

Rodzinny biznes na Giełdzie

Analiza Spółek Rodzinych notowanych na Giełdzie
Papierów Wartościowych w Warszawie

Luty 2018

Wersja rozszerzona



Szanowni Państwo,



Dariusz Bednarski

Prezes Zarządzający,

Lider Zespołu Doradztwa dla
Firm Rodzinnych

Firmy rodzinne stanowią jeden z głównych filarów polskiej gospodarki. Historycznie podmioty te przetrwały zawirowania ustrojowo-gospodarcze i obecnie stanowią grupę prężnie rozwijających się przedsiębiorstw. Niejednokrotnie, dążąc do realizacji swoich celów strategicznych, właściciele spółek rodzinnych, poza rozwojem przedsiębiorstwa w sposób organiczny, decydują się na upublicznienie spółki, osiągając dalszy wzrost w oparciu o korzyści oferowane przez rynek kapitałowy. Szczególnym tego dowodem jest aktywność spółek rodzinnych na polskich rynkach akcji – zarówno na Głównym Rynku GPW, jak i rynku NewConnect. Należy jednak pamiętać, że posiadanie statusu spółki giełdowej wiąże się nie tylko z profitami, ale również z nowymi obowiązkami dla dotychczasowych właścicieli.

Przedmiotem Raportu jest analiza funkcjonowania Spółek Rodzinnych notowanych na warszawskiej Giełdzie, która ma na celu zobrazowanie potencjału wspomnianych podmiotów na tle pozostałych, a więc tych nierodzinnych, notowanych na giełdzie. Badaniu poddany został okres 5 pełnych kalendarzowych lat, co umożliwiło zaobserwowanie, w jaki sposób obecność na rynku akcji wpłynęła na sposób działania Spółek Rodzinnych. Do analizy wykorzystaliśmy takie parametry jak kapitalizacja, wysokość przychodów, rentowność oraz poziom zadłużenia. Warto podkreślić, że całą analizę wzbogaca stworzony na potrzebę Raportu „indeks WIG-Rodzinne” oraz zestawienie rankingów klasyfikujących Spółki Rodzinne według wybranych kryteriów.

Wyniki analiz, jakie przekazujemy Państwu w niniejszej publikacji, potwierdzają, iż Spółki Rodzinne są aktywnymi uczestnikami rynku kapitałowego w Polsce. Ponadto, spółki te są zarządzane w sposób bardziej zachowawczy, a ich rentowność z roku na rok wzrasta, co sprawia, że papiery wartościowe Spółek Rodzinnych są postrzegane przez inwestorów jako relatywnie bezpieczne instrumenty finansowe, w które chętnie angażują swój kapitał.

Zwieńczeniem przeprowadzonych analiz w niniejszym Raporcie są natomiast wypowiedzi przedstawicieli Spółek Rodzinnych notowanych na Głównym Rynku GPW oraz na rynku NewConnect, którzy zgodnie potwierdzili, iż upublicznienie spółki stanowi nie tylko dostęp do kapitału, ale również przyniosło ze sobą szereg innych korzyści, takich jak: poprawę wiarygodności spółki, prestiż czy wzrost rozpoznawalności na rynku.

Serdecznie zapraszamy do lektury Raportu Spółek Rodzinnych notowanych na giełdzie papierów wartościowych.

Szanowni Państwo,



Marek Dietl

Prezes Zarządu Giełdy
Papierów Wartościowych
w Warszawie

Z wejściem na Giełdę wiąże się wiele korzyści zarówno dla samej spółki, jak i jej właścicieli.

Giełda to możliwość pozyskania kapitału o znacznej wartości na atrakcyjnych warunkach. Status spółki giełdowej daje firmie prestiż, a właściwie prowadzona, transparentna polityka informacyjna uwiarygadnia w oczach kontrahentów, banków i instytucji finansowych. Spółkom rodzinnym giełda oferuje także uporządkowanie kwestii związanych z sukcesją, która w niedalekiej perspektywie będzie dla nich kluczowa. Ponad połowa właścicieli firm rodzinnych w Polsce będzie chciała w najbliższych latach przekazać biznes spadkobiercom. Jednak tylko 8,0% następców deklaruje chęć ich przejęcia. Pokolenia Y i Z nie chcą spędzać życia w jednej firmie – mają kilkuletni horyzont i perspektywa zaplanowanej na dziesięciolecia przyszłości może nie być dla nich atrakcyjna. W Europie Zachodniej tylko trzem z dziesięciu podmiotów udaje się przekazać biznes z pierwszego do drugiego pokolenia. W Niemczech powstał nawet termin „firmy osieroczone”.

W Polsce odsetek firm rodzinnych działających na rynku ponad 20 lat wyniósł w 2015 r. 43,0%. Właśnie nadchodzi fala dużych zmian w przedsiębiorstwach zarządzanych od pokoleń przez rodziny założycieli. Ta „zmiana pokoleniowa” to ważny moment, nierzadko decydujący o ich losie. Polscy przedsiębiorcy nie mają jednak wystarczającego doświadczenia w tym zakresie.

I tu Giełda może okazać się najlepszym sposobem na zmiany właścicielskie.

Zdecydowaną zaletą posiadania statusu spółki publicznej – zwłaszcza w kontekście sukcesji lub chęci oceny efektów pracy menadżerów, którym założyciel firmy może przekazać zarządzanie – jest rynkowa wycena. Uzyskanie jej może również zapobiec potencjalnym konfliktom w rodzinie. Obecność spółki na rynku akcji umożliwia także wprowadzenie w jej struktury nowego podmiotu i zapewnienie kontynuacji działalności przy jednoczesnej realizacji strategii wyjścia. Może to być atrakcyjna alternatywa dla nestora, który pomimo braku sukcesora dąży do zapewnienia jej dalszego funkcjonowania na rynku. Wprowadzając akcje na parkiet właściciel i jego następcy nie muszą oddawać kontroli nad firmą. W każdym momencie mogą jednak akcje upłynić w jednej dużej transakcji lub rozłożyć proces wychodzenia z biznesu na lata.

