

w bezpieczniejsze instrumenty, takie jak obligacje Skarbu Państwa oraz lokaty bankowe, a dodatkowo zwiększając koszt kredytu zaciąganego przez inwestorów na zakup papierów wartościowych.

Drugim czynnikiem, który mógł negatywnie oddziaływać na chęć inwestowania w akcje na giełdzie w Warszawie, była stale umacniająca się polska waluta. Inwestorzy zagraniczni są mniej skłonni kupować relatywnie droższe dla nich polskie akcje, a bardziej skorzy je sprzedać i realizować zyski powstające chociażby na różnicach kursowych.

1. GPW w Warszawie wśród liderów debiutów

Pomimo niesprzyjającej koniunktury na GPW w Warszawie w I półroczu 2008 zadebiutowały 23 spółki. Jeżeli dodamy do tego 34 spółki, które zaczęły być notowane w Alternatywnym Systemie Obrotu New Connect, to wynik jest bardzo obiecujący. W tym samym okresie, wg danych Europejskiej Federacji Giełd Papierów Wartościowych (FESE), liczba nowych spółek, które weszły na giełdy europejskie poprzez IPO, wynosiła 177. Warszawa wprowadziła tyle samo spółek co Londyn (57) i zdecydowanie wyprzedziła kolejne w rankingu giełdy OMX (13 debiutów) i Euronext (12 debiutów). Jakkolwiek sama wartość uplasowanych w Warszawie akcji wyglądała mniej imponująco, bo stanowiła nieco ponad 15% wartości ofert europejskich tego okresu, wg danych FESE.

Minione półrocze wypadło także nie najgorzej w porównaniu z analogicznymi okresami poprzednich lat. Co prawda liczba nowych spółek jest mniejsza niż w I półroczu 2007 (i zdecydowanie niższa niż w rekordowym II półroczu minionego roku), ale, z drugiej strony, wyższa niż w latach 2005 i 2006, charakteryzujących się znacznie lepszymi nastrojami na giełdzie.

2. Debiuty giełdowe a IPO

Debiut giełdowy zwykle łączy się z przeprowadzeniem pierwszej, inicjującej oferty akcji spółki aspirującej do notowań giełdowych. Tyle też wynika ze sformułowania Initial Public Offering (IPO). Można ją przeprowadzić na rynku pierwotnym, jako pierwszą publiczną emisję nowych akcji, lub przez dokonanie oferty sprzedaży akcji wcześniej już wyemitowanych. W pierwszym przypadku oferującym (emitującym i subskrybującym) akcje jest spółka, a w drugim akcjonariusz



lub ich wąska grupa – czyli ten, kto te akcje posiada. Z tego wynika ważna konsekwencja, bo w pierwszym przypadku gotówka za akcje zasiliła spółkę (oferta na rynku pierwotnym), a w drugim kieszenie „wychodzących” ze spółki akcjonariuszy (oferta na rynku wtórnym). Ale jakkolwiek na to spojrzeć, z jakąś ofertą publiczną akcji w obu przypadkach mamy do czynienia. A jak potraktować spółkę, która żadnej takiej oferty ani na rynku pierwotnym, ani wtórnym nie przeprowadziła, jej akcje zaś zostały wprowadzone do notowań i obrotu na giełdzie?

Spośród 23 spółek, które weszły na GPW w Warszawie w I półroczu 2008, nie wszystkie przeprowadzały pierwszą ofertę publiczną akcji (IPO). Parę z nich nie przeprowadziło ofert w ogóle. Tak więc z punktu widzenia raportu o IPO nie powinny być brane pod uwagę przynajmniej w części analiz. Nie można ich jednak całkowicie pominąć, dlatego w niektórych zestawieniach spółki te zostaną również wymienione.

Trzy z nich: Atlas Estates Limited (z siedzibą na Guernsey), Belvedere (spółka fran-

cuska) oraz Marvipol, ubiegały się jedynie o dopuszczenie akcji do obrotu, bez przeprowadzania jakiegokolwiek emisji nowych akcji czy też sprzedaży akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy. Należy przy tym podkreślić, że Marvipol przygotował znaczącą emisję nowych akcji i sprzedaż części dotychczasowych, lecz w końcu Zarząd podjął decyzję o rezygnacji z oferty publicznej ze względu na sytuację obserwowaną na rynkach finansowych.

Oddzielną kwestią jest debiut spółki New World Resources (NWR). Spółka ta (z siedzibą w Holandii) przeprowadzała ofertę i ubiegała się o dopuszczenie do obrotu jednocześnie na giełdach w Londynie, Pradze i Warszawie. Relatywnie bardzo duża całkowita wielkość oferty i kapitalizacja spółki, a jednocześnie problematyczność zakwalifikowania jej w całości jako IPO w Warszawie, powodują, że do niektórych analiz została wzięta pod uwagę jedynie część emisji akcji NWR w ilości, jaka w dniu jej debiutu w Warszawie znalazła się na kontach w Krajowym

Liczba debiutów w poszczególnych półroczach lat 2005-2008

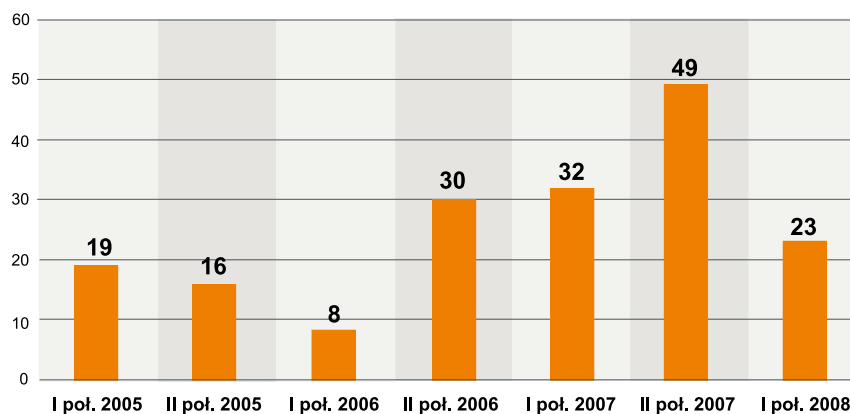


TABELA 1. DEBIUTANCI NA GPW W I PÓŁROCZU 2008, PRZEPROWADZAJĄCY IPO

Lp.	Spółka	Data debiutu	Wielkość oferty (mln PLN)	Branża
1	Optopol Technology	19.02.2008	66,00	przemysł – inne
2	ZM Herman	28.02.2008	1,91	przemysł spożywczy
3	Skyline Investment	18.03.2008	18,00	finanse – inne
4	Power Media	20.03.2008	7,00	informatyka
5	Trakcja Polska	1.04.2008	160,00	budownictwo
6	Wojas	2.04.2008	25,43	przemysł lekki
7	Hardex	3.04.2008	9,61	przemysł drzewny i papierniczy
8	Unibep	8.04.2008	71,10	budownictwo
9	Selena FM	18.04.2008	165,00	przemysł materiałów budowlanych
10	K2 Internet	24.04.2008	14,71	media
11	Zakład Budowy Maszyn Zremb – Chojnice	25.04.2008	6,50	przemysł elektromaszynowy
12	Cyfrowy Polsat	6.05.2008	838,52	media
13	CAM Media	7.05.2008	26,00	media
14	Towarzystwo Finansowe SKOK	9.05.2008	4,17	finanse – inne
15	New World Resources	12.05.2008	5 543,67* 114,40**	przemysł – inne
16	Drewex	15.05.2008	4,53	przemysł drzewny i papierniczy
17	Grupa Kościuszko	10.06.2008	11,38	hotele i restauracje
18	Pozbud T&R	11.06.2008	13,38	przemysł materiałów budowlanych
19	Sonel	23.06.2008	26,84	przemysł elektromaszynowy
20	Azoty Tarnów	30.06.2008	294,77	przemysł chemiczny

* łącznie Warszawa, Praga i Londyn, ** tylko Warszawa wg ilości akcji w KDPW w dniu debiutu

TABELA 1A. DEBIUTANCI NA GPW W I PÓŁROCZU 2008, NIEPRZEPROWADZAJĄCY IPO

Lp.	Spółka	Data debiutu	Wielkość oferty (mln PLN)	Branża
1	Atlas Estates Limited	12.02.2008	-	deweloperzy
2	Belvedere	21.04.2008	-	przemysł spożywczy
3	Marvipol	19.06.2008	-	deweloperzy

Depozycie Papierów Wartościowych. Takie potraktowanie przypadku NWR pozwoli na lepsze oddanie rzeczywistej wartości ofert zrealizowanych na GPW w Warszawie w I półroczu 2008 r.

