

Uwarunkowania sukcesu debiutu giełdowego na przykładzie Poznańskiej Korporacji Budowlanej Pekabex SA

Mateusz Furmanik*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest podkreślenie znaczenia decyzji podejmowanych przez właścicieli i zarząd przedsiębiorstwa w trakcie przygotowań do debiutu giełdowego dla jego finalnego sukcesu.

Metodologia badania – Badanie oparte jest na metodzie *case study*. W wyniku analizy efektywności strategii debiutów giełdowych przedsiębiorstw wchodzących na parkiet główny warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych wyodrębniono spółkę Pekabex jako wzorcowy przykład debiutu giełdowego, biorąc pod uwagę kryteria takie, jak: wielkość pozyskanych środków, wzrost rozpoznawalności marki oraz trafność wyceny akcji oferowanych inwestorom.

Wynik – Rezultatem przeprowadzonych badań jest stwierdzenie, że dzięki stworzeniu perspektywicznej, wiarygodnej i realnej wizji przedsiębiorstwa oraz umiejętnemu zaprezentowaniu jej inwestorom możliwa jest jednoczesna maksymalizacja wpływów z emisji akcji i uzyskanie pozytywnego efektu marketingowego.

Oryginalność/wartość – Artykuł poza wartością naukową posiada także praktyczny wymiar. Stanowi on swoisty przewodnik postępowania dla spółek przygotowujących się do wejścia na rynek publiczny.

Słowa kluczowe: debiut giełdowy, gwarancja emisji, księga popytu, przesłanie inwestycyjne

Wprowadzenie

Decyzja o debiucie spółki na rynku giełdowym nie jest wyborem *stricte* finansowym, wynikającym tylko i wyłącznie z potrzeby pozyskania środków niezbędnych do jej rozwoju, lecz ma ona niewątpliwie wymiar strategiczny. Upublicznienie przedsiębiorstwa wiąże się z koniecznością wcześniejszego wykreowania jego dobrego wizerunku, który wzbudzi zainteresowanie inwestorów i w konsekwencji spowoduje dopływ kapitału do firmy. Powodzenie pierwszej oferty publicznej (IPO od ang. *Initial Public Offering*) jest w dużej mierze uzależnione od jakości przeprowadzanego procesu, zaangażowanych w niego podmiotów oraz sprawnej komunikacji z uczestnikami rynku kapitałowego za pośrednictwem szerokiego instrumentarium kanałów informacyjnych.

Emitent poddawany jest bardzo silnej presji zarówno ze strony inwestorów, jak i podmiotu oferującego papiery wartościowe, aby ustalić cenę emisyjną akcji na możliwie najniższym poziomie i zapewnić subskrybentom ponadprzeciętne stopy zwrotu. Bezkrtyczne

* mgr Mateusz Furmanik, doktorant, Wydział Finansów i Prawa Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, ul. Rakowicka 27, 31-510 Kraków, e-mail: mateoosh@vp.pl.

podporządkowanie się naciskom otoczenia prowadzi do znaczącego uszczuplenia wzrostu kapitału debiutującego na giełdzie przedsiębiorstwa, ograniczając tym samym jego możliwości rozwojowe. Z drugiej jednak strony zawyżenie wartości IPO w długim okresie skutkuje uznaniem spółki za niewiarygodną i praktycznie zamyka drogę do pozyskiwania funduszy poprzez giełdę w przyszłości. Przyjęta hipoteza badawcza brzmi: dzięki sformułowaniu przekonującej strategii rozwoju, konsekwentnej jej realizacji oraz transparentnej komunikacji z inwestorami, emitent może uniknąć powszechnie występującego w procesie pierwszej oferty publicznej efektu niedowartościowania, który stanowi niepotrzebny dodatkowy koszt emisji akcji.

1. Motywy i konsekwencje przeprowadzenia debiutu giełdowego

Postanawiając o wejściu do obrotu publicznego, właściciele podmiotu gospodarczego muszą mieć pewność co do opłacalności takiego przedsięwzięcia. W szczególności zaleca się uprzednie sporządzenie komparatywnej analizy kosztów i korzyści pozyskania alternatywnych źródeł finansowania, np. poprzez fuzję z inną jednostką lub kredyt bankowy. Gruntownej oceny wymagają także skutki zaniechania emisji związane ze zmniejszeniem posiadanego udziału w rynku i utratą konkurencyjności (Dębski 2014, s. 112–113).

