

# INDEPENDENT TRADER NEWSLETTER



Niezależny Portal Finansowy  
**INDEPENDENT  
TRADER**

Wydanie 11 / 2019

## W dzisiejszym wydaniu:

**1**

**Krajobraz po eurowyborach**

**Str. 2-7**

Ostatnie wybory do Parlamentu Europejskiego pokazały, że w krajach "starej" Unii sceptycyzm wobec Brukseli jest mocno odczuwalny.

**2**

**Debata u Wapniaka: Trader21 vs. Rafał Zaorski**

**Str. 8**

Niedawno Wapniak poprowadził małą debatę, w której Trader21 z Rafałem Zaorskim rozmawiali na temat wojny handlowej, kryptowalut oraz sektora gamingowego w Polsce. Zapraszamy do oglądania.

**3**

**Jak nie dać się okradać państwu?**

**Str. 9-13**

W artykule poświęconym podatkom pokazujemy między innymi koszty funkcjonowania państwa, na które muszą zrzucić się wszyscy podatnicy.

**4**

**CD Projekt – rozsądna wycena czy największa bańka na GPW?**

**Str. 14-18**

Gdyby nie sektor gamingowy, Polska giełda wyglądałaby fatalnie. Jednak, czy inwestorzy mogą nadal pokładać nadzieje w spółkach produkujących gry video? Postaramy się odpowiedzieć na to pytanie przyglądając się bliżej akcjom CD Projekt.

## Krajobraz po eurowyborach

Partie uniosceptyczne zaliczyły kilka spektakularnych zwycięstw, jednak ich wpływ na Parlament Europejski będzie ograniczony. Z kolei w Polsce wybory zostały całkowicie zlekceważone przez najmłodszych wyborców, co miało swój wpływ na wyniki.

### Duże kraje „starej” UE głosują na uniosceptyków

Zacznijmy od Francji, gdzie bunt wobec prezydenta Emmanuela Macrona utrzymuje się od dłuższego czasu, co widać po regularnych protestach „Żółtych kamizelek”. Niezadowolenie społeczeństwa znalazło swoje odzwierciedlenie w wynikach wyborów. Uniosceptyczny Front Narodowy dowodzony przez Marine Le Pen zwyciężył, zdobywając ponad 24% głosów.

Oczywiście jest to porażka Macrona, natomiast same wyniki nie stanowią jakiegoś wielkiego przełomu. Front Narodowy zdobył bardzo podobną liczbę głosów także 5 lat temu, podczas poprzednich wyborów do PE.

W ciągu tych 5 lat znacznie mocniej pozmieniało się we Włoszech. Niedzielne wybory wygrała tam Liga dowodzona przez Matteo Salvinię. Jego antyimigrancka partia zdobyła 33%. Drugie miejsce zajęła Partia Demokratyczna (ok. 22%), a trzecie – Ruch Pięciu Gwiazd (18%). Uniosceptyczne partie zdobyły zatem ponad 50% głosów.

Nieprzypadkowo wspominamy o nastawieniu do imigrantów. Zauważcie, że przed kryzysem migracyjnym Partia Demokratyczna (kolor czerwony) wygrywała w całym kraju.



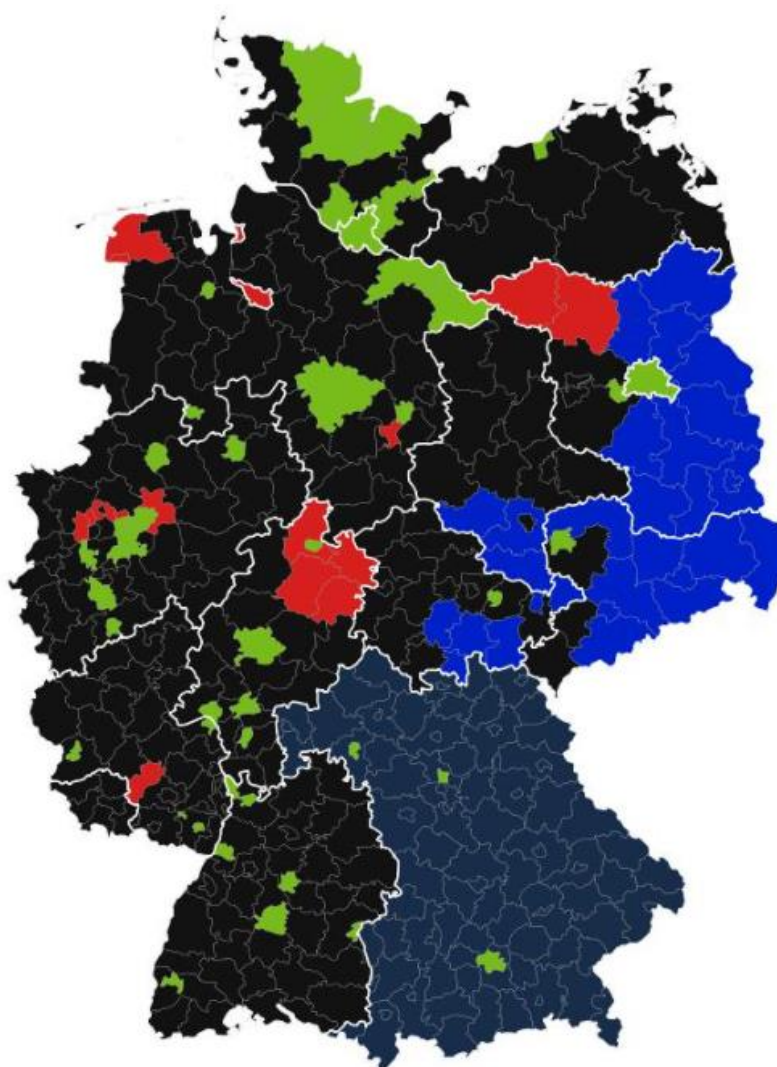
Teraz został jej dosłownie jeden region. Resztę podzieliły między sobą dwie partie – Liga oraz Ruch 5 Gwiazd.

Teoretycznie wyborów do PE nie powinno być w Wielkiej Brytanii. Ostatecznie tamtejsze społeczeństwo już 3 lata temu pokazało, że ma dość UE.

Wychodzenie ze wspólnoty okazało się jednak być bardzo skomplikowane. Efekt był taki, że Nigel Farage, czyli najbardziej zagorzały przeciwnik obecności Wielkiej Brytanii w UE, musiał zmobilizować się do kolejnej kampanii. Kilka tygodni w zupełności wystarczyło mu by założyć partię z odpowiednią nazwą (Brexit Party) i zdobyć niemal 32% głosów.