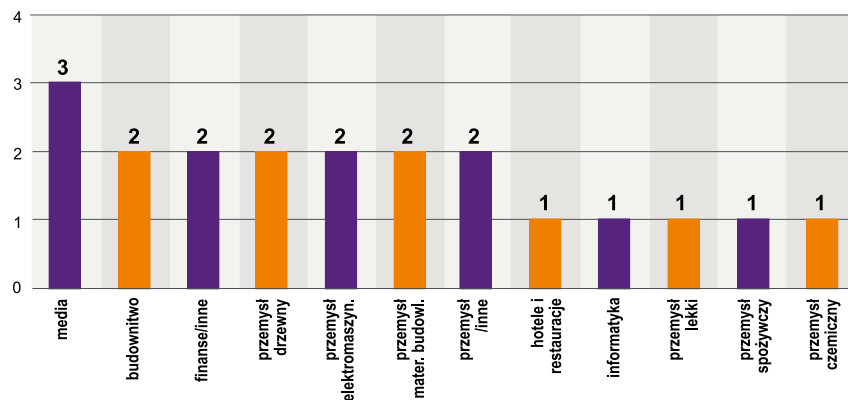
3. Zestawienie IPO

Tabela 1 przedstawia chronologicznie spółki, jakie zadebiutowały na warszawskiej GPW w I półroczu 2008 r. i przeprowadziły ofertę publiczną. Tabela 1a zawiera natomiast zestawienie debiutantów nieprzeprowadzających oferty publicznej.

Jak wynika z zestawień, przeważająca większość debiutów miała miejsce w II kwartale 2008 r. Jedynie cztery spółki przeprowadzające IPO zadebiutowały w I kwartale bieżącego roku, przy czym w styczniu nie odnotowano ani jednego wejścia na giełdę.

Jeżeli przyjrzymy się branżom, w jakich działają omawiane spółki, to ze względu na relatywnie niewielką liczbę debiutów trudno powiedzieć o przewadze któregoś z sektorów. Najwięcej, bo trzech debiutantów, reprezentowało sektor mediów.

Liczba spółek IPO z poszczególnych branż



4. Wartość ofert spółek debiutujących

Łączna wartość akcji, jaką spółki zaoferowały w ramach IPO, mierzona wg ceny emisyjnej i/lub ofertowej, wyniosła 1 879,2 mln zł. Jeżeli obliczając tę wartość, uwzględnilibyśmy całą ofertę New World Resources, wtedy wzrosłaby ona blisko czterokrotnie do 7 308,5 mln zł. Widać zatem, jak mocno potraktowana całościowo oferta NWR (skierowana do inwestorów na trzech giełdach) ważyłaby na ocenie minionego półrocza, wypaczając poniekąd rzeczywiste proporcje polskiego rynku.

W ramach pierwszej z wymienionych wyżej wartości 52%, czyli 977,46 mln zł, przypadło na nowe emisje, a 48%, tj. 901,78 mln zł, na oferty sprzedaży akcji dotychczasowych akcjonariuszy.

Jeśli porównamy te dane z analogicznym okresem ubiegłego roku, to łączna wartość ofert była znacząco niższa niż w I półroczu 2007 r. Wtedy to wyniosła ona ponad 4 448,1 mln zł¹, z czego ponad 56% przypadło na nowe emisje. Można wysnuć wniosek, iż pogłębiające się spadki od początku 2008 r. zniechęciły spółki do zdobycia kapitału poprzez wejście na giełdę.

Przyglądając się rozkładowi wartości ofert, łatwo spostrzec, że przeważały oferty małe. Aż sześć ofert miało wartość poniżej 10 mln zł i tylko pięć przekroczyło wartość 100 mln zł (w tym jedna ponad 500 mln zł).

Chcąc ocenić debiutantów giełdowych wchodzących na giełdę w Warszawie z ofertą publiczną i ich znaczenie, nie sposób nie przyrzeć się wartościom akcji, jakie sprzedały poszczególne spółki.

Tabela 2 prezentuje wartości ofert spółek i ich udział w całości ofert w I półroczu 2008 r.

Największe wartościowo IPO na polskim rynku przeprowadził Cyfrowy Polsat. Oferta była przeprowadzona przy udziale Centralnego Domu Maklerskiego Pekao SA i Domu Maklerskiego Penetrator². Była ona blisko trzykrotnie większa od drugiej w kolejności oferty zrealizowanej przez producenta nawozów sztucznych Zakłady Azotowe w Tarnowie i ponad pięciokrotnie większa od oferty produkującej materiały budowlane spółki Selena FM, która uplasowała się na trzeciej pozycji. Wartość akcji sprzedanych w ofercie przez Cyfrowy Polsat stanowiła 44,6% wartości wszystkich ofert z półrocza, podczas gdy oferty dwóch kolejnych spółek

stanowiły odpowiednio ok. 16% i 9% sumy wartości ofert.

Większość spółek przeprowadzających ofertę publiczną zdecydowała się na emisję nowych akcji. Dodatkowo, akcjonariusze pięciu spółek wykorzystali IPO do sprzedaży akcji wcześniejszych emisji. Cyfrowy Polsat był jedyną spółką, która nie emitowała nowej serii akcji, a jedynie przeprowadzała sprzedaż już istniejących.

Przyjrzyjmy się nowym emisjom akcji spółek debiutujących na GPW.

Z tabeli 3 wynika, że największą emisję akcji przy wchodzeniu na giełdę zrealizowały Zakłady Azotowe w Tarnowie. Spółka zaoferowała tylko nowe akcje i emisja ta stanowiła ponad 30% wartości wszystkich emisji dokonanych na polskim rynku w I półroczu. Jeżeli dodamy do tego drugą w kolejności Selena FM i trzecią Trakcję Polską, to te spółki zaoferowały w sumie 60% wartości emisji akcji przygotowanych w ramach IPO.

5. Przychody i kapitalizacja giełdowa debiutantów

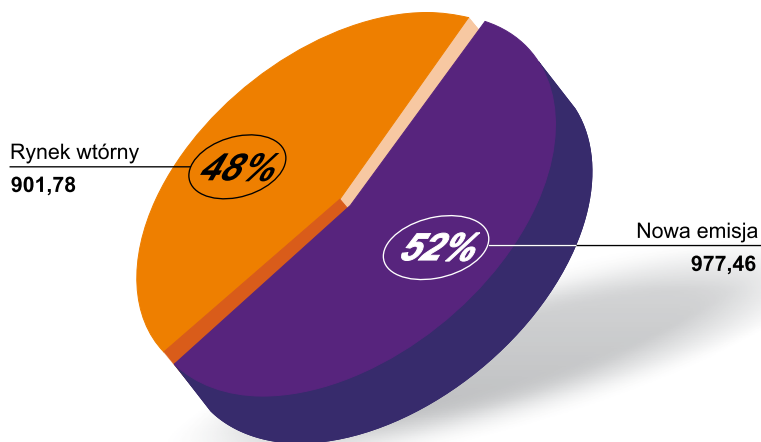
Warto przyjrzeć się spółkom, które weszły na warszawską GPW w I półroczu 2008, pod kątem wielkości przychodów, jakie generują, i ich obecnej kapitalizacji giełdowej.

Spółkom tym zdecydowanie daleko do tuzów giełdowych. Tylko jeden polski debiutant przekroczył 1 mld zł przychodów w 2007 r. Wynikiem takim mogą się również pochwalić New World Resources oraz nieprzeprowadzający oferty francuski Belvedere. Wiele spółek to raczej mniejsi gracze. Jedynie sześciu emitentów przekroczyło 100 mln zł przychodów, a aż 11, czyli niemal połowa, nie osiągało 50 mln zł obrotu w minionym roku.

Zestawienie w tabeli 4 szereguje spółki pod względem przychodów osiągniętych w 2007 r.

Jeżeli spojrzymy na kapitalizację debiutujących spółek, to wnioski są podobne. Należy przy tym zaznaczyć, że kapitalizacja warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych obniżyła się przez omawiane pół roku o 30%, mimo pojawienia się na niej nowych podmiotów. Ale bessy zrobiła swoje. W jej wyniku łączna wartość rynkowa spółek spadła z ponad 1 bln 80 mld zł do 750 mld zł. Dużo bardziej ważyły na tym spadku spółki zagraniczne, gdyż w przypadku spółek krajowych spadek był łagodniejszy i wyniósł „tylko” ponad 25%.

Wartość IPO w I półroczu 2008 (mln PLN)



Największą pod względem wartości rynkowej polską spółką dokonującą IPO był Cyfrowy Polsat. Jako jedyny przekraczał średnią wartość kapitalizacji spółek krajowych wynoszącą na koniec czerwca br. około 1,1 mld zł. Wartość rynkowa Cyfrowego Polsatu stanowiła również ponad połowę wartości wszystkich krajowych podmiotów debiutujących na giełdzie w ramach oferty publicznej. W stosunku jednak do łącznej wartości wszystkich spółek notowanych na GPW w Warszawie kapitalizacja Cyfrowego Polsatu nie przekraczała 0,5%.

