

# Państwowej spółki

## lepiej nie kupować na kredyt

Owoczy pęd inwestorów do akcji prywatyzowanych spółek może być ryzykowny, zwłaszcza jeśli kupuje się je za pożyczone z banku pieniądze. Jednak na dłuższą metę taka inwestycja często przynosi sowite zyski

TOMASZ PRUSEK

Amerykanie mawiają: „Pewne są tylko dwie rzeczy - śmierć i podatki”. Polscy inwestorzy giełdowi gotowi by pewnie dodać: „I zarobek na prywatyzowanych spółkach skarbu państwa”. Jednak to wcale nie takie pewne. Prestroga powinna być piątkowy debiut PGE.

### Banki zarabiają na inwestorach...

Takiej akcji kredytowej jak w ofercie Polskiej Grupy Energetycznej jeszcze nie było w historii GPW. Banki pożyczły drobnym inwestorom aż kilkanaście miliardów złotych. Mając w kieszeni 10 tys. zł, można było dostać kredyt na kolejne 100 tys. zł. Efekt był piorunujący - prawie 60 tys. drobnych inwestorów zapisało się na akcje warte 25,6 mld zł. Na głowę wypadło więc 427 tys. zł. Lekko licząc, banki zarobiły na prowizjach i oprocentowaniu co najmniej kilkadziesiąt milionów złotych. Jednak inwestorzy, zanim zarobią choć 1 zł, muszą pokryć koszty kredytu.

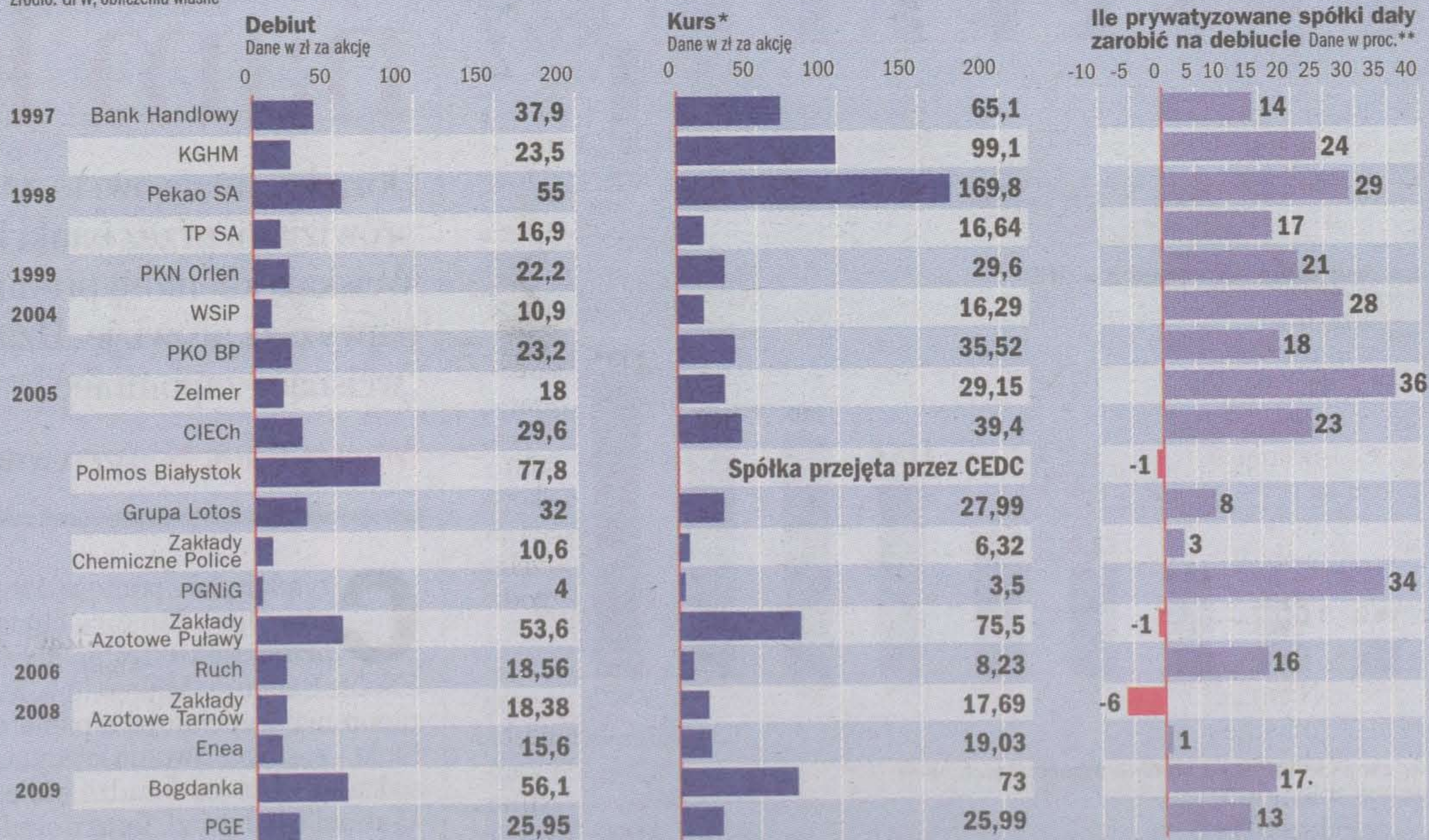
Z grubsza można przyjąć, że aby odrobić koszty, akcje PGE powinny podrożeć o 12-15 proc. Kurs praw do akcji (PDA) na debiucie wyniósł 25,95 zł, czyli tylko 12,8 proc. powyżej ceny emisyjnej (23 zł). Przeciętnemu inwestorowi indywidualnemu wystarczyło więc tylko na pokrycie kosztów kredytu. W szczytowym momencie notowań o godz. 10 rano, gdy w błysku fleszy na warszawskim parkiecie minister skarbu Aleksander Grad ogłaszał sukces oferty PGE, kurs sięgnął 26,75 zł, a przebitka 16,3 proc.