Jak wynika z tego Raportu, właściciele spółek rodzinnych w Polsce coraz częściej decydują się na upublicznienie i w różnorodny sposób korzystają z Giełdy, emitując akcje i obligacje. Firmy rodzinne, które w latach 2012-2016 zadebiutowały na GPW pozyskały poprzez emisję akcji łącznie 950,0 mln zł oraz blisko 2,0 mld zł na rynku Catalyst. Rentowność spółek rodzinnych notowanych na GPW wzrasta z roku na rok, co sprawia, że inwestorzy chętnie w nie inwestują. A dodatkowe pieniądze, które firmy w ten sposób otrzymują umożliwiają im rozwój i wzrost przychodów. Rynkowa wartość biznesu rodzinnego na giełdzie liczona jest już w dziesiątkach miliardów złotych.

Zachęcam do zapoznania się ze szczegółami publikacji Grant Thornton, nad którą GPW objęła patronat.

Szanowni Państwo,



**Katarzyna
Gierczak-Grupińska**

Prezes Fundacji Firmy
Rodzinne

Rodzinność sprzyja rozwojowi firm.

Jeden z głównych wniosków raportu jest taki, że indeks giełdowych spółek rodzinnych ma w Polsce lepsze notowania aniżeli ogólne indeksy rynkowe. Nie jest dla to mnie zaskoczeniem. Podobną prawidłowość znajdujemy porównując indeks spółek rodzinnych (ENFAM) stworzony przez platformę Euronext z indeksami giełd - założycieli, czyli CAC40 (Paryż), AEX (Amsterdam), BEL20 (Bruksela) i PSI20 (Lizbona). W prezentowanej tutaj 5-letniej perspektywie ENFAM jest w tym porównaniu wyższy o ok. 11 % od porównywanych indeksów. To też znacząca różnica.

Moim zdaniem przyczyn takiego stanu rzeczy należy dopatrywać się w długoterminowej strategii firm o rodzinnym akcjonariacie i nierzadko również rodzinnym zarządzie. Potwierdzają to nie tylko obserwacje indeksów giełdowych, ale również badania naukowe.

Warto zwrócić uwagę na charakterystyczne dla firm rodzinnych załamanie zyskowności po objęciu firm przez drugie pokolenie i dalsze obniżanie się jej wraz z wiekiem firmy. Mając za priorytet zachowanie dziedzictwa wcześniejszych pokoleń, rodzinne zarządy takich spółek będą podejmować znacznie mniej ryzykowne decyzje, odpuszczając część okazji rynkowych. Równocześnie są skupione na podnoszeniu wartości przedsiębiorstwa i to właśnie takie podejście moim zdaniem decyduje o ich sukcesie giełdowym.

Inwestorzy nareszcie to dostrzegli.

Spis treści

Rozdział I Firma rodzinna – charakterystyka	6
1.1 Definicja	6
1.2 Rys historyczny	8
1.3 Firmy rodzinne w liczbach	10
Rozdział II Spółka Rodzinna – Emitent papierów wartościowych	11
2.1 Spółka Rodzinna na warszawskiej Giełdzie	11
2.2 Notowanie akcji na rynku regulowanym	13
2.3 Notowanie akcji na rynku NewConnect	14
2.4 Wprowadzenie obligacji na Catalyst	14
Rozdział III Analiza sytuacji Spółek Rodzinnych notowanych na GPW	16
3.1. Definicja Spółki Rodzinnej	16
3.2 Wartość pozyskanego kapitału	18
3.3 Kapitalizacja	20
3.4 „Indeks WIG-Rodzinne”	23
3.5 Wskaźniki	26
3.5.1 Zadłużenie	26
3.5.2 Rentowność Spółek Rodzinnych notowanych na Głównym Rynku GPW i rynku NewConnect	30
3.6 Mnożniki transakcyjne Spółek Rodzinnych notowanych na Głównym Rynku GPW i rynku NewConnect	35
Słownik pojęć	40
Kontakt	40

Rozdział I

Firma rodzinna – charakterystyka

1.1 Definicja

Z badań przeprowadzonych przez Instytut Biznesu Rodzinnego z 2016 roku wynika, że zaledwie 36,0% uczestniczących w badaniu właścicieli lub zarządzających przedsiębiorstwem uważa swoją firmę za rodzinną. Dlaczego tak się dzieje? Co to znaczy „być firmą rodzinną”?

Istnieje wiele czynników determinujących to, czy daną spółkę można uznać za rodzinną. Co za tym idzie, nie istnieje jedna, uniwersalna definicja firmy rodzinnej. Problem z jej ujednoczeniem występuje na arenie międzynarodowej. Amerykanie skupiają się na aspekcie pokoleniowym, Europejczycy natomiast charakteryzują podmioty rodzinne koncentrując się na kryteriach określających wielkość firmy. W konsekwencji każde państwo w Unii Europejskiej, skupiając się na wybranych kryteriach selekcji, posiada własną definicję rodziny, jak i biznesu rodzinnego.

Pierwsze polskie definicje firm rodzinnych opisują przedsiębiorstwa rodzinne jako podmioty, w których kontrola przekazywana jest z pokolenia na pokolenia, członkowie rodziny są zatrudnieni w przedsiębiorstwie i zaangażowani w budowanie wspólnego dobra, a przychody firmy stanowią główny dochód rodziny.

Obecnie, wielu polskich autorów skłania się ku literaturze amerykańskiej, która określa przedsiębiorstwo rodzinne jako takie, w którym dwóch lub więcej członków rodziny dzieli własność i kontrolę nad firmą, czyli posiada pakiet kontrolny akcji.