Mówiąc o kapitalizacji, nie sposób pominąć rekordzisty pod tym względem, jakim jest niewątpliwie New World Resources. Spółka ta, mimo że notowana na kilku giełdach, jest również w całości wliczana do kapitalizacji warszawskiej GPW. Jej wartość wynosiła na koniec czerwca ponad 20 mld zł. Gdyby uwzględnić NWR w zestawieniu na równi

z innymi spółkami, to jej kapitalizacja stanowiłaby blisko ¼ wartości wszystkich podmiotów przeprowadzających IPO i 71% wartości wszystkich debiutantów giełdowych minionego półrocza.

Jedynie 3 krajowych debiutantów i NWR zostało zaliczonych przez GPW do segmentu 250+. Zdecydowana większość spółek trafiła do segmentu małych spółek, czyli 5+.

Tabela 5 systematyzuje spółki wg ich kapitalizacji na dzień 30 czerwca 2008 r.:

6. Koszty debiutu

Każda publiczna oferta przynosi spółce lub akcjonariuszom sprzedającym swoje akcje gotówkę, ale wiąże się z tym również i koszty, jakie trzeba ponieść, aby stać się podmiotem notowanym na giełdzie. Spółki są zobowiązane do podania informacji na temat tychże kosztów w prospekcie i raportach bieżących. Dane te najczęściej stanowią

Liczba poszczególnych przedziałów wartości

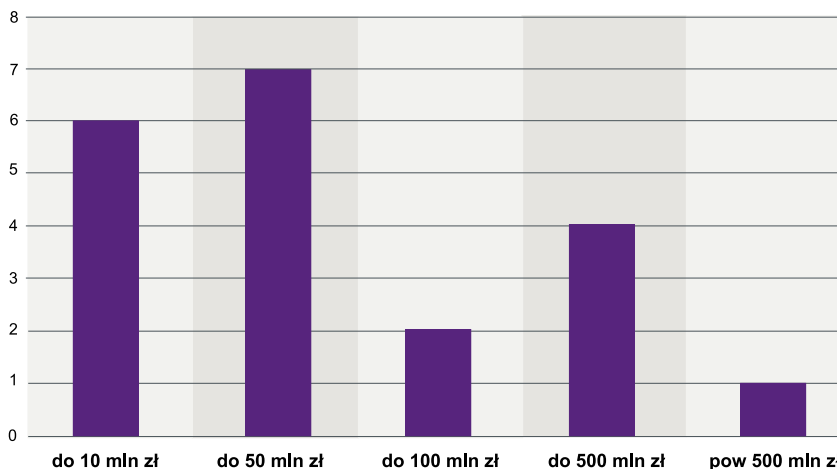


TABELA 2. RANKING DEBIUTANTÓW WG WARTOŚCI OFERT

Lp	Spółka	Wartość oferty (mln PLN)	Udział w sumie wartości ofert
1	Cyfrowy Polsat	838,5	44,6%
2	Azoty Tarnów	294,8	15,7%
3	Selena FM	165,0	8,8%
4	Trakcja Polska	160,0	8,5%
5	New World Resources	114,4*	6,1%
6	Unibep	71,1	3,8%
7	Optopol Technology	66,0	3,5%
8	Sonel	26,8	1,4%
9	CAM Media	26,0	1,4%
10	Wojas	25,4	1,4%
11	Skyline Investment	18,0	1,0%
12	K2 Internet	14,7	0,8%
13	Pozbud T&R	13,4	0,7%
14	Grupa Kościuszko	11,4	0,6%
15	Hardex	9,6	0,5%
16	Power Media	7,0	0,4%
17	Zremb – Chojnice	6,5	0,3%
18	Drewex	4,5	0,2%
19	TF SKOK	4,2	0,2%
20	ZM Herman	1,9	0,1%
	Suma	1 879,2	100%
	New World Resources (całość)	5 543,7	n/a
	Razem z całością NWR	7 308,5	

* Wartość powstała z przemnożenia 1 970 000 akcji (zarejestrowanych w KDPW w Warszawie w dniu debiutu) przez cenę emisyjną.

TABELA 3. RANKING DEBIUTANTÓW WG NAJWYŻSZEJ WARTOŚCI NOWEJ EMISJI AKCJI

Lp	Spółka	Wartość emisji (mln PLN)	Udział nowej emisji w całości oferty danej spółki	Udział w sumie wszystkich nowych emisji
1	Azoty Tarnów	294,8	100%	30,2%
2	Selena FM	165,0	100%	16,9%
3	Trakcja Polska	120,0	75%	12,3%
4	New World Resources	114,4*	100%	11,7%
5	Optopol Technology	66,0	100%	6,8%
6	Unibep	60,3	85%	6,2%
7	Sonel	26,8	100%	2,7%
8	Wojas	25,4	100%	2,6%
9	CAM Media	20,0	77%	2,0%
10	Skyline Investment	18,0	100%	1,8%
11	Pozbud T&R	13,4	100%	1,4%
12	Grupa Kościuszko	11,4	100%	1,2%
13	Hardex	9,6	100%	1,0%
14	K2 Internet	8,3	56%	0,8%
15	Power Media	7,0	100%	0,7%
16	Zremb – Chojnice	6,5	100%	0,7%
17	Drewex	4,5	100%	0,5%
18	TF SKOK	4,2	100%	0,4%
19	ZM Herman-	1,9	100%	0,2%
20	Cyfrowy Polsat	0,0	0%	0,0%
	Suma	977,5		100%
	NWR – całość nowej emisji (w tym i poza GPW w Warszawie)	783,9	14%	n/a
	Razem z całą nową emisją NWR	1 647,0		

* Wartość powstała z przemnożenia 1 970 000 akcji (zarejestrowanych w KDPW w Warszawie w dniu debiutu) przez cenę emisyjną; w niniejszym opracowaniu w całości potraktowane jako nowa emisja.

element raportu podsumowującego ofertę, albowiem te podawane wcześniej mają jedynie charakter kosztów szacunkowych korygowanych po zamknięciu oferty. Jakkolwiek i po zamknięciu oferty spotykamy się

z szacunkami, które wymagają późniejszych uściśleń.

Koszty oferty ponoszone przez spółki można zakwalifikować do czterech głównych kategorii:

- koszty przygotowania i przeprowadzenia oferty,
- koszty wynagrodzenia subemitentów,
- koszty sporządzenia prospektu emisyjnego z uwzględnieniem kosztów doradztwa,
- koszty promocji oferty.

Część tych kosztów ma do pewnego stopnia charakter kosztów stałych, dlatego większe oferty są z reguły bardziej efektywne kosztowo. I taką też sytuację dało się zaobserwować w I połowie 2008 r. Największe oferty kosztowały relatywnie najtaniej w stosunku do pozyskanego kapitału, a najmniejsze – odwrotnie.

Jeśli przyjmiemy, że o efektywności kosztowej oferty świadczy niski stosunek poniesionych kosztów do wartości całej oferty, to liderem spośród giełdowych debiutantów będzie Cyfrowy Polsat – spółka o największej zrealizowanej ofercie. W przypadku Polsatu Cyfrowego koszty związane z ofertą kształtowały się na poziomie 2% wartości pozyskanych z oferty kapitałów. Nieco wyższy poziom kosztów w stosunku do wartości oferty poniosły następnymi w kolejności Selena FM (2,4%) oraz Optopol Technology (3,1%).

Niejako na przeciwnym biegunie znajdują się spółki, których oferta była niska (bardzo często niższa od oczekiwanej przez spółkę). W przypadku Zakładów Mięśnych Herman relacja poniesionych kosztów do wartości oferty wyniosła 19,3%, dla Dreweksu 20,7%, a dla Towarzystwa Finansowego SKOK współczynnik ten ukształtował się na poziomie aż 23,4%. To zresztą te same trzy spółki, które pozyskały w swoich ofertach najmniej kapitału w I półroczu 2008.

Tabela 6 prezentuje koszty oferty dla wszystkich debiutantów giełdowych³ wraz z udziałem procentowym poszczególnych ich rodzajów. Spółki uszeregowano według wskaźnika poniesionych kosztów w stosunku do wartości oferty.

Rodzaje kosztów:

- A** – przygotowanie i przeprowadzenie oferty,
- B** – wynagrodzenie subemitentów,
- C** – sporządzenie prospektu emisyjnego z uwzględnieniem kosztów doradztwa,
- D** – promocja oferty.

W odniesieniu do wszystkich przeprowadzonych ofert średni ich koszt, ważony wartością pozyskanego (lub sprzedanego) kapitału, wyniósł 3,3%. W porównaniu z poprzednim rokiem, kiedy średni koszt pozyskania (sprzedaży) kapitału w IPO, ważony wartością przeprowadzonych ofert, osiągnął

około 5,7%⁴, stanowi to znaczący spadek. Ale kiedy popatrzymy na rok 2006 i ówczesne koszty pozyskania kapitału w IPO na poziomie około 3%⁵, ostatnie obserwacje wskazują tylko na powrót do wcześniejszych poziomów.

