w styczniu 2020 r. mowa była o 1,52 mld EUR.

Główny wykonawca inwestycji, koreański koncern Hyundai Engineering, miał zakończyć prace tak, aby instalacja ruszyła pod koniec 2022 r.

Szyki pokrzyżowała nie tylko pandemia, ale i kolejne nieprzewidywalne wydarzenia, jak wojna w Ukrainie, sankcje i chaos na światowych rynkach. W tej sytuacji Koreańczycy kilkakrotnie występowali do Grupy Azoty o zwiększenie wynagrodzenia i przesunięcie terminu oddania projektu.

Ostatecznie uroczyste uruchomienie inwestycji nastąpiło w czerwcu 2023 r., choć nie oznaczało wcale rozpoczęcia produkcji polipropylenu na skalę przemysłową. Znowu konieczna była aktualizacja harmonogramu, który teraz przewiduje, że tzw. test integralności instalacji nastąpi w tym kwartale, a start komercyjnej eksploatacji – do połowy roku.

O tym, że koszty przedsięwzięcia rosły się znacznie powyżej przewidywań, najlepiej świadczy fakt, że pod koniec zeszłego roku spółka celowa realizująca projekt Polimery Police musiała się zwrócić do Grupy Azoty i jej polickich zakładów o pożyczkę. Bez kolejnych 45 mln EUR nie byłaby w stanie dokończyć inwestycji.

Więcej, niż pierwotnie zakładano, kosztować będzie również inny znaczący projekt inwestycyjny Grupy Azoty, a dokładniej jej puławskich zakładów. Chodzi o rozpoczętą w 2019 r. rozbudowę elektrociepłowni, którą – nieco złośliwie – ochrzczono ostatnim węglowym blokiem energetycznym w Polsce. Początkowo miała to być elektrociepłownia gazowa i na tym etapie projektu występowało o różne zgody, jednak w 2017 r., za rządów Wojciecha Wardackiego, Grupa Azoty zmieniła zamiary i zdecydowała o tym, że nowy blok będzie jednak zasilany węglem. I tu koszty wzrosły, a termin oddania inwestycji kilkakrotnie się przesunął.

Wśród innych inwestycji Grupy Azoty z ostatnich lat trzeba również wymienić nabycie niemieckiej firmy Compo Expert, która jest jednym z większych europejskich producentów nawozów specjalistycznych. Koszt wyniósł 235 mln EUR. Choć było to niewątpliwie istotne wzmocnienie Grupy Azoty na międzynarodowym rynku wysokomaryżowych nawozów specjalistycznych, to sam moment zakupu wzbudził wiele wątpliwości. Wydatek około 1 mld zł w sytuacji, gdy Grupa Azoty przygotowywała się do budowy fabryki polipropylenu, eksperci uznali za ryzykowny. Dzisiejsza sytuacja koncernu, którego zadłużenie sięga 10 mld zł, pokazuje, że te obawy nie były bezpodstawne.

### Straty i długi

Obecna arcytrudna sytuacja finansowa Grupy Azoty to efekt dekoniunktury na rynku, wynikającego z niej zmniejszenia sprzedaży, zawrotów na rynku energii, ale także zarządzania spółką. Makroekonomia uderzyła oczywiście w zdecydowaną większość europejskich firm chemicznych. Jednak skutki tego nie były aż tak dotkliwe, jak w przypadku Grupy Azoty. Skandynawska Yara, największy na kontynencie producent nawozów, po trzech kwar-

tałach 2023 r. miała niespełna 12 mld USD przychodów (wobec ponad 24 mld USD w całym 2022 r.), ale jej strata netto wyniosła niespełna 200 mln USD, podczas gdy w 2022 r. zarobiła netto prawie 2,8 mld USD.

Pierwszym wyraźnym sygnałem, że w Grupie Azoty źle się dzieje, były jej straty w drugiej połowie 2022 r., a potem sytuacja się pogarszała. Wiosną, gdy popyt na nawozy jest największy, sprzedaż Grupy Azoty radykalnie spadła. W I kwartale była o ponad 40 proc., mniej niż rok wcześniej, a w dodatku po raz pierwszy w historii w tym okresie spółka miała stratę netto, i to ponad 0,5 mld zł. Pojawiło się ryzyko złamania kowenantów i zarząd stanął przed poważnym problemem, jak uratować firmę. Pierwszym pomysłem była sprzedaż największego aktywa, jakim są zakłady w Puławach, których nabywcą miał być Orlen. Byłoby to wprawdzie zastrzyk tak potrzebnej Grupie Azoty gotówki, ale analitycy ewentualne pozbycie się puławskiej firmy określili rozwiązaniem na bardzo krótką metę. Mimo to chemiczna grupa przystąpiła do negocjacji z Orlenem, a ten wkrótce potem zaczął due diligence zakładów w Puławach. Dość nieoczekiwanie w listopadzie zeszłego roku zarząd Grupy Azoty nie zgodził się na ewentualną transakcję.

Wcześniej w błyskawicznym tempie chemiczny koncern doszedł do porozumienia z kredytującymi go bankami, m.in. Pekao, BGK, ING i Santander, i wywalczył zawieszenie części kowenantów. Nie zmienia to faktu, że wyprowadzenie finansów Grupy Azoty na prostą będzie niewątpliwie najważniejszym zadaniem dla nowych władz spółki.

### Krótką listą sukcesów

Od lat największym – po skarbie państwa – akcjonariuszem Grupy Azoty był rosyjski oligarcha, właściciel koncernu Acron Władzesław Kantor. Kontroluje pośrednio 19,82 proc. kapitału. Wszedł do akcjonariatu polskiej firmy wiele lat temu w nadziei, że uda mu się przejąć ją w całości. Te starania zostały dawno zablokowane, ale miliarder z Grupy Azoty się nie wycofał. W połowie minionego roku tymczasowy zarządca przymusowy należącego do Władzesława Kantora pakietu akcji polskiej spółki rozpoczął poszukiwania ich nabywcę. Plan zakłada wywalczenie rosyjskiego oligarchy i zamrożenie odszkodowania w banku.

Wśród w większości negatywnych zdarzeń z ostatnich ośmiu lat warto wspomnieć o bezspornym sukcesie... sportowym. ZAKSA – w pełnym brzmieniu Grupa Azoty ZAKSA Kędzierzyn-Koźle – to należąca do kędzierzyńskich zakładów azotowych (części Grupy Azoty) klub, który jest dziś najbardziej utytułowany zespołem siatkarskim w Polsce. Największe sukcesy zarówno na arenie krajowej, jak międzynarodowej ZAKSA święciła właśnie ostatnio. Od 2016 r. klub był czterokrotnie mistrzem i trzykrotnie wicemistrzem kraju, pięciokrotnie zdobył puchar, a trzykrotnie superpuchar Polski i trzy razy z rzędu (w latach 2021-23) wygrywał Ligę Mistrzów. Od połowy 2015 r. Grupa Azoty jest sponsorem generalnym Polskiego Związku Narciarskiego. W tym czasie nasi skoczkowie kontynuowali dobrą passę, odnosząc wiele sukcesów, m.in. zdobywając drużynowe mistrzostwo świata w 2017 r. Mistrzami świata byli też Dawid Kubacki (2019 r.) i Piotr Żyła (2021 i 2023), a Kamil Stoch kolejny raz został mistrzem olimpijskim (2018 r.). ©



## Bilans zamknięcia

## Bilans zamknięcia

## Osiem lat budowania nowego Orlenu

Po ośmiu latach rządów Zjednoczonej Prawicy Orlen jest firmą większą, kiepsko wycenianą na giełdzie, bardziej upolitycznioną i paliwowo bardziej bezpieczną. To lepiej czy gorzej?



m.graniszewska@pb.pl

„Premierze” – w ten sposób wiosną 2022 r. Mateusz Morawiecki zwrócił się na konferencji prasowej do Daniela Obajtka. Przejrzyczenie podkreśliło nieustannie rosnącą siłę polityczną prezesa Orlenu, który dopinał wówczas połączenie firmy z Lotosem i PGNiG, a jednocześnie – w obliczu pełnoskalowego ataku Rosji na Ukrainę – szykował się na nieuchronne odcięcie dostaw ropy ze Wschodu.

Orlen, jako spółka kontrolowana przez skarbnicę państwa, nigdy nie był zupełnie niezależny od polityki, ale po ośmiu latach rządów Zjednoczonej Prawicy jest mu do polityki bliżej niż kiedykolwiek.

## Inwestorzy odwracają oczy

Przejęcie kolportującego gazety Ruchu, mediowej spółki Polska Press, zaniżanie cen paliw przed wyborami... Lista politycznych ruchów Orlenu jest długa. Dlatego Tamas Pletser, pracujący w Budapeszcie analityk Erste Group, uważa, że w latach 2008-15 relacje Orlenu z polityką były znacznie zdrowsze. Uważa też, że silne związki z polityką zaniżają notowania spółki na giełdzie.

– Na tle firm porównywalnych są one wyjątkowo niskie – podkreśla Tamas Pletser. – Polityka zdominowała wizerunek Orlenu, a inwestorzy takich spółek w portfelu po prostu nie chcą. Jeśli chcą kupić akcje rafinerii, to poszukują spółki w innej części świata – wtóruje mu Kamil Kliszcz, analityk mBanku.

Z dnia na dzień to się na pewno nie zmienia, ponieważ – jak podkreśla Kamil Kliszcz – zaufanie inwestorów buduje się dłużej. Ekspert oczekuje jednak, że nowy zarząd, który wkrótce zapewne obejmie stery w Orlenie, podejmie próbę przekonania rynku do swojej wizji.

## Nowy biznes, nowe rynki

Kiedy o podsumowanie ostatnich ośmiu lat w Orlenie prosimy jednego z byłych menedżerów koncernu, ten odpowiada, że nie jest to proste. Czy spółka jest dziś lepsza, bo ma większe przychody? W istocie, są dużo większe. To efekt przejęcia trzech państwowych spółek. W efekcie Orlen wskoczył na słabo sobie wcześniej znany rynek wydobycia węglowodorów, stając się z marszu znaczącym graczem w Norwegii. Wszedł również na zupełnie nowy dla siebie rynek gazu, stał się poważnym graczem na rynku energii elektrycznej oraz kupił stacje benzynowe w trzech nowych krajach: na Słowacji, Węgrzech i w Austrii.

Zwiąższaniu skali działania towarzyszyła wymuszona przez Komisję Europejską sprzedaż niektórych aktywów. Od tej sprzedaży KE uzależniła bowiem zgodę na przejęcie przez Orlen Lotosu. W ramach transak-

cji Saudi Aramco kupiło 30 proc. udziałów w gdańskiej rafinerii, węgierski MOL kupił 417 stacji Lotosu, a polski Unimot – aktywa logistyczne i asfaltowe.

Albo czy Orlen jest dziś lepszy, bo lepiej zarządzany? Tu PB dysponuje zeszłorocznym rankingiem Giełdowa Spółka Roku, w którym oceny wystawia ponad 100 analityków i zarządzających z krajowych TFI i biur maklerskich. W kategorii kompetencji zarządu Orlen zajął III miejsce (na 115 sklasyfikowanych spółek), a gorzej oceniono tylko państwowe PKO BP, Eneę, KGHM i Pekao.

## Negocjacje z głowami

Można też przyjąć perspektywę bezpieczeństwa energetycznego – sugeruje nasz rozmówca. W tym obszarze Orlen zdał narzuceny przez Rosję egzamin wojenny, a ropę ze Wschodu zastąpił dostawami z Arabii Saudyjskiej i innych kierunków. Na marginesie: warto przypomnieć, że Daniel Obajtek ma za sobą osobiste spotkanie z Mohammedem bin Salmanem, następcą tronu Arabii Saudyjskiej, do którego w ramach surowcowych negocjacji pielgrzymował również amerykański prezydent Joe Biden.

Polski koncern stał się też elementem stanowiącym o bezpieczeństwie energetycznym zaatakowanej Ukrainy. Daniel Obajtek spotykał się z prezydentem Wołodymyrem Zelenskim, litewska rafineria Orlenu wysyłała paliwa do Ukrainy, trwają też rozmowy dotyczące uruchomienia wydobycia gazu na koncesjach dawnego PGNiG, położonych po stronie ukraińskiej, ale blisko polskiej granicy.

Wojna w Ukrainie sprawiła też, że ozy na Orlen zwrócili Niemcy. Odcięcie dostaw rosyjskiej ropy spowodowało w regionie berlińskim zainteresowanie transportami z wykorzystaniem portu w Polsce. Pojawił się też temat ewentualnego przejęcia przez Orlen udziałów w rafinerii Schwedt w Niemczech.

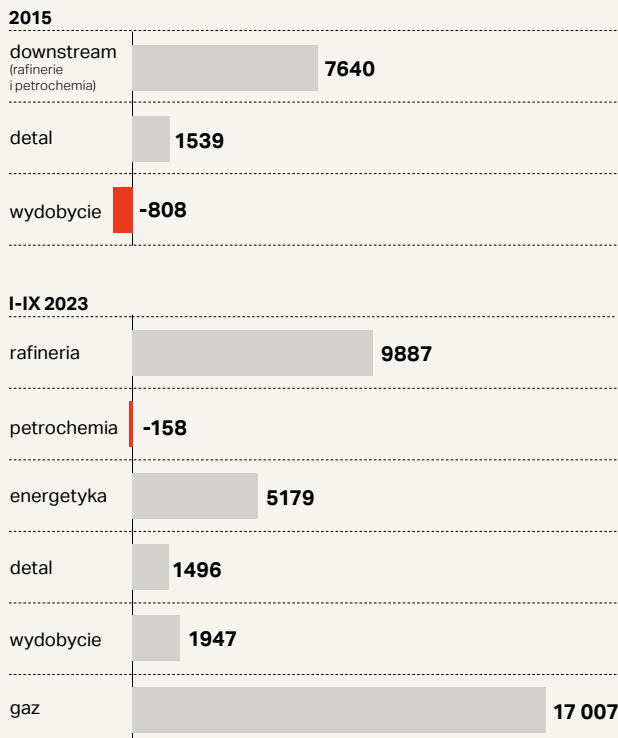
Powiększony Orlen zamierza też z rozmachem transformować polską energetykę, np. budując wiatrak na Bałtyku. Elektrownie atomowe też stały się tematem, choć nie te duże, od których Orlen przez lata konsekwentnie trzymał się z daleka. Koncern nawiązał współpracę z miliarderem Michałem Solowowem i uruchomił formalne przygotowania do budowy małych reaktorów jądrowych pracujących na potrzeby przemysłu. Koncepcja małego atomu nie budzi sprzeciwu nowej ekipy rządzącej, choć element audytu i rozliczeń wydaje się nieunikniony.

## Sportowy rozmach

– A może lepsza będzie perspektywa misji społecznej? – zastanawia się nasz rozmówca. Tu rozmach Orlenu, największej firmy w regionie, robi wrażenie. Nielatwo dziś znaleźć dyscyplinę, której Orlen by nie wspierał – od sportów motorowych przez piłkę nożną, siatkówkę po skoki narciarskie czy lekkoatletykę. Rozważać można przy tym ryzyko wiążące się z takim niemalże monopołem – co zrobią sportowcy, jeśli Orlen kiedyś się wycofa? ©

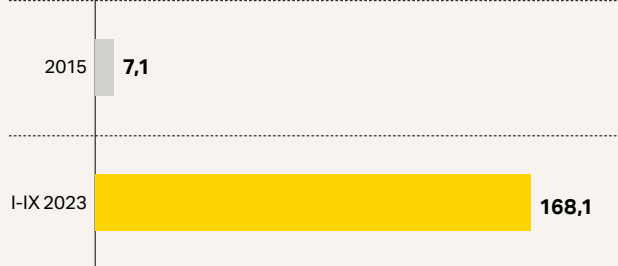
## Co Orlen robi i na czym zarabia

► Zysk EBITDA uwzględniający wycenę zapasów (w mln zł)



## Przejęcia podbiły wydobycie ropy i gazu

► w tys. bbl dziennie (średnia)



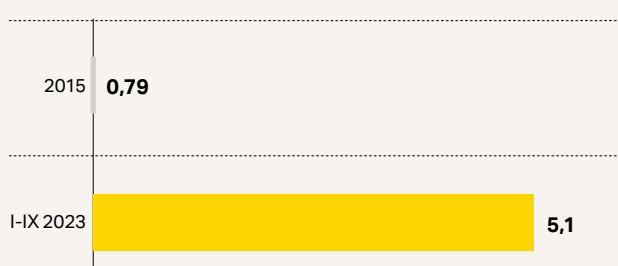
## Przerób ropy nieco większy

► w mln ton



## Wejście w energetykę

► Moc zainstalowana (w GW)



Źródło: spółka

## Prezesi z dostępem do ucha



WOJCIECH JASIŃSKI

prezes od 16 grudnia 2016 r. do 5 lutego 2018 r.

O Wojciechu Jasieńskim czytamy już na pierwszej stronie książki Jarosława Kaczyńskiego „Porozumienie przeciw monowładzi”. Po zwycięstwie Zjednoczonej Prawicy w wyborach w 2015 r. ten ówczesny polityk i były minister, w wieku emerytalnym, objął stery w strategicznym Orlenie. Jego wejście do spółki było kadrowo łagodne. Kiedy prezentował rekordowe wyniki firmy osiągnięte w 2015 r., mówił m.in. o dobrej pracy wykonanej przez poprzedniego prezesa Jacka Krawca, a że „starym” wiceprezesa Sławomirem Jędrzejczykiem współpracował w zarządzie aż przez 2,5 roku. Stracił stanowisko w lutym 2018 r., ale w marcu 2020 r. wrócił... jako przewodniczący rady nadzorczej Orlenu.