Zdecydowanie lepsze zdanie o Unii Europejskiej muszą mieć Niemcy, gdzie partia Angeli Merkel wraz z bawarską CSU zdobyły łącznie 29% głosów. Z kolei Zielonych poparło 20,5% głosujących. Na trzecim miejscu znaleźli się Socjaldemokraci (16%) a na czwartym – Alternatywa dla Niemiec (11%). Ta ostatnia partia jest znana ze swojej niechęci do polityki imigracyjnej Angeli Merkel. Wynik Alternatywy dla Niemiec raczej nie zachwyca jej zwolenników, natomiast w tym przypadku warto przyjrzeć się szczegółom. Okazuje się wówczas, że Alternatywa dla Niemiec wygrała w dwóch wschodnich landach (Saksonii i Brandenburgii), a w Turyngii zajęła drugie miejsce. Na poniższej mapie okręgi zdobyte przez tą partię zaznaczono na niebiesko.

### Europawahl 2019



CDU
CSU
SPD
GRÜNE
AFD

© tagesschau

Jak widać, w Niemczech wykształcają się coraz silniejsze podziały. Na wschodzie, podobnie jak w Polsce, odczuwalne jest bardziej konserwatywne nastawienie.



Bawaria jest całkowicie zdominowana przez wywodzące się stamtąd ugrupowanie CSU. Z kolei zachód i centralna część zachodnich Niemiec popierają głównie Angele Merkel.

Pogarszające się nastroje na wschodzie dają do myślenia i sugerują, że rozpad Niemiec nie jest niemożliwy, a jedynie mało prawdopodobny.

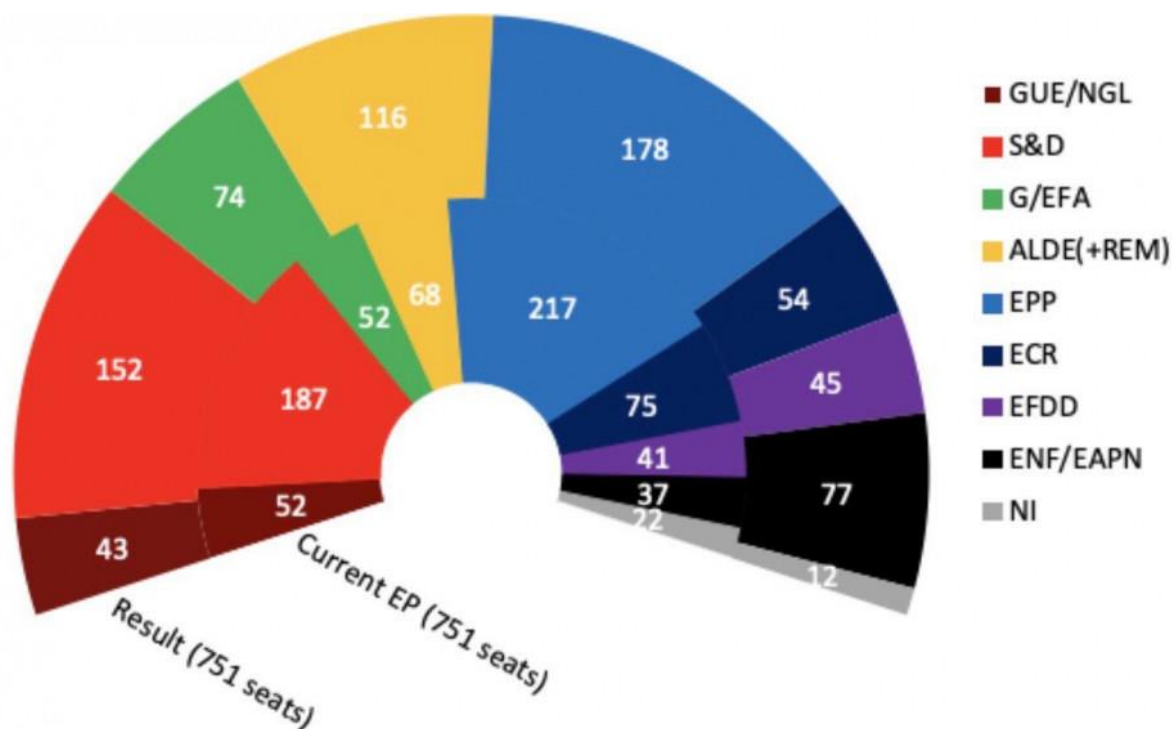
### Jak wiele musi się wydarzyć, by wszystko zostało po starciu

Wyniki w mniejszych krajach UE nie przyniosły jakichś sensacji. Partie eurosceptyczne i antyimigranckie zyskały nieco w Szwecji i Belgii. Odwrotnie było w Danii.

W Portugalii i Hiszpanii kolejny sukces odnieśli socjaliści (część z nich trzeba byłoby wprost nazwać komunistami).

Kolejne duże zwycięstwo na Węgrzech odniósł Viktor Orban, którego partia zgarnęła ponad 52% głosów.

Najważniejszy jest jednak fakt, że pomimo tych nagłaśnianych zwycięstw uniosceptyków (Farage, Le Pen, Salvini), Parlament Europejski podczas kolejnej kadencji niewiele będzie się różnił od poprzedniego. Dojdzie do lekkich przetasowań, trochę więcej miejsc będą mieć osoby, które nie mówią o niczym innym niż tylko o zmianach klimatu. Jeśli jednak popatrzymy na całość, to zmiany będą nieznaczne. Potwierdza to poniższa grafika, która oczywiście jest oparta na wstępnych szacunkach, ale pokazuje rozkład głosów w obecnym parlamencie (liczby bliżej środka) i przyszłym parlamencie (liczby na zewnątrz).



W tym przypadku nie musimy znać skrótów poszczególnych partii, by wiedzieć, że na wielkie zmiany się nie zanoszą.

Tegoroczne wyniki pokazały, że Europejczykom w większości wystarcza, to co jest. Oczywiście obecna Europa ma sporo zalet (np. swobodny przepływ usług i towarów), jednak trudno nie zauważyć, że jej znaczenie na świecie maleje z roku na rok. Gospodarka europejska wypada blado na tle USA oraz wielu państw azjatyckich. Poziom bezpieczeństwa spada za przyzwoleniem Brukseli i rządów największych krajów UE. Taki stan rzeczy wywołuje złość niewielkiej części społeczeństwa. Resztę zmotywuje dopiero poważny kryzys.

## **Polska wojenka**

Eurowyborom w Polsce trzeba przyrzeć się nieco bliżej, ponieważ pozwalają one prognozować wynik wyborów parlamentarnych w październiku.

Wyniki zapewne już znacie – PiS wygrał (45,4%) przed Koalicją Europejską (PO, SLD, PSL – 38,5%). Oprócz nich próg przekroczyła jedynie Wiosna Roberta Biedronia. Reszta poniżej progu.

