



DOM MAKLERSKI
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych
ul. Marszałkowska 78/80, 00-517 Warszawa

NAJWIĘKSZE POLSKIE PRYWATYZACJE

RAPORT

Opracowanie:

Dorota Sierakowska

Analityk

d.sierakowska@bossa.pl

tel. 022 5043 322

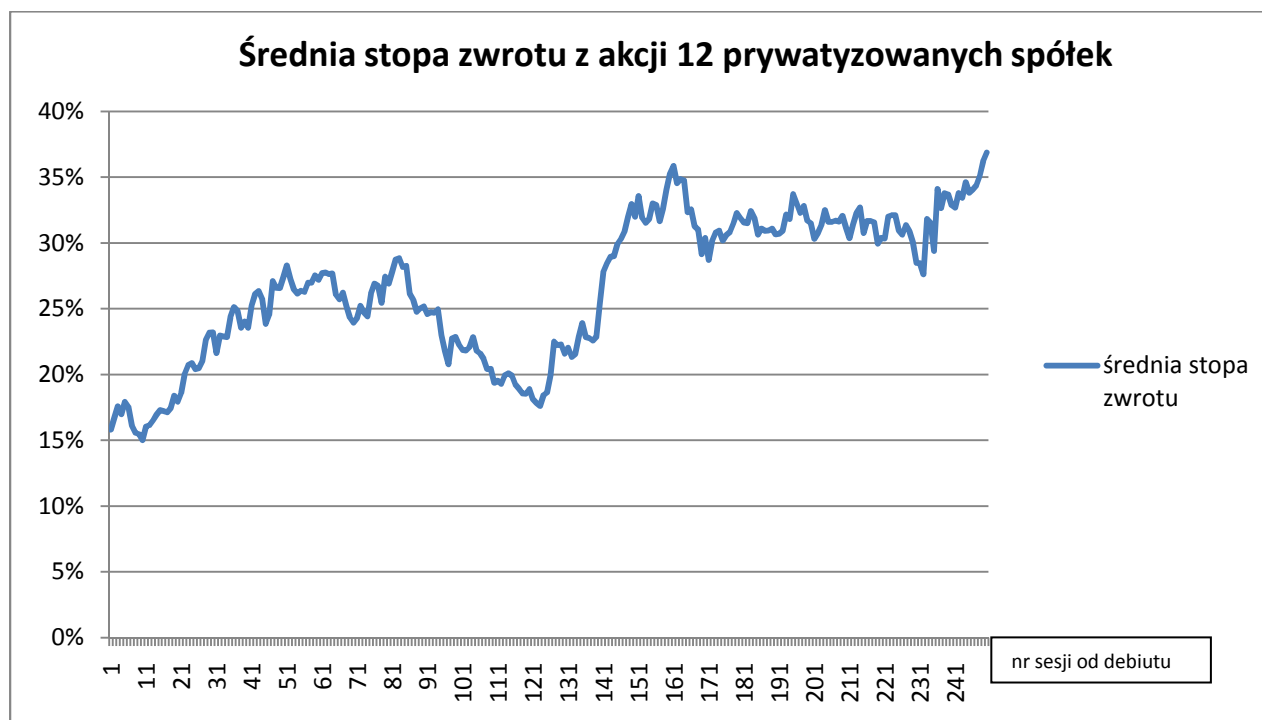
Niniejsze opracowanie zostało sporządzone w Wydziale Doradztwa i Analiz Rynkowych Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi analizy inwestycyjnej, ani analizy finansowej ani rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005r. (Dz.U. 2005, poz. 206 nr 1715) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005r. (Dz.U. 2005, Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.). Inwestowanie w akcje wiąże się z ryzykiem utraty ich wartości. Przedstawione w niniejszym opracowaniu stopy zwrotu są historyczne i nie gwarantują osiągnięcia podobnych stóp zwrotu w przyszłości. DM BOŚ SA dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak DM BOŚ SA i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, jak również za wszelkie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. Niniejszy raport adresowany jest do nieograniczonego kręgu odbiorców. Został sporządzony na potrzeby klientów DM BOŚ S.A. oraz innych osób zainteresowanych. Nadzór nad DM BOŚ SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Regulaminy doradztwa inwestycyjnego i sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych oraz instrumentów bazowych instrumentów pochodnych znajdują się na stronie internetowej bossa.pl w dziale Dokumenty.