DANIEL OBAJTEK

prezes od 6 lutego 2018 r.

Samorządowiec, który na krajową scenę polityczno-biznesową wszedł z impetem po wyborach parlamentarnych w 2015 r. Najpierw stanął na czele Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa, po roku przeniósł się do Energi, wreszcie zastąpił Wojciecha Jasieńskiego w Orlenie. Jego głównym kapitałem jest zaufanie Jarosława Kaczyńskiego, ale poza tym ma ambicje, zapał i polityczną skuteczność. Sam przyznawał, że „wychodził” u polityków „lex Energa”, czyli ustawę korzystną dla Energi. Jako kadrowiec jest zaś bezwzględny – „starych” zwalnia, wrogów wycina, lojalnych promuje. W Orlenie dostał misję przejęcia Lotosu. Misję zrealizował, ale po politycznych trupach. Jednym z nich był Piotr Naimski, energetyczny strateg PiS, który sprzeciwiał się transakcji i musiał opuścić rząd.

## Zakupowy szłał Orlenu

## 13 grudnia 2017 r.

## Wypuk Unipetrolu

Polski Orlen jest akcjonariuszem Unipetrolu, jedynej firmy rafineryjnej w Czechach, już od 2006 r. Wziął wtedy udział w prywatyzacji i przez lata miał pakiet 63 proc. akcji czeskiej spółki. Z mniejszościowym akcjonariuszem Unipetrolu, grupą inwestycyjną J&T, współpracą się jednak nie układała. By zakończyć spory, w grudniu 2017 r. Orlen ogłosił wezwanie na akcje Unipetrolu. Grupa J&T akcje sprzedała, a jesienią 2018 r. spółka opuściła giełdę w Pradze.

## 30 kwietnia 2020 r.

## Przejęcie Energi

Na początku grudnia 2019 r. Orlen, pracujący już nad przejęciem Lotosu, kompletnie zaskoczył rynek, ogłaszając wezwanie na 100 proc. akcji elektroenergetycznej Energi, też kontrolowanej przez skarbnicę państwa. Nic tej transakcji nie zapowiadało, więc telekonferencja z analitykami była tego dnia długa i obfitowała w trudne pytania. W kolejnych miesiącach nudy też nie było – wezwanie Orlen musiał przedłużyć i podnieść cenę. W końcu pod koniec kwietnia przejął 85 proc. akcji Energi (w tym pakiet skarbu państwa, czyli 52 proc. kapitału). Dziś Orlen ma 93 proc. kapitału Energi, a w sądzie trwa spór o drobny inwestorami dotyczący ceny za akcje w ramach tzw. wyciskania.



## 24 listopada 2020

## Akcia ratunkowa dla Ruchu

Paliwo w Orlen miałby kupić dystrybutor prasy? W listopadzie 2020 r. okazało się, że jak najbardziej. Orlen objął 65 proc. akcji tej ledwo żyjącej spółki, przekonując, że to świetne aktywo, umożliwiające rozwój usług logistycznych. Rynek wie jednak swoje: przejęcie Ruchu było wpisane w politykę poprzedniego rządu, zakładającą wspieranie i reanimowanie polskich marek.

## Od 1 sierpnia 2022 do 7 kwietnia 2023 r.

## Wielki finał

1 sierpnia 2022 r. sąd zarejestrował połączenie Orlenu z Lotosem, a 2 listopada – Orlenu z PGNiG. Obie transakcje były bezgotówkowe – za przejmowane firmy Orlen płacił emitowanymi akcjami. Z końcem listopada ruszyła zaś transakcja sprzedaży aktywów. Najpierw Orlen zawarł umowy z saudyjskim Aramco w obszarze rafinerii, hurtu i paliwa lotniczego, potem z węgierskim MOL-em w obszarze stacji paliw, a w kwietniu 2023 r. z polskim Unimotem na sprzedaż terminali i biznesu asfaltowego.



ok. 3,5

mld zł ► Tyle Orlen wydał, by w wezwaniu zwiększyć swój udział w czeskim Unipetrolu z 63 do 94 proc.

ok. 2,77

mld zł ► Tyle Orlen zapłacił, w gotówce, za 85 proc. akcji Energi. Cena za akcję wyniosła 8,35 zł.

## 27 lutego 2018 r.

## Apetyt na Lotos

Łączenie Orlenu z Lotosem było tematem spekulacji, poważnych i niepoważnych, od końca lat 90. W lutym 2018 r. plotki nabrały nagle rzeczywistego kształtu – Orlen podpisał list intencyjny w sprawie przejęcia 53 proc. akcji Lotosu. Ledwie trzy tygodnie wcześniej Daniel Obajtek zastąpił Wojciecha Jasieńskiego na stanowisku prezesa Orlenu. Misja nowego szefa koncernu stała się więc jasna, a on sam podkreślał publicznie, że dotychczas „zabrakło determinacji, aby [połączenie] zrealizować”. Proces przejęcia Lotosu miał potrwać, według prognoz Daniela Obajtka, około roku. Trwał trzy razy dłużej.



## 14 lipca 2020 r.

## PGNiG z kapelusza

W dniu, w którym po dwóch latach analiz Komisja Europejska wydała w końcu zgodę – choć warunkową – na przejęcie Lotosu przez Orlen, Daniel Obajtek wyciągnął z kapelusza kolejnego królika. Podpisał ze skarbem państwa list intencyjny w sprawie przejęcia kontroli nad gazowym PGNiG. Była to uciechka do przodu, bo uzgodnione z KE warunki dla fuzji z Lotosem okazały się bolesne. Zakładały pozbycie się 30 proc. udziałów w gdańskiej rafinerii Lotosu, sprzedaż 389 stacji paliw, a także zobowiązania w zakresie logistyki.

Staram się iść do przodu jak taran

► Daniel Obajtek na spotkaniu z dziennikarzami

## 1 marca 2021 r.

## Repolonizacja lokalnych mediów

W marcu 2021 r. Orlen przejął od niemieckich sprzedawców, za 120 mln zł, kilkadziesiąt tytułów prasowych prowadzonych przez Polska Press. To takie tytuły jak „Gazeta Krakowska”, „Gazeta Lubelska”, „Kurier Lubelski” czy „Dziennik Bałtycki”. „Przejęcie spółki Polska Press, największego wydawcy mediów regionalnych w Polsce, przez Orlen negatywnie wpłynęło na swobodę działalności dziennikarskiej w tych mediach” – oceniła Helsińska Fundacja Praw Człowieka.

## 8 stycznia 2024 r.

## Debiut w Austrii

Nowy rok, nowy rynek. W styczniu 2024 r. Orlen dopisał przejęcie 267 stacji paliw w Austrii pod marką Turmöl i stał się trzecim graczem detalicznym na tym rynku. Austria jest siódmym krajem, w którym Orlen prowadzi stacje paliw. Blisko do niej z Czech, gdzie Orlen ma dwie rafinerie. Poza tym Orlen od lat ma stacje w Czechach, na Litwie i w Niemczech, a od niedawna na Słowacji (od 2019 r.) i Węgrzech (od 2022 r.).



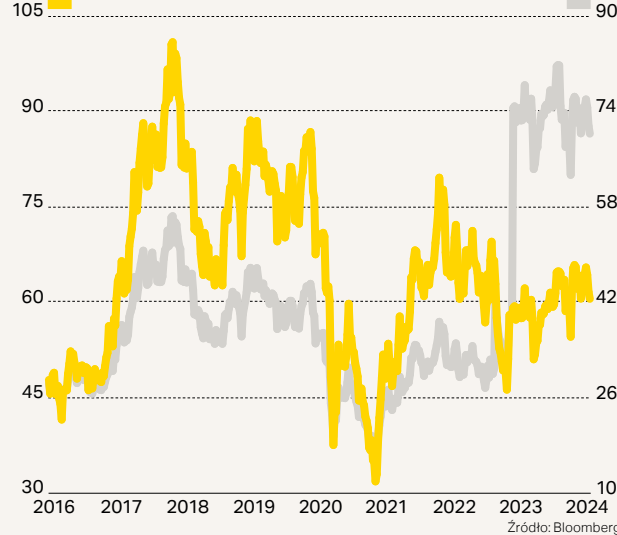
4:1

► Taki był stosunek sił między Orlenem i Lotosem, mierzony kapitalizacją i innymi wskaźnikami, w momencie ogłoszenia intencji połączenia tych firm.

## Nowy Orlen, stary kurs

► Kurs w zł

► Kapitalizacja w mld zł



Źródło: Bloomberg

## OKIEM EKSPERTA

## Wzrost, ale nie organiczny

TAMAS PLETSER

analityk Erste Group

Patrząc na liczby obrazujące działalność Orlenu, widzimy dziś skok biznesowy, ale pamiętajmy, że nie jest to wzrost organiczny, tylko wynikający głównie z przejęcia. Uważam, że przed 2015 r. Orlen lepiej rozwijał się organicznie.

Nigdy nie byłem fanem koncepcji łączenia Orlenu z Lotosem i PGNiG. Uważam, że w warunkach konkurencji Orlen i Lotos działały lepiej, choć oczywiście widziałem między nimi obszary naturalnej współpracy. Jeśli zaś chodzi o PGNiG, to w tej gazowej grupie są obszary, które nigdy nie powinny były znaleźć się na giełdzie. To np. obszar dystrybucji gazu do odbiorców indywidualnych, który ma ogromne znaczenie polityczne. Ponadto pamiętajmy, że przeprowadzenie obu fuzji wiązało się z koniecznością sprzedaży cennych aktywów.

Patrząc wstecz, widzimy, że prace nad fuzją zdominowały ostatnie cztery lata działalności Orlenu i pochwalać większość uwagi zarządu. Uważam jednak, że cała operacja przyniosła więcej strat niż zysków. Mimo to nie jestem zwolennikiem robienia kroku wstecz i odkręcania fuzji. Podobałaby mi się natomiast koncepcja sprzedaży skarbowi państwa aktywów o dużym znaczeniu politycznym i niezwiązanych z podstawową działalnością Orlenu. Mam na myśli np. Polska Press i Ruch.

## OKIEM EKSPERTA

## Polityka dominuje

KAMIL KLISZCZ

analityk mBanku

Orlen na koniec 2015 r. i dziś to firmy nieporównywalne. Po pierwsze, otoczenie makro jest dziś dla grupy ekstremalnie korzystne. Po drugie, w minionych latach Orlen przejął na korzystnych warunkach trzy firmy: Energa, Lotos i PGNiG. Teoretycznie te czynniki powinny się przełożyć na wzrost wartości firmy, ale w praktyce tego nie widać. Wskaźniki giełdowe dla akcji Orlenu są dziś dużo niższe niż przed tymi przejęciami. Oznacza to, że spółce nie udało się przekonać rynku, że jej działania kreują wartość. Nie przekonali, że zarząd będzie dokładnie oglądał każdą złotówkę, zanim ją wyda.

Dlaczego się nie udało? Po pierwsze, dialog zarządu z rynkiem pozostawia wiele do życzenia, a najwyśiś menedżerowie nie uczestniczą w spotkaniach inwestorskich. Po drugie, polityka zdominowała procesy decyzyjne w spółce. Kiedy w 2018 r. wprowadzono nową opłatę paliwową, Orlen wziął ją na siebie. Polityczny charakter miały też przejęcia Polska Press i Ruchu, mimo że spółka argumentowała, że to decyzje biznesowe. Akcją czysto polityczną było również zeszłoroczne obniżenie cen paliw przed wyborami. Pod względem efektywności Orlen też nie wydaje się doskonalszy. W zeszłym roku okazało się, że koszt inwestycji w kompleks olefin w Płocku skoczył z 13,5 do aż 25 mld zł. Zarządowi nie udało się przekonać rynku, że warto ten projekt kontynuować.



# PHN wyrastał na kontrowersjach

Willa plus, konflikt z PKO PB i słabe notowania na giełdzie – Polski Holding Nieruchomości w ostatnich latach miał się z czego tłumaczyć

Anna Gołasa

a.golasa@pb.pl

PHN powstał w 2011 r. w wyniku konsolidacji wielu podmiotów należących do skarbu państwa. Wyróżniały się tym, że miały potężne zasoby gruntów budowlanych, przypomina Piotr Kuczyński, analityk rynków finansowych Xeliona.

– Były to nawet tak egzotyczne podmioty jak gdyński Dalmor [właściciel floty rybackiej – red.]. Już wtedy pojawiały się głosy podważające celowość powstania giganta rynku nieruchomości należącego do państwa. Dlatego też rozpoczął się proces prywatyzacji, który miał postępować, ale zakończył się sprzedażą jednej czwartej akcji – mówi Piotr Kuczyński.

W portfelu spółki znajduje się obecnie około 150 nieruchomości o wartości 3,7 mld zł. Są to zarówno biurowce, jak też mieszkania, magazyny i hotele.

– Skarb państwa nadal ma około 72 proc. akcji PHN, co prowadzi do dużej zależności tej firmy od polityki i polityków. Pojawiają się nawet takie kwiatki jak opisywany całkiem niedawno przypadek określony mianem willa plus – mówi Piotr Kuczyński.

## Branżowe spięcia

Chodzi o aferę, która wybuchła na początku 2023 r., gdy ujawniono, że PHN sprzedał willę na warszawskim Mokotowie fundacji powiązanej z PiS. Organizacja miała zapłacić za nieruchomość okazjone 5,5 mln zł.

Z początkiem 2024 r. państwowy gigant stał się uczestnikiem kolejnego konfliktu. Na łamach „Pulsu Biznesu” informowaliśmy, że bank PKO BP, który wynajął należący do PHN biurowiec Skysawa w stolicy, odmówił zapłacenia właścicielowi za wykończenie powierzchni, uzasadniając to tym, że rachunek jest o ponad 100 mln zł wyższy, niż pierwotnie zakładano.

Nieruchomościowemu gigantowi nie szło w ostatnich latach także na giełdzie, na której pojawił się w lutym 2013 r.

Jarosław Jędrzyński, ekspert portalu RynekPierwotny.pl, przypomina, że przez sześć lat od debiutu akcje spółki notowały spadek.

– Po zaliczeniu dolka w 2019 r. doszło do odrağowania. Przez kolejne lata wyniki miały jednak formę bardziej horyzontalną niż wzrostową – mówi Jarosław Jędrzyński.

Zwraca jednocześnie uwagę, że akcje PHN wyceniane są dziś o prawie połowę poniżej ceny emisyjnej z 2013 r. i obejmującego go indeksu WIG-Nieruchomości, który w tym samym czasie zyskał w granicach 160 proc.

– Niestety przekłada się to na wskaźniki oceny fundamentalnej spółki. Wskaźnik

## Zadania dla nowego zarządu:

- ▶ kontynuacja dywersyfikacji portfela nieruchomości
- ▶ modernizacja starszych budynków
- ▶ rozważenie konsolidacji z PFR Nieruchomości
- ▶ zwiększenie nakładów na budownictwo mieszkaniowe
- ▶ poprawa rynkowego wizerunku

cena do wartości księgowej dla PHN wynosi zaledwie 0,27, co oznacza, że giełdowa kapitalizacja spółki na poziomie około 640 mln zł jest blisko czterokrotnie niższa od jej wartości księgowej. Co gorsza, zysk netto, który w latach 2016-22 wynosił średnio 50 mln zł rocznie, w ostatnich 12 zaraportowanych miesiącach zmienił się w stratę rzędu ponad 70 mln zł. O nie najmocniejszej kondycji spółki w ostatnim czasie świadczy też niski rating oceny wiarygodności kredytowej na poziomie B minus, szacujący ryzyko inwestycji w obligacje korporacyjne – mówi Jarosław Jędrzyński.

PHN jest spółką dywidendową, regularnie dzieli się zyskiem z akcjonariuszami.

– Przez ostatnie 10 lat wypłacił w sumie nieco ponad 6 zł na akcję, co oznacza średnią stopę dywidendy na relatywnie słabym poziomie około 3 proc. Z kolei ubiegłoroczna dywidenda z zysku za 2022 wyniosła zaledwie 8 gr na akcję, co oznacza rekordowo niski w historii spółki poziom stopy dywidendy rzędu 0,72 proc. W sumie PHN należy do grona słabszych fundamentalnie ogniw indeksu WIG-Nieruchomości, którego perspektywy rozwoju w przewidywalnej przyszłości z pewnością mogą budzić pewne obawy inwestorów giełdowych – mówi Jarosław Jędrzyński.

Wśród analityków pojawiają się nawet wątpliwości co do tego, czy państwo powinno mieć w portfelu PHN.

– Spółka buduje dosłownie wszystko – luksusowe osiedla, komercyjne nieruchomości, hotele, magazyny logistyczne, zarządza nieruchomościami itp. Po co rządowi taka spółka? Chyba nikt nie wie, szczególnie że działa też PFR Nieruchomości, czyli drugi podmiot państwowy. Mało tego, to nie PHN kończył program Mieszkanie+, a właśnie PFR Nieruchomości. Może lepiej byłoby skonsolidować te dwa podmioty i wykorzystać je do propagowanego przez Lewicę programu budowy mieszkań na wynajem – zastanawia się Piotr Kuczyński.