Tabela 1

Zalety i wady obecności przedsiębiorstwa na rynku publicznym

Zalety	Wady
<p>1. Dywersyfikacja źródeł finansowania. Rynek publiczny charakteryzuje się dużą konkurencją kapitału inwestorów i każda spółka giełdowa może za pośrednictwem kolejnych emisji z tych środków korzystać. Obecność na rynku publicznym ułatwia pozyskiwanie kapitału własnego, jako, że jednostka jest już znana inwestorom.</p> <p>2. Efekt marketingowy. Upublicznienie akcji wzbudza zainteresowanie środków masowego przekazu. Stanowi tym samym bezpłatną promocję, która pozwala spółce przebić się do świadomości szerszego grona interesariuszy.</p> <p>3. Wzrost wiarygodności. Transparentność spółek giełdowych sprawia, iż cieszą się one większym zaufaniem inwestorów, niż firmy prywatne. Przekłada się to na wzrost ich prestiżu i renomy oraz skutkuje niższą wyceną ryzyka inwestycyjnego.</p> <p>4. Ekspansja na rynku. Emisja walorów pozwala przedsiębiorstwu zdobyć kapitał niezbędny do ulepszenia jakości wytwarzanych produktów lub wprowadzenia na rynek nowych. Może być też drogą do znalezienia inwestora strategicznego bądź początkiem procesu budowania grupy kapitałowej.</p> <p>5. Rynkowa wycena akcji. Dokonywanie rynkowej wyceny spółki umożliwia bieżącą ocenę działań zarządu oraz jest bodźcem do wdrożenia systemu efektywnościowego wiążącego płace kierownictwa z wartością rynkową podmiotu gospodarczego.</p>	<p>1. Stosunkowo wysokie koszty, które są pochodną przygotowania emisji akcji, jej przeprowadzenia na rynku pierwotnym oraz wprowadzenia na giełdę. Ponadto spółki stanowiące przedmiot publicznego obrotu zobowiązują się do przedstawiania raportów kwartalnych informujących o ich sytuacji finansowej. Występowanie na giełdzie wiąże się również z ponoszeniem stałych opłat na rzecz tej instytucji.</p> <p>2. Niebezpieczeństwo utraty sprawowania kontroli nad firmą. Istnieje zagrożenie wystąpienia wrogiego przejęcia poprzez masowy skup akcji spółki na rynku wtórnym, którego skutkiem może być pozbawienie dotychczasowych właścicieli decydującego głosu o jej sprawach.</p> <p>3. Konieczność odkrywania się przed podmiotami konkurencyjnymi. Status spółki publicznej obliguje do zachowania przejrzystości, a co za tym idzie podawania do powszechnej wiadomości informacji, które mogą być użyteczne dla konkurencji.</p>

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Czekaj, Dresler (2005), s. 178–179.

Fundamentalną kwestią przy przeprowadzaniu emisji akcji jest rozkład pakietów kontrolnych. W jej rezultacie do grona dotychczasowych właścicieli przedsiębiorstwa mogą dołączyć nowi, w tym konkurenci lub podmioty dążące do przejęcia kontroli nad nim. Nowa emisja skutkuje również rozwodnieniem zysku przypadającego na akcję, a tym samym niższą stopą zwrotu z ulokowanego kapitału (Mamcarz, 2013, s. 561–562). Spółka, decydując się na debiut giełdowy, musi zatem uwzględniać wiele różnorodnych czynników oraz zorganizować go tak, aby zminimalizować istniejące zagrożenia. Zestawienie pozytywnych i negatywnych stron występowania na rynku publicznym prezentuje tabela 1.

Środków uzyskanych poprzez rynek pierwotny emitenci nie mogą traktować na równi z zyskiem, ponieważ służą one finansowaniu rozmaitych inwestycji rozwojowych, których efektem będzie rozbudowa mocy produkcyjnych, zwiększenie stanu zasobów bądź restrukturyzacja. Nie ulega wątpliwości, że przeznaczenie pozyskanego w wyniku emisji kapitału zysku na konsumpcję poprzez podwyżki płac lub premie dla zarządu byłoby swoistym marnotrawstwem i skutkowałoby obniżeniem reputacji firmy.

2. Procedura upublicznienia akcji przedsiębiorstwa

Upublicznienie podmiotu gospodarczego jest procesem złożonym i czasochłonnym, a stopień jego skomplikowania zależy od segmentu rynku kapitałowego, na którym ma on miejsce. Najwyższą złożonością charakteryzuje się procedura wejścia na główny parkiet giełdowy. Już samo jej rozpoczęcie wymaga spełnienia dwóch warunków formalnych: odpowiedniego rozproszenia akcjonariatu oraz wielkości kapitalizacji wynoszącej co najmniej 10 mln euro. Z kolei dla mniejszych spółek przeznaczony jest mało sformalizowany rynek NewConnect, na którym procedura debiutu jest o wiele mniej uciążliwa i pracochłonna.

Emitent akcji jest zobligowany do przygotowania prospektu emisyjnego, który powinien zawierać: podstawowe informacje dotyczące oferty, ekonomiczną i prawną charakterystykę spółki, ocenę perspektyw rozwoju, główne czynniki ryzyka oraz zestawienie sprawozdań finansowych z trzech ostatnich lat. Dane w nim zamieszczone powinny być zaprezentowane tak, aby pozwalały inwestorom na poprawne wnioskowanie odnośnie finansowego położenia spółki (Czekaj, 2008, s. 124–126). Jeżeli tylko prospekt emisyjny spełnia wymogi formalne, Komisja Nadzoru Finansowego nie może odmówić jego zatwierdzenia. Oznacza to, że emitenci papierów wartościowych sami decydują o szczególności dokumentu, ponosząc przy tym pełną odpowiedzialność za treść ewentualnych nieprawidłowych informacji, a także za zatajenie wszelkich istotnych kwestii.