Firmy rodzinne to te, których założyciele i ich potomstwo bądź krewni stanowią kapitał ludzki spółki i jednocześnie sprawują funkcje kierownicze, menedżerskie bądź pozostają w zarządzie firmy¹.

Przedsiębiorstwo o dowolnej formie prawnej, którego kapitał w całości lub w decydującej części znajduje się w posiadaniu rodziny, przynajmniej jeden jej członek

wywiera decydujący wpływ na kierownictwo lub sam sprawuje funkcję kierowniczą z zamiarem trwałego utrzymania przedsięwzięcia w rękach rodziny².

W ujęciu szerokim firma rodzinna to taka, w której rodzina ma przynajmniej częściową zdolność do kontrolowania strategicznych poczynań firmy i dąży do utrzymania owej zdolności w rękach rodziny. Skala bezpośredniego zaangażowania w bieżącą działalność firmy nie jest tu decydująca, znaczący udział w kapitale firmy lub fakt zasiadania w zarządzie lub radzie nadzorczej wyczerpuje kryterium uwikłania w działalność.

Firma rodzinna to każdy podmiot gospodarczy z sektora mikro, małych i średnich przedsiębiorstw o dowolnej formie prawnej, zarejestrowany i działający w Polsce, w którym:

- **Wspólnie pracuje co najmniej dwóch członków rodziny**
- **Co najmniej jeden członek rodziny ma istotny wpływ na zarządzanie przedsiębiorstwem**
- **Członkowie rodziny posiadają znaczące udziały w przedsiębiorstwie^{*1}**

**Założono, że pojęcie „znaczących udziałów” oznacza udziały większościowe*

Ujęcie pośrednie (...), nakazuje (...), by założyciel firmy lub jego potomkowie sprawowali bezpośrednio kierowniczą rolę w firmie. W ujęciu tym (...) tylko jeden członek rodziny jest bezpośrednio zaangażowany w codzienną działalność przedsiębiorstwa.

Najbardziej restrykcyjnym ujęciem jest ujęcie wąskie. Tu wymaga się uczestnictwa więcej niż jednego pokolenia w funkcjonowaniu firmy, a co więcej, rodzina musi być

¹ Ewa Więcek- Janka, Wiodące wartości w zarządzaniu przedsiębiorstwami rodzinnymi; Poznań 2013

² J.Jeżak, W.Popczyk, A.Winnicka-Popczyk, Przedsiębiorstwo rodzinne. Funkcjonowanie i rozwój ; Warszawa 2004

zaangażowana w bieżącą, codzienną działalność przedsiębiorstwa i jednocześnie więcej niż jedna osoba musi pełnić jasno określone funkcje zarządcze.³

Przedsiębiorstwo rodzinne to podmiot gospodarczy, w którym rodzina ma dominujący udział w jego strukturze własnościowej, w procesie podejmowania kluczowych decyzji biznesowych oraz w sprawowaniu funkcji nadzorczych – z intencją długofalowego rozwoju i z myślą o przyszłych pokoleniach.⁴

Pomimo rozbieżności w rozumieniu terminu *firma rodzinna*, można wyszczególnić pewne wspólne cechy przedsiębiorstw rodzinnych:

WŁASNOŚĆ

Najczęściej wymienianym czynnikiem wpływającym na zakwalifikowanie spółki do grona rodzinnych jest własność, rozumiana jako udział członków rodziny w strukturze właścicielskiej podmiotu. Przedsiębiorstwo rodzinne to takie, gdzie *założyciel i jego potomkowie prowadzą firmę, która pozostaje pod kontrolą własnościową członków rodziny.⁵*

KONTROLA

Równie ważną cechą przedsiębiorstw rodzinnych jest kontrola członków rodziny nad przedsiębiorstwem, rozumiana jako podejmowanie decyzji strategicznych w przedsiębiorstwie. Wielu autorów podkreśla również, że w firmie rodzinnej ważną rolę odgrywa zaangażowanie całej rodziny w prowadzenie biznesu.

SUKCESJA

Kolejnym czynnikiem, który determinuje rodzinny charakter podmiotu jest możliwość późniejszych sukcesji, czyli transferu własności i decyzyjności na kolejne pokolenia rodziny założycielskiej. Sukcesja ma na celu zapewnienie ciągłości prowadzonego biznesu oraz zabezpieczenie przed utratą stabilności finansowej zarówno odchodzącego właściciela i najbliższych członków rodziny, jak i partnerów biznesowych oraz pozostających w firmie pracowników. Warto zaznaczyć, że proces ten jest jednym z najważniejszych wyzwań dla przedsiębiorstwa i - aby w pełni się powiódł - musi być dokładnie zaplanowany i konsekwentnie realizowany.

Celem rodziny jest dążenie do szczęścia, natomiast przedsiębiorstwa (produkcyjnego) tworzenie dóbr materialnych. Firma rodzinna jest organizacją, gdzie można zrealizować oba cele.⁶

³ K. Ziemia, Rola firm rodzinnych w kształtowaniu postaw preprzedsiębiorczych (na podstawie Shanker, Astrachan, 1996)

⁴ J. Jeżak, Przedsiębiorstwa rodzinne w Polsce. Znaczenie ekonomiczne oraz strategiczne problemy rozwoju

⁵ Ł. Sułkowski, Definicje i typologie małych firm rodzinnych – wnioski z badań

⁶ E. Stawicka, Firmy rodzinne jako przykład przedsiębiorstw zarządzanych przez wartości, ich sens i znaczenie

1.2 Rys historyczny

Firmy rodzinne stanowią fundament polskiej gospodarki. Pierwsze z nich powstały w XIX wieku, przetrwały wszystkie zawirowania ustrojowo – gospodarcze i obecnie - jako dobrze zarządzane przedsiębiorstwa, dodatkowo niektóre z nich działają na arenie międzynarodowej (m.in.: E.Wedel, Fabryka Porcelany Ćmielów czy W.KRUK).