Niepokojący jest owczy pęd drobnych inwestorów. Bardzo łatwo ulegli emocjom i chciwości - ostrzegal przed debiutem PGE Adam Ruciński, doradca inwestycyjny z BTFG Ruciński i Wspólnicy, b. prezes Związku Maklerów i Doradców.

To nie pierwszy przypadek, kiedy zakup na tzw. lewar akcji prywatyzowanej firmy wychodzi inwestorom bokiem. Jeszcze gorzej było po kredytowym szaleństwie przy sprzedaży akcji Polmosu Białostok w 2005 r. Popyt był tak wielki, że drobni inwestorzy mogliby kupić trzy firmy takie jak producent Żubrówki. Co z tego, skoro resort skarbu tak wyśrubował cenę emisyjną, że nie dał szansy drobnym inwestorom na zarobek. Debiut zakończył się potężnym kaczem. Na inauguracyjnej sesji kurs nie przekroczył ceny emisyjnej 80 zł. Największym wygranym były banki udzielające kredytów.

### Debiuty na GPW

Źródło: GPW, obliczenia własne



\*Kurs zamknięcia 6 XI 2009 r.

© GAZETA WYBORCZA

\*\*W stosunku do ceny emisyjnej. Uwzględniono dyskonto dla indywidualnych nabywców

całym świecie się załamały. Papiery PKO BP można było kupić po cenie zbliżonej do emisyjnej z 2004 r.!

Giełdowa kariera spółek surowcowych (KGHM, PKN Orlen, Grupa Lotos, PGNiG) zależy przede wszystkim od cen ropy, gazu czy miedzi na międzynarodowych rynkach. PKN Orlen kosztuje teraz 29,60 zł, czyli zaledwie 33 proc. więcej niż dziesięć lat temu podczas debiutu giełdowego. Jednak w szczyście surowcowej hossy w 2006 r. kurs urósł do 65 zł. Warto pamiętać, że po drodze akcje PKN Orlen też przeżyły kilkuletnią bessę. W latach 2000-02 płacono za nie czasem nawet poniżej 16 zł, czyli dużo mniej, niż dali indywidualni inwestorzy w ofercie publicznej (18,35 zł - uwzględniając dyskonto). Podobnie było z KGHM. Debiut w 1997 r. dał zarobić 24 proc., ale już rok później z powodu bessy na rynku metali musieli liczyć straty, bo kurs spadł do zaledwie 10 zł, czyli blisko o połowę stosunku do ceny emisyjnej. KGHM obok Pekao SA to najlepsza prywatyzacyjna inwestycja w historii. Jego kurs od debiutu zwiększył się już o 322 proc., a poza tym w ostatnich latach spółka płaciła wyjątkowo wysokie dywidendy.