Publiczna emisja udziałowych papierów wartościowych, które docelowo staną się przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, musi dokonywać się za pośrednictwem firmy inwestycyjnej. Firmą inwestycyjną jest dom maklerski, bank lub zagraniczna osoba prawna posiadająca uprawnienia do prowadzenia działalności maklerskiej na terytorium Polski. W zależności od warunków zawartej z emitentem umowy jej rola na rynku pierwotnym może przybierać charakter pasywny lub aktywny. Pełniąc rolę pasywną, firma

inwestycyjna bądź ich konsorcjum jedynie pośredniczy pomiędzy emitentem, a nabywcami walorów, nie biorąc na siebie jakiegokolwiek odpowiedzialności za dojście emisji do skutku, przez które rozumie się jej terminowe rozprowadzenie. Zgodnie z obowiązującym prawem finalizacja emisji akcji musi nastąpić w przeciągu trzech miesięcy od jej rozpoczęcia (Ustawa, 2000, art. 48 § 1).

Odmiennie wygląda sytuacja, gdy w rozprowadzaniu emisji firma inwestycyjna pełni rolę aktywną. Ponośi ona wówczas ryzyko braku alokacji emisji w wymaganym terminie, stając się tym samym gwarantem jej skutecznego. Oznacza to, iż jeśli całkowita pula wyemitowanych akcji nie zostanie nabyta przez inwestorów w ustawowo przewidzianym czasie, to firma inwestycyjna będzie zobligowana zakupić pozostałą część. W takim przypadku ma ona do wyboru traktować niewykupiony przez inwestorów pakiet akcji jako lokatę długoterminową albo sprzedać go tuż po wprowadzeniu do obrotu giełdowego, zyskując lub tracąc w zależności od relacji ceny rynkowej do ceny emisyjnej (Hunger, 2001, s. 40). Aktywna rola firmy inwestycyjnej wiąże się z nieporównanie wyższą opłatą ponoszona przez emitenta na jej rzecz, aniżeli przy umowie dotyczącej jedynie pośrednictwa.

Łączne koszty gwarancji emisji (underwrtingu) wynoszą od kilku do nawet kilkunastu procent jej wartości, natomiast ich dokładny poziom jest ściśle skorelowany z panującą koniunkturą giełdową. W okresie występowania wzmożonego popytu na rynku kapitałowym, kiedy nowe emisje osiągają wysokie ceny i sprzedają się relatywnie łatwo, wynagrodzenia dla underwriterów będą odpowiednio niższe. Takie warunki sprawiają, iż emitenci mogą sobie pozwolić na objęcie umowami ubezpieczeniowymi tylko część emisji, co także ogranicza poziom kosztów (Zheng, Ogden, Jen, 2005, s. 294–298). Z kolei, jeśli popyt jest niedostateczny, zwłaszcza, kiedy należy oczekiwać dalszego jego osłabienia w przyszłości oraz spadku cen, koszty gwarancji emisji wzrosną.

3. Determinanty powodzenia pierwszej oferty publicznej

O sukcesie lub porażce IPO decydują nie tylko formalnoprawne aspekty procedury upublicznienia akcji, lecz przede wszystkim działania organizacyjne emitenta prowadzone pod kątem zwiększenia jej efektywności, które obejmują w szczególności (Podedworna-Tar-nowska, 2011, s. 473):

- przeprowadzenie badania *due diligence* oraz wstępnej wyceny przedsiębiorstwa,
- opracowanie kierowanego do inwestorów przesłania inwestycyjnego (*equity story*),
- sporządzenie raportu analitycznego,
- rozplanowanie struktury oferty i dostosowanie do niej strategii marketingowej,
- budowę księgi popytu (*book-building*) i określenie ostatecznej ceny emisyjnej,
- alokację emisji.

Możliwa jest agregacja etapów procesu oferty publicznej i wskazanie w nim dwóch zasadniczych faz: przygotowania i realizacji, podczas których kształtuje się końcowa wycena spółki. Na etapie przygotowania, w rezultacie gruntownej analizy prawnych, ekonomicznych

i organizacyjnych aspektów działalności przedsiębiorstwa oraz zaplanowania wszystkich szczegółów procesu, włącznie z wybraniem sposobu komunikacji z inwestorami, następuje wstępna wycena akcji. Ważnym narzędziem służącym przyciągnięciu kapitałodawców jest przesłanie inwestycyjne, którego główny punkt stanowi długoterminowa strategia rozwoju. Celem *equity story* jest bowiem przekonanie inwestorów, że operacyjna i finansowa sytuacja firmy-emitenta jest unikalna i pozytywnie rokuje na wzrost sprzedaży oraz generowanej marży. Jednakże przesłanie inwestycyjne nie może pomijać zidentyfikowanych biznesowych rodzajów ryzyka, ani koncepcji ich zaadresowania, ponieważ inwestorzy doskonale zdają sobie sprawę, iż podejmowanie aktywności gospodarczej wiąże się z licznymi zagrożeniami, a próba udowodnienia, że jest inaczej, tylko obniża wiarygodność emitenta (Ostrowska, 2007, s. 55).