Największy rozwój przedsiębiorczości wśród Polaków rozpoczął się na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia - lata 1989-1992 to okres rozwoju przedsiębiorstw rodzinnych - powstało wówczas niemal 1,8 mln podmiotów z sektora MŚP.

Późniejszy etap rozwoju działalności przedsiębiorstw rodzinnych w Polsce to okres samoregulacji rynkowej. Jedną ze ścieżek umożliwiającą rozwój przedsiębiorstw, zapoczątkowaną w latach 90. XX wieku, był debiut na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Dzięki niemu, spółki mogły pozyskiwać dodatkowy kapitał na realizację celów strategicznych, prężny rozwój i w konsekwencji stawały się rozpoznawalne nie tylko w Polsce, ale i w całej Europie. Dodatkowo, spółki notowane na rynku kapitałowym, charakteryzowały się większą wiarygodnością zarówno dla instytucji kredytowych, inwestorów, jak i potencjalnych kontrahentów.



Jednym z pierwszych przedsiębiorstw rodzinnych, debiutujących na NewConnect był **LUG Light Factory S.A.** Firma rozpoczęła swoją działalność w 1989 roku w formie spółki cywilnej i od początku swojego istnienia działa w sektorze produkcji i sprzedaży sprzętu oświetleniowego. Warto zaznaczyć, że dzięki debiutowi na rynku NewConnect przychody spółki w 2016 roku były dwa razy większe niż te, osiągnięte rok przed pierwszą emisją akcji.

Przykładem jednej z pierwszych spółek notowanych na Głównym Rynku GPW była firma **Jutrzenka S.A.** (obecnie COLIAN HOLDING S.A.), której pierwsza emisja akcji odbyła się w 1995 roku. W 2004 roku spółka została przejęta przez przedsiębiorstwo rodzinne COLIAN S.A. Co więcej, w przeciągu 12 lat obecności na rynku kapitałowym spółka COLIAN S.A. dokonała poważnych przejęć przedsiębiorstw z branży spożywczej (w tym podmiotów zagranicznych), stając się poważną grupą kapitałową, która może konkurować z największymi spółkami z branży spożywczej z całej Europy.



Jan Kolański

Prezes Zarządu Colian Holding S.A.

O Spółce:

Colian to grupa kapitałowa działająca na rynku produktów spożywczych. Historia firmy sięga 1990 roku, kiedy to Jan Kolański założył firmę rodzinną Ziółopex w Piątku Wielkim. Dzisiaj, Colian Holding S.A. to dynamicznie rozwijająca się organizacja, której produkty trafiają do ponad 60 państw na całym świecie.

Colian nie debiutował bezpośrednio na giełdzie. Na przełomie 2003 i 2004 roku przejął on spółkę giełdową Jutrzenka S.A., która na GPW była notowana od debiutu, czyli od połowy lat dziewięćdziesiątych. Przejmując spółkę, przeanalizowaliśmy jej biznes oraz możliwości i perspektywy jego rozwoju. Wejście Jutrzenki na giełdę oceniamy jako słuszną decyzję w kontekście prosperowania firmy w latach 1995 – 2003.

Postawiliśmy na dynamiczny rozwój, a nabycie spółki notowanej na giełdzie stanowiło platformę i inspirację do rozwoju segmentu słodczy w naszej organizacji co przyczyniło się do kolejnych akwizycji.

Po nabyciu Jutrzenki dokonaliśmy kilku znaczących akwizycji marek i firm spożywczych: Goplany (znanej z wyrobów czekoladowych), Kaliszanki (produkującej popularne wafelki Grzeński), Helleny (oferującej napoje, w tym kultową Oranżadę), Solidarności (słynnej m.in. ze Śliwki Nałęczowskiej) i brytyjskiej Elizabeth Shaw (dostarczającej m.in. luksusowe wyroby czekoladowe). Sukces tych transakcji był możliwy dzięki konsekwentnej realizacji obranej strategii, intensywnej pracy menadżerów i wszystkich zaangażowanych pracowników. Dzisiaj Grupa Colian jest innowacyjną organizacją, mającą ogromne możliwości dalszego wzrostu i rozwoju, w tym na rynkach zagranicznych.

Potencjał i osiągnięcia firmy doceniane są w Polsce i na świecie. Europejskie stowarzyszenie European Candy Kettle Club przyznało nam prestiżową nagrodę European Candy Kettle Award za wkład w rozwój rynku słodczy i wyrobów cukierniczych.

Posiadanie statusu spółki publicznej ma swoje wady i zalety. Z perspektywy kilkunastu lat funkcjonowania naszej spółki na giełdzie, uważamy, że obecność na GPW przynosi dużo więcej korzyści i możliwości niż ryzyk i kosztów z tym związanych.



1.3 Firmy rodzinne w liczbach

Ujęcie globalne:

- Firmy rodzinne stanowią 2/3 wszystkich przedsiębiorstw świata
- Firmy rodzinne tworzą od 70,0% do nawet 90,0% światowego PKB rocznie
- Ponad 85,0% start-upów zakładane jest w oparciu o kapitał rodzinny
- Największą z firm rodzinnych⁷ jest Wal-Mart Stores z siedzibą w USA, założona w 1962 roku przez rodzinę Walton i działająca w sektorze sprzedaży produktów detalicznych. W 2016 roku przychody spółki wyniosły 485,9 mld \$
- W jednym z najbardziej rozwiniętych państw świata USA, firmy z własnością rodzinną generują 64,0% PKB oraz 62,0% amerykańskiego zatrudnienia, a także tworzą 78,0% nowych miejsc pracy rocznie
- 35,0% firm z listy Fortune 500⁸ to przedsiębiorstwa rodzinne