Są dwa czynniki, które w dużej mierze zdecydowały o wyniku wyborów (mamy tu na myśli bardziej liczbę partii które przekroczyły próg, niż to kto wygrał). Po pierwsze, frekwencja była nadzwyczaj wysoka – przekroczyła 43%. Po drugie, o wysokiej frekwencji zdecydowała mobilizacja osób powyżej 50. roku życia. Młodzi zostali na kanapie.

Ktoś zapyta: co to za różnica czy poszli młodzi czy starzy? Ogromna! Wśród starszych osób znacznie bardziej popularne są telewizja, gazety i radio. Wśród młodych dominuje internet. Żeby wiedzieć czemu to takie ważne, trzeba od czasu do czasu obejrzeć TVP lub TVN, lub też mieć wśród bliskich kogoś, kto opiera się na mediach głównego nurtu. Od lat prowadzą one zakrojone na szeroką skalę pranie mózgow. W ostatnim czasie sytuacja tylko się pogorszyła, głównie za sprawą TVP. Efekt jest taki, że miliony Polaków poddane indoktrynacji stwierdziły, że muszą „ratować kraj przed PiSem” (widzowie TVN) lub „ratować kraj przed totalną opozycją” (widzowie TVP).

Efekty widać. Aż 83% głosów zgarnęły dwa główne obozy. Przy całkowitej bierności młodych Polaków, kształtuje się w Polsce system dwupartyjny, przy czym obie strony różnią się od siebie nieznacznie. Mobilizacja osób w wieku 18-29 lat mogłaby tutaj sporo zmienić – w tej grupie PiS i Koalicja Europejska mają znacznie mniejsze poparcie niż wśród starszych.

Parlament Europejski nie ma może dużego wpływu na kierunek w jakim zmierza Europa, ale jeśli posyłamy tam normalnych ludzi, to oni mogą pokazać nam jak sytuacja w Brukseli prezentuje się naprawdę. Za sprawą takich nagrań jak to od Dobromira Sośnierza rośnie świadomość społeczeństwa, ludzie zaczynają rozumieć, że cały ten system jest na pokaz, że Bruksela to koryto przy którym świnie mają się dobrze.

<https://youtu.be/lzigiPUXNzl>

Od teraz z takimi nagraniami koniec. Polacy nie chcieli ponownie kogoś kto pokazuje im prawdę. Jak wiadomo, prawda jest często dość nieprzyjemna, więc lepiej jej unikać. Wybrano za to ludzi, którzy popierają cenzurę Internetu. Spośród tych, których opisaliśmy w artykule „**Europa w obliczu cenzury Internetu**” mandat ponownie uzyskały Danuta Hubner oraz Róża Thun. Być może do koryta dorwie się także Jan Olbrycht.

Dlaczego PiS wygrał znacząco? Po pierwsze, uruchomił rozdawnictwo na niewyobrażalną skalę. Program 500+ został wprowadzony w celu poprawy demografii – środki były przyznawane na drugie i każde kolejne dziecko (w większości przypadków). Niedawno jednak rządzący uznali, że na pierwsze dziecko także należy się 500 zł miesięcznie. Zrobili to, pomimo że ta zmiana ma znikomy wpływ na demografię. Bo nie o demografię tu chodzi, tylko o kupowanie głosów! Co gorsza, miliony Polaków zdają się nie zauważać, że te pieniądze są wcześniej społeczeństwu zabierane.

Po drugie, PiS tak samo jak w latach 2005-2007, trafił na znakomity dla polskiej gospodarki okres. Wzrost utrzymuje się na przyzwoitym poziomie, co jest przede wszystkim zasługą pracowitości Polaków, a nie rządzących.

Po trzecie, Jarosław Kaczyński wykorzystał głupotę PSL. Ludowcy dołączyli do koalicji, która obyczajowo nie odpowiadała ludziom na wsi. Kaczyński momentalnie to wykorzystał, co odbiło się na wynikach – PiS zdecydowanie wygrał na wsi.

Tak czy inaczej, nas najbardziej interesuje łączny wynik dwóch największych obozów. Pokazuje on jak wiele osób żyje medialnym przekazem i daje się wciągnąć w polsko-polską wojnę.

O wynikach wolnościowych kandydatów nie ma co się rozpisywać. Pozostaje jedynie mieć nadzieję, że w październiku będzie można zagłosować na listę, z której wspólnie kandydować będą ludzie chcący więcej wolności dla Polaków.

## Podsumowanie

Nie nadawaliśmy eurowyborom jakieś specjalne znaczenie. Była to jednak okazja, by Europejczycy pokazali co myślą o unijnych biurokratach. Jak widać, nastroje są mieszane. Zauważalne jest jednak, że to w krajach starej Unii Europejskiej ludzie częściej mają dość wspólnoty. Z pewnością największy wpływ ma tutaj stagnacja gospodarcza niektórych państw oraz spadek bezpieczeństwa wywołany napływem imigrantów.

W przypadku Polski postępuje polaryzacja społeczeństwa. Z jednej strony PiS, z drugiej PO. Dwie partie rządzące przez ostatnie 15 lat. Obie zadłużają nas rok po roku, obie stale podnoszą podatki, obie komplikują prawo. Póki co gospodarka dalej jest w stanie się rozwijać, więc oznak buntu nie widać.

Eurowybory pokazały jednak, że przewagę ma PiS. Opozycja będzie musiała znaleźć sposób na przekonanie społeczeństwa do siebie. Obawiamy się, że tym sposobem będzie licytowanie się z PiSem i wymyślanie coraz kosztowniejszych programów socjalnych. Jeśli tak się stanie, skutki mogą być tragiczne. Póki co pierwszy krok wykonał PiS. Partia zatwierdziła przyznawanie 500 zł na pierwsze dziecko od lipca, ale pierwsze pieniądze trafią do rodziców we wrześniu. Wtedy za jednym razem przebrane zostaną środki za 3 miesiące. Każda rodzina z dzieckiem otrzyma więc 1500 złotych. Na miesiąc przed wyborami.

### *Zespół Independent Trader*

P.S. Wybory są ponoć „świętem demokracji”, gdzie decyduje większa liczba głosów. Za rzadko dostrzega się jednak, że mandaty przydzielane są w oparciu o system, który wspomaga duże partie. Przykładem jest tutaj sytuacja Konrada Berkowicza z Konfederacji, który uzyskał 50 tysięcy głosów, o 10 tysięcy więcej niż Dominik Tarczyński z PiS. Ten pierwszy mandatu nie uzyskał, ten drugi już tak.



## Debata u Wapniaka: Trader21 vs. Rafał Zaorski

Drodzy Czytelnicy,

W ostatnich dniach miałem okazję udzielić kilku wywiadów. Aż trzy z nich nagrałem wspólnie z Rafałem Zaorskim. Wyszła z tego mini-debata, którą poprowadził Wapniak.