## Nowocześniejszy portfel

Mateusz Mucha, analityk rynku nieruchomości, zwraca uwagę, że w 2017 r. grupa PHN opublikowała strategię na lata 2017-23. Nie osiągnęła założonych efektów, jednak po części przyczyniła się do tego trwająca ponad dwa lata pandemia, która dla deweloperów była bardzo trudnym okresem pod względem finansowym i planowania działalności.

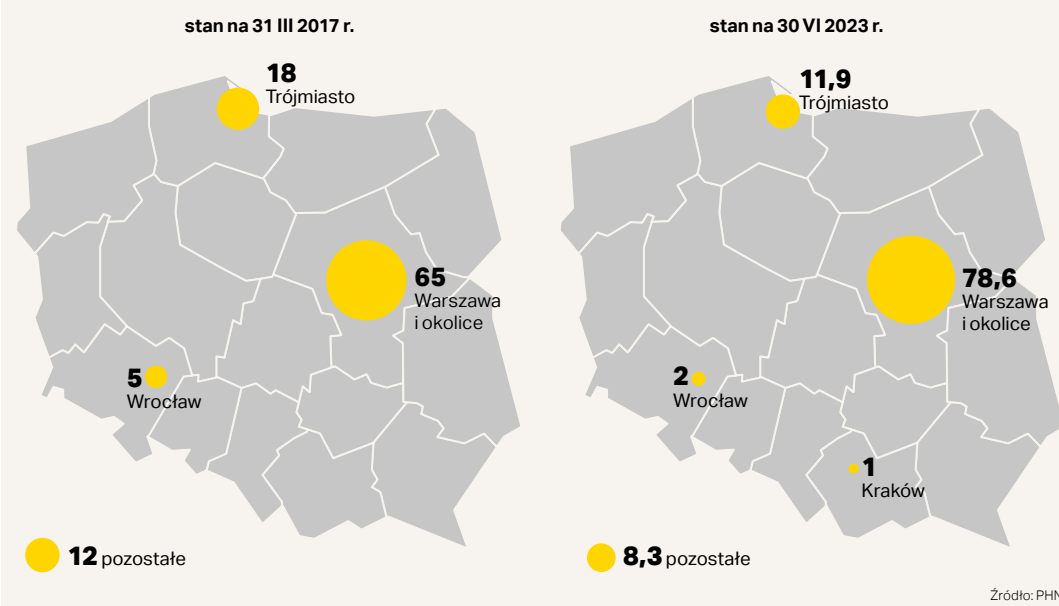
– PHN planował w strategii osiągnąć wartość portfela nieruchomości na poziomie niemal 6 mld zł do końca 2023 r. wobec 2,5 mld zł na koniec 2016 r. Na koniec III kw. 2023 r. wartość portfela PHN wynosiła 3,7 mld zł, co należy jednak uznać za dobry wynik – mówi Mateusz Mucha.

Na pochwałę zasługuje także unowocześnienie portfela spółki.

– Przed ośmioma laty PHN skupiał znaczną liczbę różnorodnych nieruchomości, w tym część nie do końca wpasowujących się w strategię nowoczesnego dewelopera powierzchni komercyjnych. Często były to nieruchomości mało perspektywiczne, wymagające restrukturyzacji prawno-finansowej, czy też cechujące się wysokimi poziomami pustostanów. Obecnie, choć wciąż takie nieruchomości znajdują się w bilansie spółki, to ich udział jest niższy, głównie dzięki realizacji nowoczesnych inwestycji, jak budynek biurowy Skysawa – mówi Mateusz Mucha. ©

## Przewaga Warszawy i Trójmiasta

▶ Struktura geograficzna portfela Polskiego Holdingu Nieruchomości według wartości godziwej (w proc.)



## ▶ NIEBOTYK I BATALIA Z NAJEMCĄ:

W połowie 2022 r. PHN oddał do użytku złożony z dwóch budynków kompleks biurowo-usługowy Skysawa w ścisłym centrum Warszawy. Całą jego powierzchnię wynajął PKO Bank Polski. Z początkiem 2024 r. pisaliśmy o konflikcie między wynajmującym a najemcą. Pierwszy odmawiał drugiemu zapłaty za wykończenie nowej centrali, twierdząc, że koszt jest za wysoki. Skysawa to dwa budynki: 40-piętrowa wieża i 9-piętrowy biurowiec. [FOT. MAREK WIŚNIEWSKI]



2,5

mld zł ▶ Tyle był wart portfel nieruchomości PHN na koniec 2016 r.

6

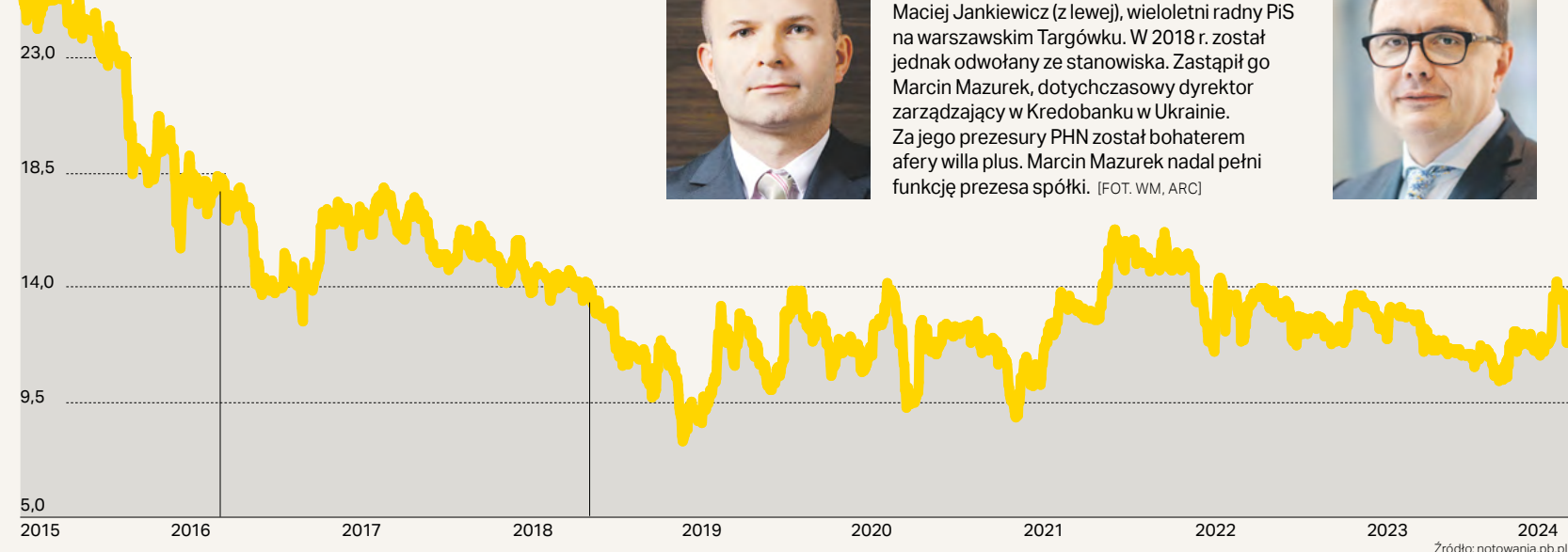
mld zł ▶ Taką wartość – według strategii spółki – miał mieć w 2023...

3,7

mld zł ▶ ...a taką miał na koniec III kw. 2023 r.

27,5 ..... Bez fajerwerków

▶ PHN – kurs w zł



## ▶ ZMIANA NA SZCZYCIE:

W marcu 2016 r. prezesem PHN został Maciej Jankiewicz (z lewej), wieloletni radny PiS na warszawskim Targówku. W 2018 r. został jednak odwołany ze stanowiska. Zastąpił go Marcin Mazurek, dotychczasowy dyrektor zarządzający w Kredobanku w Ukrainie. Za jego prezesury PHN został bohaterem afery willa plus. Marcin Mazurek nadal pełni funkcję prezesa spółki. [FOT. WM, ARC]



▶ **SIOSTRZANA INWESTYCJA PIONIERA:** PHN jest właścicielem jednego z najstarszych wieżowców w Polsce. Położony na warszawskim Muranowie biurowiec Intraco powstał w latach 70. XX w. W 2022 r. PHN zapewnił mu sąsiedztwo, oddając do użytku 11-kondygnacyjny biurowiec Intraco Prime. [FOT. MW]



▶ **NOWY PROJEKT W STOLICY:** Pod koniec 2023 r. PHN ogłosił start budowy biurowca Vena na warszawskiej Woli. Obiekt będzie miał 15,4 tys. m kw. Wartość inwestycji to około 200 mln zł. Prace budowlane potrwać około dwóch lat. [FOT. ARC]



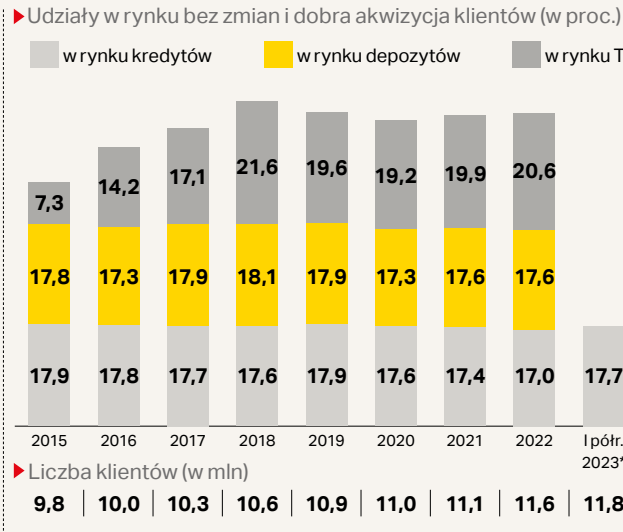
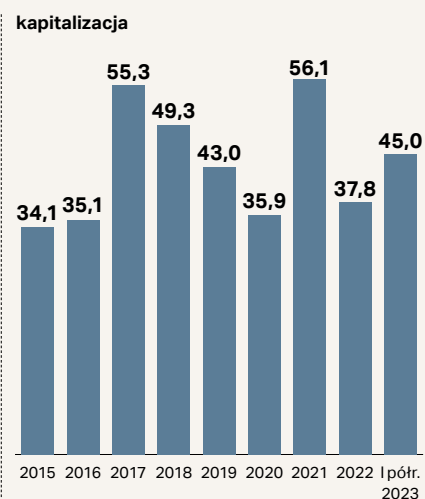
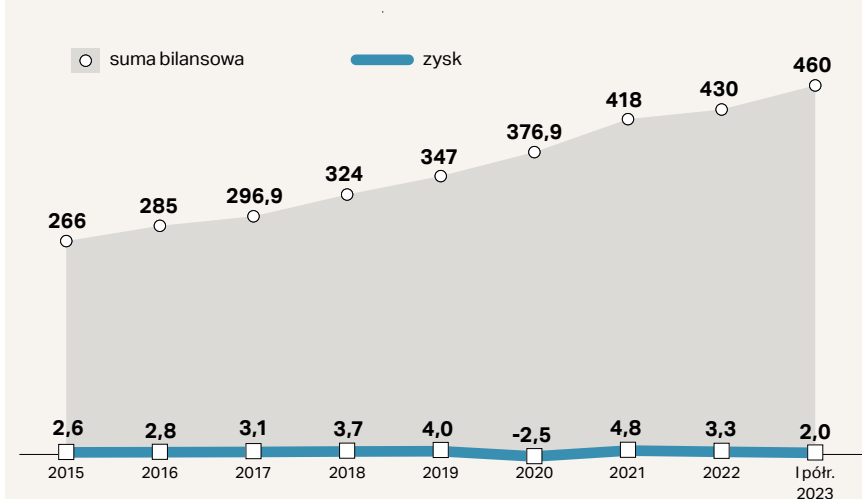
## Bilans zamknięcia

## PKO BP długo bronił się przed polityką

Osiem lat działania banku pod rządami PiS można podzielić na dwa okresy: lata, gdy prezesował mu Zbigniew Jagiełło, i lata późniejsze. W pierwszym okresie PKO BP mocno się zmienił. W drugim zmieniali się prezesi – w ciągu dwóch lat było ich pięciu

## Osiem lat PKO BP w liczbach

► Szybki wzrost sumy bilansowej przy płaskim zysku (w mld zł)



\* brak danych dotyczących udziału w rynku depozytów TFI. Źródło: raporty finansowe spółki



e.twarog@pb.pl

Był grudzień 2015 r. Od wyborów, w których PiS zmiotł rząd PO-PSL, minęły dwa miesiące. „Winter is coming” – powiedział Zbigniew Jagiełło, prezes PKO BP, zaczynając przemówienie podczas dorocznego spotkania wigilijnego z dziennikarzami. Nawązał do popularnego wtedy serialu „Gra o tron”. Wyjaśniał, że chodzi mu o wyzwania ekonomiczne, z jakimi musi zmierzyć się Polska, ale zgromadzeni doskonale rozumieli podtekst. Może i Zbigniew Jagiełło był przyjacielem Mateusza Morawieckiego, który dopiero co dokonał coming outu i z cenionego bankowca przedzierzgnął się w zaufanego Jarosława Kaczyńskiego, jednak było jasne, że stoi po niewłaściwej stronie muru. Na prezesa został namaszczony z polecenia J.K. Bieleckiego w 2009 r., jadł ośmiorniczkę U Sowy, zatrudnił Ryszarda Petru, który potem w PKO BP wziął kre-

dyt na kampanię wyborczą swojej partii Nowoczesna. Mimo to zawierucha obalila jego rządy dopiero siedem lat później.

## Akwizycja, która dała do myślenia

Gdyby Zbigniew Jagiełło i jego ekipa stracili robotę w 2015 r., zarówno bank, jak też cały rynek bankowy byłyby w innym miejscu. Można śmiało zaryzykować tezę, że w mniej korzystnym, szczególnie gdyby bank obsadził ekipa, która przejęła władzę po jego odejściu w 2021 r. W rankingu „Pulsu Biznesu” Giełdowa Spółka Roku analitycy wskazali mu miejsce w ogonie zestawienia. W wynikach banku tego nie widać. PKO BP jest jak tankowiec – trudno go zastopować.

Rok wyborczy 2015 to był czas, kiedy bank dopiero wchodził na właściwy kurs i nabierał rozpędu po zmianach wprowadzonych w latach 2011-13. Z początkiem roku wystartował Blik, którego ojcem chrzestnym i później promotorem był Zbigniew Jagiełło. Dziś ma status krajowego standardu płatniczego i ambicje, by zaważczyć o europejski rynek. Również w 2015 r. PKO BP kończył konsumpcję materiału z Nordea Bankiem, największej akwi-

Kolejne akwizycje i rozwój biznesu pompowały bilans grupy, który w latach 2015-19 wzrósł o 100 mld zł, utwierdzając pozycję PKO BP jako lidera branży finansowej.

zycji, jaką dotychczas przeprowadził. Nie był to wielki sukces, ale przy okazji sporo się nauczył – że nie ma co porywać się na mocarstwowe ekspansjonistyczne plany. Bank przestał roić o zagranicznych inwestycjach i zamiast tego zaczął stawiać korporacyjne oddziały na dokładnie wybranych rynkach. Zaczęło się od Niemiec. Dziś bank ma trzy.

Pożytek z Nordei był też taki, że przy banku działała spółka ubezpieczeń na życie, do której PKO BP dołożył spółkę majątkową i zaczął budować własnego biznesu ubezpieczeniowego, co pozwoliło mu uniezależnić się od PZU. Kolejnych akwizycji szukał już nie wprost na rynku bankowym, ale w przyległościach, żeby budować nowe kompetencje i dywersyfikować źródła przychodów. W 2016 r. przejął Raiffeisen Leasing, jedną z najlepszych spółek w swojej kategorii. Po fuzji z własnym biznesem leasingowym PKO BP wyrósł na gracza nr 1 w leasingu. W tym samym roku wchłonął KBC TFI, co podwoiło potencjał PKO TFI i pozwoliło mu zająć miejsce lidera. W 2019 r. po długim, trudnym i wymagającym cierpliwości procesie PKO BP przejął Prime Car Management, nr

1 w segmencie najmu długoterminowego pojazdów, i w konsekwencji stał się dużym graczem na tym rynku.

Kolejne akwizycje i rozwój biznesu pompowały bilans grupy, który w latach 2015-19 wzrósł o 100 mld zł, utwierdzając pozycję PKO BP jako lidera branży finansowej.

## Let's forget it

Nie wszystkie akwizycje były udane. Fiaszkem zakończyła się inwestycja w ZenCard, nieźle zapowiadający się fintech. Niewiele też wyszło z konceptu Let's fintech with PKO BP. Sukcesów nie odnotował też PKO VC powołany do inwestowania w interesujące młode biznesy. Trzeba jednak dodać, że zainteresowanie fintechami było wtedy w modzie i na rynku niełatwo znaleźć przykłady udanych inwestycji w tym sektorze.