Najstarsza firma rodzinna na świecie, i jednocześnie najdłużej działające przedsiębiorstwo świata, to nieistniejąca już japońska spółka z sektora budowlanego Kongō Gumi, która powstała około 578 roku naszej ery. Jej miejsce w rankingu zajęło przedsiębiorstwo z branży hotelarskiej, prowadzone od 1300 lat przez 46 pokoleń rodziny Hōushi- Hōushi Ryokan

Europa:

- Firmy rodzinne to 65,0-80,0% wszystkich firm w UE
- Firmy rodzinne generują około 80,0% europejskiego PKB, a ich udział w zatrudnieniu w sektorze prywatnym oscyluje na poziomie 40,0-50,0%, co więcej, tworzą 85,0% nowych miejsc pracy w UE
- Według szacunków European Family Business, państwami, w których udział podmiotów posiadających własność prywatną jest największy w Europie są: Słowacja, Cypr i Estonia (90,0% wszystkich podmiotów w państwie to firmy rodzinne), najmniejszy odsetek przedsiębiorczości rodzinnej zaś przypadał na Łotwie (58,0%) oraz na Litwie (38,0% wszystkich podmiotów gospodarczych)
- Jedną z największych firm rodzinnych w Europie jest Volkswagen AG (Niemcy, rodzina Porsche). Spółka rozpoczęła swoją działalność w 1937 roku, jest jednym z trzech czołowych przedsiębiorstw branży automotive, osiągając w 2016 roku przychody na poziomie 217,3 mld €

Najstarsze przedsiębiorstwo rodzinne w Europie to winnica Chateau de Goulaine założona ok. 1000 roku.

Polska

- Udział polskich firm rodzinnych w ogólnej liczbie przedsiębiorstw nie odbiega od innych państw europejskich. Spółki te stanowią 75,0% wszystkich podmiotów w Polsce - równie dużo, co w Irlandii, Islandii, Francji, Niemczech oraz Portugalii
- Ponad 2,3 mln przedsiębiorstw w Polsce jest własnością prywatną, z czego 828,0 tys. firm działających w Polsce deklaruje, że są przedsiębiorstwami rodzinnymi.⁹ Należy przy tym zauważyć, iż gros właścicieli i zarządzających przedsiębiorstwami nie jest świadomych rodzinnego charakteru swojego biznesu lub nie identyfikują swojej działalności jako rodzinnej. Spółki te nazywane są „potencjalnymi” firmami rodzinnymi. Szacuje się, że w Polsce, stanowią 2,1 mln przedsiębiorstw
- Najwięcej biznesów rodzinnych prowadzonych jest w formie działalności osób fizycznych (70,5%), spółki akcyjne stanowią mniej niż 1,0% wszystkich podmiotów
- W 2015 roku odsetek firm rodzinnych działających ponad 20 lat na rynku wyniósł 43,0%, co oznacza wzrost o 23 punkty procentowe w porównaniu do 2010 roku. (Jest to bardzo dobra tendencja, która oznacza, że pierwsze firmy rodzinne, które powstały na początku lat dziewięćdziesiątych, nadal funkcjonują w polskiej gospodarce)¹⁰
- Według analizy przeprowadzonej przez Grant Thornton, co czwarta spółka notowana na rynku NewConnect była firmą rodzinną, podmioty te stanowią też 17,0% wszystkich spółek notowanych na Głównym Rynku (dane na dzień 31.12.2016 roku)
- Najlepiej zarabiającymi firmami rodzinnymi w Polsce są: Transfer Multisort Elektronik, Eko-Okna, Grupa Oknoplast oraz notowane na Głównym Rynku GPW: Interma Trade (firma z branży biżuterii, przychody w 2016 roku wyniosły 683,7 mln zł) oraz Atal (spółka sektora deweloperskiego, której przychody w 2016 roku osiągnęły wartość 506,8 mln zł)

⁷ Według rankingu „Global Family Business Index”, gdzie firmy rodzinne to spółki publiczne, w których udział rodzin w akcjonariacie jest większy niż 32%, w spółkach prywatnych wartość udziałów musi przekraczać 50% wszystkich

⁸ Ranking magazynu gospodarczego Fortune prezentujący rokrocznie 500 największych amerykańskich przedsiębiorstw klasyfikowanych według przychodów brutto, po poprawkach wyłączających wpływ podatków akcyzowych

⁹ Według badań przeprowadzonych przez Instytut Biznesu Rodzinnego.

¹⁰ Raport „Firma Rodzinna to marka”

Rozdział II

Spółka Rodzinna – Emitent papierów wartościowych

2.1 Spółka Rodzinna na warszawskiej Giełdzie

Wprowadzenie instrumentów finansowych na warszawską Giełdę stanowiło dla spółek rodzinnych możliwość pozyskania dodatkowych środków finansowych od inwestorów, które umożliwiały im dalszy rozwój. W Polsce, mówiąc o upublicznieniu spółki, należy brać pod uwagę Główny Rynek GPW oraz alternatywny rynek akcji NewConnect, na którym Spółki Rodzinne wykazują największą aktywność. Warto również w tym miejscu wspomnieć o rynku notowań instrumentów dłużnych, jakim jest rynek Catalyst. Rynek ten stanowi alternatywne źródło pozyskiwania finansowania, a odnotowywany w ostatnich latach rozwój rynku obligacji korporacyjnych świadczy o dużym zainteresowaniu polskich przedsiębiorstw tą formą finansowania działalności.

DOSTĘP DO KAPITAŁU

Debiut na rynku giełdowym generuje wiele korzyści zarówno dla spółki, jak i dla jej właścicieli. Jednym z głównych atutów jest dostęp do kapitału o znacznej wysokości i w długiej perspektywie. Obecność na rynku publicznym umożliwia bowiem pozyskanie dodatkowych środków. w ramach kolejnych emisji papierów wartościowych. Środki te mogą zostać przeznaczone na realizację nowych inwestycji, które zwiększą wartość przedsiębiorstwa, co może przynieść bezpośrednie korzyści właścicielowi.