Podczas każdego z nagrań poruszyliśmy tematy, które są obecnie bardzo gorące:

- a)** wojna handlowa: Chiny vs. USA
- b)** kryptowaluty: czy Bitcoin wróci na 20 000 USD?
- c)** akcje: co dalej z CD Projekt?

Właśnie w tej kolejności publikujemy linki do nagrań poniżej. Myślę, że każdy znajdzie coś ciekawego dla siebie.

<https://youtu.be/ftJGgFJ45Zs>

<https://youtu.be/zBH6Gc2v-Xo>

<https://youtu.be/fZGmoCw94Hl>

*Trader21*

## Jak nie dać się okradać państwu?

Dzień Wolności Podatkowej (DWP) ma za zadanie wskazywać do którego momentu wszystkie zarobione pieniądze oddajemy w postaci podatków państwu, a po którym pracujemy wyłącznie dla siebie.

W tym roku DWP wypadł wyjątkowo szybko, bo już 31 maja. Czy taka zmiana wynika z coraz niższych podatków?

### PKB robi swoje

Z informacji publikowanych przez Centrum im. Adama Smitha wynika, że jeszcze w połowie lat 90-tych Dzień Wolności Podatkowej przypadał na początek lipca. Następnie w latach 1997-2013 była to zazwyczaj druga połowa czerwca. W ostatnich 5 latach Dzień Wolności Podatkowej wypadł na pierwszą połowę czerwca, a w bieżącym roku – na ostatni dzień maja.

Wszystko to brzmi bardzo optymistycznie i mogłoby sugerować, że państwo coraz mniej obciąża obywateli podatkami. W tym tonie skomentował sytuację chociażby premier Mateusz Morawiecki, który stwierdził, że DWP to dowód, iż jego rząd obniża podatki.

Niestety, nie ma to nic wspólnego z prawdą. Dzień Wolności Podatkowej wylicza się poprzez porównanie wszystkich wydatków publicznych (budżet państwa, samorządy, fundusze celowe) do Produktu Krajowego Brutto.

Im wyższe jest PKB, tym lepiej prezentuje się data Dnia Wolności Podatkowej. Ogromny wpływ ma tutaj zatem pracowitość Polaków oraz globalna koniunktura. Widać to po danych historycznych – kiedy efekty recesji na świecie docierały do naszego kraju, w kilku kolejnych latach DWP wypadł coraz później (lata 2000-2003 oraz 2009-2011).

### Rachunek od państwa

Raporty Forum Obywatelskiego Rozwoju pokazują, że utrzymanie państwa kosztuje podatnika coraz więcej. Na ten moment taki „Rachunek od państwa” wynosi 23 135 złotych. Dla porównania, jeszcze w 2011 roku było to 18 018 złotych. Wzrost o prawie 30% w ciągu 7 lat.

Jeśli ktoś chciałby zobaczyć na co przeznaczane są nasze podatki, to załączamy grafikę przygotowaną przez FOR.

Usługa	Cena na 1 mieszkańca
Emerytury z ZUS .....	3 406 zł
Emerytury z KRUS .....	279 zł
Renty z ZUS i KRUS .....	962 zł
Emerytury żołnierzy, policjantów i pozostałych służb ..... mundurowych, sędziów i prokuratorów	410 zł
Dodatki do rent i emerytur, dodatki pielęgnacyjne, ..... zasiłki chorobowe, itp.	766 zł
Składki NFZ i PIT emerytów i rencistów .....	1 201 zł
Przedszkola, podstawówki, gimnazja i szkoły średnie ....	2 078 zł
Szkolnictwo wyższe .....	518 zł
Pomoc społeczna, wsparcie dla bezrobotnych .....	1 547 zł
Rodzina 500+ .....	589 zł
Ochrona zdrowia .....	2 534 zł
Wojsko .....	855 zł
Policja, straż pożarna, straż graniczna, BOR, ABW, AW i CBA	487 zł
Sądy i więzienia .....	333 zł
Drogi krajowe .....	545 zł
Drogi samorządowe .....	733 zł
Pozostałe wydatki na transport .....	308 zł
Kolej i tory .....	396 zł
Administracja rządowa .....	381 zł
Administracja samorządowa .....	605 zł
Administracja ZUS, KRUS i NFZ .....	132 zł
Urzędy naczelnych organów władzy państwowej, kontroli ..... i ochrony prawa oraz sądownictwa	71 zł
Ochrona środowiska .....	611 zł
Rolnictwo, leśnictwo i rybołówstwo .....	383 zł
Kultura .....	301 zł
Sport i wypoczynek .....	182 zł
Składka do budżetu UE .....	490 zł
Inne .....	1 204 zł
Koszt obsługi długu publicznego .....	826 zł
<b>RAZEM .....</b>	<b>23 135 zł</b>

Oczywiście wzrost kosztów wynika w sporej mierze z tego, że liczba emerytów w stosunku do liczby osób pracujących nieustannie wzrasta.

Rachunek powiększa się również za sprawą różnych programów wprowadzanych przez państwo (np. 500+, które teraz zostało poszerzone). Ich rosnąca liczba wiąże się także z koniecznością zwiększania armii urzędników, którzy przecież nie produkują dóbr ani nie świadczą usług, a muszą zostać wynagrodzeni. Przypominamy, że pieniądze dla urzędników mogą pochodzić tylko i wyłącznie z podatków. Rząd zawsze może dodrukować walutę, ale w ten sposób wzrośnie inflacja, która koniec końców także jest podatkiem, tylko że ukrytym.

## Opodatkowanie pracy w Polsce

Wyżej pokazaliśmy koszt funkcjonowania państwa na który muszą zrzucić się wszyscy podatnicy. Podatki częściej przedstawia się w ujęciu procentowym, więc pora spojrzeć od tej strony i zastanowić się nad skalą opodatkowania pracy Polaków.

Ministerstwo Finansów opublikowało niedawno szczegółowe informacje na ten temat. Raport powstał w oparciu o dane PIT oraz ZUS z 2016 roku. Poniżej prezentujemy jedną z ważniejszych tabel, odnoszącą się do podatków płaconych przez Polaków (z podziałem na grupy w zależności od dochodu).