Analiza poszczególnych rodzajów kosztów niezmiennie pokazuje, jak mało popularne jest zawieranie przez emitentów umów o subemisję inwestycyjną. To nic nowego na polskim rynku. W ostatnich latach kwoty wydatkowane przez spółki na gwarancje objęcia całości nowo emitowanych akcji miały (i mają) wręcz śladowy charakter. Spośród podmiotów krajowych w analizowanym okresie zdecydowały się na to jedynie Trakcja Polska, Cyfrowy Polsat, Zakłady Azotowe w Tarnowie i Sonel. Zresztą oferty wymienionych spółek, które zdecydowały się na umowy o gwarantowanie objęcia emisji, cieszyły się przewagą popytu i nadsubskrypcją. Obserwowana sytuacja może dziwić tym bardziej, że w obliczu postępującej bessy spółki nie decydują się na podpisanie wspomnianych umów, aby osiągnąć jak najwyższy poziom realizacji celu, jakim jest

pozyskanie kapitału i skuteczne upłynnienie oferowanych akcji.

Rozkład i poziomy pozostałych kategorii kosztów emisji pokazane w tabeli 6 nie pozwalają na wyciągnięcie wielu jednoznacznych wniosków. Można jednak zaobserwować parę ciekawych zależności. Po pierwsze, w przypadku najbardziej efektywnych kosztowo ofert, koszty przygotowania i przeprowadzenia stanowią najbardziej istotną pozycję. Pewnie dlatego, że dotyczą spółek największych, o największej kapitalizacji. To oczywiście nie przesądza o powodzeniu przedsięwzięcia, jakim jest IPO, ale zdaje się mieć nań istotny wpływ. Po drugie, wydatki poniesione na promocję ofert i ich udział w całym koszcie zdają się igrzać z osiągniętymi efektami. Tam, gdzie rezultaty ofert okazały się najlepsze, poniesiono na promocję relatywnie najniższe nakłady. Natomiast wyższe nakłady na promocję nie przesądziły o sukcesie oferty.

Na rzeczywiste koszty pozyskania kapitału z rynku publicznego wpłynęły również koszty utraconych korzyści. Teoretycznie są one związane z efektem niedoszacowania

TABELA 4. ZESTAWIENIE DEBIUTANTÓW WEDŁUG PRZYCHODÓW ZA ROK 2007

Lp.	Spółka	Przychody 2007 (mIn PLN)
1	NWR	1 367,1
2	Azoty Tarnów	1 294,7
3	Cyfrowy Polsat	787,3
4	Trakcja Polska	646,8
5	Selena FM	518,0
6	Unibep	406,3
7	Hardex	115,8
8	ZM Herman	65,3
9	Optopol Technology	58,6
10	Wojas	38,5
11	Zremb – Chojnice	31,5
12	CAM Media	28,3
13	Sonel	27,1
14	Pozbud T&R	26,4
15	K2 Internet	26,0
16	Drewex	23,8
17	Power Media	11,3
18	Grupa Kościuszko	7,3
19	Skyline Investment	6,4
20	TF SKOK	4,3
Pozostali debiutanci		
	Belvedere	1 061,2
	Marvipol	228,4
	Atlas Estates Limited	27,4



dynamiczny wzrost



TABELA 5. ZESTAWIENIE DEBIUTANTÓW WEDŁUG KAPITALIZACJI NA KONIEC CZERWCA 2007

Lp.	Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	Udział w kapitalizacji spółek z IPO	Udział w kapitalizacji całej GPW	Segment rynku
1	Cyfrowy Polsat	3 595,6	51,9%	0,48%	250+
2	Trakcja Polska	792,5	11,4%	0,11%	250+
3	Azoty Tarnów	625,5	9,0%	0,08%	250+
4	Selena FM	481,7	7,0%	0,06%	50+
5	Unibep	349,1	5,0%	0,05%	50+
6	Optopol Technology	269,9	3,9%	0,04%	50+
7	Grupa Kościuszko	117,2	1,7%	0,02%	5+
8	TF SKOK	107,7	1,6%	0,01%	5+
9	Hardex	99,2	1,4%	0,01%	5+
10	Sonel	98,9	1,4%	0,01%	5+
11	CAM Media	75,0	1,1%	0,01%	5+
12	Skyline Investment	72,0	1,0%	0,01%	5+
13	Wojas	63,4	0,9%	0,01%	5+
14	K2 Internet	42,0	0,6%	0,01%	5+
15	Pozbud T&R	34,9	0,5%	0,00%	n/a*
16	Drewex	32,6	0,5%	0,00%	5+
17	Zremb – Chojnice	27,4	0,4%	0,00%	5+
18	Power Media	22,4	0,3%	0,00%	5+
19	ZM Herman	15,5	0,2%	0,00%	5+
Razem		6 922,5		0,92%	
NWR		20 571,7		2,74%	250+
Razem z NWR		27 494,2		3,66%	
Marvipol		574,3		0,08%	50+
Belvedere		502,0		0,07%	50+
Atlas Estates Limited		392,4		0,05%	50+
Razem debiutanci giełdowi		28 962,9		3,86%	

* W przypadku spółki Pozbud na dzień sporządzania raportu nie były jeszcze notowane jej akcje, a wyłącznie prawa do akcji (PDA), dlatego spółka ta nie została zaliczona do żadnego segmentu. Po rozpoczęciu notowań akcji powinna jednak trafić do segmentu 5+.

TABELA 6. RANKING DEBIUTANTÓW WEDŁUG KOSZTÓW OFERTY

Lp.	Spółka	Koszty oferty (mln PLN)	Udział poszczególnych rodzajów kosztów				Koszty oferty w stosunku do wartości oferty
			A	B	C	D	
1	Cyfrowy Polsat	16,71	n/a	n/a	n/a	n/a	2,0%
2	Selena FM	4,00	80%	-	15%	5%	2,4%
3	Optopol Technology	2,06	64%	-	24%	12%	3,1%
4	Unibep*	2,52	83%	-	9%	8%	4,2%
5	Azoty Tarnów	12,73	69%	4%	19%	8%	4,3%
6	Trakcja Polska	7,03	n/a	n/a	n/a	n/a	4,4%
7	CAM Media	1,26	16%	-	53%	31%	4,8%
8	Skyline Investment	0,90	54%	-	18%	28%	5,0%
9	Zremb – Chojnice	0,33	20%	-	62%	18%	5,1%
10	Sonel	1,49	34%	14%	32%	20%	5,6%
11	Wojas	1,49	28%	-	21%	51%	5,9%
12	Pozbud T&R	0,94	27%	-	40%	32%	7,0%
13	Grupa Kościuszko	0,93	20%	-	59%	21%	8,1%
14	Power Media	0,80	34%	-	26%	41%	11,4%
15	Hardex	1,11	58%	-	23%	19%	11,5%
16	K2 Internet**	1,10	47%	-	32%	21%	13,4%
17	ZM Herman	0,37	20%	-	25%	55%	19,3%
18	Drewex	0,94	51%	-	44%	4%	20,7%
19	TF SKOK	0,98	23%	-	65%	12%	23,4%

* Z informacji o koszcie na 1 akcję podanych przez spółkę w raporcie bieżącym wynika, że koszty dotyczą tylko nowej emisji, dlatego zostały odniesione wyłącznie do jej wartości, a nie do wartości całej oferty, ** jak wyżej.

cen akcji w IPO, kosztami pośrednimi przygotowania oferty oraz opcjami typu „Green Shoe”, uprawniającymi gwaranta emisji do objęcia dodatkowych akcji po cenie oferty dla pokrycia ewentualnej nadsubskrypcji. Efekt niedoszacowania został szczegółowo

zreferowany w dalszej części raportu, dotyczącej zwrotów osiągniętych przez inwestorów na IPO w dniu debiutu lub później. Wszak do odwrotna strona medalu: co inwestor zarobił, oferujący akcje stracił, ponosząc jednocześnie koszt utraconych korzyści.

Warto jednak już w tym miejscu odnotować, że obserwowany efekt niedoszacowania IPO jest znacznie mniejszy niż we wcześniejszych okresach i stanowi o obniżeniu kosztów pozyskania kapitału, jeśli objąć nimi również koszty w postaci utraconych korzyści. Opcji typu „Green Shoe”, będących zresztą rzadkością na naszym rynku, nie odnotowano w omawianym okresie. Natomiast koszty pośrednie, obejmujące w szczególności czas pracowników, władz spółki poświęcony na przygotowanie oferty – zostały pominięte w niniejszym raporcie z uwagi na trudności związane z ich ewidencją.