WZROST WIARYGODNOŚCI

Uzyskanie statusu spółki giełdowej sprzyja wzrostowi prestiżu spółki a właściwie prowadzona, transparentna polityka informacyjna uwiarygadnia emitenta wobec kontrahentów, banków i instytucji finansowych, a także zwiększa zainteresowanie inwestorów, którzy chętniej angażują się kapitałowo w tego typu podmioty.

PRESTIŻ SPÓŁKI GIEŁDOWEJ

Wprowadzenie instrumentów finansowych na rynek publiczny może przyczynić się zarówno do pozyskania inwestorów, jak i wyspecjalizowanej kadry pracowników. Spółki notowane, z uwagi na konieczność przestrzegania regulacji rynkowych, są transparentne, charakteryzują się spójną strukturą organizacyjną i prawną, a pozyskany kapitał umożliwia im realizację planów rozwojowych. Czynniki te sprawiają, że spółki publiczne cieszą się większym zainteresowaniem na rynku pracy, bowiem pracownicy postrzegają je jako bezpieczne i stabilne miejsce zatrudnienia.

Dużą zaletą upublicznienia spółki jest możliwość korzystania z dodatkowej formy wynagradzania pracowników poprzez wdrażanie programów motywacyjnych. Budują one więzi między pracownikami, a spółką, które przynoszą obopólne, wymierne korzyści. Pracownicy chętniej angażują się w działalność przedsiębiorstwa i utożsamiają się z jego marką, a spółka osiąga większe zyski, co bezpośrednio przekłada się zarówno na ugruntowanie jej pozycji na rynku, jak i na wysokość płac.

WYJŚCIE Z BIZNESU

Dysponowanie akcjami podmiotu notowanego na rynku sprawia, że właściciel może w dogodnym dla siebie momencie, samodzielnie, sprzedać akcje spółki w trakcie sesji giełdowej. Ponadto, w przypadku decyzji o sprzedaży walorów poza rynkiem notowań, właściciel akcji spółki giełdowej posiada lepszą pozycję negocjacyjną w rozmowach z inwestorami, niż właściciel spółki niepublicznej, ze względu na charakterystyczną dla jej walorów większą zbywalność.

Dodatkowo, zdecydowaną zaletą posiadania przez spółkę statusu spółki publicznej, zwłaszcza w kontekście planowanej sprzedaży biznesu, jest rynkowa wycena jej akcji.

Obecność spółki na rynku akcji umożliwia wprowadzenie w jej struktury nowego podmiotu i zapewnienie kontynuacji jej działalności przy jednoczesnej realizacji strategii wyjścia. Mechanizm ten może stanowić atrakcyjną alternatywę dla nestora, który pomimo braku sukcesora dąży do zapewnienia jej dalszego funkcjonowania na rynku.

Rozważając wprowadzenie spółki na rynek publiczny, właściciel musi wziąć również pod uwagę:

OBOWIĄZKI INFORMACYJNE

Pozyskanie kapitału poprzez emisję instrumentów finansowych, a następnie ich wprowadzenie do obrotu, wiąże się nie tylko z wymiernymi korzyściami, ale także obowiązkami, jakie nakładane są na emitentów rynku przez obowiązujące akty prawne. Do jednych z najważniejszych regulacji obowiązujących spółki giełdowe należy zaliczyć Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku („rozporządzenie MAR”), ustawę z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych¹¹, ustawę z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi¹², a także Regulamin Giełdy oraz Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu.

Należy pamiętać, że obecnie emitenci zobowiązani są do sporządzania raportów bieżących, za pomocą których przekazują informacje o wszystkich wydarzeniach mających istotny wpływ na kondycję spółki. Ponadto są zobligowani do publikowania raportów okresowych w systemie EBI (Elektronicznej Bazy Informacji) oraz informacji poufnych w systemie ESPI (Elektronicznym Systemie Przekazywania Informacji).

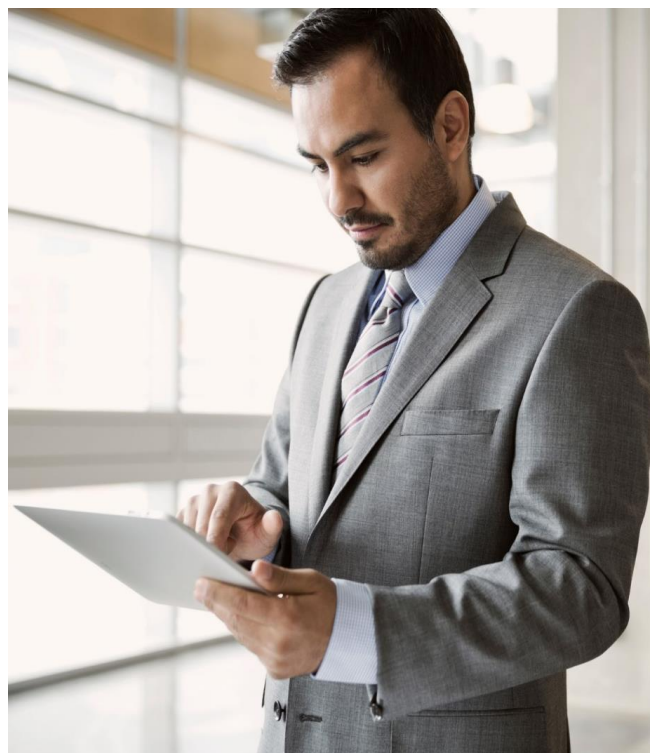
Wspomniana powyżej konieczność wdrożenia w spółce polityki informacyjnej związanej z przekazywaniem do wiadomości publicznej informacji poufnych dla spółki jak i jej właściciela utożsamiana jest wręcz z utratą prywatności. Wynika to z faktu, iż dotychczas wszystkie decyzje dotyczące realizacji strategicznych, z punktu widzenia spółki, działań były podejmowane w obrębie przedstawicieli rodziny, a po debiucie na rynku pojawi się konieczność ich upublicznienia.