PORTFEL PRYWATYZOWANYCH SPÓŁEK

W analizie wzięto pod uwagę dwanaście największych prywatyzacji spółek Skarbu Państwa z lat 1997-2010. Hipotetyczny portfel uwzględnia akcje takich przedsiębiorstw jak: **Bank Handlowy** (data debiutu: 13.06.1997 r.), **KGHM** (10.07.1997 r.), **Pekao** (30.06.1998 r.), **Telekomunikacja Polska** (18.11.1998 r.), **PKN Orlen** (26.11.1999 r.), **PKO BP** (10.11.2004 r.), **Lotos** (9.06.2005 r.), **PGNiG** (23.09.2005 r.), **LW Bogdanka** (25.06.2009 r.), **PGE** (6.11.2009 r.), **PZU** (12.05.2010 r.) oraz **Tauron** (30.06.2010 r.).

Analizę oparto o dwanaście największych prywatyzacji z lat 1997-2010.

Wykres 1. Średnie stopy zwrotu z akcji wybranych dwunastu spółek prywatyzacyjnych w okresie 250 giełdowych sesji po debiucie.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych giełdowych.

W pierwszym dniu notowań stopa zwrotu z akcji spółek prywatyzacyjnych osiągnęła poziom 15,81% (za podstawę obliczeń przyjęto cenę sprzedaży w ostatnim dniu zapisów), podczas gdy stopa zwrotu z indeksu WIG wyniosła w analogicznym okresie 0,16%.

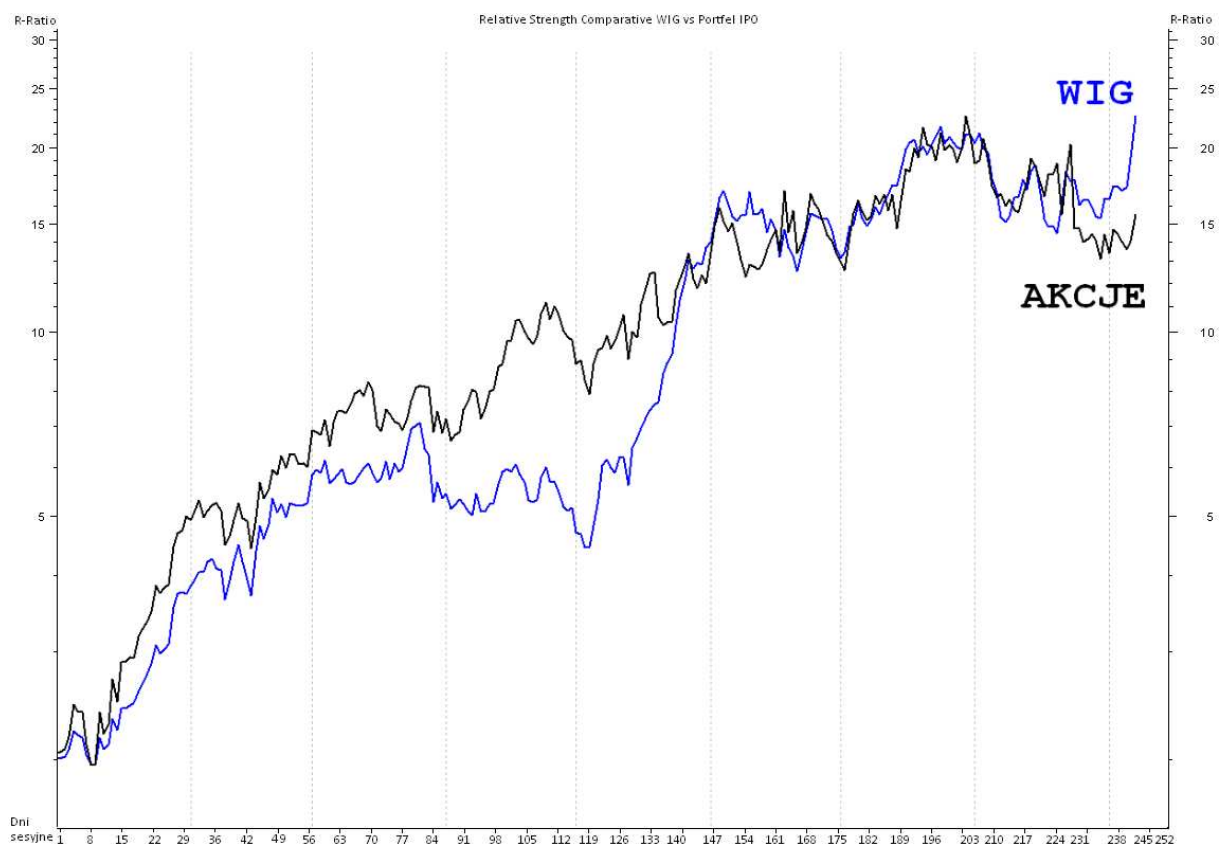
Hipotetyczna stopa zwrotu z portfela akcji prywatyzacyjnych w dniu debiutu (wg cen zamknięcia) wyniosła 15,81%.