Jednym z najciekawszych i bardziej śmiałych technologicznych przedsięwzięć PKO BP było utworzenie, wspólnie z PFR, Chmury Krajowej. Próba wbić się na rynek zastrzeżony dla międzynarodowych gigantów, budowa rodzimego rozwiązania na razie przyniosła połowiczny sukces.

## Walka o kontrolę nad PKO BP

Od początku rządów PiS aż do przegranych wyborów, a nawet dłużej trwała walka między różnymi frakcjami partii o kontrolę nad bankiem. Pierwszy atak został wyprawiony już na początku 2016 r. W styczniu poseł Maciej Malecki złożył interpelację do ministra skarbu, żądając podania informacji o faktycznej kondycji finansowej PKO BP, którego „władze podejmują działania mogące w niedalekiej przyszłości doprowadzić do utraty przez skarbu państwa kontroli nad bankiem”. Poseł pytał, po co bank założył spółkę w Sztokholmie emitując papiery dłużne „poza kontrolą państwa polskiego”.

W Sejmie trwała wtedy burza w związku ze zmianami wprowadzonymi przez bank w tabeli opłat i prowizji. Iskra padła na podatny grunt: PiS dopiero co przeorsował podatek bankowy i pilnie czuwał nad tym, czy banki nie przerzucą kosztów na klientów. Politycy domagali się wyciągnięcia konsekwencji wobec odpowiedzialnych za podnoszenie opłat.

Kryzys udało się zażegnać. Sztokholmska „afeta” była szyta grubym ścięciem, dość wyraźnie prowadzącym do ówczesnego kierownictwa resortu skarbu, które podjęło próbę wyciągnięcia banku spod wpływu Mateusza Morawieckiego. Tymczasem podejrzana i tajemnicza spółka została powołana do obsługi kontraktu na dostawę autobusów realizowanego w Szwecji przez Solaris, klienta banku.

Jeśli chodzi o zmiany w tabeli ofert i prowizji, bank musiał gęsto się tłumaczyć, choć jedyną w gruncie rzeczy podwyżką w regulaminie dotyczyła posiadaczy prehistorycznych kart zdrapek z kodami do zatwierdzania przelewów, a miała ich skłonić do autoryzowania transakcji za pomocą aplikacji IKO, które były darmowe.

## Od banku Polaków

## do banku przyszłości

W tamtym czasie PKO BP miał zaledwie 1 mln mobilnych klientów. Siedem lat później ich liczba wzrosła siedmiokrotnie. W ciągu kilku lat bank przeszedł z ery analogowej do cyfrowej i stał się jednym z najbardziej zdigitalizowanych graczy na rynku. W 2021 r. ogłosił bardzo ciekawą strategię „PKO Bank Przyszłości”, która zakładała wyjście poza tradycyjną bankowość i tworzenie e-commerce'owych market place'ów. Pierwszy był Automarket, platforma sprzedażowa samochodów, potem miały wystartować kolejne – związane z rynkiem mieszkaniowym, medycyną. Ale już niepowstały.

Była to śmiała koncepcja, wyraźnie odróżniająca się od poprzedniej strategii z 2016 r. – „Wspieramy rozwój Polski i Polaków”, wpisującą się w ówczesny polityczny kli-

Przez kolejne dwa lata bank miał czterech prezesów i zarząd, w którym ponad połowę stanowili w pewnym momencie ludzie bez żadnego doświadczenia w bankowości. W 2022 r. bank opracował kolejną strategię. Prace zaczęły się za rządów Iwony Dudy, ogłosił ją Paweł Gruza, a realizuje Dariusz Szwed. Jest to strategia „wszystko-mająca”.

mat. PKO BP nadzwyczaj dobrze opanował zasadę mimikry i potrafił dopasować się do oczekiwań aktualnej władzy. Już na wspomnianym wigilijnym spotkaniu pojawili się przedstawiciele prawniczych mediów, wcześniej niewidywani na imprezach i konferencjach banku. W lutym 2016 r. Rotunda, flagowy oddział w centrum Warszawy, odkrył gigantyczny baner w związku z Narodowym Dniem Żołnierzy Wyklętych. Zbigniew Jagiełło był na imprezach „człowiek roku” organizowanych przez prawnicze media, brał udział w konferencjach gospodarczych w szkole „drogiego ojca Tadeusza”. Z drugiej strony trzymał jednak bank z dala od polityki, która miała bardzo niewielki wpływ na kadry, zapewniając komfort pracy załozdzie. Do zarządu weszło tylko trzech ludzi z nadania PiS jeszcze w 2016 r. Potem żadnych spadochroniarzy nie było. Do czasu.

## Próba sił

Na początku kadencji Zbigniew Jagiełło nieopatrznie powiedział, że chciałby być prezesem 10 lat, bo to jest okres, kiedy rzeczy-

wieść można coś zrobić w firmie. Termin upływał w 2019 r. Kiedy minął, a prezes nie kwapił się do odejścia, zaczęły się coraz intensywniejsze polityczne zabiegi, żeby dymisję przyspieszyć. Każdy pretekst był dobry – np. taki, że Zbigniew Jagiełło i jego ludzie wymyślili zakup sporej paczki akcji InPostu podczas debiutu. Było to jesienią 2020 r. Reszta zarządu zagłosowała przeciw. Do decydentów w PiS poszedł przeciek o planach banku podważający zasadność tej transakcji. Pojawiły się emocje, pytania w kwestii lojalności, zaufania. Zaczęła się próba sił w zarządzie, którą Zbigniew Jagiełło przegrał. Podał się do dymisji w czerwcu 2021 r. Do końca roku z zarządu odeszli wszyscy związani z nim ludzie.

Przez kolejne dwa lata bank miał czterech prezesów i zarząd, w którym ponad połowę stanowili w pewnym momencie ludzie bez żadnego doświadczenia w bankowości. W 2022 r. bank opracował kolejną strategię. Prace zaczęły się za rządów Iwony Dudy, ogłosił ją Paweł Gruza, a realizuje Dariusz Szwed. Jest to strategia „wszystko-mająca”,

bo zakłada zarówno rozwój organiczny, jak też ekspansję zagraniczną, digitalizację i rozwój sieci naziemnej.

## Partynny łup

Bank, który przez lata opierał się politycznym wpływom, wskutek zmian zarządu stał się partyjnym łupem. Szefostwo HR wyznaczał Jacek Sasin, szef Ministerstwa Aktywów Państwowych, które zaczęło zatrudniać ludzi według partyjnego klucza. Pod koniec rządów PO-PSL Zbigniew Jagiełło również przyjmował na etatach doradców, którzy później zostali prominentnymi urzędnikami i menedżerami tzw. dobrej zmiany, ale skala była nieporównanie mniejsza. Inny był to również kaliber osób. Teraz bank zatrudniał kontrowersyjne postaci świata polityki oraz świeżo upieczonych menedżerów z partyjnymi legitymacjami na wysokie stanowiska w spółkach grupy. Tamę upolitycznieniu banku położył dopiero Dariusz Szwed, choć także on nie był w stanie skreślić z listy plac kontrowersyjnego studenta i działacza PiS Oskara Szafarowicza. @

## OKIEM EKSPERTA

## Bank powinien wrócić do dawnej strategii

MICHAŁ KONARSKI, analityk DM mBanku

Nowemu zarządowi PKO BP sugerowałbym powrót do strategii banku z 2020 r., która zakładała dalszą cyfryzację usług i dywersyfikację strony przychodowej dzięki rozbudowie ekosystemu i wejściu w segmenty niezwiązane bezpośrednio z bankowością. Dobrym przykładem jest platforma Automarket. Bank musi szukać przychodów pozaodsetkowych, ponieważ w średnim terminie wynik odsetkowy będzie pod rosnącą presją w związku ze spadkiem stóp procentowych. Teraz jest najlepszy czas – wysokie stopy, niskie ryzyko – żeby skupić się na wyniku prowizyjnym, a rozbudowa ekosystemu wydaje się najlepszym rozwiązaniem na szukanie dodatkowych źródeł dochodów. Warto spojrzeć, jak robią to Intesa Sanpaolo czy Sberbank, zostawiając na boku polityczne uprzedzenia. Największy rosyjski bank zbudował rozległy ekosystem: od usług związanych z obrotem nieruchomościami po usługi transportowe. Przykładowo: bank jest w stanie przeprowadzić klienta przez proces zakupu mieszkania, począwszy od wyboru nieruchomości po sfinalizowanie transakcji. Nowy zarząd będzie musiał zmierzyć się problemem demograficznym w Polsce – klienci banku są coraz starsi i niezbędne jest przygotowanie oferty dla młodszego Klienta. Trzeba też zadbać o utrzymanie udziałów rynkowych w związku z rosnącą konkurencją. Zasadne wydaje się poważne rozważenie wejście w procesy M&A za granicą, ale tylko w przypadku inwestycji pozwalających bankowi zająć od razu istotne miejsce na lokalnym rynku. Strategia kupowania małych banków z założeniem, że skala zostanie osiągnięta dzięki wzrostowi organicznemu, byłaby błędem.

## OKIEM EKSPERTA

## Plan dla zarządu

RAFAŁ JUSZCZAK, prezes PKO BP w latach 2007-08

Strategię dla nowego zarządu ująłbym w czterech punktach: 1. Wyjście na europejski rynek. Bankowość mobilna jest najlepszym sposobem rozwijania ekspansji zagranicznej. Rynek klasycznych transakcji M&A w Europie jest wysyczony – dlatego OTP zainwestował niedawno w Uzbekistanie, a konkurencja wśród potencjalnych kupców jest bardzo duża. Naszą przewagą są kompetencje w bankowości mobilnej. Powinniśmy zacząć konkurować z Revolutem, N26, Monzo i innymi fintechowymi bankami. Należy też wykorzystać obecność w Kredobanku w Ukrainie i poprzez konsolidację sektora zająć silną pozycję w granicach 5. miejsca. 2. PKO BP as a service. Bank ma potencjał, żeby stać się silnym partnerem dla dużych platform e-commerce'owych. Przykładem jest współpraca Aliona z Allegro. PKO BP dzięki skali, rozbudowanemu systemom mogłby zaoferować dużo więcej w obszarze rozwiązań finansowych dowolnemu graczy w e-commerce: od OLX po takie platformy jak WP.pl czy Onet. Równocześnie bank powinien skupić się na konsolidacji sektora fintechowego, wyszukując rozwiązania wnoszące istotną wartość dodaną. 3. AI first. Hasło mobile first jest już przestarzałe. Jesteśmy już w epoce sztucznej inteligencji, która trwale zmienia sposób obsługi klienta i prowadzenia biznesu. PKO BP musi podjąć radykalne działania w zakresie inwestycji w wiedzę i technologie AI. Powinien w dialogu z KNF budować dobre praktyki i rynek AI w Polsce. 4. Bank pierwszego wyboru. PKO BP ma potencjał, żeby stać się bankiem pierwszego wyboru dla klientów i pracowników. Zadaniem nowego zarządu będzie budowa kultury organizacji opartej na dumie, inicjatywie i śmiałości decyzji.



Zbigniew Jagiełło

Najdłużej urzędujący prezes. Odegrał istotną rolę w przekształceniu PKO BP w nowoczesny bank. Jest ojcem chrzestnym Blika – to on doprowadził do zawiązania koalicji banków tworzących Polski Standard Płatności. Za rządów PiS, dzięki dostępowi do ucha premiera, jak też za sprawą autorytetu, jaki z czasem sobie wyrobił, stał się jednym z liderów sektora bankowego obok takich postaci jak Cezary Stypułkowski z mBanku, Sławomir Sikora z Citi Handlowego, Brunon Bartkiewicz z ING Banku Śląskiego.

Należał do najgorętszych orędowników zawierania ugód z frankowiczami według wzorca szeffa KNF. Ostatecznie do programu przystąpił tylko PKO BP, co z czasem okazało się dobrym krokiem. Po zawiązaniu gigantycznych rezerw i zawarciu kilkudziesięciu tysięcy ugód bank jest blisko rozwiązania problemu frankowego.



Jan Emeryk Rościszewski

Spec od ubezpieczeń, którego tzw. dobra zmiana wprowadziła na szefa detalu w 2016 r. W 2022 r. zgodził się wziąć udział w przewrocie pałacowym wspieranym przez resort aktywów państwowych i doprowadził do obalenia prezesury Zbigniewa Jagiełły. Sam objął po nim schedę, choć się do tego nie palił. Marzyła mu się posada ambasadora w Paryżu. Miał być prezesem rok, a potem ruszyć na misję dyplomatyczną. Był nim pięć miesięcy, choć formalnie tylko miesiąc, bo w wrześniu dostał zgodę KNF na objęcie stanowiska szeffa banku, a w październiku został przymuszony do złożenia dymisji. Ambasadorem został w marcu 2022 r.



Iwona Duda

Do PKO BP przyszła z Aliora, któremu prezesowała przez dwa lata, gdzie nieźle sobie radziła. Mimo niewielkiej praktyki bankowej przeprowadziła się na Puławską z dna na dzień, trafiając do skonfliktowanego zarządu, którego co drugi członek sam chciał być prezesem. Brakowało jej autorytetu i politycznego wsparcia, które skończyły się w momencie uzyskania nominacji. Jej kadencję naznaczyl brak decyzyjności zarządu i była to jedna z głównych przyczyn jej dymisji.



Paweł Gruza

Zanim trafił na Puławską, z bankowością nie miał nic wspólnego. Mógł się ubiegać o posadę prezesa, gdyż w przeszłości był wiceministrem finansów, bardzo dobrym zresztą. W PKO BP zupełnie nie mógł się odnaleźć. Nie miał kompetencji ani merytorycznych ludzi, na których mógłby się oprzeć, a jego pozycja dodatkowo słabła z każdym miesiącem daremnego oczekiwania na zatwierdzenie nominacji przez KNF. Ostatecznie jej nie uzyskał, co dało pożywkę do rozmaitych spekulacji nt. przyczyn. W kwietniu 2022 r. zrezygnował z ubiegania się o pozycję prezesa, ale w banku pozostał jako szef operacji.



Dariusz Szwed

Pierwszy zawodowy bankowiec z dużym doświadczeniem na posadzie prezesa od dwóch lat. Urzędowanie zaczął od zwolnienia szeffa HR z nadania resortu aktywów państwowych. Miał poparcie premiera, ale też sporo silnej woli, która pozwoliła mu przetrwać na stanowisku mimo stałe ponawianych prób odwołania. Naliczylisny cztery podejścia do usunięcia prezesa. Ostatnie nastąpiła już po październikowych wyborach – za to, że Dariusz Szwed nie zgodził się na niemiłotwane wydatkowanie pieniędzy z fundacji banku na kampanię referendalną.

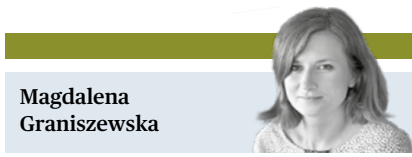


## Bilans zamknięcia

## Bilans zamknięcia

## Energetyka, czyli osiem lat bicia piany

Polska energetyka ma za sobą burzliwy okres, wypełniony skokami cen energii, zmianami przepisów i zapowiedziami wielkich inwestycji. Mimo to spółki energetyczne są prawie w tym samym miejscu, w którym były osiem lat temu



m.graniszewska@pb.pl

Energetyka w programach wyborczych partii? Dziś jest powszechna, ale kiedyś nie istniała. PiS w 2015 r. przetarł jej szlak, choć powodów do dumy raczej nie ma.

#### Niereformowalni strażnicy obietnic

Dzięki antywiatrowym postulatam i obietnicom do Sejmu weszła w 2015 r. Anna Zalewska, późniejsza minister edukacji, a obecnie europosłanka. Rząd Zjednoczonej Prawicy zrealizował jej obietnice, blokując rozwój nowoczesnych wiatraków na osiem lat.

Strażnikiem energetycznych obietnic wyborczych PiS został Krzysztof Tchórzewski, pierwszy i zarazem ostatni minister energii, którego resort powołano z końcem 2015, a zlikwidowano w listopadzie 2019 r. Nieustraszenie forsował węgiel w czasach, kiedy już nawet preześci spółek energetycznych woleli iść w zielone. Na początku 2016 r. minister zapowiedział realizację zarzuconego przez poprzedników projektu budowy bloku węglowego w Ostrołęce.

– W ciągu trzech lat rozpoczniemy budowę przynajmniej dwóch lub trzech kolejnych bloków energetycznych – zapowiadał Krzysztof Tchórzewski.

Drugiej obietnicy szczęśliwie nie spełnił, ale wieźniem obietnic antywiatrowych pozostał do końca pracy w rządzie. Kiedy w listopadzie 2018 r. zaprezentował projekt polityki energetycznej Polski (PEP) do 2040 r., zakładający zanik udziału wiatraków lądowych w krajowym miksie energetycznym, energetycy zdębieli. On sam wyjaśniał wprost, że to kwestia obietnic wyborczych, a nieoficjalnie można było usłyszeć, że chodzi również o obłaskawienie górników.

#### Zadania dla nowych zarządów

- ▶ wpisanie strategii firm w politykę energetyczną rządu
- ▶ opracowanie własnego planu transformacji, jeśli polityka rządu wciąż nie będzie gotowa
- ▶ wynegocjowanie ze związkami zawodowymi ograniczenia wzrostu płac
- ▶ wykorzystanie w jak największym stopniu pieniędzy z Krajowego Planu Odbudowy
- ▶ realizacja – jeśli rząd potwierdzi ten kierunek – pomysłu wydzielania aktywów dystrybucyjnych

#### Bieg wsteczny

W efekcie państwowe spółki energetyczne, które śladem globalnych graczy powinny inwestować w zielone źródła, mają ich dziś jak na lekarstwo.