ROZDROBNIENIE AKCJONARIATU

W wyniku przeprowadzanych emisji akcji zmienia się struktura akcjonariatu - do spółki przystępują nowi współwłaściciele, którzy mają prawo współdecydować o kwestiach związanych z jej działalnością. Ponadto, istnieje ryzyko utraty kontroli nad spółką w przypadku zbyt dużego rozdrobnienia akcjonariatu, czego skutkiem może być również przejęcie jej przez konkurencję.

PODZIAŁ OSIĄGANÝCH KORZYŚCI

Wprowadzenie instrumentów finansowych spółki na rynek wiąże się nie tylko z pozyskaniem dodatkowego kapitału, ale także z podziałem osiągniętych korzyści w formie wypłaty dywidendy¹³. Z reguły jest ona wypłacana raz do roku choć istnieje możliwość wprowadzenia tzw. dywidendy zaliczkowej, co jest związane z chęcią zaspokojenia oczekiwań inwestorów w kontekście partycypowania w zysku przedsiębiorstwa. Ponadto, wypłata dodatkowych środków pieniężnych pozytywnie wpływa nie tylko na wizerunek spółki, ale także buduje silniejszą więź między spółką a pracownikami, którzy chętniej wiążą z nią swoją dalszą ścieżkę kariery. Warto podkreślić, iż wraz z rozwojem spółki zmniejsza się jej zapotrzebowanie na kapitał i jednocześnie wzrastają możliwości wypłaty dywidendy.



¹³ Na wysokość dywidendy wpływają takie czynniki jak: wartość zysku netto, zapotrzebowanie na kapitał związane z planowanymi inwestycjami oraz cykl życia spółki.

¹¹ Dz. U. z 2009 r., Nr 185, poz. 1439, z późn. zm.

¹² Dz. U. z 2010 r., Nr 211, poz. 1384, z późn. zm.

2.2 Notowanie akcji na rynku regulowanym

Dążąc do pozyskania dodatkowych środków, spółki rodzinne mają możliwość wprowadzenia instrumentów finansowych na Główny Rynek GPW, podlegający nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Główny Rynek tworzą dwa segmenty – podstawowy i równoległy. Aby akcje mogły zostać dopuszczone do obrotu na rynku równoległym, emitent musi spełnić następujące wymogi:

- Zbywalność akcji jest nieograniczona; Kapitalizacja spółki¹⁴ wynosi co najmniej 60 000 000,0 zł bądź równowartość 15 000 000,0 EUR. Wyjątek stanowią emitenci, których akcje co najmniej jednej emisji były notowane na innym rynku regulowanym lub na NewConnect przez okres co najmniej 6 miesięcy – wówczas kapitalizacja powinna wynosić co najmniej 48 000 000,0 zł lub równowartość 12 000 000,0 EUR;

- W procesie pozyskiwania finansowania w ramach oferty publicznej i wprowadzania akcji na Główny Rynek GPW konieczne jest także sporządzenie prospektu emisyjnego, czyli dokumentu zawierającego m.in. informacje na temat działalności spółki, jej sytuacji finansowej, planów rozwoju, czy też czynników ryzyka związanych z funkcjonowaniem spółki i jej otoczeniem;
- Spółka posiada status spółki akcyjnej lub komandytowo-akcyjnej;
- Spółka nie jest stroną toczącego się postępowania likwidacyjnego lub upadłościowego;

	Warunki wprowadzenia akcji na Główny Rynek GPW	
	segment równoległy	segment podstawowy
Akcjonariusze uprawnieni do wykonywania mniej niż 5% głosów na WZ posiadają co najmniej	15,0% akcji objętych wnioskiem o dopuszczenie do obrotu na rynku oraz 100 000,0 akcji wprowadzanych do obrotu o wartości co najmniej 4 000 000,0 zł lub równowartości 1 000 000,0 EUR.	25,0% akcji objętych wnioskiem o dopuszczenie do obrotu lub co najmniej 500 000,0 akcji o wartości stanowiącej równowartość co najmniej 17 000 000,0 EUR



- W 2016 roku na Głównym Ryнку GPW funkcjonowało **487 spółek** (w tym 434 krajowe i 53 zagraniczne).
- Odnotowano także **19 debiutów**
- Łączna wartość pozyskanego kapitału wyniosła **1 115 719,3 mln zł**

¹⁴ Kapitalizacja rozumiana jako iloczyn wszystkich akcji spółki i prognozowanej ceny rynkowej

2.3 Notowanie akcji na rynku NewConnect

Ten zorganizowany rynek obrotu został uruchomiony przez GPW w 2007 roku, z przeznaczeniem dla prężnie rozwijających się MŚP, reprezentujących innowacyjne sektory gospodarki. Procedura wprowadzenia papierów wartościowych na NewConnect jest mniej czasochłonna i wymaga mniejszych nakładów finansowych niż w przypadku wejścia na Główny Rynek. Na rynku akcji możliwe jest przeprowadzenie zarówno oferty prywatnej, jak i publicznej. Debiut spółki na tzw. małej giełdzie jest możliwy po spełnieniu następujących kryteriów:

- Spółka posiada status spółki akcyjnej bądź komandytowo-akcyjnej;
- Minimalna wartość kapitału własnego emitenta wynosi 500 000,0 zł (z uwzględnieniem akcji nowej emisji);
- Występuje nieograniczona zbywalność akcji, których wartość nominalna wynosi nie mniej niż 10 groszy;
- Obecna jest odpowiednia struktura wprowadzanych akcji – minimum 15,0% z nich znajduje się w posiadaniu co najmniej 10 inwestorów i każdy z nich posiada nie więcej niż 5,0% ogólnej liczby głosów na Walnym Zgromadzeniu (WZ). Ponadto, akcjonariusz nie jest podmiotem powiązany z emitentem. Spółka nie jest stroną toczącego się postępowania upadłościowego bądź likwidacyjnego;
- Spółka wypełniła wymogi formalne takie jak: sporządzenie Dokumentu Informacyjnego oraz przedstawienie zbadanego sprawozdania finansowego (lub skonsolidowanego sprawozdania finansowego) za ostatni rok obrotowy.