Szybki wzrost cen akcji w początkowych dwóch miesiącach notowań był spowodowany głównie niezaspokojonym popytem na akcje debiutujących spółek ze strony inwestorów instytucjonalnych. Po około trzech miesiącach od debiutu widoczna była przewaga inwestorów realizujących zyski, co prowadziło do spadku wartości akcji prywatyzowanych spółek.

Rok po debiucie średni zysk z prywatyzowanych spółek Skarbu Państwa wyniósł niecałe 37%, przy czym amplituda wahań wynosiła ponad 20%. Najwyższą średnią stopę zwrotu można było zaobserwować właśnie po roku od debiutu. Natomiast najniższą stopę zwrotu z inwestycji można było uzyskać w dniu debiutu oraz około dwa tygodnie po debiucie (ok. 15%), a także w okolicach czwartego miesiąca po publicznej ofercie (stopy zwrotu poniżej 20%).

Rok po debiucie średni zysk z akcji spółek prywatyzacyjnych wyniósł niecałe 37%.

Wykres 2. Relatywna siła portfela akcji wybranych dwunastu spółek prywatyzacyjnych w stosunku do indeksu WIG w ciągu pierwszego roku od debiutu.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z programu Metastock.

Pomiar siły względnej portfela akcji 12 opisywanych spółek prywatyzacyjnych w stosunku do całego rynku został przeprowadzony metodą RSC (Relative Strength Comparative), która pokazuje stosunek siły portfela akcji i WIG za pomocą R-Ratio, czyli relatywnych współczynników. Wyniki przedstawione na Wykresie 2 wskazują na relatywnie większą siłę portfela akcji spółek prywatyzacyjnych w porównaniu z całym rynkiem akcji w pierwszym roku notowań.

Akcje prywatyzowanych spółek były relatywnie silniejsze od całego rynku w okresie roku od debiutu.

Relatywna większa siła akcji debiutujących spółek w porównaniu z indeksem WIG w pierwszych miesiącach handlu na rynku giełdowym wynikała głównie z bardzo dobrych wyników możliwych do uzyskania z inwestycji w akcje spółek PZU oraz Tauron.

Dopiero po ponad dwustu sesjach akcje prywatyzowanych spółek były relatywnie słabsze niż WIG.

Przeciętnie po pięciu miesiącach od debiutu następowała względna stabilizacja kursów akcji debiutujących spółek w porównaniu z indeksem WIG. Wykres 2 pokazuje, że dopiero po ponad 220 sesjach debiutanci notowali niższe stopy zwrotu od indeksu WIG. Mielimy wtedy do czynienia z mniejszą relatywną siłą akcji spółek prywatyzacyjnych w stosunku do całego rynku.

Tabela 1. Podstawowe informacje dotyczące ofert.

spółka	cena emisyjna* (zł)	całkowita wartość oferty (tys. zł)	wartość oferty dla inwestorów indyw. (tys. zł)	udział proc. inwestorów indyw. w całej ofercie	liczba zleceń w transzy inw. indyw.	średnia wartość zlecenia w transzy inw. indyw. (zł)	redukcja	średnia wartość przydzielonych akcji (zł)
Bank Handlowy	35,00	1 309 000	659 750	50,40%	139 753	7 263	35,00%	4 721
KGHM	19,00	1 538 400	304 000	19,76%	188 806	4 272	62,00%	1 623
Pekao	42,80	916 100	486 042	53,06%	105 000	40 640	88,20%	4 795
Telekomunikacja Polska	14,50	3 140 000	710 500	22,63%	132 300	11 563	56,00%	5 088
PKN Orlen	19,50	2 213 250	780 000	35,24%	176 151	63 874	96,50%	2 236
PKO BP	19,70	7 600 779	3 152 000	41,47%	141 603	145 743	94,80%	7 579
Lotos	29,00	1 015 000	255 200	25,14%	31 646	236 093	96,58%	8 074
PGNiG	2,98	2 682 000	864 200	32,22%	63 475	187 790	96,30%	6 948
LW Bogdanka	48,00	528 000	80 160	15,18%	7 828	91 056	88,75%	10 244
PGE	23,00	5 968 811	895 322	15,00%	86 833	294 789	96,50%	14 970 ²
PZU	312,50	8 068 542	2 205 778	27,34%	251 292	8 778	0%	8 778 ²
Tauron PE	5,13	4 211 901	1 052 975	25,00%	231 052	7 054	37,73% ³	4 557