– Zjednoczona Prawica i kontrolowane przez nią firmy nie tylko zmarnowały w energetyce osiem lat, ale jeszcze tę energetykę uwsteczniły, kierując pieniądze nie tam, gdzie powinny być kierowane, np. do sektora węglowego – ocenia Krzysztof Kilian, prezes PGE w latach 2008-11.

Podkreśla, że za te eksperymenty płać dziś odbiorcy w postaci wysokich rachunków za prąd.

– Same firmy, mimo że nie najlepiej zarządzane, dawały sobie radę i były często beneficjentami eksperymentów, np. w obszarze wszelakich rekompensat, np. za zamrożone ceny energii – red.] – mówi Krzysztof Kilian.

Wprawdzie po odejściu Krzysztofa Tchórzewskiego z rządu firmy energetyczne ruszyły z publikacją zielonych strategii i ogłaszaniem dążenia do neutralności klimatycznej, ale były to jedynie plany.

– Transformacja energetyczna odbywała się głównie za pośrednictwem piaru – uważa Krzysztof Kilian.

#### Inwestorzy obserwują z nadzieją

Na czym zatem powinny skupić się nowe zarządy spółek energetycznych?

– Trudno mieć konkretne oczekiwania wobec nowych zarządów, skoro rząd nie aktualizował jeszcze polityki energetycznej ani nie sprecyzował, czy pomysł wydzielania dystrybucji będzie realizowany czy nie – mówi Paweł Puchalski, analityk banku Santander.

Pomysł wydzielania aktywów dystrybucyjnych ze spółek energetycznych wyszedł od doradców Koalicji Obywatelskiej.

– Zobaczymy, czy ten kierunek się potwierdzi. To ciekawy koncept, który ma szanse generować wartość dla akcjonariuszy. Inwestorzy obserwują to z nadzieją – mówi Kamil Kliszcz, analityk mBanku.

Uważa też, że nowe zarządy będą miały oczywiście za zadanie wpisać się w politykę energetyczną rządu, ale w sytuacji, w której tej polityki nie ma, powinny mieć własny plan na transformację.

– Dobrym przykładem jest np. CEZ, który realizuje własną politykę dekarbonizacyjną – mówi Kamil Kliszcz.

Paweł Puchalski podkreśla ponadto, że zarządy powinny rozmawiać ze związkami zawodowymi na temat ograniczenia wzrostu płac. Powinny również w jak największym stopniu czerpać z pieniędzy Krajowego Planu Odbudowy. ©

#### OKIEM EKSPERTA

### Wiele miało się wydarzyć...

KAMIL KLISZCZ, analityk mBanku

W energetyce w ostatnich latach za dużo się nie wydarzyło, mimo że wiele miało i powinno się wydarzyć. Był to burzliwy okres z punktu widzenia zmian cen energii, uprawnień do emisji dwutlenku węgla, a także zmian w regulacjach. Mimo to jesteśmy dziś prawie w tym samym miejscu, w którym byliśmy. Spółki zakładały, że po wydzieleniu elektrowni węglowych do NABE ruszą z inwestycjami w OZE, mając lekki bilans i lepsze widoki na finansowanie. Projekt NABE nie został jednak zrealizowany, a w transformacji mamy stagnację. Spółki energetyczne powiększały wprawdzie portfel zielonych projektów, w kontekście transformacji przejmowanie w 2017 r. aktywów węglowych od EDF przez PGE i od Engie przez Eneę należy ocenić jako przejęcie kłopotu od podmiotów zagranicznych. Przejęcie przez PGE PKP Energetyki też nie wygenerowało dotychczas dodatkowej wartości, a cena nie była okazjna.

Bogdanka, która stawiała czoła problemom geologicznym, nie była w stanie w pełni skorzystać ze skoku cen węgla. Bywała też ofiarą polityki, która narzucała zmniejszenie poziomu wydobycia wtedy, kiedy było to korzystne dla kopalni śląskich. Wydaje się też, że Bogdanka nigdy w pełni nie wkomponowała się w grupę swojego właściciela, czyli Enei, co można uznać za niepełne wykorzystanie jej potencjału. W przypadku Tauronu można odnotować pozytywny wpływ oddania państwu kopalni węgla.

#### OKIEM EKSPERTA

### Dekarbonizacyjne fiasko

PAWEŁ PUCHALSKI, analityk banku Santander

Czy dziś są to lepsze spółki niż przed ośmioma laty?

Zdecydowanie nie, ale to wynika z ujemnej polityki klimatycznej i z tego, że mimo upływu ośmiu lat moce wytwórcze zainstalowane w węglu są w nich podobne. Kluczowym niepowodzeniem państwowej energetyki jest zaś to, że nie zdołała przeprowadzić wydzielania aktywów węglowych do NABE.

W przypadku PGE za sukces uznaję wygranie przetargów na nowe lokalizacje elektrowni wiatrowych na Bałtyku, a jednoznacznie negatywnie oceniam wejście w projekt atomowy. Tauron wyróżnia się pozytywnie, ponieważ zdołał przeprowadzić przekazanie państwu kopalni węgla. Dla Enei, która wciąż jest głównym udziałowcem kopalni Bogdanka, jest to czynnik jednoznacznie obniżający atrakcyjność inwestycyjną. Enea poczyniła też najmniej postępy, jeśli chodzi o inwestycje w zielone źródła.

Niewielkie inwestycje w energetykę odnawialną mogą być zarzutem w stosunku do wszystkich państwowych firm energetycznych. Powinny przygotowywać do budowy i budować setki zielonych megawatów w ramach własnych, tymczasem takich projektów jest jak na lekarstwo.

Bogdanka zrobiła krok w dobrym kierunku, ogłaszając strategię opartą na multisuwrowcowości. Jest to jednak krok o wiele lat spóźniony. Krokiem w zdecydowanie złym kierunku jest zaś poluznienie kontroli kosztów pracowniczych przejawiające się w sowitym pakiecie nagród przyznanych pod koniec 2023 r.

## Długa droga do punktu

## wyjścia

20 maja 2016 r.

#### Uderzenie w wiatraki

Nastawienie klasy politycznej do wiatraków pogarszało się już pod koniec kadencji rządu PO-PSL, ale wybory parlamentarne z 2015 r. przyniosły prawdziwą antywiatrakową rewolucję. Już w 2016 r. Zjednoczona Prawica wprowadziła zmiany legislacyjne uderzające bezpośrednio w inwestorów: ustawę odległościową (z zasadą 10h), blokującą de facto rozwój nowych projektów, i szereg innych niekorzystnych regulacji, np. podatkowych. Odwilż zaczęła się w 2018 r., kiedy rząd złagodził zaostrzone przepisy podatkowe. Wskrzyszanie branży miało motywy ekonomiczne – ceny prądu z węgla rosły, a z OZE spadały. Zasada 10h obowiązywała jednak, mimo apeli przemysłu, ekspertów i nawet państwowych firm energetycznych, aż do kwietnia 2023 r.

8 grudnia 2017 r.

#### Narodził się rynek mocy

Uchwalenie przez Sejm ustawy o rynku mocy zmieniło architekturę rynku energii elektrycznej. Wcześniej wytwórcy dostawali pieniądze wyłącznie za wyprodukowany prąd, a teraz również za gotowość do jego produkcji (a klienci za tę gotowość zaczęli płacić). W zamysśle rynek mocy miał zachęcać do inwestycji w nowe moce, w praktyce stał się jednak mechanizmem wsparcia starych, wyeksploatowanych bloków węglowych.

30 kwietnia 2020 r.

#### Węgiel zaczyna ciążyć

Pierwsza fala pandemii trwała w najlepsze, kiedy Wojciech Dąbrowski, od dwóch miesięcy pracujący wówczas na stanowisku prezesa PGE, w wywiadzie dla agencji Bloomberg przedstawił koncepcję stworzenia nowego państwowego podmiotu, pod którego skrzydłami mogłyby się znaleźć wszystkie elektrownie węglowe grup energetycznych. Z czasem koncepcja zyskała sztyld NABE (Narodowa Agencja Bezpieczeństwa Energetycznego). Dąbrowski tłumaczył, że PGE trudno pozyskać korzystne kredyty na zielone inwestycje, ponieważ większość światowych banków i instytucji wycofała się z finansowania przedsiębiorstw, które mają w portfolio wytwórcze aktywa węglowe. Stworzenie NABE było potrzebą pilną, ale rząd Zjednoczonej Prawicy nie znalazł w sobie politycznej siły, by do wyborów tę operację przeprowadzić. Nowy rząd, jak się wydaje, koncepcji tej nie popiera.

3 sierpnia 2022 r.

#### Rozwód z kopalniami

Rząd Zjednoczonej Prawicy kontynuował politykę poprzedników i ratował bankrutujące kopalnie węgla kamiennego. W 2016 r., na gruzach Kompanii Węglowej, powstała Polska Grupa Górnicza, która do 2018 r., w ramach sześciu kolejnych dokapitalizowań, dostała 3,417 mld zł, z czego większość (2,3 mld zł) od państwowych firm energetycznych. W sierpniu 2022 r. energetyka z ulgą zawarła umowę sprzedaży akcji PGG państwu za kwotę bardzo symboliczną (1 zł dla każdej z firm).



14 marca 2017 r.

#### Repolonizacja energetyki

Kiedy Polska walczyła z wiatrakami, światowa energetyka stawiała na zielone. Z tego powodu dwóch ważnych inwestorów w polskiej energetyce, francuski EDF i francusko-belgijski Engie, postanowiło wystawić na sprzedaż elektrownie (m.in. Rybnik i Połaniec) i elektrociepłownie węglowe. Krzysztof Tchórzewski, ówczesny minister energii, wymusił sprzedaż tych aktywów firmom państwowym, PGE i Enei. Firmy słono za nie zapłaciły: Enea musiała wypłacić 1,264 mld zł (marzec 2017 r.), a PGE aż 4,5 mld zł (listopad 2017 r.). Już trzy lata później, w 2020 r., te same firmy zaproponowały oddanie elektrowni węglowych państwu, by móc łatwiej inwestować w zieloną energetykę.

5,78 mld zł ▶ Tyle PGE i Enea, dwie firmy państwowe, wyłożyły łącznie, by przejąć elektrownie węglowe sprzedawane przez EDF i Engie.

28 grudnia 2018 r.

#### Wielkie bloki i wielkie kłopoty

Zarządy PGE, Enei i Tauronu dostały w spadku po poprzedniej ekipie uruchomione budowy wielkich bloków węglowych w czterech elektrowniach: Kozienice, Opole, Turów i Jaworzno. Z Kozienicami, oddanymi do użytku w 2017 r., poszło najlepiej, bo budowa opóźniła się tylko o kilka miesięcy. Im dalej, tym jednak było gorzej. Projekt w Opolu, uruchomiony w 2019 r., musiał stawić czoła niemal bankructwu wykonawcy. Jaworzno, uruchomione w 2020 r., to historia nieustannych błędów, zaniedbań i awarii. Problematiczny okazał się też Turów, uruchomiony w 2021 r. i zaraz potem zatrzymany na naprawy. Okazało się jednak, że może być jeszcze gorzej. Uruchomiona w grudniu 2018 r. budowa bloku węglowego w Ostrołęce zakończyła się spektakłem rozbiórki postawionych już dwóch betonowych pylonów, stratą 1,3 mld zł oraz zgłoszeniem sprawy do prokuratury.

Grudzień 2021 r.

#### Kosmiczne ceny CO<sub>2</sub>

Obowiązek kupowania uprawnień do emisji dwutlenku węgla to wymyślony przez Unię Europejską rodzaj podatku, który ma motywować firmy do zmniejszania tych emisji. Przez długie lata motywacja była jednak słaba, ponieważ uprawnia kosztowały ledwie kilka euro. W 2018 r. cena przebiła jednak 10 EUR, a po pierwszej fali pandemii, kiedy Komisja Europejska ogłosiła wyjątkowo ambitny zielony plan odbudowy, notowania ruszyły stromo w górę, zbliżając się w grudniu 2021 r. do psychologicznej granicy 100 EUR za tonę (przebiły ją dopiero w lutym 2023 r.). Dla polskiej energetyki, zdominowanej przez węgiel, oznacza to kolosalne koszty.



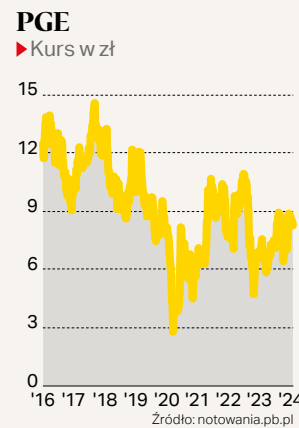
28 października 2022 r.

#### Atomowe niespodzianki

W październiku 2022 r. historyczny dla Polski proces wyboru partnera do budowy elektrowni jądrowych, zakładający inwestycje warte setki miliardów złotych, zyskał charakter spontaniczny i pełen niespodzianek. Najpierw 28 października premier Mateusz Morawiecki ogłosił decyzję o wyborze partnera do programu jądrowego – został nim amerykański Westinghouse. Premier zrobił to zniekarna, w piątek wieczorem, tuż przed tzw. długim weekendem, na... Twitterze (dziś X). Również w październiku wicepremier Jacek Sasin niespodziewanie ogłosił plan podpisania listu intencyjnego między państwową PGE, ZE PAK należącym do Zygmunta Solorza i koreańskim KHNP. List został podpisany 31 października w Seulu.

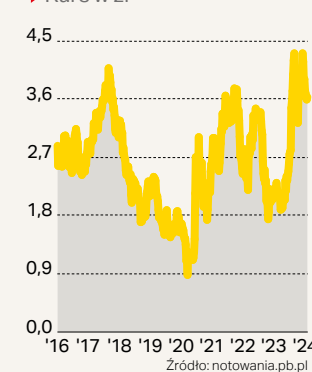
## Kursy od 1 stycznia 2016 do dziś

▶ Akcje największego w Polsce wytwórcy energii elektrycznej są dziś warte na giełdzie o 60 proc. mniej niż w początkach 2016 r. W tym czasie grupa zwiększyła wprawdzie przychody z 28,5 mld zł w 2015 r. do aż 71 mld zł po trzech kwartałach 2023 r., ale zysk netto przypisany akcjonariuszom wcale nie wyrzucił – w 2015 r. wyniósł 4,3 mld zł (bez odpisów), a po trzech kwartałach 2023 r. to tylko 3 mld zł. Produkcja energii wzrosła z 55,6 TWh do 66,13 TWh. Sukcesem ostatnich lat jest wygranie przez PGE przetargów na nowe lokalizacje elektrowni wiatrowych na Bałtyku, natomiast przejęcie węglowej elektrowni Rybnik to raczej kłopot. Z atomem sytuacja jest dynamiczna – PGE najpierw projekt porzuciła, potem do niego wróciła.



Tauron

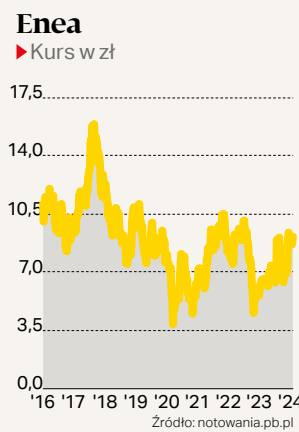
▶ Kurs w zł



▶ Katowicki Tauron produkuje energię i ma na nią klientów głównie na uprzemysłowionym południu Polski. Jego flota elektrowni składa się w dużej części z węglowych staruszków, stopniowo wyłączanych. Na giełdzie Tauron jest dziś wart tylko o jedną czwartą mniej niż na początku 2016 r., choć w 2020 r. jego akcje zaliczyły taki dołek, że były nawet groszówkami (kurs poniżej 1 zł). Przychody Tauronu są dziś dwa razy wyższe niż w 2015 r. (32,5 mld zł po trzech kwartałach 2023 r. wobec 18,4 mld zł w 2015 r.), zysk EBITDA też jest większy (5,5 mld zł wobec 3,5 mld zł). Tauron zdołał przeprowadzić przekazanie państwu trzech kopalni węgla – Sobieski, Janina i Brzeszcze. Zainkasował za nie... 1 zł.

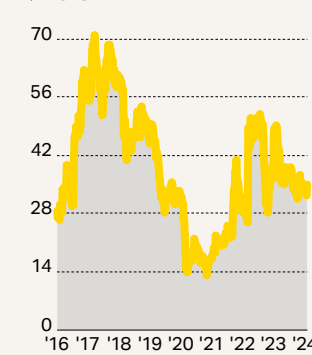
▶ Akcje poznańskiej Enei straciły w osiem lat 40 proc. wartości. Nie pomógł wzrost przychodów, z 9,9 mld zł w 2015 r. do 35,9 mld zł po trzech kwartałach 2023 r., ani zysku EBITDA – z 1,9 mld zł do 3,4 mld zł.