### Warto trzymać akcje dłuższej

Inwestorowi, który bierze wielki kredyt, chce sprzedać akcje na pierwszej sesji i zgarnąć zysk do kieszeni, łatwo przypaść łatkę spekulanta, któremu nie zależy na długoterminowej inwestycji w firmę. Jednak związanie się na dłuższą z firmą też jest obciążone ryzykiem, że jeśli firmie pogorszą się wyniki, to kurs pójdzie w dół. Takim przykładem jest RUCH sprywatyzowany przez ministra skarbu Wojciecha Jasińskiego (PiS). Na debiucie dał solidne 16-proc. przebicie, ale dziś kosztuje o ponad połowę mniej. To samo spotkało Police wprowadzone na giełdę przez ministra Jacka Sochę. Obecny minister skarbu Aleksander Grad też rozpoczął prywatyzowanie przez giełdę od wpadki z tarnowskimi Azotami, których aktualny kurs jest poniżej kursu debiutu. Dużo lepiej wiedzie się Enei (plus 22 proc.), choć jej debiut przed rokiem, w kryzysie finansowym, był dużym rozczarowaniem. Sukcesy święci kopalnia węgla kamiennego w Bogdancie. Nie dość, że jej debiut dał w czerwcu solidny 17-proc. zarobek, to od tamtej pory akcje podrożały o 30 proc.

To, czy firma za kilka lat będzie warta więcej niż w dniu debiutu, zależy przede wszystkim od jej wyników finansowych i umiejętności menedżerów. Niezależnie od tego, czy prywatyzował minister Wąsacz, Socha, czy Grad. ●

## MINISTROWIE DOBROCZYŃCY WARSZAWSKIEJ GIEŁDY

### EMIL WĄSACZ



W. OLKUSNIK

Minister skarbu w rządzie Jerzego Buzka kojarzony jest głównie ze sprzedażą PZU dla Eureko, ale wprowadził też na warszawski parkiet kilka wielkich spółek: Pekao SA, TP SA i PKN Orlen. Dziś należą one do największych firm wchodzących w skład WIG20. W pierwszym półroczu 2010 r. na giełdę trafi wreszcie PZU, którego prywatyzację rozpoczął Wąsacz. Pierwotnie miało to się stać w 2000 r.

Jednak giełda zna też przykłady, kiedy opłacało się zaciągnąć pożyczkę na akcje, spłacić i zarobić. Sztandarowym przykładem jest prywatyzacja PKO BP sprzed pięciu lat. Debiut przyniósł 18-proc. przebitkę. Rok później historia powtórzyła się z PGNiG.

### ...i dają zarobić inwestorom

Z naszych wyliczeń wynika, że dotychczas najlepszymi i najbardziej stabilnymi

### JACEK SOCHA



B. BOBKOWSKI

Były szef KPWiG mawiał, że prywatyzacja przez giełdę to polska racja stanu. Minister w rządzie premiera Marka Belki miał na nią niecałe półtora roku. W 2004 r., sprzedając Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne, przełamał aż pięcioletnią niemoc skarbu państwa do ofert publicznych. I rozwiązał worek: Zelmer, CIECh, Grupa Lotos, Polmos Białostok, Police, ZA Puławy. Do historii GPW przeszedł dzięki ofertom PKO BP i PGNiG.

mi inwestycjami wśród prywatyzowanych spółek były banki. Pokażne przebitki na debiutach dały np. Pekao SA (29 proc.) i PKO BP (blisko 18 proc.). Co więcej, kursy banków w dłuższym terminie systematycznie rosły, i to grubo ponad inflację. Od debiutu w 1998 r. Pekao SA dał zarobić aż 209 proc. Akcje PKO BP warto było kupić i w ofercie publicznej, i podczas pierwszej sesji. Od debiutu w 2004 r. akcje banku podrożały

### ALEKSANDER GRAD



K. KAROLCZYK

Po rządach PiS odziedziczył zamrożoną prywatyzację, bo minister Wojciech Jasiński wpuścił na GPW tylko RUCH. Grad rozpoczął od nieudanej oferty ZA Tarnów (strata na debiucie 6 proc.) i chłodno przyjętej Enei (1 proc. przebicie), bo sprzedanej w kryzysie finansowym. Sukcesami były dopiero tegoroczne oferty Bogdanki oraz PGE. Podczas debiutu PGE Grad pochwałił się, że od czerwca 2008 r. dostarczył giełdzie akcji za 14 mld zł.

o połowę. Inwestorzy, którzy kupili akcje PKO BP w ofercie i trzymają je do dziś, zyskali nie tylko na kursie, ale dostali także premię w postaci darmowych akcji za przetrzymanie papierów przez rok.

Banki mają jeszcze jedną zaletę - przeważnie płacą regularnie dywidendy. Gwoli sprawiedliwości trzeba przypomnieć, że ich akcjonariusze też przeżyli w tym roku trudne chwile, gdy po upadku Lehman Brothers kursy banków na