Źródło: Opracowanie własne. ¹Ceny uwzględniają ewentualne dyskonto dla inwestorów indywidualnych; ²Wyłącznie na podstawie ważnych zapisów w ilości 59 845 dla PGE oraz 251 288 dla PZU. ³Stopa redukcji dla zleceń złożonych na maksymalną liczbę akcji, tj. 1500 akcji po scaleniu – o wartości 7695 zł.

Liczba akcji, na które złożono zapisy, prywatyzowanych przedsiębiorstw ze strony inwestorów indywidualnych w przypadku akcji każdej (z wyjątkiem PZU) z opisywanych spółek była większa od liczby oferowanych w tej transzy akcji, co narzucało konieczność redukcji zapisów. W przypadku Banku Handlowego stopa redukcji wyniosła zaledwie 35%, co należy wiązać z kilkumiesięcznym ruchem spadkowym na indeksie WIG, poprzedzającym prywatyzację. Z tej samej przyczyny stosunkowo niskie stopy redukcji obserwowano też w przypadku ofert publicznych KGHM i Telekomunikacji Polskiej. W przypadku prywatyzacji PKN Orlen w 1999 r. stopa redukcji przekroczyła 95% i od tej pory – w przypadku prywatyzowanych państwowych gigantów – poruszała się na w miarę stałym, wysokim poziomie.

Konsekwencją dużej popularności akcji prywatyzowanych spółek były redukcje zapisów, często przekraczające 95%.

Prywatyzacja PZU była precedensem ze względu na limity wielkości składanych zleceń, które w założeniu miały chronić inwestorów przed dużą stopą redukcji. Każdy inwestor indywidualny mógł złożyć zapis na maksymalnie 30 akcji PZU (o wartości 9 375 zł). W rezultacie, mimo rekordowej liczby zleceń na akcje ubezpieczyciela, redukcja nie była konieczna. Tego problemu nie udało się w pełni uniknąć w przypadku spółki Tauron – ze względu na dużą popularność jej oferty publicznej zlecenia na maksymalną liczbę akcji zostały objęte redukcją w wysokości 37,73%.

Konstrukcja oferty publicznej PZU i Tauron pozwalała wyeliminować problem dużych redukcji.

Średnia wartość zlecenia w transzy inwestorów indywidualnych była bardzo zróżnicowana – wahała się w granicach od kilku tysięcy złotych (w przypadku ofert Banku Handlowego i KGHM) do prawie 300 tys. zł (w przypadku PGE). Średnia wielkość zlecenia zależała w dużym stopniu od oczekiwanej stopy redukcji – co można było zauważyć np. przy rekordowo wysokich redukcjach w przypadku spółek Lotos i PGE. Natomiast średnia wartość przydzielonych akcji cechowała się mniejszą zmiennością i wahała się w przedziale: od nieco ponad 1600 zł (w przypadku KGHM) do prawie 15 tys. zł (w przypadku PGE).

Średnia wartość zlecenia wahała się w granicach 4-300 tys. zł, natomiast średnia wartość przydzielonych akcji wynosiła zazwyczaj kilka tysięcy złotych.

Konstrukcja ofert publicznych spółek PZU oraz Tauron, narzucająca limity ilości kupionych akcji, określiła tym samym minimalną i maksymalną wartość zlecenia (dla PZU: odpowiednio 937,5 zł oraz 9 375 zł; dla Taurona: odpowiednio 769,5 zł i 7 695 zł). Średnia wartość jednego zlecenia w obu przypadkach była bliska maksimum i wyniosła odpowiednio 8 778 zł i 7 054 zł.

Wykres 3. Moment prywatyzacji spółek na tle całego rynku, reprezentowanego przez indeks WIG.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z programu Metastock.