O ile Tauron pozbył się kopalni węgla, o tyle Enea wciąż jest właścicielką kopalni Bogdanka, choć poprzedni rząd miał plan odkupienia tej firmy i poprawienia wizerunku Enei w oczach inwestorów. Zdaniem analityków w obszarze zielonej energii Enea w ostatnich latach niewiele osiągnęła. Kupiła za to od Engie węglową elektrownię Połaniec, zaangażowała się też – pod naciskiem polityków – w kontrowersyjną budowę elektrowni węglowej w Ostrołęce, która zakończyła się spektakularną kląpą.



Bogdanka

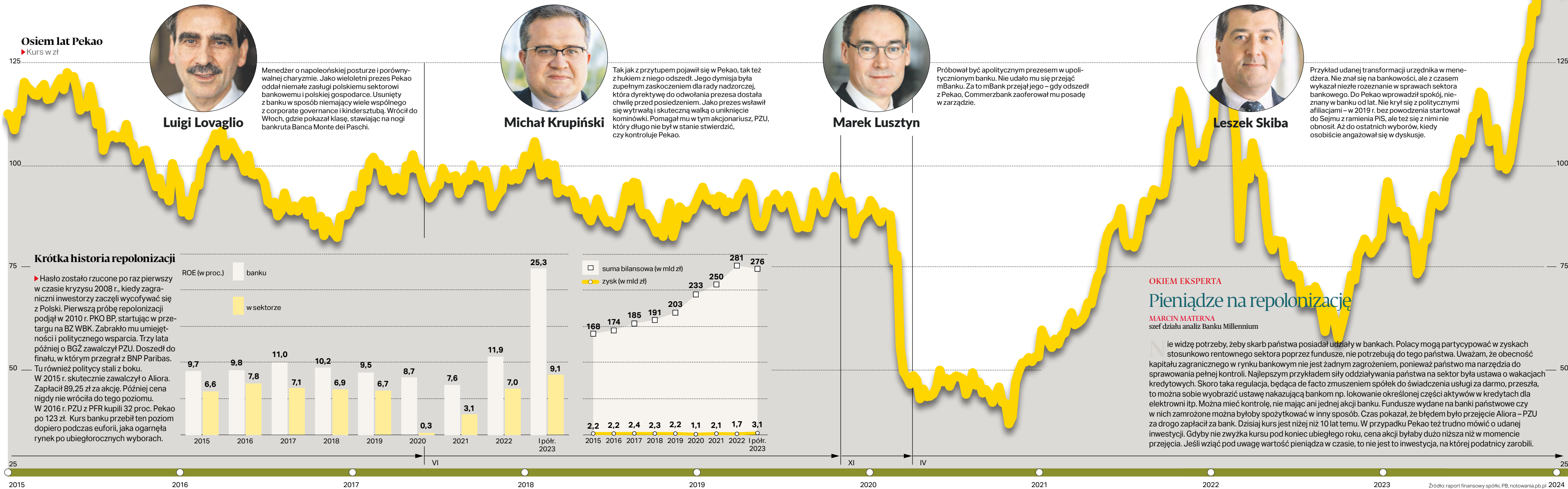
▶ Kurs w zł



▶ Akcje kopalni Bogdanka kosztowały w ostatnich latach nawet ponad 80 zł, dziś zaś ok. 35 zł, czyli o kilka procent więcej niż na początku 2016 r. Lubelska kopalnia, która dzięki geologii wydobywa węgiel taniej niż kopalnie na Śląsku, korzystała ze zwyżki cen węgla, ale mogłaby skorzystać jeszcze bardziej, gdyby nie problemy geologiczne. W 2015 r. Bogdanka wypracowała 1,88 mld zł przychodów i 686,3 mln zł EBITDA, a w 2023 r., według wstępnych danych, było to 3,9 mld zł i 1,3 mld zł. Węgla wyprodukowała jednak mniej – z 8,5 mln ton w 2015 r. zrobiło się tylko 7 mln ton w 2023 r.

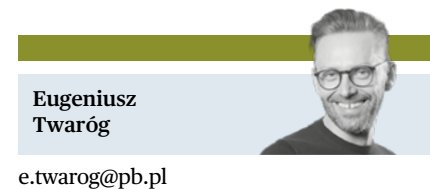


## Bilans zamknięcia



# Wojna o Pekao pod flagą białą-czerwoną

Miała powstać silna grupa bankowo-ubezpieczeniowa PZU-Pekao-Alior. Skończyło się na grupach interesów, które od momentu repolonizacji banku walczyły o przejęcie nad nim kontroli



Podczas finału Wielkiej Orkiestry Świątecznej Pomocy w 2018 r. po raz pierwszy od 1999 r. nie pojawił się Bank Pekao. Kilka miesięcy wcześniej, w listopadzie, bank – jeden z głównych sponsorów imprezy, przez 19 lat obsługujący jej finanse – zerwał kontrakt z Jurkiem Owsiakiem, mimo że wiązało się to z koniecznością zapłaty odszkodowania. Historia z WOŚP pokazała, że w praktyce oznacza repolonizacja Pekao: pełną polityczną dyspozycyjność.

**Pod skrzydłami Ziobry**  
W styczniu 2016 r. Luigi Lovaglio, wieloletni prezes Pekao, w wywiadzie dla „Pulsu Biznesu” na pytanie o pogłoski, że bank

może zostać sprzedany, odpowiadał, że Pekao to perełka i nie jest na sprzedaż. 12 miesięcy później, w grudniu, Michał Krupiński, wtedy szef PZU, powiedział: „Wszystko wskazuje na to, że żubr wróci z ziemi włoskiej do Polski”. I wrócił. Po odkupieniu Pekao przez kilka miesięcy w banku nic się nie działo: nie było skoku na kasę, zmian kadrowych. Co ufniej się sądzili, że może tak już zostanie. Luigi Lovaglio zdaje się liczyć, że utrzyma fotel prezesa, bo uważany był za jednego z najbardziej efektywnych i doświadczonych menedżerów na rynku.

Złudzenia prysły w czerwcu 2017 r., kiedy zwykłe walne odwołało w całości starą radę nadzorczą, a do nowej powołało m.in. dyrektorkę szpitala w Oświęcimiu, dyrektora jednego z warszawskich przedszkoli oraz właścicielkę biura rachunkowego z Lublina. Nowa rada już na pierwszym posiedzeniu usiłowała odwołać Luigię Lovaglię. Udało się za drugim podejściem.

**Zmiany kadrowe dokonywane zazwyczaj nocą stały się później znakiem rozpoznawczym Pekao. Także ułańska fantazja motywowana myśleniem: postaw się, choćbyś miał zapłacić dwa razy.**

Rada tak się zapędziła, że odwołała też szefa ryzyka i bank w pewnym momencie został bez nawet jednej osoby z poświadczoną przez KNF ręką stabilnego zarządzania nim. W drugiej co do wielkości instytucji finansowej w kraju!

Zmiany kadrowe dokonywane zazwyczaj nocą stały się później znakiem rozpoznawczym Pekao. Także ułańska fantazja motywowana myśleniem: postaw się, choćbyś miał zapłacić dwa razy.

**Osierocona fużja**  
Pierwszym prezesem zrepolonizowanego Pekao został Michał Krupiński. Złote dziecko PiS – tak był wtedy nazywany. Obrótny, kontaktowy, z kontaktami w PiS. Rządy w Pekao zaczął w niestandardowy sposób: wziął do zarządu zespół specjalistów z rynku – z nielicznymi wyjątkami – co mogło

sugerować, że będzie to profesjonalnie zarządzana instytucja. Nadzieje szybko się rozwiły. Z zarządzania bankiem wycofał się PFR, oddając bank PZU, a tak naprawdę w ręce środowiska Zbigniewa Ziobry, ówczesnego ministra sprawiedliwości, które miało duże wpływy w grupie ubezpieczeniowej. Brat ministra został w banku dyrektorem i bardzo wpływową postacią. Ekspozowane posady dostali emerytowani pracownicy służb, wprowadzając nieznane w innych spółkach porządki, jak np. wykrywacze metalu przed wejściem na salę rady nadzorczej, co było podyktowane chęcią zapobieżenia wnoszeniu na posiedzenia urzędników rejestrujących przebieg spotkań i później przekazywaniu informacji mediom.

Zrepolonizowany zarząd zatwierdził ambitną strategię zakładającą osiągnięcie w 2020 r. 14 proc. ROE. W październiku 2017 r. podjął też starania o połączenie z Alior Bankiem. Due diligence trwało

dzień. Pekao, zgodnie z linią partii, nie chciał mieć nic wspólnego z Owsiakiem. Niedofinansowanie Pekao było szczególnie dotkliwe w zakresie IT. Bank coraz bardziej odstawał od rynku pod względem bankowości internetowej i mobilnej. Za czasów Michała Krupińskiego zaczęły się zmiany w tym zakresie. Bank zmienił też ofertę produktową dla klientów detalicznych. Równocześnie w biznesie korporacyjnym zapadały kontrowersyjne decyzje. Michał Krupiński miał oferować wsparcie kredytowe dla budowy słynnych dwóch wież na działce należącej do spółki Srebrna kontrolowanej przez ludzi z PiS. Gotów był poręczyć kredyt dla wspieranej przez PiS spółki Fratria, wydawcy prawniczych mediów, na zakup radia ZET, choć transakcja daleko przekraczała jej możliwości finansowe. Kontrowersyjne były też ruchy kadrowe, jak np. powołanie Marty Wolańskiej, znajomej rodziny Krupińskich, osoby bez doświadczenia w biznesie, na prezesa Pekao Leasing.

**Odważna polityka kredytowa**  
Pomysł na połączenie z Aliorem nie był zły. Pekao miał wnieść do stadła kompetencji w zakresie bankowości korporacyjnej i inwestycyjnej. Działką Aliora miał być detal. Po fiaszku fużji Pekao musiał znaleźć pomysł na siebie. Zadanie nie było łatwe, bo Pekao, jeden z najefektywniejszych banków na rynku za czasów Unicreditu, był dość mocno niedoinwestowany. Pod względem wydawania pieniędzy Luigi Lovaglio zachowywał się jak rodowity Szkot. Po banku krążył żart, że po 20. każdego miesiąca nie ma co liczyć na faks z Pekao, bo limit papieru się wyczerpał i trzeba czekać do pierwszego.

Luigi Lovaglio nie żałował pieniędzy na WOŚP. Lubiał fotografować się z Jurkiem Owsiakiem w dniu finału z czekiem rozmiarów deski surfingowej z odpowiednio dużą kwotą. Po repolonizacji banku, obawiając się o przyszłość umowy z WOŚP, zabezpieczył ją notarialnym zapisem o odszkodowaniu za jej zerwanie. Nie pomo-

gło. Pekao, zgodnie z linią partii, nie chciał mieć nic wspólnego z Owsiakiem. Niedofinansowanie Pekao było szczególnie dotkliwe w zakresie IT. Bank coraz bardziej odstawał od rynku pod względem bankowości internetowej i mobilnej. Za czasów Michała Krupińskiego zaczęły się zmiany w tym zakresie. Bank zmienił też ofertę produktową dla klientów detalicznych. Równocześnie w biznesie korporacyjnym zapadały kontrowersyjne decyzje. Michał Krupiński miał oferować wsparcie kredytowe dla budowy słynnych dwóch wież na działce należącej do spółki Srebrna kontrolowanej przez ludzi z PiS. Gotów był poręczyć kredyt dla wspieranej przez PiS spółki Fratria, wydawcy prawniczych mediów, na zakup radia ZET, choć transakcja daleko przekraczała jej możliwości finansowe. Kontrowersyjne były też ruchy kadrowe, jak np. powołanie Marty Wolańskiej, znajomej rodziny Krupińskich, osoby bez doświadczenia w biznesie, na prezesa Pekao Leasing.

**Nocna wymiana prezesa**  
19 listopada 2019 r., późnym wieczorem, rada nadzorcza niespodziewanie odwołała Michała Krupińskiego. Następcą został Marek Lusztyn, człowiek bez politycznego zaplecza, wychowanek grupy Unicredit, w której doszedł do wysokich stanowisk. Jako prezes podjął się mocno politycznej

**Od czasów Michała Krupińskiego postępował proces erozji kompetencji w zarządzie banku, który stał się miejscem obsadzania ludzi powiązanych z polityką, bez doświadczenia w bankowości.**

misji repolonizacji mBanku wystawionego na sprzedaż przez Commerzbank. Transakcja zakończyła się fiaskiem. Niemcom nie odpowiadała ani cena, ani to, że mają sobie zatrzymać portfel frankowy.

W pięć miesięcy od powołania na stanowisko prezesa, w nocy 14 kwietnia, doszło do zmiany szefa Pekao. Marek Lusztyn zrezygnował z posady, ale został w zarządzie. Zastąpił go Leszek Skiba, który do banku przyszedł tydzień wcześniej. Z bankowości miał tyle wspólnego, że przez rok był szefem rady BFG. Przyszedł z resortu finansów, gdzie przez cztery lata był wice-ministrem.

Jego nominacja sprawiła spory problem KNF, bo jak zatwierdzić na stanowisku prezesa kogoś, kto z bankowości nie ma nic wspólnego. A jednak się dało. Nadzór zmienił zasady kwalifikacji, poszerzając krąg nominatów o byłych urzędników wysokiego szczebla. Tym sposobem w lutym 2021 r. Leszek Skiba został prezesem Pekao. Dwa miesiące wcześniej gładko przeprowadził proces przejęcia upadłego Idea Banku. Mimo ryzyka związanego z transakcją i buntu w zarządzie. Leszek Skiba uchodził za człowieka Jacka Sasina, ministra aktywów państwowych, a wszedł do banku kontrolowanego przez ludzi Zbigniewa Ziobry, ale w rozgrywce z nimi wykazał się niemałą zręcznością.

Była to walka z anonimami i prokuraturą, która przez dwa lata prowadziła śledztwo wszczęte z urzędu przeciwko współpracownikom prezesa w związku z tym, że przekazała podwładnej dane personalne jednego z menedżerów banku na potrzeby napisania komunikatu prasowego o jego awansie. Zakończyło się bodaj pierwszym w kraju aktem oskarżenia za naruszenie RODO.

Leszek Skiba utrzymał się na stanowisku, uspokoił i ustabilizował sytuację w banku. Wspierał politykę rządu. Kiedy w kwietniu 2022 r. premier Mateusz Morawiecki apelował do bankowców, żeby podnieśli oprocentowanie depozytów, Pekao jako pierwszy wprowadził stawkę 6 proc.

**Polityczne nominacje**  
Od czasów Michała Krupińskiego postępował proces erozji kompetencji w zarządzie banku, który stał się miejscem obsadzania ludzi powiązanych z polityką, bez doświadczenia w bankowości. Posadę wiceprezesa dostał np. Jerzy Kwieciński, były minister rozwoju i, krótko, finansów, czy Piotr Zborowski, który w swoim CV miał pracę w resorcie aktywów państwowych. W ubiegłym roku zatrudnił on na stanowisku doradcy Jarosława Olechowskiego, byłego dyrektora Telewizyjnej Agencji Informacyjnej, osobę bliską PiS. ©



## Bilans zamknięcia

## Bilans zamknięcia

# Polityka wpływa na PKP Cargo na giełdzie i na torach

Politycy najczęściej przypominają sobie o giełdowej spółce wtedy, kiedy trzeba wozić węgiel. Uzależnienie od jego transportu ma jednak na nią negatywny wpływ



k.kapczyńska@pib.pl

Około 14 zł – tyle obecnie kosztuje na GPW jedna akcja grupy PKP Cargo, którego głównym akcjonariuszem są PKP. Pod koniec 2015 r., kiedy PiS przejmował władzę, cena sięgała około 70 zł, a w szczytowym dla grupy okresie przekraczała nawet 90 zł. „Jak to możliwe, że wartość PKP Cargo w okresie 2015-23 zmalała z 4,5 do zaledwie 0,5 mld zł” – zapytał niedawno na platformie X Jakub Karnowski, były prezes PKP w czasie rządów PO-PSL.

Obecnie wartość spółki przekracza 600 mln zł. Złosiłwi twierdzą, że cena taboru na złomowisku byłaby wyższa.

Odpowiedź na pytanie o przyczyny spadku wartości firmy wcale nie jest prosta, a politycy, menedżerowie i eksperci szukają jej od dawna. Najczęściej powodów upatrują w ręcznym sterowaniu grupą przez polityków wymagających od spółki np. przewozów węgla.

Niemal wszystkie zarządy grupy od lat mówią o konieczności zmiany struktury przewozów. Dominuje w niej transport węgla, ale m.in. ze względu na forsowaną w Europie dekarbonizację nie zapewnia on PKP Cargo stabilnych zleceń. W 2016 r. zmniejszenie wydobycia oraz przewozu węgla i związany z tym spadek rentowności negatywnie wpłynęły na sytuację PKP

Cargo. By zdwersyfikować działalność, spółka postanowiła wówczas powalczyć o unijne dofinansowanie na tabor do transportu intermodalnego. Po kilku latach rozwoju ten segment także nie zapewnił jej stabilnego bytu m.in. z powodu wycofania się wielu operatorów logistycznych z przewozu towarów po Jedwabnym Szlaku przez Rosję i Białoruś po wybuchu wojny w Ukrainie.

## Czarny piątek na giełdzie

Zanim jednak PKP Cargo kupiły intermodalny tabor, zdecydowały się zwiększyć inwestycje w tabor m.in. do transportu węgla. Powodem były zastrzeżenia firm energetycznych i górniczych – jesienią 2017 r. poskarżyły się, że PKP Cargo ma za mało wagonów i lokomotyw, więc nie przewozi wystarczającej ilości paliwa do zasilania bloków produkujących prąd.