7. Popyt na ofertę

Pozyskiwanie kapitału na coraz dojrzalszym rynku, a w dodatku znajdującym się w fa-zie bessy, jest niewątpliwie trudniejszym zadaniem niż w czasach, kiedy każda nowa oferta cieszyła się olbrzymim zainteresowaniem i wiązała się z bardzo dużymi redukcjami dla chętnych do nabycia akcji inwestorów. Jeżeli przyjrzymy się ofertom spółek wchodzących na giełdę w I półroczu 2008, łatwo zauważymy radykalną zmianę sytuacji w stosunku do wcześniejszych okresów hossy. Nie wszystkie spółki uzyskały to, na co liczyły. Były wśród nich i takie, których zarządy mogły czuć się zawiedzione wartością pozyskanego kapitału. O tych, którzy w ogóle odstąpili od ofert, nie wspominamy.

Na potrzeby niniejszego raportu policzyliśmy dla każdego przeprowadzonego IPO trzy podstawowe wartości:

- wartość akcji objętych subskrypcją (oferowanych),
- wartość akcji, na które złożono zapisy (wartość popytu),
- wartość akcji przydzielonych, czyli finalną wartość zrealizowanej oferty.

Na tej podstawie można sprawdzić, w jakim stopniu spółce udało się zrealizować ofertę (wartość oferty w stosunku do wartości subskrypcji) oraz jakim powodzeniem cieszyła się ona wśród inwestorów, innymi słowy, o ile popyt był większy lub mniejszy od wartości akcji oferowanych do sprzedaży.

Spośród 19 spółek⁶ przeprowadzających ofertę publiczną jedynie dziesięciu spółkom, czyli trochę ponad połowie, udało się w pełni sprzedać akcje, na które prowadzono subskrypcję. Trzecim kolejnym spółkom udało się upłynnić oferowane akcje w około 80%, a Grupie Kościuszko – niewiele ponad połowę. Najbardziej zawiedzione realizacją

sprzedaży akcji były zarządy Towarzystwa Finansowego SKOK oraz Zakładów Mięśnych Herman, którym udało się uzyskać tylko kilkunastoprocentowe zainteresowanie inwestorów.

Liderem pod względem popytu na sprzedawane akcje okazały się zaś papiery Optopol Technology. W tym przypadku popyt blisko 300% przewyższał ofertę emitenta. Zważywszy na wielkość oferty i fakt jej uplasowania w całości na wtórnym rynku – żadnych powodów do narzekania nie może też mieć Cyfrowy Polsat, który w tych trudnych czasach osiągnął 75-proc. przewagę popytu nad podażą akcji w ofercie. Szczegółowe dane dotyczące wszystkich ofert zawiera tabela 7.

8. Znaczenie pozyskanego kapitału dla spółki

Ocena znaczenia kapitału pozyskanego dzięki wejściu na giełdę wymaga policzenia jego rzeczywistej wartości netto, będącej różnicą między wartością nowo wyemitowanych akcji i poniesionymi kosztami emisji⁷. Otrzymany wynik można odnieść do kapitałów własnych spółki na koniec ubiegłego roku, aby zobaczyć, jak wiele danemu podmiotowi przyniosła emisja nowych akcji.

Liderami w I półroczu 2008 r. były trzy spółki, które pozyskały nowy kapitał sięgający 350% kapitałów własnych, licząc w stosunku do ich stanu z dnia 31 grudnia 2007 r. Były to: Optopol Technology, Power Media oraz Unibep. Z drugiej strony relatywnie najmniej kapitału pozyskały podmioty, których oferta sprzedaży nowych akcji cieszyła się najmniejszym powodzeniem. Były to: Towarzystwo Finansowe SKOK (jedynie 4% kapitałów własnych), Zakłady Mięsne Herman (11%) i Hardex (14%). Nie znaczy to jednak, że taka prawidłowość wystąpiła we wszystkich przypadkach niskiego popytu na ofertę. Przykładami mogą być Zremb-Chojnice i Grupa Kościuszko, które pozyskały i tak stosunkowo duży kapitał (mimo częściowego niepowodzenia nowej emisji akcji), co być może wynikało ze zbyt dużej emisji w stosunku do wartości kapitału własnego. Z kolei takie spółki, jak Zakłady Azotowe w Tarnowie, Skyline Investments czy Trakcja Polska, z założenia decydowały się na relatywnie niewielki przyrost kapitałów poprzez emisję nowych akcji. Zestawienie dotyczące względnej wielkości pozyskanego kapitału dla wszystkich spółek przedstawiono w tabeli 8.

TABELA 7. RANKING DEBIUTANTÓW WEDŁUG POPYTU NA OFERTĘ

Lp.	Spółka	Przewaga popytu w stosunku do wartości oferty	Wartość oferty finalnej (przydzielonej) w stosunku do wartości zaoferowanej
1	Optopol Technology	299,5%	100,0%
2	Cyfrowy Polsat	75,8%	100,0%
3	CAM Media	60,5%	100,0%
4	Unibep	45,8%	100,0%
5	Power Media	40,2%	100,0%
6	Trakcja Polska	20,8%	100,0%
7	Azoty Tarnów	19,1%	94,5%*
8	Skyline Investment	10,9%	100,0%
9	Drewex	1,4%	100,0%
10	Sonel	0,9%	100,0%
11	Selena FM	0,4%	100,0%
12	Wojas	-20,1%	79,9%
13	Pozbud T&R	-20,4%	79,6%
14	K2 Internet	-21,5%	78,5%
15	Grupa Kościuszko	-45,3%	54,7%
16	Hardex	-63,2%	36,8%
17	Zremb – Chojnice	-76,9%	23,1%
18	ZM Herman	-85,9%	14,1%
19	TF SKOK	-87,4%	12,6%

* Zakłady Azotowe w Tarnowie przydzieliły mniej akcji (15,116 mln), niż zaoferowały w subskrypcji (16,0 mln).

TABELA 8. RANKING DEBIUTANTÓW POD WZGLĘDEM ZNACZENIA POZYSKANEGO KAPITAŁU

Lp.	Spółka	Pozyskany kapitał netto (mln PLN)	Relacja pozyskanego kapitału do kapitałów własnych na koniec 2007 roku
1	Optopol Technology	63,94	364%
2	Power Media	6,20	354%
3	Unibep	57,78	349%
4	CAM Media	18,74	295%
5	Grupa Kościuszko	10,45	221%
6	Wojas	23,94	200%
7	K2 Internet	7,15	142%
8	Sonel	25,35	129%
9	Selena FM	161,00	108%
10	Trakcja Polska	112,97	78%
11	Zremb – Chojnice	6,17	73%
12	Pozbud T&R	12,44	69%
13	Drewex	3,59	51%
14	Skyline Investment	17,10	34%
15	Azoty Tarnów	282,04	33%
16	Hardex	8,51	14%
17	ZM Herman	1,54	11%
18	TF SKOK	3,19	8%

9. Zwrot na IPO

Tym, co z pewnością najbardziej interesuje inwestorów, jest uzyskanie jak najlepszego zwrotu z zainwestowanego kapitału. Ponieważ czas, jaki minął od debiutu poszczególnych spółek, jest relatywnie bardzo krótki i zróżnicowany, zatem zestawienie najlepszych debiutów zostanie zaprezentowane w dwóch ujęciach – poprzez stopę zwrotu na zamknięcie sesji pierwszego dnia notowań danego papieru (PDA bądź akcji) oraz poprzez stopę zwrotu w miesiąc od dnia przydziału akcji skorygowaną o zmianę WIG w tym okresie. W kolejnych raportach okres analizy wartości tworzonej dla akcyj-

nariuszy przez debiutujące spółki będzie stopniowo wydłużany, co pozwoli poznać zmienność i uwarunkowania tego zwrotu w miarę oddalania się od momentu IPO.

Spośród debiutantów giełdowych przeprowadzających swoje IPO papiery ośmiu spółek zakończyły dzień debiutu giełdowego powyżej ceny emisyjnej lub ceny z pierwszej oferty akcji na rynku wtórnym. Papiery dwóch kolejnych spółek skończyły pierwszy dzień notowań na poziomie ceny emisyjnej (ofertowej), a aż dziesięciu spółek (czyli około połowy) – poniżej ceny, za jaką akcje były oferowane. Najkorzystniej w tym przypadku wypadł

TABELA 9. RANKING DEBIUTANTÓW WEDŁUG ZWROTU NA DZIEŃ DEBIUTU

Lp.	Spółka	Zwrot na zamknięcie sesji w dniu debiutu*		Średni zwrot ważony
		Akcje	PDA	
1	Optopol Technology		34,1%	34,1%
2	Trakcja Polska	23,0%	23,5%	23,4%
3	CAM Media	7,0%	8,0%	7,8%
4	NWR		7,3%	7,3%
5	Unibep	7,8%	6,8%	6,9%
6	ZM Herman		6,1%	6,1%
7	Cyfrowy Polsat	5,1%	-	5,1%
8	Towarzystwo Finansowe SKOK		4,5%	4,5%
9	Power Media		0,0%	0,0%
10	Drewex		0,0%	0,0%
11	Hardex		-1,0%	-1,0%
12	Selena FM		-2,3%	-2,3%
13	Sonel		-3,4%	-3,4%
14	Skyline Investment		-5,0%	-5,0%
15	Wojas		-6,5%	-6,5%
16	K2 Internet	-10,0%	-6,0%	-7,8%
17	Grupa Kościuszko		-8,5%	-8,5%
18	Zremb – Chojnice		-11,5%	-11,5%
19	Pozbud T&R		-16,7%	-16,7%
20	Azoty Tarnów		-19,7%	-19,7%

* Dla akcji nowych emisji zwrot był liczony na moment debiutu praw do akcji. W przypadku akcji sprzedanych przez wcześniejszych akcjonariuszy (oferta rynku wtórnego) zwrot był liczony na podstawie ceny na zamknięcie pierwszego dnia notowań akcji.