Spśród omawianych spółek, dwie pierwsze emisje – Banku Handlowego oraz KGHM – były przeprowadzane niedaleko lokalnego dołka z połowy 1997 r., czyli krótko po fali wzrostów z lat 1995-1997. Obie spółki debiutowały w rozstępie 10 dni (Bank Handlowy – 30 czerwca 1997 r., natomiast KGHM – 10 lipca 1997 r.).

Prywatyzowane spółki wchodziły na parkiet zazwyczaj na początku lub w trakcie większego ruchu wzrostowego.

Bank Pekao SA zadebiutował natomiast tuż przed dużym ruchem spadkowym, jednak – jak pokazuje wykres – spółka ta należała do wyjątków. Dużo częściej wejście na giełdę odbywało się na początku większego ruchu wzrostowego (TP SA, LW Bogdanka) lub w jego trakcie (PKN Orlen, PKO BP, Lotos, PGNiG). Prywatyzacja spółki LW Bogdanka w połowie 2009 r. miała szczególne znaczenie ze względu na fakt, iż była to pierwsza tak duża oferta publiczna po ponad półtorarocznej bessie.

Tabela 2. Stopy zwrotu z akcji wybranych dwunastu spółek prywatyzacyjnych z uwzględnieniem dyskonta dla inwestorów indywidualnych.

spółka	liczba dni od zapisów do debiutu	W DNIU DEBIUTU ¹				PO 12 MIESIĄCACH ²		
		stopa zwrotu z akcji	stopa zwrotu z WIG	różnica (akcje - WIG)	stopa zwrotu z kapitału (po uwzględnieniu redukcji) ³	stopa zwrotu z akcji spółki	stopa zwrotu z WIG	różnica (akcje - WIG)
Bank Handlowy	17	8,29%	-8,00%	16,28%	5,39%	91,43%	-5,42%	96,85%
KGHM	6	23,68%	2,32%	21,37%	9,00%	-26,32%	6,32%	-32,64%
Pekao	11	28,50%	1,28%	27,23%	3,36%	6,07%	9,54%	-3,47%
Telekomunikacja Polska	19	16,55%	4,51%	12,05%	7,28%	61,37%	20,30%	41,07%
PKN Orlen	7	13,85%	4,05%	9,80%	0,48%	5,13%	8,70%	-3,57%
PKO BP	7	17,77%	-0,02%	17,78%	0,92%	46,19%	29,15%	17,04%
Lotos	15	10,34%	4,25%	6,09%	0,35%	60,34%	49,39%	10,95%
PGNiG	14	34,23%	4,11%	30,12%	1,27%	5,70%	36,43%	-30,73%
LW Bogdanka	20	16,88%	-2,82%	19,69%	1,90%	58,33%	33,32%	25,01%
PGE	10	12,83%	-0,92%	13,75%	0,45%	-	-	-
PZU	14	11,68%	-2,08%	13,76%	11,68%	-	-	-
Tauron PE	12	0,00%	-3,36%	3,36%	0,00%	-	-	-

¹wg cen otwarcia; ²wg cen zamknięcia; ³wyłącznie środki własne (bez uwzględnienia kredytu).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych giełdowych.

W dniu debiutu stopy zwrotu były w przypadku prawie wszystkich analizowanych spółek prywatyzacyjnych znacznie wyższe od zmiany wartości indeksu WIG w tym samym okresie. Rekordzistą pod tym względem okazały się akcje PGNiG, których wartość w dniu debiutu była wyższa od ceny zakupu o 34,23%, podczas gdy indeks WIG przez te 11 dni zanotował wzrost zaledwie o 4,11%. Warto zauważyć, że często na akcjach prywatyzowanych spółek można było zarobić mimo dekonjunkury na rynku akcji. Pokazują to przykłady Banku Handlowego, PKO BP, Bogdanki i PGE, których notowania w dniu debiutu – pomimo spadków indeksu WIG w tym czasie – były wyższe od cen zakupu akcji przez inwestorów indywidualnych.

Niechlubnym wyjątkiem okazał się pierwszy dzień notowań spółki Tauron – cena debiutu okazała się bowiem równa cenie sprzedaży. Jednak zachowanie spółki i tak okazało się lepsze od stopy zwrotu z indeksu WIG, która w tym czasie była ujemna.

Oferty instytucji finansowych, umożliwiające wzięcie kredytu na zakup akcji nawet kilkunastokrotnie większego od wkładu własnego przyczyniły się do sztucznego wywindowania popytu na akcje na rynku pierwotnym – a tym samym do dużych redukcji zapisów. Rezultatem wysokich redukcji było znaczące zmniejszenie się stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału (do poziomu nie wyższego niż 9%).