Premier Beata Szydło powołała wówczas specjalny zespół – pod egidą Krzysztofa Mamińskiego, szefa PKP – do rozwiązania węglowego problemu. Krzysztof Mamiński został także oddelegowany do pełnienia obowiązków prezesa PKP Cargo, a Maciej Libiszewski, ówczesny prezes giełdowej firmy, musiał zrezygnować ze stanowiska (jako drugi powód podawano jego sceptyczne nastawienie do budowy holdingu przez PKP). Wiosną 2018 r. PKP Cargo postanowiły podwoić – do około 1 mld zł – planowane wydatki inwestycyjne na tabor m.in. do przewozu węgla. Inwestorzy nie byli zadowoleni z tej decyzji, tym bardziej że wyniki za IV kw. 2017 r. okazały

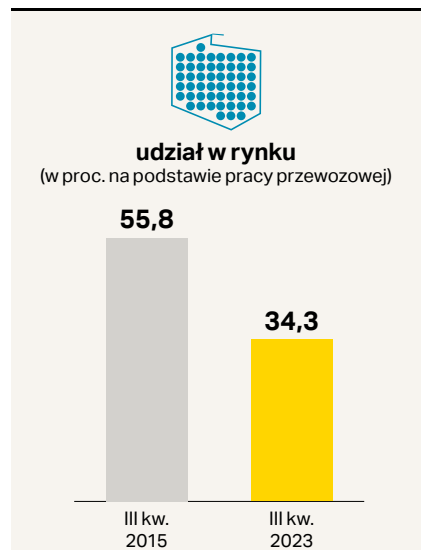
”**Eksperci szukają odpowiedzi na pytanie, jak pogodzić prowadzenie przez PKP Cargo rynkowego biznesu z koniecznością wymaganej przez państwo uczestnictwa w łańcuchu dostaw zapewniających bezpieczeństwo energetyczne kraju.**

się niższe od ich oczekiwań. W piątek, 16 marca 2018 r., po publikacji przez PKP Cargo danych finansowych i planów inwestycji nastąpiła wyprzedaż akcji, a ich cena w jeden dzień spadła niemal o jedną czwartą – do 48,50 zł.

## Bezpieczeństwo energetyczne na torach

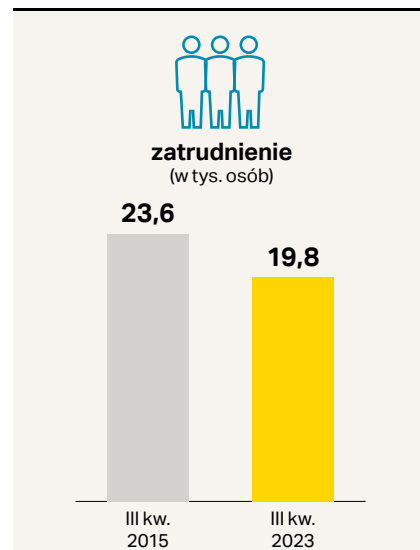
W następnych latach PKP Cargo znowu obrały kurs na dywersyfikację, ponieważ przewozy węgla nadal nie zapewniały grupie stabilnego funkcjonowania. W 2022 r., po ataku Rosji na Ukrainę, okazało się jednak, że PKP Cargo ponownie musi wozić głównie węgiel. Rząd wyznaczył spółkę do jego przewozu z portów do elektrowni itp. Grupa zmobilizowała pracowników i zapewniła tabor, by sprostać zadaniu.

Węglowa bańka szybko jednak pękła, a ilość przewożonego przez grupę paliwa spadła z 52,1 mln ton w 2021 r. do 51,5 mln w 2022 i do 31,6 mln na koniec III kw. 2023 r. W 2022 r. portowy węgiel był jednak wożony na dalsze odległości, dzięki czemu wzrosła praca przewozowa PKP Cargo (z 9,6 do 11,7 tonokilometrów). Jednak w 2023 r. także w tym obszarze nastąpił spadek o ponad 7 proc. Leszek Miętek, wywodzący się z PKP Cargo szef Związku Zawodowego Maszynistów (ZZM), twierdzi, że konieczność przewozu węgla z portów skutkowałą ograniczeniem współpracy spółki z innymi klientami i w konsekwencji nie udało jej się postrzymać spadających udziałów w rynku. Wręcz przeciwnie – są coraz niższe.



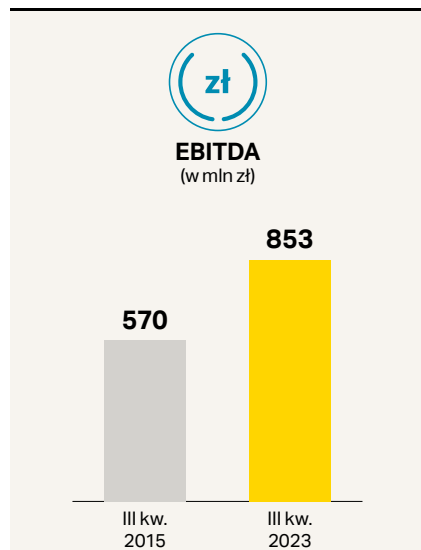
Eksperci szukają odpowiedzi na pytanie, jak pogodzić prowadzenie przez PKP Cargo rynkowego biznesu z koniecznością wymaganej przez państwo uczestnictwa w łańcuchu dostaw zapewniających bezpieczeństwo energetyczne kraju. Niewykluczone, że rozwiązania ułatwiające pogodzenie tych funkcji zostaną wprowadzone na forum unijnym.

– W Unii Europejskiej trwają przymiarki do wprowadzenia na rynku kolejowych przewozów towarów zleceń w formule usług służby publicznej – mówi Jakub Majewski, prezes Fundacji ProKolej.



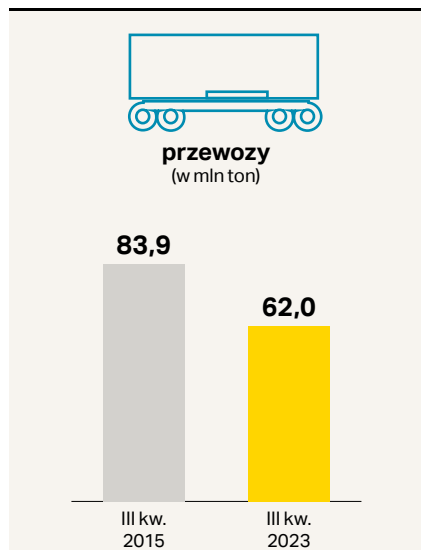
Podobny system działa w przewozach pasażerskich. Przewoźnicy otrzymują dofinansowanie do przewozów, które nie zapewniają im rentowności, lecz ich realizacja jest konieczna z powodów społecznych. Podobny model może funkcjonować na rynku towarowym – przewoźnicy, których usługi są ważne z punktu widzenia bezpieczeństwa energetycznego lub realizują cele klimatyczne, mogliby otrzymywać dofinansowanie.

– Ważne jednak jest to, by po wprowadzeniu takiego systemu działalność PKP Cargo czy innych przewoźników nie straciła komercyjnego charakteru i nie zwolniła



z dbania efektywność – podkreśla Jakub Majewski.

Eksperci wskazują, że polityka unijna może mieć pozytywny wpływ na PKP Cargo także w innych obszarach. Michał Beim, ekspert Instytutu Sobieskiego, przypomina, że jednym z kamieni milowych Krajowego Planu Odbudowy (KPO) jest konieczność rozszerzenia opłat za przejazdy autostradami i drogami ekspresowymi, by zwiększyć konkurencyjność kolei. Przewoźnicy kolejowi płacą za dostęp do całej sieci, a drogowi jedynie do niewielkiej części. Rząd PiS długo zwlekał z realizacją tego kamienia, co także



przyczyniło się do osłabienia pozycji PKP Cargo i całego rynku.

Michał Beim podkreśla, że polityka transportowa państwa w ostatnich latach często negatywnie wpływała na rynek transportu szynowego. Płynne przewozy utrudniała realizacja inwestycji modernizacyjnych. Przedstawiciele branży kolejowej apelowali, by przed rozpoczęciem modernizacji niektórych ważnych tras przeprowadzić niezbędne remonty alternatywnych. Można by wówczas uniknąć zatorów na sieci utrudniających realizację usług nie tylko PKP Cargo, ale także innym przewoźnikom. © ®

## OKIEM EKSPERTA

## Perspektywy konsolidacji rynku

MICHAŁ LITWIN

członek zarządu Europejskiego Zrzeszenia Przewoźników Towarowych (ERFA)

Na rynku kolejowych przewozów towarowych w Polsce mamy trzy kategorie przewoźników. Jest PKP Cargo, które systematycznie traci udziały w rynku, ale wciąż pozostaje największym przewoźnikiem. Jest też grono firm o ustabilizowanej pozycji rynkowej, mających po kilka procent udziałów w rynku. Jest także stale rosnące grono podmiotów małych, których udziały w rynku nie przekraczają 1 proc. Więksi przewoźnicy mają możliwości obsługi szerszego asortymentu, przy czym najczęściej skupiają się na przewozach o masowym charakterze: węgla, kruszywa, produktów chemicznych czy kontenerów. Mniejsze podmioty często zaczynają działalność od współpracy z jednym klientem i prowadzeniu działalności w wąskim segmencie rynku, np. obsługi bocznic pojedynczego zakładu, a następnie rozszerzają profil funkcjonowania.

Zakładam, że stagnacja panująca na rynku kolejowym, mnogość podmiotów o udziale w nim na poziomie 0,5-3 proc. oraz swego rodzaju moda na kolej związana z presją na przedstawienie łańcuchów logistycznych na zielone środki transportu mogą doprowadzić do ruchów konsolidacyjnych. Jeśli zestawimy to z systematycznym spadkiem udziału w rynku PKP Cargo, to może się okazać, że w perspektywie pięciu-siedmiu lat spółka przestanie być największym polskim przewoźnikiem towarowym.

## REKOMENDACJE

## Problem do rozwiązania dla nowego rządu

Na początku rządów PiS w PKP Cargo było ryzyko ogłoszenia protestów pracowniczych, ale związkowcy postanowili dać władzy kredyt zaufania. Od kilku lat w spółce narasta jednak konflikt między różnymi związkami zawodowymi oraz zarządem. Związkowcy i władze spółki uzgodniły podwyżki wynagrodzeń od 2024 r. Równocześnie jednak w grupie trwa spór zbiorowy dotyczący zwiększenia wynagrodzeń za 2023 r.

Część związków zawodowych ma także zastrzeżenia do zarządzania grupą. Związkowcy napisali niedawno pismo do Borysa Budki, ministra aktywów państwowych, w którym alarmują, że spółka jest na skraju upadłości. Twierdzą, że wysokie zadłużenie i ciągła utrata udziałów w rynku zagraża dalszemu stabilnemu działaniu PKP Cargo i grozi utratą miejsc pracy.

”**Struktura zatrudnienia w grupie jest niedostosowana do potrzeb rynkowych. Rozbudowane są segmenty administracyjne, a brakuje kadry kolejowej o różnorodnych uprawnieniach.**

– Już od 2020 r. apelujemy o podjęcie działań naprawczych, które zahamują spadek udziałów w rynku i wartości akcji – mówi Leszek Miętek, szef ZZM.

Przyznaje, że struktura zatrudnienia w grupie jest niedostosowana do potrzeb rynkowych. Rozbudowane są segmenty administracyjne, a brakuje kadry kolejowej o różnorodnych uprawnieniach, nie tylko do prowadzenia pociągów, ale także świadczenia innych usług. Dlatego PKP Cargo trudno konkurować z innymi podmiotami. Związkowcy planują też zwrócić się do premiera Donalda Tuska.

Trwają także spory w gronie samych organizacji związkowych. Część z nich ogłosiła nawet wotum nieufności wobec Zenona Kozendry, który został wybrany do zarządu PKP Cargo z ramienia pracowników, zarzucając mu brak działań poprawiających sytuację pracowników oraz mających na celu reformę grupy.

Eksperci podkreślali dotychczas, że silna pozycja związków zawodowych w PKP utrudnia wprowadzenie zmian pozwalających na bardziej elastyczne działanie grupy. Pracowniczy konflikt także im nie sprzyja.

## PROGNOZY

## Mali rozpychają się na rynku

Z analiz Urzędu Transportu Kolejowego wynika, że według pracy przewozowej udział PKP Cargo w rynku na koniec grudnia 2023 r. wynosił 33,5 proc.

– Funkcjonowanie grupy nie jest dostosowane do bieżących realiów rynkowych. Znaczna część taboru wymaga remontu albo wymiany. Nieefektywny jest też model jego utrzymania. Nowoczesne lokomotywy przechodzą przegląd co miesiąc, a starsze co trzy doby. U wielu przewoźników serwis jest mobilny i w razie potrzeby dociera do punktu, w którym znajduje się pojazd. PKP Cargo natomiast, mające sztywno podzieloną strukturę regionalną, utrzymuje je pojazdy tylko stacjonarne, co często generuje puste przebiegi – mówi Jakub Majewski.

Na niekorzyść giełdowej grupy działa także zmiana struktury krajowego rynku przewozów kolejowych – jest na nim co-

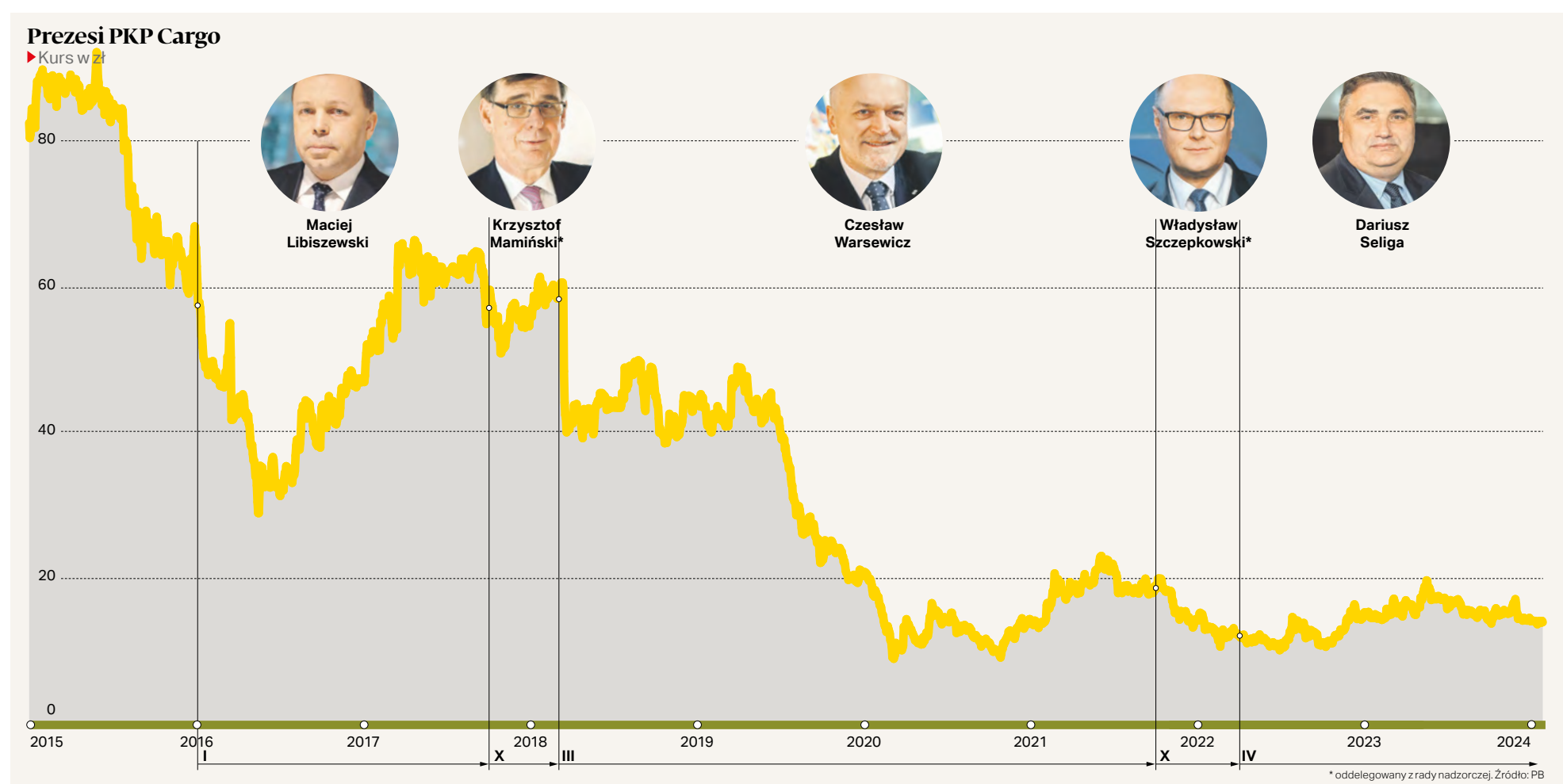
raz więcej małych firm. Urząd Transportu Kolejowego rozpatruje obecnie ponad 30 wniosków o licencje przewozowe głównie na transport towarowy.