TABELA 10. RANKING DEBIUTANTÓW WEDŁUG ZWROTU MIESIĄC PO PRZYDZIALE AKCJI

Lp.	Spółka	Cena akcji miesiąc po przydziale w stosunku do ceny oferty IPO	Zmiana WIG w ciągu miesiąca od przydziału akcji	Relatywny zwrot dla inwestora po miesiącu od przydziału akcji, skorygowany o zmianę WIG
1	NWR	26,5%	-5,7%	32,1%
2	Optopol Technology	20,0%	-10,2%	30,1%
3	Trakcja Polska	21,6%	-2,4%	23,9%
4	Cyfrowy Polsat	15,0%	-0,1%	15,1%
5	CAM Media	7,0%	-0,1%	7,1%
6	TF SKOK	7,3%	0,1%	7,1%
7	Unibep	4,7%	-2,2%	6,8%
8	Sonel	-5,4%	-11,1%	5,7%
9	ZM Herman	-3,9%	-8,5%	4,6%
10	Hardex	1,0%	-2,4%	3,4%
11	Drewex	5,0%	1,9%	3,1%
12	Skyline Investment	-2,2%	-0,6%	-1,6%
13	Grupa Kościuszko	-16,9%	-11,2%	-5,7%
14	Selena FM	-4,5%	3,4%	-8,0%
15	K2 Internet	-5,0%	3,4%	-8,4%
16	Pozbud T&R	-20,8%	-11,6%	-9,2%
17	Power Media	-10,2%	1,0%	-11,2%
18	Azoty Tarnów	-29,1%	-9,5%	-19,6%
19	Zremb – Chojnice	-28,6%	0,5%	-29,1%
20	Wojas	-34,3%	-2,4%	-32,0%

Optopol Technology, który zapewnił inwestorom zwrot na poziomie 34% zainwestowanego kapitału, pomijając koszty transakcji. Na drugim miejscu uplasowały się papiery Trakcji Polskiej (+23%), a na trzecim CAM Media (+8%). Power Media oraz Drewex zakończyły swój pierwszy dzień na giełdzie na poziomie ceny emisyjnej. Zdecydowanie najgorszy pod tym względem okazał się ostatni debiutant minionego półrocza, czyli Zakłady Azotowe w Tarnowie, których prawa do akcji były

na zamknięcie pierwszego dnia notowań blisko 20% poniżej ceny emisyjnej. Nieco mniejsze straty odnotowały papiery Pozbudu (-17%) oraz Zrembu-Chojnice (-1,5%). Efekty zwrotu po pierwszym dniu notowań dla wszystkich IPO zaprezentowano w tabeli 9.

Spójrzmy, jak stopa zwrotu będzie wyglądać w nieco dłuższej perspektywie czasowej, tj. około miesiąca od przydziału akcji⁸. Jeżeli dodatkowo założymy, że inwestor angażuje swój kapitał od momentu przydziału akcji,

a w tym samym czasie mógłby go przeznaczyć na inwestycje w inne akcje notowane na GPW, to warto skorygować potencjalną stopę zwrotu o zmianę indeksu WIG w tym samym miesięcznym okresie. W ten sposób można zniwelować do pewnego stopnia wpływ bieżącego trendu na giełdzie na zysk/stratę z konkretnej inwestycji, a jednocześnie lepiej oddać percepcję osiągniętego wyniku przez inwestora – w pewnym sensie niezależnie od bieżącej sytuacji na rynku kapitałowym.

W omawianym przypadku największy, bo ponad 32-proc. zwrot dały inwestorom papiery spółki NWR. Oczywiście, po uwzględnieniu ponad 5% spadku indeksu WIG w miesięcznym okresie od przydziału tych akcji. Na kolejnych miejscach uplasowały się Optopol Technology i Trakcja Polska. Na ostatnim miejscu, spośród debiutantów I półrocza 2008, była spółka Wojas, która odnotowała znaczący spadek od swego debiutu (na debiucie ujemny zwrot wyniósł -6,5%, a miesiąc od przydziału, po uwzględnieniu lekkiego spadku WIG, było to już -32% straty) – tabela 10.

Okazuje się, że tylko dla części spółek zysk lub strata na IPO w dniu debiutu giełdowego i po miesiącu pozostaje na zbliżonym poziomie. Przykładem mogą być najlepsze pod tym względem Optopol Technology i Trakcja Polska, choć nie tylko. Ale w sumie ocena sytuacji jako stabilnej pod względem ceny notowań dotyczy mniej niż połowy debiutantów.

10. Domy maklerskie

Żadne wejście spółki na giełdę z ofertą sprzedaży akcji nie może obejść się bez domu maklerskiego. Wraz z doradcą prawnym i doradcą finansowym wspomagają spółkę w przygotowaniu prospektu emisyjnego i oferty. To również domy maklerskie występują w roli oferującego papiery wartościowe danej spółki. Niniejszy raport nie byłby zatem pełny bez rankingu domów maklerskich zaangażowanych przy IPO spółek debiutujących na giełdzie w Warszawie w I półroczu 2008. Informacja o doradcach zaangażowanych przy ofertach znajduje się w tabeli na końcu raportu.

Tabela 11 prezentuje wszystkie oferty i domy maklerskie, które je przygotowały.

Najaktywniejszym domem maklerskim pod względem liczby obsługiwanych emisji okazał się DM Amerbrokers, który

współpracował z Zakładami Mięsnymi Herman, Wojasem, Zrembem-Chojnice oraz Pozbudem. Obsługiwał zatem oferty relatywnie nieduże. Domy maklerskie BRE Banku, UniCredit CAIB, PKO BP, Penetrator oraz BOŚ obsługiwały po dwie oferty, zaś pozostałe wyłącznie po jednej. Należy jednak pamiętać o dość krótkim przedziale czasu, jaki raport obejmuje. Stąd też statystyki w tym względzie niekoniecznie muszą być miarodajne. Dwie duże oferty – Cyfrowego Polsatu oraz Seleny FM – były obsługiwane przez więcej niż jeden dom maklerski. W przypadku pierwszej spółki, Cyfrowego Polsatu, w sprzedaż akcji był również zaangażowany trzeci podmiot – bank inwestycyjny UBS Limited z siedzibą w Londynie.

Ze względu na duże zróżnicowanie wartości ofert, dla potrzeb przeprowadzenia rankingu domy maklerskie zostały podzielone na dwie grupy: obsługujące oferty do 100 i powyżej 100 mln zł.

W pierwszej kategorii mniejszych ofert, biorąc pod uwagę wartość zaoferowanego kapitału, wygrał zdecydowanie Dom Inwestycyjny BRE Banku zaangażowany przy ofertach spółek Optopol Technology i Unibep. Łączna wartość obsługiwanych przez DI BRE Banku emisji wyniosła 137 mln zł. Na wyróżnienie zasługuje Amerbrokers z wartością obsługiwanych ofert łącznie na poziomie 47 mln zł, ale należy zwrócić uwagę na fakt obsługi przez ten dom maklerski największej liczby (4) ofert tego okresu.

W drugiej kategorii większych ofert przyjęliśmy założenie, iż oferta obsługiwana przez kilka domów maklerskich była dzielona pomiędzy nie proporcjonalnie. W tym przypadku i przy tym założeniu nieznacznie zwyciężył Dom Maklerski BZ WBK obsługujący ofertę Zakładów Azotowych w Tarnowie, ale warto zwrócić uwagę na symboliczne wręcz różnice w wartości upłynnionego kapitału w zakończonych sukcesem IPO przez kolejne trzy domy maklerskie: Penetrator, CDM Pekao SA i UniCredit CAIB Poland. Kolejny na liście Dom Maklerski PKO BP uczestniczył w dwóch ofertach (jednej powyżej, a jednej poniżej 100 mln zł), ale tę większą dzielił z Mercuriusem i stąd miejsce w rankingu.

Tabela 11 prezentuje wartość obsługiwanych przez poszczególne domy maklerskie ofert (w ujęciu proporcjonalnym).