W dniu debiutu stopy zwrotu z akcji spółek prywatyzacyjnych były często dużo wyższe od stopy zwrotu z WIG.

W wyniku redukcji liczby zapisów zmniejszała się stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Jednakże w przypadku częściowego finansowania zakupu akcji kredytem (który najczęściej stanowił kilkukrotność wkładu własnego) możliwe było zwiększenie stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, jednak tylko i wyłącznie wtedy, gdy zysk z dodatkowych akcji przewyższał koszty kredytu (prowizję i odsetki). W przypadku najwyższych stóp redukcji koszty kredytowania mogły wpłynąć negatywnie na stopę zwrotu, osiągniętą na debiucie. Możliwość nabycia akcji przez inwestorów indywidualnych z dyskontem, wynoszącym najczęściej 3-5%, miała pozytywny wpływ na stopę zwrotu w dniu debiutu.

Ze względu na brak redukcji w ofercie publicznej PZU stopa zwrotu z kapitału w dniu debiutu była równa stopie zwrotu z akcji.

Po roku od rozpoczęcia notowań stopy zwrotu z akcji prywatyzowanych spółek charakteryzowały się większą zmiennością niż stopy zwrotu z indeksu WIG w analogicznym czasie. Największą różnicę pomiędzy dynamiką cen akcji a rynkową stopą zwrotu z analogicznego okresu można było zauważyć w przypadku akcji Banku Handlowego. W okresie roku od debiutu podmiot ten zanotował stopę zwrotu w wysokości 91,43% (w odniesieniu do ceny sprzedaży), podczas gdy w tym samym czasie przeciętne stopy zwrotu na rynku były ujemne (WIG: -5,42%). W okresie roku od debiutu wysoki zysk w porównaniu z WIG mogli zanotować także inwestorzy, którzy zakupili na rynku pierwotnym akcje Telekomunikacji Polskiej (stopa zwrotu 61,37%, trzykrotnie wyższa niż rynkowa), PKO BP (stopa zwrotu 46,19%, o ponad połowę większa niż na WIG), a także Bogdanki (stopa zwrotu 58,33%, niemal dwa razy większa niż na WIG).

Tylko jedna z opisywanych spółek odnotowała spadek ceny akcji w przeciągu roku od rozpoczęcia notowań. Ceny akcji KGHM zostały bowiem przecenione o 26,32%, podczas gdy rynek w analogicznym czasie zanotował wzrost o 6,32%. Pierwsze 12 miesięcy nie było pomyślne także dla inwestorów, którzy nabyli akcje Pekao oraz PKN. Wprawdzie obie z tych spółek zanotowały wzrosty, jednak były one niższe niż przeciętna stopa zwrotu na rynku.

Opisywane w niniejszym raporcie prywatyzacje spółek w latach 1997-2010 umożliwiały osiągnięcie wysokiej stopy zwrotu w dniu debiutu akcji na giełdzie. W pierwszym roku od debiutu stopy zwrotu z akcji prywatyzowanych spółek były bardzo zróżnicowane, jednak przeciętnie cechowały się większą relatywną siłą niż portfel rynkowy, reprezentowany przez WIG.

W przypadku oferty publicznej PZU stopa zwrotu z kapitału była równa stopie zwrotu z akcji.

W ciągu roku od debiutu ceny akcji Banku Handlowego wzrosły o ponad 90%, podczas gdy na WIG zanotowano w tym okresie spadki.

W ciągu roku ceny akcji KGHM spadły o ponad 25%, podczas gdy rynek w tym czasie zanotował wzrost.



Wydział Doradztwa i Analiz Rynkowych

Tomasz Binkiewicz T.Binkiewicz@bossa.pl

Dyrektor wydziału

Marek Rogalski M.Rogalski@bossa.pl

Analityk

Mariusz Solecki M.Solecki@bossa.pl

Analityk

Michał Stalmach M.Stalmach@bossa.pl

Analityk

Michał Pietrzyca M.Pietrzyca@bossa.pl

Analityk Techniczny

Dorota Sierakowska D.Sierakowska@bossa.pl

Analityk

Ul. Marszałkowska 78/80

00-517 Warszawa

tel : (0-prefix-22) 50 43 322

fax : (0-prefix-22) 50 43 100