Michał Beim przypomina, że coraz większe znaczenie dla firm ma liczenie śladu węglowego, co skłania je do korzystania z transportu kolejowego. Wiele z nich tworzy jednak własne zakłady przewozowe, nie chcąc korzystać z usług większych firm. Wielu przewoźników prowadzi także niszową działalność na lokalnych rynkach.

– Rynek jest konkurencyjny. Większe firmy, jak np. PKP Cargo, zajmują się często przewozem towarów masowych w tradycyjnych segmentach rynkowych, takich jak węgiel, kruszywa czy drewno, których transport charakteryzuje się cyklicznością. Realizacja takich przewozów wymaga posiadania zasobów kadrowych i sprzę-

towych, których pozyskanie i utrzymanie generuje wysokie koszty stałe, co wpływa na niższą konkurencyjność wobec mniejszych podmiotów działających w niszach rynkowych – uważa Michał Sopił, analityk Santander Biura Maklerskiego. Jego zdaniem w celu ustabilizowania działalności PKP Cargo oraz innych firm niezbędne jest jasne określenie strategii państwa w obszarze transportu towarów. Chodzi zarówno o finansowanie inwestycji w tabor towarowy, np. z funduszy unijnych, jak też opracowanie przepisów umożliwiających wdrożenie bardziej elastycznego systemu pracy kolejarzy i związanego z tym systemu wynagrodzeń.

Analityk podkreśla też, że zapotrzebowanie na usługi oferowane przez PKP Cargo jest podatne na większe wahania, a koszty wynagrodzeń rosną liniowo.



\* oddelegowany z rady nadzorczej. Źródło: PB



## Bilans zamknięcia

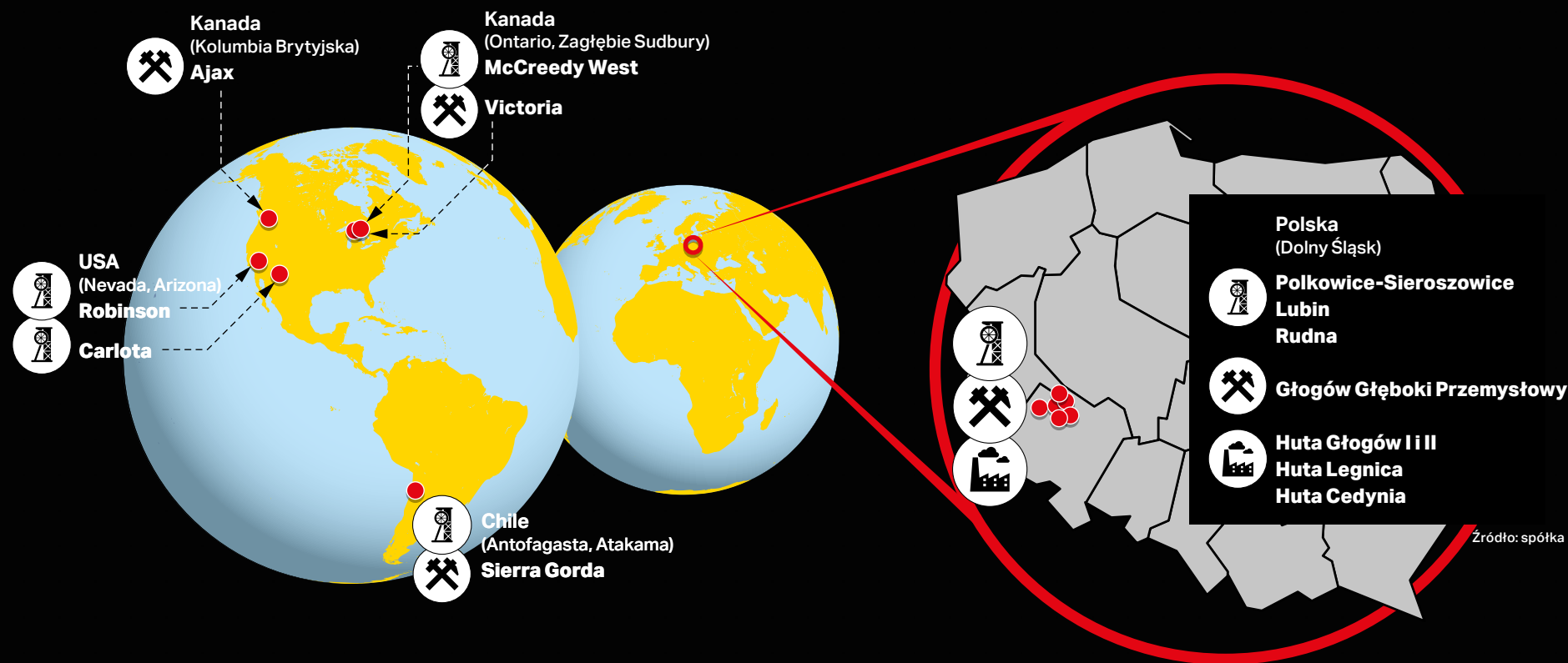
## Bilans zamknięcia

## KGHM, czyli globalny biznes na lokalnej smyczy

## KGHM na trzech kontynentach

► Lokalizacja aktywów produkcyjnych Grupy Kapitałowej KGHM

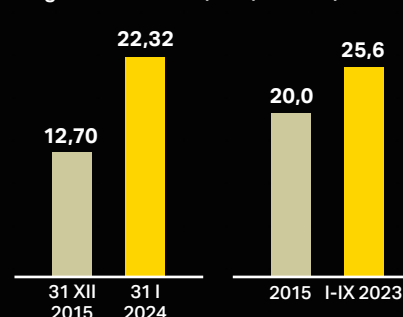
🏠 kopalnie 🏭 huty ⚙️ projekty górnicze



## KGHM i ważne liczby

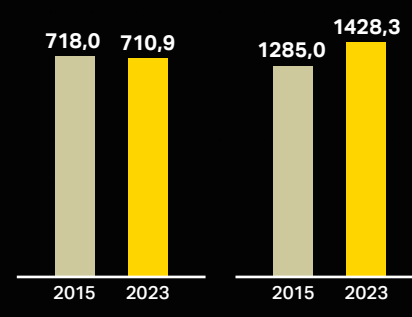
► Większa wartość (kapitalizacja na giełdzie w mld zł)

► Większe przychody (w mld zł)

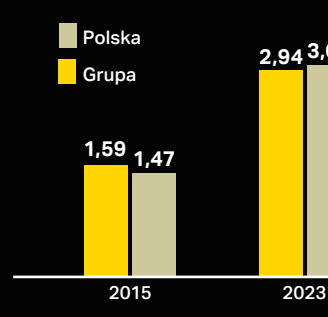


► W produkcji stabilnie miedź (w tys. ton)

► srebro (w tonach)

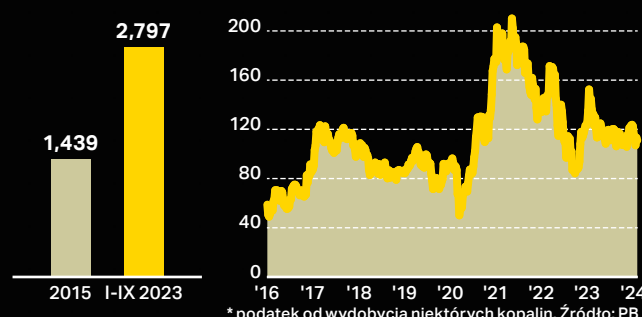


► Koszt jednostkowy (C1) rośnie (USD/funt)



► Podatek też rośnie\* (w mld zł)

► Kurs KGHM (w zł)



## OKIEM MENEDŻERA

## Rosną koszty produkcji i energii

HERBERT WIRTH  
prezes KGHM w latach 2009-16

Wciąż z zainteresowaniem obserwuję KGHM. Cieszyłbym się, mogąc wejść do rady nadzorczej tej firmy. Uważam, że KGHM ma dziś ogromne problemy związane z nadzwyczajnym dopływem wody do kopalni. Słyszysz też, że są zaniechania związane z wentylacją. Poza tym wzrosły w spółce koszty produkcji i energii. W efekcie KGHM jest bliżej końca w światowym zestawieniu firm pod względem kosztów. Za moich czasów był w środku, co oznacza, że przesuwa się w złą stronę, zwłaszcza w Polsce. Przekłada się to na konkurencyjność firmy. KGHM powinien też pomyśleć o poszerzeniu bazy zasobowej dzięki inwestycjom w Polsce i za granicą, np. w projekcie Victoria. Nie słysząc na razie o takich planach.

## OKIEM NADZORCY

## Można było sporo uzyskać

JÓZEF CZYZERSKI  
członek rady nadzorczej KGHM z wyboru zarządu, były szef miedzianej Solidarności

Z punktu widzenia pracowników ostatnich lat w KGHM to nie był zły okres. W negocjacjach płacowych z zarządami można było sporo uzyskać. Wcześniej, za zarządu Herberta Wirtha, wyglądało to inaczej. Nadal nie udało się rozwiązać kwestii kopalni Sierra Gorda. Uważam, że inwestycja w Chile była błędna i w momencie, kiedy japońskie Sumitomo wychodziło z inwestycji, KGHM też powinien z niej wyjść. Nie udało się też rozwiązać problemu podatku miedzianego, mimo że PiS obiecał jego zniesienie. Obniżono go wprawdzie na pewien czas, ale to nie jest żadne rozwiązanie. Tymczasem KGHM musi być konkurencyjny w stosunku do innych globalnych podmiotów.

## OKIEM EKSPERTA

## KGHM mógłby być więcej wart

JAKUB SZKOPEK, analityk Erste Securities

Do niepowodzeń KGHM w ostatnich latach można zaliczyć brak znaczących postępów w obszarze energetyki. Źródło odnawialnych spółka ma mało i przybywa ich powoli. Nie udało się też zdobyć lokalizacji pod elektrownie wiatrowe na Bałtyku, mimo że KGHM wiązał z tym spore nadzieje, natomiast planowane inwestycje w tzw. mały atom wydają się coraz trudniejsze do zrealizowania. Niepowodzeniem jest też to, że zarząd zgodził się na znaczący wzrost wynagrodzeń w 2023 r., czyli w roku wyborczy. Zwiększyły się o 15,4 proc., czyli grubo ponad to, co jest zapisane w zbiorowym układzie pracy. Był to ryzykowny manewr przeprowadzony w środku kryzysu energetycznego i gazowego. Za sukces można zaś uznać wyprowadzenie kopalni Sierra Gorda z problemów typowych dla młodych projektów górniczych, a także jej płynne przejście przez czas zmian właścicielskich, czyli wyjścia japońskiego Sumitomo i wejścia australijskiego South 32. Prognozy dla tej kopalni są korzystne – jej wydobycie w 2024 r. powinno wzrosnąć. Kapitalizacja KGHM mogłaby być nawet wyższa, gdyby zarząd KGHM nie odwrócił się w ostatnim czasie plecami do inwestorów. Nie uczestniczył fizycznie w spotkaniach z rynkiem, a polityka dywidendowa firmy pozostawiała wiele do życzenia. Wypłata zysku była niska nawet wtedy, gdy w 2022 r. w geście politycznym obniżono obciążający spółkę podatek od wydobycia niektórych kopalni, a ceny miedzi były wysokie. KGHM podpisał też w zeszłym roku z Polską Grupą Zbrojeniową umowę strategiczną zakładającą możliwość wykorzystania miedzi do produkcji amunicji. Popsuło to wizerunek firmy wśród inwestorów, ponieważ część z nich ma wpisany w strategię zakaz inwestowania w firmy związane ze zbrojeniami. Dla KGHM produkującego miedź, tak przecież potrzebną w transformacji energetycznej, to niekorzystna zmiana. W efekcie KGHM, który historycznie notowany był na poziomach wynikających z notowań metali oraz z notowań firm porównywalnych, odkleił się od nich. Wyceniany jest niżej, ponieważ inwestorzy postrzegają go gorzej.

## KGHM jest znaczącym producentem miedzi i srebra na świecie, ale w kluczowych sprawach wciąż musi zabiegać o wsparcie struktur partyjnych Dolnego Śląska



Magdalena Graniszewska

m.graniszewska@pb.pl

KGHM to spółka skarbu państwa, ale jedyna w swoim rodzaju. Po pierwsze – jest bardzo globalna, bo miedź to produkt światowy, a KGHM wydobywa go w Polsce i w obu Amerykach. W skali świata firma jest ósmym producentem miedzi i drugim producentem srebra. Po drugie – jest bardzo lokalna z powodu centrali umiejscowionej w Lubinie, skąd blisko do Wrocławia, a daleko do Warszawy.

O ile prezesi większości państwowych firm tradycyjnie zabiegają o poparcie w rządzie, o tyle szef KGHM musi dbać także o poparcie struktur partyjnych Wrocławia. I to niezależnie od tego, która partia rządzi krajem.

Taka właśnie logika polityczna sprawiła, że pierwszym prezesem KGHM z rozdania tzw. dobrej zmiany został w lutym 2016 r. Krzysztof Skóra, dobry znajomy Adama Lipińskiego, wpływowego polityka PiS z Wrocławia.

## Za daleko od Chile

Dla Krzysztofa Skóry była to już druga przygoda z prezesurą w KGHM (poprzednią przypadała na czasy pierwszego rządu PiS, zarządzał spółką w la-

tach 2006-08). Tym razem przygoda okazała się jednak krótka, bo już pod koniec października 2016 r. został odwołany.

W czasie jego rządów politycy PiS mnożyli zarzuty dotyczące wcześniejszej inwestycji KGHM w Chile, gdzie poprzędnicy Krzysztofa Skóry zbudowali kopalnię Sierra Gorda. On sam uruchomił jedynie audyt tej inwestycji, ale poza tym, jak opowiadano, starał się do Chile nie latać. Jego koleżdy z zarządu też wolili trzymać się od projektu z daleka. Tymczasem bez pańskiego oka w Sierra Gorda nie działało się dobrze – młoda kopalnia nie zachwycała wynikami.

Nic dziwnego, że Radosław Domagalski-Labędzki, następca Krzysztofa Skóry, otwarcie mówił, że jego głównym wyzwaniem będzie poprawa nadzoru nad aktywami zagranicznymi KGHM.

## Polityczne uderzenia

Radosław Domagalski-Labędzki, menedżer z doświadczeniem z sektora prywatnego i z Ministerstwa Rozwoju, otrząskany w świecie, nie miał jednak na Dolnym Śląsku łatwego życia. Zaczął dymisjonować działaczy PiS zatrudnionych w licznych spółkach grupy KGHM i zatrudniać ludzi z kompetencjami, co w lokalnych mediach odbiło się szero-kiem echem. Za jego czasów odbyła się też głośna impreza, tzw. babski com-

ber, podczas której uczestniczki zaprezentowały makietę samolotu z napisem „tu polewaj”. Nawiązanie do tragedii w Smoleńsku media określiły wówczas jako skandaliczne, ale nie ulega wątpliwości, że afera posłużyła do politycznego uderzenia w prezesa. Ostatecznie to polityka sprawiła, że w marcu 2018 r. stracił stanowisko.

## Nacisk na energię

Po krótkim okresie wakatu szefem KGHM został Marcin Chłodziński, były prezes Agencji Rozwoju Przemysłu. Okazał się człowiekiem kompromisu między Mateuszem Morawieckim a Adamem Lipińskim.

Pod jego rządami grupa zaczęła w końcu przyglądać się odnawialnym źródłom energii, zainteresowała się tzw. małym atomem, dbała o kontakty z inwestorami. Zarząd przeprowadził też kopalnię Sierra Gorda przez okres zmian właścicielskich, w ramach których 45 proc. udziałów od Japończyków przejęli Australijczycy.

W trakcie pandemii KGHM zaangażował się w sprowadzenie do Polski z Chin, za pomocą największego samolotu na świecie, kilku milionów maseczek. Zdjęcia z tej akcji były wszędzie, natomiast maseczki – jak się potem okazało – nie spełniały norm. W tym okresie w politycznych kuluarach mówiono się coraz częściej o rywalizacji o wpływy między KGHM-em

a Orlenem, też kontrolowanym przez skarbu państwa.

## Prezenty dla załogi

W listopadzie 2022 r. zmiana układu politycznego w strukturach PiS we Wrocławiu, a konkretnie wzrost wpływów Elżbiety Witek, wysadziła Marcina Chłodzińskiego z fotela prezesa. Jego miejsce zajął Tomasz Zdzikot, wcześniej prezes Poczty Polskiej, w której pomagał m.in. w organizacji wyborów kopertowych.

Tomasz Zdzikot musiał stawić czoła kłopotom NuScale, czyli atomowego partnera KGHM, który anulował kluczowy projekt w Stanach Zjednoczonych. Na wojennej fali uruchomił też współpracę z Polską Grupą Zbrojeniową dotyczącą możliwości produkowania amunicji. I wreszcie, co inwestorzy wypominają wszystkim spółkom skarbu państwa, w roku wyborczym hojnie przyznał załozce kosztowne podwyżki. © [FOT. BLOOMBERG]

## Rekomendacje

## dla nowego zarządu KGHM

- większa kontrola kosztów, w tym wynagrodzeń
- stała kontrola kopalni Sierra Gorda
- ambitna strategia w obszarze energii odnawialnej
- rozwój wydobycia, być może z partnerami
- poprawa relacji z inwestorami