TABELA 11. ZESTAWIENIE DOMÓW MAKLESKICH OBSŁUGUJĄCYCH OFERTY

Lp.	Spółka	Dom maklerski
1	Optopol Technology	DI BRE Banku
2	ZM Herman	Amerbrokers Dom Maklerski
3	Skyline Investment	Millenium Dom Maklerski
4	Power Media	Biuro Maklerskie DnB Nord
5	Trakcja Polska	UniCredit CAIB Poland
6	Wojas	Amerbrokers Dom Maklerski
7	Hardex	IDMSA Dom Maklerski
8	Unibep	DI BRE Banku
9	Selena FM	Mercurius Dom Maklerski; DM PKO BP
10	K2 Internet	DM Penetrator
11	Zremb – Chojnice	Amerbrokers Dom Maklerski
12	Cyfrowy Polsat	UBS Ltd; CDM PekaoSA; DM Penetrator
13	CAM Media	DM BOŚ
14	TF SKOK	Beskidzki DM (BDM)
15	NWR	UniCredit CAIB Poland
16	Drewex	DM BOŚ
17	Grupa Kościuszko	BGŻ Biuro Maklerskie
18	Pozbud T&R	Amerbrokers Dom Maklerski
19	Sonel	DM PKO BP
20	Azoty Tarnów	DM BZ WBK

TABELA 12. RANKING DOMÓW MAKLESKICH WG WARTOŚCI OBSŁUGIWANYCH OFERT

Lp.	Dom maklerski	Liczba obsługiwanych ofert	Proporcjonalna wartość obsługiwanych ofert (mln PLN)
1	DM BZ WBK	1	294,77
2	Penetrator	2	291,42
3	CDM Pekao SA	1	276,71
4	UniCredit CAIB Poland	2	274,40
5	DI BRE Banku	2	137,10
6	DM PKO BP	2	109,34
7	Mercurius	1	82,50
8	Amerbrokers	4	47,21
9	BOŚ	2	30,53
10	Millennium	1	18,00
11	BGŻ	1	11,38
12	IDM	1	9,61
13	DnB Nord	1	7,00
14	BDM	1	4,17

11. Debiutanci na New Connect

W I połowie 2008 r. znacznie większa liczba spółek zadebiutowała na nowym rynku w Alternatywnym Systemie Obrotu (ASO) „New Connect” niż na rynku regulowanym GPW w Warszawie. Jednak ze względu na bardzo duże różnice w regulacjach tych rynków w wymaganiach dotyczących dopuszczenia spółek do notowań i obrotu na nich, wielkości tychże przedsiębiorców i wielu innych nie sposób analizować debiutantów na New Connect łącznie z tymi z Giełdy Papierów Wartościowych.

New Connect rozpoczął swoją działalność pod koniec sierpnia 2007 r. Oferta tego rynku została skierowana do mniejszych spółek z szybko rozwijających się i innowacyjnych segmentów gospodarki. Od początku jego istnienia do połowy sierpnia 2008 r. zadebiutowały na nim 62 spółki, z czego 24

w 2007 r., a 34 w I półroczu 2008. Łączna wartość rynkowa tych spółek to 1 281 mln zł, wg stanu na dzień 14 sierpnia 2008 r.

Spółki, które wchodziły na New Connect w I półroczu 2008, reprezentowały przede wszystkim branżę finansów i handlu detalicznego (po 7 spółek) oraz informatyki i usług (po 5 spółek).

Łączna wartość ofert, subskrypcji prywatnych, bo takie są przeprowadzane w przypadku tychże spółek, zamknęła się w kwocie 124 mln zł, przy czym 5 spółek takich subskrypcji przed wejściem na New Connect nie przeprowadzało. Pod względem wartości akcji przeznaczonych do objęcia największymi oferentami były spółki Euroimplant (11,1 mln zł) oraz Organic Farma Zdrowia (10,7 mln zł). Z drugiej strony, znalazły się również oferty nieprzekraczające 1 mln zł. Ponadto, spółki

TABELA 13. RANKING SPÓŁEK DEBIUTUJĄCYCH NA NEW CONNECT W I PÓŁROCZU 2008 R. WEDŁUG WARTOŚCI OFERTY

Lp.	Spółka	Data debiutu	Wartość oferty w subskrypcji prywatnej (mln PLN)	Autoryzowany Doradca
1	Euroimplant	18.03.2008	11,1	CEE Capital
2	Organic Farma Zdrowia	30.01.2008	10,7	ECM Dom Maklerski
3	Euro Consulting & Management	24.01.2008	9,8	Investin
4	Aton-Ht	29.02.2008	8,9	ProfesCapital
5	R&C Union	25.6.2008	8,0	Dom Maklerski BZ WBK
6	Centrum Klimat	27.05.2008	7,7	Capital One Advisers
7	Pragma Inkaso	14.04.2008	6,8	Beskidzki Dom Maklerski
8	Fast Finance	6.05.2008	5,1	Inwest Consulting
9	Zakupy.Com	24.06.2008	5,0	Łuczyński i Wspólnicy
10	Inteliwise	15.04.2008	4,9	Dom Maklerski Penetrator
11	Rodan Systems	28.01.2008	4,7	Capital One Advisers
12	Blue Tax Groupe	6.02.2008	4,0	CEE Capital
13	Krynicky Recykling	14.02.2008	4,0	Capital One Advisers
14	Nicolas Games	2.04.2008	4,0	Go Advisers
15	Victoria Asset Operation Centre	15.04.2008	3,1	ECM Dom Maklerski
16	Polman	10.01.2008	3,0	Inwest Consulting
17	Orzeł	10.04.2008	2,9	M&M Doradztwo Gospodarcze
18	Grupa Pactor – Potempa Inkasso	18.01.2008	2,6	Inwest Consulting
19	Alumast	3.01.2008	2,4	GoAdvisers
20	Doradcy24	26.06.2008	2,4	CEE Capital
21	Sakana	8.05.2008	2,0	Chłopecki Sobolewska i Wspólnicy Doradcy Prawni
22	Verbicom	9.05.2008	2,0	Inwest Consulting
23	Epigon	13.02.2008	1,9	Ruciński i Wspólnicy Kancelaria Audytorów i Doradców
24	PPH Wadex	3.06.2008	1,9	Beskidzki Dom Maklerski
25	Index Copernicus Int.	8.04.2008	1,6	IPO Doradztwo Strategiczne
26	Veno	7.02.2008	1,1	Celichowski – Szyndler – Więckowska i Partnerzy Kancelaria Adwokatów i Radców Prawnych
27	Marsoft	9.04.2008	0,9	Bank DnB Nord
28	Positive Advisory	30.06.2008	0,9	GoAdvisers
29	Perfect Line	24.04.2008	0,7	Ruciński i Wspólnicy Kancelaria Audytorów i Doradców
30	Vedia	8.04.2008	0,5	Łuczyński i Wspólnicy
31	Doradztwo Finansowe	20.03.2008	0,0	Kancelaria Radcy Prawnego Kingi Pajerskiej-Krasnowskiej
32	Compress	28.05.2008	0,0	Ruciński i Wspólnicy Kancelaria Audytorów i Doradców
33	Maxipizza	21.02.2008	0,0	Inwest Consulting
34	Xplus	29.05.2008	0,0	Ruciński i Wspólnicy Kancelaria Audytorów i Doradców

bardzo często nie starają się o dopuszczenie wszystkich swoich akcji do obrotu w ASO. W I półroczu 2008 uczyniło to jedynie 13 z 34 debiutantów, a średnio dopuszczeniem objętych jest 65% akcji.

Inwestowanie w spółki debiutujące na New Connect wiąże się ze zwiększonym ryzykiem dla inwestora. Dobrze to ilustruje wartość ofert oraz cena oferowanych akcji w dniu debiutu i ich porównanie z wartością obecną. Niektóre spółki przynoszą inwestorom olbrzymie stopy zwrotu, podczas gdy na innych można odnotować bardzo duże straty. Na ogół akcje debiutowały w notowa-

niach na New Connect znacząco powyżej cen emisyjnych. Łączna ich wartość mierzona w cenach debiutu była o 30% wyższa niż wartość emisyjna. Najlepiej pozwoliły zarobić papiery spółek Veno (780%) oraz Perfect Line (463%). Jednak poza kilkoma wyjątkami ceny z dnia debiutu nie utrzymały się długo. Według stanu w połowie sierpnia 2008 r. wartość akcji objętych w subskrypcjach prywatnych przed wejściem na New Connect była sumarycznie na poziomie ich wartości w cenach emisyjnych, choć w przypadku aż 20 debiutantów jest poniżej wartości, po jakiej zostały objęte (nawet do -74%).

Jest tu widoczny wpływ bessy, ale też tak dużych strat nie odnotowano w przypadku rynku regulowanego GPW.

W połowie sierpnia 2008 r. wartość rynkowa spółek debiutujących na New Connect w I półroczu 2008 wyniosła 770 mln zł, co stanowiło 60% kapitalizacji ASO. Największymi pod tym względem spółkami były Sakana (67 mln zł) oraz Centrum Klimat (63,5 mln zł). Warto zauważyć, że wartości te są większe od kapitalizacji sześciu mniejszych spółek debiutujących w omawianym okresie na rynku regulowanym.