Dochód	Podatki	Składki		Suma obciążeń	Liczebność
		społeczne	zdrowotne		
0-10000	4,9%	38,2%	16,7%	59,9%	4 438 588
10000-20000	5,8%	9,1%	9,0%	23,8%	5 408 541
20000-30000	6,2%	17,2%	8,5%	31,9%	4 974 201
30000-40000	6,7%	20,3%	8,2%	35,2%	2 609 328
40000-50000	7,0%	22,4%	7,9%	37,3%	1 823 530
50000-100000	7,8%	23,8%	7,4%	39,0%	3 196 637
100000-150000	10,2%	21,0%	6,5%	37,7%	569 427
150000-200000	12,9%	14,6%	5,7%	33,3%	202 876
200000-500000	16,2%	7,9%	4,2%	28,3%	238 375
500000-1000000	18,5%	2,8%	2,3%	23,6%	44 328
powyżej 1000000	18,9%	0,7%	0,8%	20,4%	21 962

W przypadku pierwszej grupy z dochodem 0 – 10 tys. złotych, opodatkowanie pracy wynosi 60%. Tak wysoka wartość wywołana jest przez osoby, które zdecydowały się na ryczałt (płacą one określone składki, niezależnie od uzyskanego dochodu).

Kolejne, dużo bardziej miarodajne grupy, pokazują, że opodatkowanie pracy wynosi zazwyczaj niecałe 40%.

Pamiętajmy jednak, że poza opodatkowaniem pracy, mamy również podatki pośrednie, takie jak VAT czy akcyza. Płacimy je nawet przy zakupie podstawowych dóbr i usług, np. odzieży czy energii. Jeszcze bardziej charakterystyczny jest przypadek benzyny. Ze względu na VAT i akcyzę, cena jaką płacimy za paliwo jest dwukrotnie wyższa niż realny koszt benzyny uwzględniający wszystkie marże.

W rzeczywistości wysokość podatków, które płacimy, zdecydowanie wykracza poza te niecałe 40% związane z opodatkowaniem pracy.



Wnikliwi mogą się o tym przekonać czytając artykuł Tradera21 pt. "**Jak państwo ściągga haracz z Polaków?**". W przypadku tamtego tekstu, znamieny był zwłaszcza przykład osoby zarabiającej 60 tys. brutto rocznie i wydającej wszystko na bieżące potrzeby. Z uwzględnieniem podatków, rozliczenie wypadało następująco:

**a)** „Roczny koszt dla naszego pracodawcy (tyle by nam płacił gdyby nie podatki) - 61 tys. PLN

**b)** ZUS oraz podatek PIT - 25 tys. PLN

**c)** Nasze wynagrodzenie netto - 36 tys. PLN

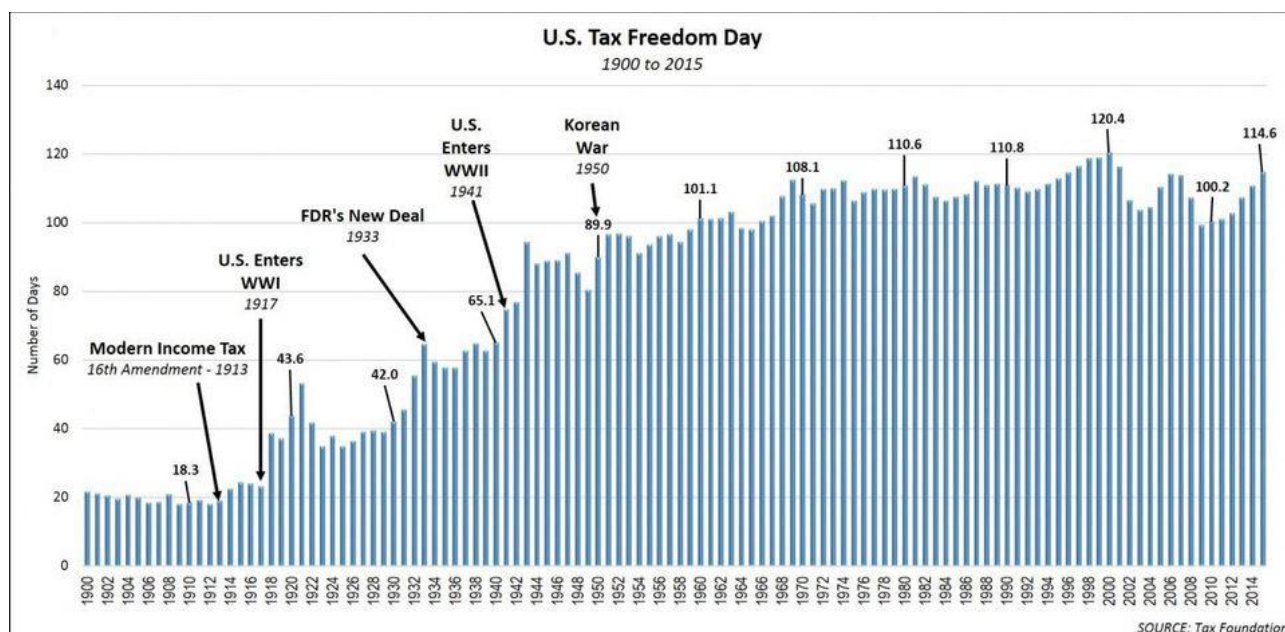
**d)** Podatki ukryte w cenach podstawowych produktów - 11 tys PLN

**e)** Tyle rzeczywiście wydajemy na nabywane produkty - 25 tys PLN

Innymi słowy: realnie nasze opodatkowanie wynosi raczej 60, a nie niecałe 40 procent.

Oczywiście skala opodatkowania jest najwyższa w przypadku osób zarabiających przeciętnie i wydających całe wynagrodzenie na bieżące potrzeby. Jeśli chodzi o najbogatszych, to obciążenie daninami (w ujęciu procentowym) jest trochę niższe.

Niestety, świadomość płaconych podatków jest w społeczeństwie stosunkowo niewielka i nie dotyczy to wyłącznie Polski. Tymczasem rządzący nie znają umiaru i potrzebują coraz więcej pieniędzy obywateli. Doskonale widać to na przykładzie Stanów Zjednoczonych, gdzie na początku XX wieku Dzień Wolności Podatkowej przypadał na koniec stycznia. Dziś wypada w kwietniu.



## Podsumowanie

Dzień Wolności Podatkowej ze względu na swoją konstrukcję (duże znaczenie PKB) nie oddaje dobrze sytuacji panującej w Polsce. Jeśli chcemy faktycznie sprawdzić skalę obciążeń podatkowych, powinniśmy, poza opodatkowaniem pracy, wziąć pod uwagę także podatki pośrednie i podatki lokalne.

Nie możemy też zapominać o inflacji, która stanowi rodzaj ukrytego podatku. Pamiętajcie, że inflacja nie musi oznaczać rosnących dóbr i usług. Może ona objawiać się np. zmniejszaniem opakowań produktów przy jednoczesnym utrzymaniu dotychczasowych cen.