Przedstawiona w *equity story* propozycja wartości spółki powinna uwzględniać już przeznaczenie i sposób wydatkowania funduszy pochodzących z emisji. Istotne jest, aby były one zgodne z długofalową strategią przedsiębiorstwa. W przeciwnym razie nie można liczyć na skuteczność giełdowego debiutu. Nierzadko w praktyce zdarza się sytuacja, że firma znajdująca się w znakomitym położeniu finansowym, o obiecujących perspektywach na przyszłość, zostaje niedoszacowana przez inwestorów wskutek źle przygotowanego przekazu informacyjnego (Lowry, Schwert, 2004, s. 3–6). Może się to przekładać na niedostateczny popyt na akcje spółki i skutkować na zamknięciu sesji notowań giełdowych w dniu debiutu wyceną rynkową znacząco odbiegającą *in minus* od ceny emisyjnej. Zapobiec temu pozwala na ogół ścisła współpraca z pośrednikiem finansowym oferującym walory do sprzedaży, który dysponując większym od emitenta doświadczeniem, będzie efektywniej zarządzał procesem IPO, co znajdzie również wyraz w lepszej komunikacji spółki ze wszystkimi jej interesariuszami.

W fazie realizacji analitycy oferującego sporządzają model wyceny i konfrontują go ze spółką. Najpopularniejszymi technikami estymacji wartości przedsiębiorstwa na potrzeby inwestycyjne są metody dochodowe oparte na zdolności jednostki do generowania wolnych przepływów pieniężnych w przyszłości. Ponieważ jednak wynik wyceny zależy od wielu przyjmowanych przez wyceniających założeń, uzupełniająco stosuje się metody mnożnikowe, których bazę stanowią wskaźniki analityczne firm porównywalnych. Tym samym model wyceny spółki w procesie pierwszej oferty publicznej nie odbiega zbytnio od modeli wykorzystywanych na innych etapach rozwoju podmiotu gospodarczego. Zasadnicza różnica polega na tym, że przy wycenie dla celów IPO dodatkowo pojawiają się wpływy z emisji akcji, co obrazuje poniższa formuła (Mikołajek-Gocejna, Podedworna-Tarnowska, 2012, s. 612–614):

$$\text{wartość pojedynczej akcji (dla celów IPO)} = \frac{\text{wartość przedsiębiorstwa wynikająca z przyjętego modelu wyceny} + \text{wpływy z emisji}}{\text{całkowita liczba akcji po emisji}}$$

Finalna wycena fundamentalna dostępna w raporcie analitycznym stanowi punkt wyjścia do ustalenia poziomu ceny emisyjnej. Poprzez serię spotkań z inwestorami (*road shows*) emitent dokonuje weryfikacji otrzymanej w modelu wartości, dopasowując ją do sugestii potencjalnych kapitałodawców. W ten sposób dochodzi do określenia przedziału ceny emisyjnej. Niejednokrotnie emitent będzie skłonny obniżyć cenę walorów, jeżeli wśród przyszłych nabywców znajdują się inwestorzy strategiczni, czyli tacy, którzy są nastawieni na utrzymywanie akcji w portfelu przez długi okres (Czekała, 2006, s. 10).

4. Określanie ceny emisyjnej akcji

Ustalenie ostatecznej ceny emisyjnej jest najbardziej kontrowersyjnym elementem procesu publicznej oferty akcji. Ścierają się tu dwie sprzeczne ze sobą tendencje. Pierwsza dotyczy chęci podwyższenia ceny przez firmę-emitenta, która oczekuje zebrania możliwie największej kwoty kapitału, a druga wynika ze sceptycyzmu oferującego, dążącego z kolei do określenia ceny emisyjnej na względnie niskim poziomie w związku z ewentualnymi trudnościami zbycia walorów. Jeżeli uzgodniona cena okaże się nadmiernie niska i rynek skoryguje w górę jej poziom w obrocie giełdowym, ponadprzeciętne korzyści odniosą inwestorzy, zaś emitent akcji poniesie stratę z tytułu niedoszacowania popytu. Biorąc pod uwagę zachowanie rynku, mógłby on bowiem zgromadzić większy kapitał. Natomiast przy przeszacowaniu ceny emisyjnej największej straty dozna underwriter, który niesprzedane inwestorom walory będzie zbywał na rynku wtórnym po cenie niższej od emisyjnej. Taka sytuacja, mimo że pozwoli na zebranie znaczącej puli środków, nie jest również korzystna dla spółki-emitenta, gdyż wpływa ona negatywnie na jej wizerunek i utrudnia plasowanie kolejnych ofert na rynku. Dlatego ustalenie finalnej ceny emisyjnej powinno stanowić wyraz swoistego kompromisu uwzględniającego interesy wszystkich zainteresowanych stron, tj. akcjonariuszy, pośrednika finansowego oraz potencjalnych inwestorów (Duszek, 2007, s. 28–29).

Dla pierwotnego rynku akcji charakterystyczne są trzy sposoby określania ceny emisyjnej walorów, a mianowicie metoda ceny stałej, metoda ceny zmiennej oraz *book-buliding*. Pierwsza z metod zakłada nabywanie przez inwestorów udziałowych papierów wartościowych po cenie z góry ustalonej przez emitenta, który w ten sposób, pod warunkiem skutecznego rozprowadzenia emisji, zapewnia sobie pewną stałą kwotę kapitału. Natomiast według reguł metody ceny zmiennej inwestorzy dążący do wejścia w posiadanie akcji emitenta są zobligowani przystąpić do przetargu. Ustalenie ceny następuje wówczas na podstawie wartości zgłaszanych ofert. Metodę tę zaleca się przy występowaniu na rynku kapitałowym relatywnie dużej nadwyżki popytu nad podażą, a także w sytuacji istnienia poważnych trudności z określeniem przez przedsiębiorstwo najbardziej odpowiedniego poziomu ceny emitowanych walorów. Stosując metodę zmiennej ceny, spółka jest w stanie zebrać więcej kapitału, gdyż nabywcami akcji stają się tylko ci inwestorzy, którzy zadeklarowali chęć ich