Bardzo ważną rolę w przypadku New Connect pełnią autoryzowani doradcy. Firmy te spełniają nie tylko ważną rolę doradcą wobec spółek, które chcą zadebiutować w ASO w początkowej fazie przygotowania ich debiutu i oferty, ale i później pomagają im przy wypełnianiu obowiązków informacyjnych i kolejnych emisjach akcji. Autoryzowani doradcy mają także niebagatelne znaczenie przy poszukiwaniu inwestorów dla spółek. W I półroczu 2008 do najbardziej aktywnych doradców należały następujące firmy: Inwest Consulting, która wprowadziła 5 spółek, oraz Ruciński i Wspólnicy Kancelaria Audytorów i Doradców, która przygotowała debiut 4 spółek. Jeżeli natomiast weźmiemy pod uwagę wartość subskrypcji akcji, to na pierwsze miejsca wysuwają się CEE Capital (17,5 mln zł) oraz Capital One Advisers (16,5 mln zł).

Widać zatem, że mimo złych nastrojów na rynkach, małe spółki nie rezygnują z pozyskania kapitału poprzez prywatne subskrypcje i wprowadzenie akcji do obrotu. GPW w Warszawie zarządzająca New Connect ma ambitne plany dalszego rozwoju tego systemu i oczekuje że do końca roku będzie na nim notowane około 100 spółek.

Tabela 13 przedstawia spółki debiutujące na New Connect w I połowie 2008 r. wg wartości oferty w subskrypcji prywatnej.

13. Podsumowanie

Bessa panująca na rynkach finansowych w I półroczu 2008 niewątpliwie wpłynęła na oferty publiczne, jakie planowały spółki chcące zadebiutować na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Wiele spółek nie zrezygnowało jednak ze swych planów, chociaż liczba i wartość ofert była znacząco mniejsza niż w tym samym okresie poprzedniego roku. Co ciekawe, nie widać tego efektu na rynku New Connect, który nadal zaskakuje dynamiką swojego rozwoju.

ZESTAWIENIE DOMÓW MAKLEKSKICH, DORADCÓW I BIEGŁYCH REWIDENTÓW OBSŁUGUJĄCYCH SPÓŁKI PRZEPROWADZAJĄCE IPO W I PÓŁROCZU 2008

Lp.	Spółka	Dom maklerski	Doradca finansowy	Doradca prawny	Biegły rewident
1	Optopol Technology	DI BRE Banku	BRE Corporate Finance	Stolarek & Grabalski Kancelaria Prawnicza	Kancelaria Porad Finansowo-Księgowych dr Piotr Rojek
2	ZM Herman	Amerbrokers	BIEL capital		BIEL Audyt
3	Skyline Investment	Millenium		Kancelaria Prof. Marek Wierzbowski Radcowie Prawni	Meritum Audyt
4	Power Media	DnB Nord	DnB Nord	Kancelaria Prof. Marek Wierzbowski Radcowie Prawni	PKF Consult
5	Trakcja Polska	UniCredit CAIB Poland	UniCredit CAIB Poland	Domański Zakrzewski Palinka	BDO Numerica
6	Wojas	Amerbrokers	Art Capital	Kucharska i Siudak Radcowie Prawni	Polinvest-Audit
7	Hardex	IDM SA		Celichowski-Szyndler-Więckowska i Partnerzy Kancelaria Adwokatów i Radców Prawnych	PKF Consult
8	Unibep	DI BRE Banku	BRE Corporate Finance	Biedecki, Biedecki i Ptak	Mazur i Jabłoński
9	Selena FM	Mercurius; DM PKO BP	Mercurius Financial Advisors	Kancelaria Radców Prawnych Oleś & Rodzynkiewicz	Ernst & Young Audit
10	K2 Internet	DM Penetrator			Kancelaria Biegłych Rewidentów
11	Zremb – Chojnice	Amerbrokers	Inwestexpert Corporate Finance	Łatała i Wspólnicy	Audit-Dor
12	Cyfrowy Polsat	UBS Ltd, CDM PekaoSA, DM Penetrator	3GON EUROPE	Dewey & LeBoeuf Grzesiak	KPMG Audyt
13	CAM Media	DM BOŚ		Kancelaria Radców Prawnych Oleś & Rodzynkiewicz	BDO Numerica
14	Towarzystwo Finansowe SKOK	BDM SA	O.M. Finance	Kancelaria Radców Prawnych i Adwokatów Gluchowski Jedliński Rodziewicz Zwara i Partnerzy	REWIT Księgowi i Biegli Rewidenci
15	NWR	Unicredit CAIB Poland			
16	Drewex	DM BOŚ	Corvus Corporate Finance	Kancelaria Radców Prawnych Oleś & Rodzynkiewicz	Misters Auditor
17	Grupa Kościuszko	BGŻ BM	BIEL capital		BIEL Audyt
18	Pozbud T&R	Amerbrokers	Inwest Consulting		Eureka Auditing
19	Sonel	DM PKO BP		Kancelaria Radców Prawnych, Leszek Czarny, Wojciech Budny i Wspólnicy	ZBR Faber
20	Azoty Tarnów	DM BZ WBK	BZ WBK	Hogan&Hartson Jamka	HLB Frąckowiak i Wspólnicy

Sytuacja na warszawskiej giełdzie, podobnie jak na rynkach kapitałowych całego świata, negatywnie wpłynęła na popyt na nowe papiery i blisko połowa spółek nie zrealizowała swoich zamierzeń związanych z wysokością pozyskanego kapitału. Inwestycje dokonywane w IPO w I półroczu 2008 nie przyniosły inwestorom zysków takich jak w analogicznym okresie ubiegłego roku. Połowa spółek przeprowadzających IPO zamknęła dzień debiutu z ceną akcji poniżej ceny z oferty. Plusem dla spółek były natomiast niższe niż w 2007 r. koszty oferty.

GPW w Warszawie była europejskim liderem, jeśli chodzi o liczbę spółek wprowadzających papiery do obrotu. Czy ta sytuacja utrzyma się w następnym półroczu? Na razie na rynku regulowanym nie zadebiutowała od końca czerwca ani jedna spółka.

RAPORT POWSTAŁ POD PATRONATEM MERYTORYCZNYM PROGRAMU WARSAW-ILLINOIS EXECUTIVE MBA UNIwersYTETU WARSZAWSKIEGO I UNIVERSITY OF ILLINOIS.

DR MIECZYSLAW GRUDZIŃSKI JEST WYKŁADOWCĄ WARSAW-ILLINOIS EXECUTIVE MBA UNIwersYTETU WARSZAWSKIEGO I UNIVERSITY OF ILLINOIS, PRACOWNIKIEM NAUKOWYM AKADEMII LEONA KOŹMIŃSKIEGO, PARTNEREM OCEAN CAPITAL MANAGEMENT.

TOMASZ DALACH JEST PARTNEREM OCEAN CAPITAL MANAGEMENT, ABSOLWENTEM POLITECHNIKI WARSZAWSKIEJ ORAZ WARSAW-ILLINOIS EXECUTIVE MBA UNIwersYTETU WARSZAWSKIEGO I UNIVERSITY OF ILLINOIS.

MARIUSZ WAGNER JEST ANALITYKIEM, WSPÓŁPRACUJĄCYM Z OCEAN CAPITAL MANAGEMENT, ABSOLWENTEM UNIwersYTETU ŁÓDZKIEGO.

- 1 *Wartość ta nie uwzględnia oferty Immoeast, która, podobnie jak NWR, była przeznaczona na kilka giełd papierów wartościowych. Oferta Immoeast znacząco podwyższała całkowitą wartość ofert polskiego rynku, która z uwzględnieniem tej spółki wynosiła 15 208,29 mln zł.*
- 2 *Menedżerem oferty globalnej i współtworzącym księgę popytu był również UBS Limited z siedzibą w Londynie.*

- 3 *Brak informacji na temat kosztów oferty poniesionych przez spółkę New World Resources, dlatego nie ma jej w zestawieniu.*
- 4 *Wielkość tę ustalono na podstawie 62 ofert spółek, które przeprowadziły w Polsce w 2007 r. emisje na rynku pierwotnym i dla których dane o kosztach emisji były dostępne.*
- 5 *Wielkość tę ustalono na podstawie danych dotyczących 35 ofert spółek z 2006 r.*
- 6 *W przypadku NWR dane te nie były możliwe do policzenia ze względu na międzynarodową specyfikę oferty i możliwość elastycznego reagowania na różnice popytu występujące pomiędzy rynkami.*
- 7 *Ze względu na brak informacji o kosztach emisji na rynku polskim oraz braku możliwości odniesienia polskiej części emisji do wielkości pozyskanego kapitału pominięto w tych analizach spółkę NWR.*
- 8 *Obliczenia przeprowadzono dla 30 dni od terminu przydziału akcji bądź w dniu najbliższej dostępnej sesji giełdowej.*