Poza inflacją możemy powiedzieć o jeszcze jednym ukrytym podatku. Od czasu transformacji ustrojowej w Polsce liczba urzędników wzrosła ze 160 tys. do ponad 600 tys. Coraz więcej czasu poświęcamy na to, by spełniać różne durne normy i dostosowywać się do zmieniającego prawa. W niektórych przypadkach wymaga to zatrudniania doradców. Powinniśmy traktować to jako rodzaj ukrytego podatku. Polska utrzymuje się w unijnej czołówce jeśli chodzi o zmienność prawa. Poprzedni rok był pod tym względem dużo lepszy, ale wciąż daleko nam do Estonii czy Austrii, gdzie liczba produkowanych aktów prawnych jest o 80-90% niższa niż u nas. Ta różnica powoduje, że marnujemy dużo więcej czasu i pieniędzy.

Polacy w ramach podatków przeznaczają ogromne sumy chociażby na utrzymanie systemu emerytalnego czy funkcjonowanie Narodowego Funduszu Zdrowia. Mimo to, nie mogą liczyć ani na zadowalający poziom usług w zakresie opieki medycznej ani na wysokie emerytury (w tym drugim przypadku skala problemu będzie się zdecydowanie nasilać).

Wysokie podatki znacząco utrudniają odłożenie większej sumy na przyszłość. W przypadku części osób rozwiązaniem tego problemu jest założenie spółki w przyjaznej jurysdykcji, oferującej np. 0% podatku dochodowego czy 0% ZUS przy okazji prowadzenia działalności gospodarczej. Więcej na ten temat znajdziecie na stronie **JakNiePlacicPodatkow.pl** na którą możecie wejść korzystając z poniższego linka.

<https://jaknieplacicpodatkow.pl/>

Zachęcamy Was też do obejrzenia dwóch wywiadów z Mateuszem Tomczykiem, szefem działu Independent Finance, który zajmuje się optymalizacjami podatkowymi. Pierwsze z poniższych nagrań w ciągu 5 dni obejrzało prawie 28 tysięcy osób (jak widać, w przypadku 97% widzów odczucia są pozytywne).

<https://youtu.be/VzwDr2NsAj8>

<https://youtu.be/7HCKmycMp9M>

*Zespół Independent Trader*

## CD Projekt - rozsądna wycena czy największa bańka na GPW?

Polska giełda w ostatnich latach nie zachwyca. Można powiedzieć, że znajduje się w podobnym miejscu, co 10 lat temu. Główną przyczyną takiego stanu rzeczy jest fakt, że w trakcie ostatniego cyklu, kapitał skupił się głównie na rynku w USA, omijając rynki wschodzące do których wciąż zaliczamy Polskę.

Mimo to, nawet na GPW możemy znaleźć sektor, który budzi spore emocje inwestorów. Chodzi oczywiście o spółki zajmujące się produkcją gier.

Chociaż ciekawych spółek gamingowych jest w Polsce sporo, to jedna z nich zdecydowanie wybija się na pierwszy plan, o czym świadczy niemal 50% udziału w indeksie „WIG-Games”. Chodzi oczywiście o CD Projekt.

Obecna i przyszła wycena tej spółki cały czas budzą emocje, zwłaszcza, że oczekiwania wobec kolejnej produkcji (Cyberpunk 2077) są ogromne. Zobaczmy zatem jak wygląda obecna wycena rynkowa CD Projekt oraz jak może kształtować się ona po premierze gry.

### Wskaźniki lepsze od rzeczywistych

Ostatnia dekada była dla akcjonariuszy CD Projekt wspaniałym okresem. W tym czasie spółka generowała fantastyczne wzrosty, a już lata 2016-2018 (po sukcesie gry Wiedźmin 3) przyniosły wystrzał podobny do tych w wykonaniu Amazona czy Netflix.

**Rates of Return:** 10 Years: **+16 681.68%**, YTD: **+47.68%**



Dziś CD Projekt kosztuje 217 zł, a po nadchodzących targach gier E3 ta cena może jeszcze wzrosnąć.

Od premiery ostatniej gry minęły 4 lata. Spółka stara się znajdować nowe pomysły na generowanie zysku (np. ostatnie otwarcie sklepu CD Projekt), co nie zmienia faktu, że znajduje się w pewnym zawieszeniu. Zyski z Wiedźmina 3 spadły dość znacząco, a obecne wzrosty wyceny dyskontują już przyszły sukces gry Cyberpunk 2077 (data premiery nieznana, ocenia się że prawdopodobnie będzie to 2020 rok).

Tak czy inaczej, musimy spojrzeć na to jak obecnie wyglądają wskaźniki CD Projekt. Na ten moment cena/zysk wynosi 196, z kolei cena/wartość księgową = 20. Oba te wskaźniki są 10-krotnie wyższe niż mediana dla sektora gamingowego w Polsce. Takie poziomy sugerują gigantyczne przewartościowanie CD Projekt.

Moglibyśmy tutaj całkowicie usprawiedliwić spółkę z wymienionych wyżej powodów (specyficzny okres tuż przed premierą kolejnego wielkiego tytułu), gdyby nie jeden fakt na który zwrócił nam uwagę dr Jacek Welc podczas ostatniej konferencji Wall Street. W trakcie swojego wykładu pokazał on, że spółki gamingowe z Europy są objęte bardziej elastycznymi zasadami sprawozdawczości finansowej niż kompanie z USA.

Dla jasności: w przypadku Europy mamy MSSF, a w Stanach – GAAP.

Na czym polega różnica? Otóż w przypadku Stanów Zjednoczonych, kiedy spółka pracuje nad nową grą, to wszystkie wydatki z tym związane musi wrzucać w koszty. W ten sposób obniża się zysk spółki. To całkowicie normalne podejście, wymagane przez GAAP.

Z kolei w Europie sytuacja wygląda diametralnie inaczej. Spółki gamingowe mogą sklasyfikować sporą część wydatków ponoszonych na nowe produkcje, jako „aktywowane koszty prac rozwojowych” i zapisać to w aktywach niematerialnych. W ten sposób wydatki związane z nową grą traktowane są nie jako koszt, ale jako inwestycja. Koniec końców zysk nie jest obniżany – o ile oczywiście spółka wybierze taki sposób księgowania.

Zauważcie, że ta różnica sprawia, że nie możemy porównywać spółek gamingowych z Europy i USA (chyba, że akurat któraś spółka z Europy raportuje wszystko wg standardów amerykańskich, które lepiej oddają rzeczywistą sytuację spółki).

Jak ta kwestia wygląda w przypadku CD Projekt?

Na koniec 2017 roku, w kategorii „aktywowane koszty prac rozwojowych” spółka miała zaksięgowane 143 mln zł. Na koniec 2018 roku było to 243 mln zł. Można przyjąć, że niemal cała ta kwota jest związana z produkcją Cyberpunka, gdyż jest to absolutny priorytet spółki.