kupna po najwyższej cenie. Jednocześnie wybranie tego sposobu wiąże się z większym ryzykiem, ponieważ gdy popyt jest niski, prowadzi on do zgromadzenia mniejszej puli środków z emisji (Hu, 2006, s. 6–8, 12–15). Ponadto istotnym zagrożeniem jest zorganizowane działanie inwestorów polegające na celowym zaniżaniu proponowanych cen.

Największym błędem popełnianym przy określaniu ceny emisyjnej walorów jest brak dokładnego rozpoznania popytu wśród szerokiego kręgu potencjalnych inwestorów. Przyjęcie takiej, a nie innej ceny w oparciu tylko o własną ocenę sytuacji rynkowej bez przeprowadzenia gruntownych testów rynkowych, niejednokrotnie skutkuje nierozprowadzeniem części emisji i praktycznie zamyka firmie drogę do pozyskiwania kapitału własnego w przyszłości poprzez giełdę. Inwestorzy, którzy zakupili wyemitowane akcje na rynku pierwotnym, są bowiem rozgoryczeni faktem, że pozostałe w rękach gwaranta emisji niesprzedane pakiety walorów są następnie oferowane na rynku wtórnym ze znacznym dyskontem, co oznacza, że zwlekając wystarczająco długo, mogliby je nabyć po cenie nieporównywalnie niższej (Sójka, 2012, s. 59–61). Wydaje się więc, iż najwłaściwszą metodą ustalania ceny emisyjnej papierów wartościowych jest technika marketingowa wykorzystująca szczegółowe badania rynkowe. Taką techniką jest metoda *book-building*, która polega na konstruowaniu księgi zamówień na walory spółki-emitenta.

Budowa księgi popytu jest metodą wielofazową rozpoczynającą się od wspólnego określenia przez zarząd spółki oraz jej doradców przedziału, w którym powinna mieścić się cena emisyjna akcji, tak zwanych „widełek”. Następnie dochodzi do uruchomienia działań marketingowych. Sprowadzają się one do ankietowania potencjalnych inwestorów na temat ilości papierów, jaką gotowi byłiby zakupić w zależności od przyjętej ceny emisyjnej. Kluczowe znaczenie mają wyniki badań dokonywanych wśród inwestorów instytucjonalnych, ponieważ, jeśli wyrażają oni chęć nabycia konkretnego waloru, to na ogół rzeczywiście go kupują. Na bazie stworzonej księgi zamówień zarząd firmy-emitenta określa i publikuje wysokość ostatecznej ceny emisyjnej. Im przebadana próba inwestorów jest liczniejsza i bardziej reprezentatywna, tym trafniej ta cena zostanie ustalona (Linh, Yixia, Chien, 2012, s. 121–125).

Inną ważną zaletą metody *book-building* jest możliwość konfrontacji wyceny akcji spółki sporządzonej przez emitenta i oferującego z wycenami przeprowadzonymi przez inwestorów instytucjonalnych. W przypadku nadwyżki popytu na akcje firmy-emitenta nad ich podażą, większa redukcja zapisów dotyczy zwykle zamówień złożonych poza księgą popytu. Tym samym uczestnicy księgi popytu są zasadniczo uprzywilejowani, co zmusza inwestorów do rzetelnej wyceny już w chwili deklarowania objęcia walorów, gdyż inaczej narażą się na większą redukcję, niż kiedy zapis subskrypcyjny byłby zbieżny ze złożonym zamówieniem. Dzięki takiej procedurze spółka jest w stanie zmierzyć faktyczny popyt na akcje oraz określić ich cenę na poziomie zapewniającym maksymalne wpływy z emisji.

5. Pekabex – przykład trafionego debiutu

Działająca od 1991 roku Poznańska Korporacja Budowlana Pekabex SA jest firmą produkcyjno-budowlaną wyspecjalizowaną w wytwarzaniu i kompleksowym wykonawstwie konstrukcji z prefabrykatów żelbetowych i sprężonych. W Polsce spółka działa na rynkach budownictwa przemysłowego, logistycznego, handlowego, biurowego i infrastrukturalnego. Na tle konkurencji Pekabex wyróżnia się jakością zarządu, skalą i możliwością kompleksowej realizacji kontraktów. W 2006 roku przedsiębiorstwo stanęło na skraju bankructwa, przed którym uratowało je daleko idące wsparcie kapitału prywatnego. Dzięki niemu dokonano modernizacji i powiększenia fabryki w Poznaniu oraz przejęto liczne zakłady na terenie całej Polski. Od tego momentu spółka nieustannie się rozwija, w sposób ciągły realizując kolejne kapitałochłonne inwestycje, do których niezbędne jest pozyskiwanie funduszy zewnętrznych. Po gruntownej analizie wszelkich dostępnych rozwiązań na początku 2015 roku władze firmy zdecydowali, że najlepszą drogą na zgromadzenie środków finansowych wymaganych do dalszego wzrostu będzie przeprowadzenie pierwszej oferty publicznej akcji.

Pekabex zadebiutował na parkiecie głównym Giełdy Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie 8 lipca 2015 roku. Do przygotowania tego wydarzenia zostali oddelegowani najlepsi pracownicy spółki. Intensywne prace trwały przez sześć miesięcy. Oferującym był Dom Maklerski PKO BP. Pełnił on jednak rolę tylko pasywną. Firma nie podpisała umowy o gwarancję emisji, uznając ją za niepotrzebny koszt. Tym samym zarządzający wzięli na siebie ryzyko niedojścia emisji do skutku, podejmując się prowadzenia wzmoczonych działań marketingowych mających na celu przekonanie potencjalnych nabywców do kupna walorów. Z liczącego 668 stron prospektu emisyjnego wybrano najważniejsze informacje i w formie przystępnej dla czytelnika prezentacji sporządzono 39-słajdowe *equity story*. Spółka wykazała w nim całkowitą transparentność. Wyeksponowano bowiem nie tylko pozytywne aspekty aktywności gospodarczej, ale również wszelkie istniejące ryzyka oraz ogłoszono szczegółowy plan wydatkowania środków pochodzących z emisji akcji. Następnie przesłanie inwestycyjne zostało zakomunikowane inwestorom na drodze spotkań osobistych, w prasie oraz poprzez strony internetowe emitenta, domu maklerskiego i portali branżowych. Kluczowe informacje z *equity story* przedsiębiorstwa Pekabex zestawiono w tabeli 2.

Proces IPO przedsiębiorstwa Pekabex łączył formy oferty sprzedaży akcji oraz emisji nowych walorów w trybie publicznej subskrypcji. Dotychczasowi właściciele zdecydowali o sprzedaży 4 366 667 akcji, natomiast uchwała Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy z dnia 21 stycznia 2015 roku dawała menedżerom firmy upoważnienie do emisji od 1 do 4 166 666 nowych udziałowych papierów wartościowych. Kiedy spółka ogłosiła oczekiwane wpływy brutto z emisji w wysokości 25 milionów zł, inwestorzy spodziewali się emisji maksymalnej dopuszczalnej liczby nowych akcji, a tym samym wyznaczenia ich ceny na poziomie 6 zł. Taka decyzja oznaczałaby jednak 67-procentowe niedoszacowanie walorów firmy, wiążąc się z istotnym transferem wartości do nowych akcjonariuszy i utratą potencjalnych

Tabela 2

Przesłanie inwestycyjne spółki Pekabex

Rynek i jego perspektywy	Mocno rozdrobniony i wysoce konkurencyjny rynek Relatywnie mała ilość nowych przedsiębiorstw pojawiających się na rynku Systematycznie i dynamicznie rosnąca wartość rynku
Pozycja rynkowa	Lider rynku prefabrykatów żelbetowych w Polsce Duży i zdywersyfikowany portfel zamówień Optymalnie zlokalizowane zakłady produkcyjne
Strategia długoterminowa	Rozbudowa mocy produkcyjnych w posiadanych zakładach Konsolidacja rynku i modernizacja zakładów Ekspansja zagraniczna
Wzrost przychodów i wydajności operacyjnej	Wprowadzenie innowacyjnych, zaawansowanych technicznie wyrobów Postępująca informatyzacja i automatyzacja Rozwinięcie systemu monitorowania procesów
Sytuacja operacyjna i finansowa	Dynamiczny wzrost przychodów ze sprzedaży Stąła poprawa rentowności operacyjnej Wysoka płynność finansowa mająca odzwierciedlenie w niskim dźwigu netto
Istniejące ryzyka	Duża wrażliwość na wahania koniunktury w segmencie budowlanym Ryzyko zmian w kodeksie pracy dla działalności usługowej w Niemczech Pojawienie się trudności z utrzymaniem kluczowej kadry zarządczej
Cele emisyjne	Sfinansowanie przejścia spółki Kokoszki Prefabrykacja SA Inwestycje w nowe zakłady w rejonie aglomeracji warszawskiej Zasilenie kapitału obrotowego w związku z planowaną realizacją kontraktów

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu analitycznego Domu Maklerskiego PKO BP oraz prezentacji grupy Pekabex przygotowanej na potrzeby przeprowadzenia publicznej oferty akcji.

możliwości rozwojowych. Ostatecznie kadra menedżerska przedsiębiorstwa postanowiła wyemitować 3 mln nowych akcji, określając ich cenę emisyjną na 10 zł. Po serii wymagających spotkań z inwestorami przedstawiciele Poznańskiej Korporacji Budowlanej zdołali ich przekonać do zaakceptowania tej wartości. Transza akcji dla inwestorów instytucjonalnych wyniosła 6 777 334, z kolei inwestorzy indywidualni zakupili 589 333 walorów przy imponującej stopie redukcji 84%. Mechanizm wyceny akcji spółki przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3