$243 - 143 = 100$  mln zł -> taką kwotę w 2018 roku spółka wrzuciła do aktywów niematerialnych. Z kolei oficjalny zysk za tamten rok wynosił 112 mln zł.



Gdyby spółka raportowała wg konserwatywnych standardów GAAP, to jej zysk faktycznie wynosiłby 12 mln zł. Innymi słowy: jej wskaźnik ceny do zysku wynosiłby blisko 2000.

Żeby dać Wam pewien punkt odniesienia dodamy, że całkowita wartość aktywów CD Projekt na koniec 2018 roku wynosiła 1,1 mld zł, a więc wspomniane „aktywowane koszty prac rozwojowych” miały tutaj udział 21,5%.



Stowarzyszenie  
Inwestorów  
Indywidualnych

**Wszystkie te spółki raportują wg MSSF, co daje im możliwość aktywowania ponoszonych nakładów rozwojowych w bilansie, a następnie ich amortyzowania (przez jak długo?)**

WallStreet  
konferencja

## A JAK TO WYGLĄDA NA „POLSKIM PODWÓRKU”?

Dane na koniec 2018 r. (w tys. zł) – SPÓŁKI RAPORTUJĄCE WG MSSF:

Dane w tys. zł	CI Games	CD Projekt	11 bit studios	Ten Square Games	PlayWay
<b>Aktywa niematerialne, w tym:</b>	52.282	293.026	17.138	2.187	211
<b>Aktywowane koszty prac rozwojowych</b>	50.991	242.816	17.137	2.141	0
<b>Aktywa ogółem</b>	92.188	1.126.838	109.263	54.468	121.808
<b>Kapitały własne</b>	89.427	1.002.864	89.912	42.084	113.666
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	21.985	362.901	82.114	115.258	71.960
<b>Zysk operacyjny</b>	-22.378	112.392	46.949	44.315	49.901
<b>Aktywowane prace rozwojowe /Aktywa</b>	55,3%	21,5%	15,7%	3,9%	0,0%
<b>Aktywowane prace rozwojowe /Przychody</b>	231,9%	66,9%	20,9%	1,9%	0,0%

W bilansie za rok 2019 ten udział może okazać się jeszcze większy.

Do tej pory zwracaliśmy uwagę wyłącznie na fakt, że inwestorzy podbijając nieustannie cenę spółki, dyskontują przyszły sukces gry Cyberpunk 2077. Po wykładzie dr Welca doszliśmy do wniosku, że również i sama spółka dyskontuje przyszłą wysoką sprzedaż w swoim bilansie. A przecież wciąż nie znamy daty premiery – równie dobrze może to być 2021 rok.

### Sprzedż Cyberpunka 2077 – optymistyczny scenariusz

Zdajemy sobie sprawę, że niezależnie od obecnych wskaźników CD Projekt (które w rzeczywistości są jeszcze wyższe), wiele osób i tak będzie trzymać się głównego argumentu: świetnej sprzedaży gry Cyberpunk 2077. Zastanówmy się więc jak może wyglądać sprzedaż tej gry, przyjmując kilka optymistycznych założeń, a mianowicie, że:

- gra wyjdzie w 2020 roku,
- gra okaże się sukcesem przerastającym Wiedźmina,

- gra rozejdzie się w pierwszym roku w 25 mln egzemplarzy.

Jeśli chodzi o ten ostatni punkt, to warto odnieść go do wielkości rynku. Konsole Xbox One oraz Play Station 4 posiada na ten moment 140 mln osób. W momencie premiery będzie to 150-160 mln osób. Zakładamy zatem bardzo optymistycznie, że gra już w pierwszym roku zostanie zakupiona przez co szóstego użytkownika jednej z tych dwóch konsol.

Kolejna kwestia – cena gry. Tutaj ponownie założymy optymistycznie, że będzie ona kosztować 60 USD, a mimo to sprzeda się w gigantycznej ilości 25 mln egzemplarzy (Wiedźmin 3 potrzebował dwóch lat roku by osiągnąć taką sprzedaż). Dodamy od razu, że tyle samo podczas swojej premiery kosztowała gra „Red Dead Redemption 2”, wyprodukowana przez Rockstar Games.

I na koniec: marża. Realne założenie, po opłaceniu wszystkich pośredników oraz uwzględnieniu kosztów produkcji to zyskowność na poziomie 30%.

To liczymy:

$60 \text{ USD} \times 0,3 = 18 \text{ USD}$  zysku na grze.

Przyjmijmy kurs USDPLN = 3,8.

$18 \times 3,8 = 68,4 \text{ PLN}$  zysku na grze.

$25\,000\,000 \times 68,4 = 1,7 \text{ mld}$  zysku po pierwszym roku sprzedaży gry.

Od tego zysku należałoby odjąć część z tych niemal 250 mln, które CD Projekt wrzucił sobie do aktywów niematerialnych. Ostatecznie mamy do czynienia z amortyzacją. Odejmijmy zatem 100 mln.

Następnie trzeba wziąć pod uwagę, że do momentu premiery gry CD Projekt poniesie jeszcze spore koszty. Spółka mówi wprost, że jakość jest priorytetem, a to oznacza wydatki. Przyjmijmy zatem, że wyniosą one jeszcze ok. 200 mln złotych.

Kolejny koszt to marketing wokół gry, który pochłonie gigantyczne środki. Przyjmijmy 100 mln złotych.

Zostaje 1,3 mld zysku. Przy obecnej cenie oznaczałoby to wskaźnik cena/zysk na poziomie nieco powyżej 16. Dla porównania, ten sam wskaźnik dla całej polskiej giełdy wynosi 11,5.

Opisany scenariusz zakłada, że:

- gra Cyberpunk 2077 okaże się sukcesem większym od Wiedźmina, który sam w sobie był gigantycznym sukcesem,

- data premiery sama w sobie nie będzie rozczarowaniem,

- w najbliższym czasie na rynkach nie dojdzie do jakichś komplikacji, które mogłyby spowodować odpływ zagranicznego kapitału z Polski,
- nie dojdzie do poważnego spowolnienia gospodarczego, które mogłoby zmusić CD Projekt do obniżenia ceny gry,
- zysk z gry w pierwszym roku będzie oscylować wokół 1,5 mld złotych, podczas gdy zysk netto z Wiedźmina 3 przez pierwsze 1,5 roku wyniósł ponad 600 mln zł,
- na rynku nie pojawi się żaden nowy gracz, który odniesie sukces podobny do tego co CD Projekt zrobił kilka lat temu.

## Podsumowanie

Bardzo cieszy nas fakt, że polska branża gamingowa tak dobrze radzi sobie na świecie. Sukces CD Projekt jest niezaprzeczalny i mamy nadzieję, że podobnych spółek w naszym kraju pojawi się jeszcze kilka w kolejnych latach.