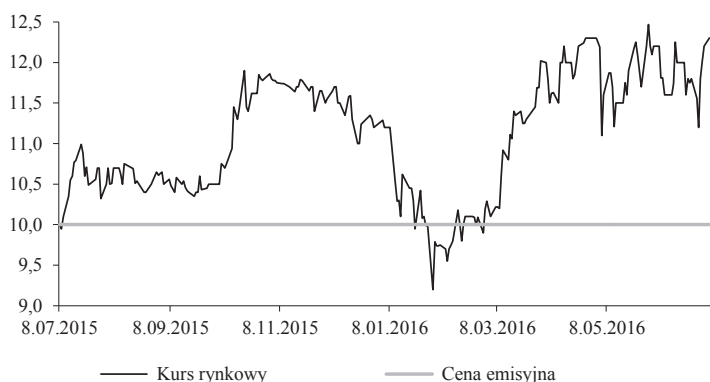
Charakterystyka wyceny Pekabex SA

Wycena akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) (zł)	11,24
Wycena porównawcza na akcję (zł)	10,90
Struktura wyceny DCF/porównawcza (%)	50/50
Wycena końcowa ceny akcji (zł)	11,07
Cena emisyjna (zł)	10,00
Dyskonto (%)	9,67
Kurs zamknięcia z pierwszego dnia notowań (zł)	10,00
Niedowartościowanie IPO (%)	0

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu analitycznego Domu Maklerskiego PKO BP.

Wycena metodą dochodową została opracowana na podstawie 6-letniego horyzontu prognozy szczegółowej. Stopę wzrostu wolnych strumieni pieniężnych po okresie prognozy ustalono na poziomie 1%. Udział wartości rezydualnej w finalnym rezultacie wyceny wyniósł 82,17%. W estymacji technikami porównawczymi wykorzystano mnożniki cena/zysk (P/E) oraz wartość przedsiębiorstwa/zysk operacyjny powiększony o amortyzację (EV/EBITDA), przyznając im jednakowe wagi. Jako spółki porównywalne wybrano: ZPUE, Elektrobudowę, Erbud, Torpol, Trakcję oraz Unibep. Na potrzeby wyznaczenia ceny emisyjnej akcji wobec ostatecznego wyniku wyceny wynoszącego 11,07 zł przyjęto 9,67-procentowe dyskonto, aby lokata środków w walorach spółki Pekabex przyniosła inwestorom krótkoterminowy zysk.

Na zamknięciu debiutu kurs akcji spółki Pekabex był dokładnie równy cenie emisyjnej i wyniósł 10 zł, co oznacza, że przedsiębiorstwo zdołało uniknąć powszechnych na giełdach papierów wartościowych efektów niedowartościowania i przewartościowania IPO. Równie idealnie trafione wyceny przy pierwszych ofertach publicznych akcji zdarzają się niezwykle rzadko. W latach 2005–2016 wśród 372 debiutów na parkiecie głównym GPW rynkowa wycena akcji ustaliła się na poziomie ceny emisyjnej lub inaczej określonego kursu odniesienia tylko dwudziestokrotnie (www.gpw.pl/debiuty_spolek). Rzetelnie przeprowadzona wycena sprzedawanych walorów oraz umiejętność przekonania inwestorów do wartości spółki pozwoliły Poznańskiej Korporacji Budowlanej zgromadzić w ramach IPO 30 mln zł wpływów brutto, czyli o 20% więcej, niż pierwotnie przewidywano, przy rozwodnieniu akcjonariatu mniejszym od zakładanego. Całkowite koszty emisji akcji wyniosły 1755 mln zł, a więc jedynie 5,85% wpływów brutto. Tak niski stosunek kosztów emisji do pozyskanych środków jest praktycznie niespotykany w przypadku ofert o wartościach zaledwie kilkudziesięciu milionowych, które nie są niedoszacowane.



Rysunek 1. Notowania spółki Pekabex w okresie 8.07.2015–7.07.2016 roku (zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.stooq.pl.

Z debiutu giełdowego Poznańskiej Korporacji Budowlanej Pekabex zadowoleni mogą być także inwestorzy, co ma ogromne znaczenie dla długoterminowego wizerunku spółki oraz możliwości plasowania kolejnych emisji w przyszłości. Wprawdzie nie osiągnęli oni zysku w dniu debiutu, jednak już od trzeciej sesji notowań mogli liczyć na ponadprzeciętne stopy zwrotu. Rekordowe notowanie z dnia 31.05.2016 roku wyraźnie przewyższyło wycenę sprzed debiutu i wyniosło 12,47 zł. Przebieg kursu akcji Pekabex SA w pierwszym roku po debiucie giełdowym zilustrowano na rysunku 1.

Uwagi końcowe

Sukces debiutu na rynku giełdowym warunkują nie tylko czynniki obiektywne, takie, jak położenie finansowe przedsiębiorstwa, ale przede wszystkim decyzje jego akcjonariuszy oraz kierownictwa podejmowane w trakcie przygotowań do tego wydarzenia. W pierwszej kolejności należy określić, czy wejście na giełdę jest w danym momencie najlepszą formą pozyskania funduszy. Gdy decydenci firmy uzyskają już pewność, że chcą zgromadzić kapitał w drodze pierwszej oferty publicznej akcji, muszą oni dokonać wyboru domu maklerskiego, który będzie oferował papiery wartościowe, a także przeprowadzić wśród inwestorów gruntowne badania marketingowe dotyczące przewidywanego popytu. Jeśli pojawiłoby się zagrożenie, że popyt ten może być niewystarczający, warto dodatkowo zabezpieczyć się umową o gwarancję emisji. Końcowymi krokami w procesie IPO są wyznaczenie ostatecznej ceny emisyjnej walorów i alokacja emisji. Działania organizacyjne podejmowane w ramach tych etapów są niewrażliwe dla finalnej oceny debiutu, jako, że bezpośrednio wpływają na ilość zgromadzonych środków oraz jakość akcjonariatu przedsiębiorstwa.

Przykład Poznańskiej Korporacji Budowlanej Pekabex dowodzi, iż poprzez właściwe zarządzanie procesem pierwszej oferty publicznej akcji przedsiębiorstwo może jednocześnie uniknąć efektu niedowartościowania oraz maksymalizować wpływy z emisji bez uszczerbku dla inwestorów. Dzięki odpowiedniej strategii marketingowej, rzetelnej wycenie oraz licznym spotkaniom z inwestorami, mającym za zadanie przekonanie ich do przedstawianej wartości spółki, Pekabex był w stanie sprzedać nowo emitowane akcje za cenę 10 zł, czyli aż o 67% większą, niż pierwotnie planowano. Należy przy tym zauważyć, że debiut giełdowy odbył się bez uczestnictwa underwritera, co spowodowało, że koszty emisji wyniosły zaledwie 5,85% wpływów brutto. Debiut okazał się równie korzystny dla inwestorów, co otwiera drogę do kolejnych emisji akcji w przyszłości. Kapitałodawcy utrzymujący w posiadaniu akcje firmy Pekabex od IPO do 31.05.2016 roku osiągnęli w tym okresie imponującą, wynoszącą 24,7%, stopę zwrotu.

Literatura

- Czekaj, J. (red.) (2008). *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Czekaj, J., Dresler, Z. (2005). *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Czekala, M. (2006). *Rynek pierwotny papierów wartościowych*. Warszawa: Fundacja Edukacji Rynku Kapitałowego.
- Dębski, W. (2014). *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Duszek, B. (2007). *Jak pozyskać kapitał z giełdy? Poradnik dla przyszłych emitentów*. Warszawa: GPW.
- Hu, X. (2006). *Efficiency of IPO Offering Techniques: Semi-theoretical Framework and Empirical Results for US and Chinese New Issues*. Pobrano z: www.econ.duke.edu/uploads/assets/dje/2006/Hu.pdf (12.03.2017).
- Hunger, A. (2001). *IPO-Underpricing und die Besonderheiten des Neuen Marktes*. Nowy Jork: Verlag Peter Lang.
- Linh, H.T., Yixia, W., Chien, N.D. (2012). Efficiency of IPO pricing mechanisms: book-building and fixed price methods in China. *Journal of Science, Hue University, 1* (70).
- Lowry, M., Schwert, G.W. (2004). Is the IPO pricing process efficient? *Journal of Financial Economics, 71*.
- Mamcarz, K. (2013). Rozwodnienie majątku akcjonariuszy podczas pierwszych ofert publicznych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 760. Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia, 59*, 561–572.
- Mikołajek-Gocejna, M., Podedworna-Tarnowska, D. (2012). Oczekiwania inwestorów procesie IPO a efekt niedowartościowania. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 690. Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia, 51*, 609–618.
- Ostrowska, E. (2007). *Rynek kapitałowy. Funkcjonowanie i metody oceny*. Warszawa: PWE.
- Podedworna-Tarnowska, D. (2011). Wycena spółki w procesie IPO. W: M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki* (s. 467–494). Warszawa: Poltext.
- Sójka, T. (2012). *Umowa objęcia akcji*. Warszawa: Wolters Kluwer Polska.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. *Kodeks spółek handlowych* (Dz.U. nr 94, poz. 1037, ze zm.). www.gpw.pl/debiuty_spolek (12.03.2017).
- www.stooq.pl (12.03.2017).
- Zheng, S.X., Ogden, J.P., Jen, F.C. (2005). Pursuing value through liquidity in IPOs: underpricing, share retention, lockup, and trading volume relationships. *Review of Quantitative Finance and Accounting, 25*.

CONDITIONS OF SUCCESSFUL MARKET DEBUT ON THE EXAMPLE OF PEKABEX SA

Abstract: *Purpose* – This article aims to highlight the importance of decisions taken by the owners and management of the company during the preparation for the IPO to its final success.

Design/methodology/approach – The research is based on the *case study* method. Following the analysis of the effectiveness of IPO strategies on the main floor of the Warsaw Stock Exchange company Pekabex was selected as a blueprint for share market debut. The criteria taken into account were: amount of funds raised, increase in brand recognition and accuracy of IPO valuation.

Findings – The result of the study is that by creating a forward-looking, reliable and realistic vision of the company and properly presenting it to investors it is possible to simultaneously maximize the proceeds from share issue and achieve a positive marketing effect.

Originality/value – Beyond scientific value, the article also has a practical dimension. It is kind of a guide of conduct for companies preparing to enter the public market.

Keywords: share market debut, underwriting, book-building, equity story

Cytowanie

- Furmanik, M. (2017). Uwarunkowania sukcesu debiutu giełdowego na przykładzie Poznańskiej Korporacji Budowlanej Pekabex SA. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 5* (89/2), 53–64. DOI: 10.18276/frfu.2017.89/2-04.