Z drugiej strony jeśli na GPW mamy zaledwie jedną branżę, która radzi sobie nadzwyczaj dobrze, to ma to również swoje złe strony. Uwaga inwestorów automatycznie skupia się na kilku spółkach i powstaje bańka. Tak właśnie stało się w przypadku CD Projekt, który tylko w ciągu ostatnich 3 lat urósł o 700%.

W obecną cenę spółki jest już wliczony olbrzymi sukces kolejnej gry. Jednocześnie istnieje długa lista czynników, które mogą nieco pokrzyżować plany spółki.

Oczywiście jest szansa, że cena akcji CD Projekt jeszcze wzrośnie. Umiejętnie prowadzony marketing może do tego doprowadzić. Szansa wzrośnie jeszcze bardziej jeśli FED zdecydowanie zwróci się ku luzowaniu polityki monetarnej i doczekamy się kolejnego pompowania cen akcji i obligacji oraz większego napływu kapitału na rynki wschodzące.

Tak czy inaczej, naszym zdaniem optymizm wokół CD Projektu skończy się jeszcze przed premierą gry Cyberpunk 2077. Wszyscy Ci, którzy umiejętnie korzystają z euforii na rynkach, zorientują się, że należy uciekać bo oczekiwania inwestorów są po prostu zbyt wysokie.

Nie będziemy szacować skali przyszłych spadków CD Projekt, ponieważ potencjalny wzrost inflacji może tą przecenę ograniczyć. Napiszemy jedynie, że znacznie lepszym wyborem na lata 2020-2025 okażą się mniejsze, niedowartościowane spółki z GPW, którym bliżej do kategorii „value” niż „growth” (różnicę pomiędzy tymi grupami wyjaśniliśmy [TUTAJ](#)).

*Independent Trader Team*

## Opinie Czytelników

Poniżej przedstawiamy opinie naszych czytelników. Są bardzo różnorodne, a wiele z nich zdecydowanie zasługuje na wyróżnienie.

### Sektor gamingowy - spostrzeżenia

**Autor: Excogitatoris**

Warto jeszcze dodać że największy rynek sektora gamingowego to USA i wzrost siły nabywczej dolara amerykańskiego przekłada się na wzrosty zysków i wycen spółek tej branży. Aktualnie FED zamierza luzować politykę monetarną i prawdopodobnie w najbliższym czasie obniży stopy procentowe, podobnie jak banki centralne Australii i Indii. Dlatego czekają nas teraz spadki na dolarze (amortyzowane przez wzrost napięcia międzynarodowego wywołane wojnami handlowymi Trumpa) co negatywnie przełoży się na wycenę CD Projektu. Ponadto sezon letni zachęca ludzi do przebywania na świeżym powietrzu i zazwyczaj zdecydowanie mniej gier wideo jest sprzedawanych, wystarczy popatrzeć na strukturę przychodów CDR gdyż zazwyczaj 3 kwartał wypada najgorzej, 2 natomiast najlepiej. Kolejną rzeczą którą warto odnotować jest to iż zazwyczaj większa euforia można zauważyć tuż przed wypuszczeniem prezentacji gameplayu lub innego większego materiału z gry (targi E3 odbędą się 11 czerwca).

### Amerykański hegemon idealnie się nadstawia...

**Autor: Dante**

Amerykański hegemon idealnie się nadstawia, aby go wypiąć ze światowego przepływu dóbr i usług.

Na miejscu Chin działałbym teraz na rzecz rozmów bilateralnych z najważniejszymi krajami świata na temat światowego handlu w nie-dolarze, czyli w euro, juanie czy złocie (?). Ciekawym konceptem byłoby ustanowienie petro-euro - krótkoterminowo wciągnęłoby do gry Eurostrefę po stronie Chin, a długoterminowo zbyt mocne euro rozbroiłoby przyszły potencjał gospodarczy Unii (analogicznie jak miało to miejsce ze zbyt mocnym funtem po I wojnie światowej, co podcięło potencjał brytyjskiej gospodarki).

A gdyby udało się to sfinalizować, to wtedy Pekin mógłby zorganizować światową konferencję w Pekinie na temat światowej strefy wolnego handlu, na którą byłby zaproszone wszystkie państwa z wyjątkiem USA - w skrócie zagrać w trumpową grę i wygrać poprzez narzucenie modelu odizolowanej autarkii gospodarce USA. Na koniec dla żartu Pekin mógłby podpuścić Duterte, aby na forum międzynarodowym zaapelował do USA, aby zaczęły emitować obligacje w euro, bo do dolara nie ma zaufania.



W sytuacji bardzo poważnego kryzysu gospodarczego w USA powinny ujawnić się dążenia secesjonistyczne i w pełnej okrasie skutki rewolucji kulturowej.

## Przemyślenia nt długoletnich kredytów

**Autor: SOWA**

Nigdy ale to nigdy nie pobrał bym kredytu na 35 lat. Dlaczego? - dlatego , że w przypadku niespodziewanej śmierci spłata tych kredytów spadłaby na bliskich, którzy w przypadku braku zdolności na operacjach finansowych popadli by w czarną otchłań. Niedawno komornik próbował sprzedać Ferrari cena wywoławcza 1 mln 35 - latka który nagle zmarł i pozostawił nie spłacone długi. Oczywiście rodzina spadku nie przyjęła bo był on mniejszy niż dług. W tym wypadku jeśli bliscy coś zakitrali to wyszło na + ale jeśli nie brał pod uwagę śmierci to zostawił rodzinę bez zabezpieczenia. W każdym przypadku komornik będzie szukał ukrytych środków do końca jak się da to do śmierci. Jeśli kredyt na 35 lat został wzięty np. na nieruchomości a przyjdzie śmierć to bank zabierze wszystko. Osobiście nie potrafię uważać, że coś na kredyt należy do mnie, zawsze to własność banku, a my to mamy tylko na niby. Oczywiście jeśli czarny poniedziałek przyjdzie za 35 lat i życie będzie trwać to może się udać, ale jako pesymista nie wierzę w takie cuda, dlatego kredytów nie biorę.

Wszelkie publikacje zamieszczone na stronie [www.independenttrader.pl](http://www.independenttrader.pl) oraz w Independent Trader Newsletter powstały w oparciu o wiarygodne informacje, lecz ich trafność nie może być gwarantowana. Przedstawione opinie mogą się dezaktualizować, a ich autor nie jest zobowiązany do ich uaktualniania.

Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 roku, Nr 206, poz. 1715).

Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Każda inwestycja powinna być konsultowana z licencjonowanym doradcą inwestycyjnym.

Wszystkie zamieszczone materiały są chronione prawami autorskimi. Nie mogą być kopiowane, publikowane czy modyfikowane w żadnej formie bez pisemnej zgody autora.