Poza spełnieniem powyższych wymogów, spółka musi zawrzeć umowę z Autoryzowanym Doradcą, który jest uprawniony do wprowadzenia akcji do ASO NewConnect. Debiutujący Emitent powinien skorzystać także z usług Animatora Rynku, który jest odpowiedzialny za podtrzymanie płynności wyemitowanych instrumentów finansowych.

Zmniejszone wymogi formalne, związane z wprowadzeniem spółki na rynek oraz stosunkowo niewielkie koszty pozyskania kapitału stanowią zachętę dla MŚP poszukujących środków na dalszy rozwój. Wśród emitentów, którzy zdecydowali się notować swoje akcje na rynku NewConnect, można wskazać zarówno spółki młode i innowacyjne, jak i te które prowadzą działalność w ramach tradycyjnych sektorów gospodarki.

- Na koniec 2016 roku na rynku NewConnect było **406** podmiotów (w tym 8 spółek zagranicznych).
- Odnotowano **16** debiutów.
- Łączna wartość przeprowadzonych przez spółki ofert wyniosła **39 307 254,0 zł**.

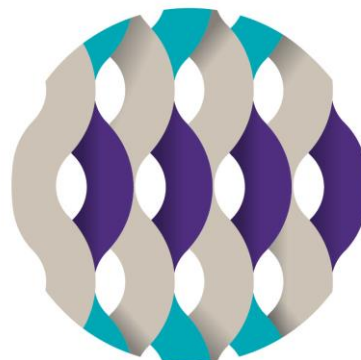
2.4 Wprowadzenie obligacji na Catalyst

Rozpatrując różne ścieżki pozyskania kapitału, należy wspomnieć o możliwości notowania instrumentów dłużnych na Catalyst. Polski rynek obligacji został uruchomiony w 2009 roku i tworzą go cztery platformy transakcyjne:

- 1 dwie z nich prowadzone są przez GPW i przeznaczone są dla klientów detalicznych
- 2 pozostałe dwie obsługiwane są przez BondSpot i skierowane są do klientów hurtowych

Powyższe platformy prowadzone są w formule rynków regulowanych oraz alternatywnych systemów obrotu. Notowane są na nich zarówno skarbowe, jak i nieskarbowe instrumenty dłużne. Do drugiej grupy zaliczane są obligacje korporacyjne, komunalne, spółdzielcze, a także listy zastawne. W ostatnich latach nastąpił widoczny rozwój segmentu obligacji korporacyjnych przedsiębiorstw, co pokazuje, że rynek ten wciąż stanowi ciekawą alternatywę dla finansowania bankowego czy rynku akcji. Więcej szczegółowych informacji na temat sytuacji na rynku Catalyst można znaleźć w najnowszym raporcie *Catalyst. Rynek papierów dłużnych w 2016 roku*, przygotowanym przez Grant Thornton pod patronatem GPW.

- W 2016 roku na polski rynek obligacji wprowadzono **139** serii instrumentów dłużnych **58** emitentów, z czego **125** stanowiły obligacje wyemitowane przez przedsiębiorstwa (89,9% wszystkich obligacji w 2016 roku).
- Odnotowano **15** debiutów.
- Łączna wartość wszystkich obligacji wprowadzonych w 2016 roku (poza obligacjami skarbowymi, Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI), Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK), euroobligacjami oraz listami zastawnymi) wyniosła **5,0 mld zł**, wśród których **4,1 mld zł** stanowiły obligacje przedsiębiorstw.





Zbigniew Juroszek

Prezes Zarządu ATAL S.A.

O Spółce:

ATAL S.A. to jedna z największych spółek deweloperskich w Polsce. Podmiot realizuje projekty w zakresie budownictwa kompleksów mieszkaniowych. Założycielem i właścicielem firmy jest Pan Zbigniew Juroszek. Obecnie wraz z synem, Mateuszem, zarządzają spółką. ATAL S.A. zadebiutował na Głównym Rynku GPW w 2015 roku.

Co skłoniło Państwa do podjęcia decyzji o wprowadzeniu spółki na Główny Rynek GPW?

Decyzja o wprowadzeniu spółki na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie była naturalną konsekwencją naszej ścieżki rozwoju. Akcje ATAL zadebiutowały w czerwcu 2015 roku, wówczas byliśmy już jedną z wiodących spółek deweloperskich w kraju. Naszym celem było dodatkowe potwierdzenie naszej wiarygodności i transparentności właśnie przez obecność na warszawskim parkiecie.

Jakie dostrzegają Państwo korzyści z posiadania przez spółkę statusu spółki publicznej?

Sam debiut wraz z pierwszą ofertą publiczną pozwolił nam pozyskać z rynku kapitałowego ponad 140,0 mln złotych. Środki posłużyły nam na dalszy rozwój i zwiększenie skali biznesu. Jako spółka giełdowa jesteśmy korzystniej postrzegani przez naszych klientów, partnerów i różnych interesariuszy.

Jakich zmian w zakresie dotychczasowej działalności przedsiębiorstwa wymagało przeprowadzenie procesu wprowadzenia spółki na giełdę?

Byliśmy aktywnym uczestnikiem rynku kapitałowego zanim akcje spółki zadebiutowały na warszawskiej giełdzie. Emitowaliśmy obligacje, spotykaliśmy się z analitykami i inwestorami, podlegaliśmy obowiązkowi informacyjnemu. W związku z tym byliśmy bardzo dobrze przygotowani zarówno do procesu IPO, jak i obecności na GPW.



Rozdział III

Analiza sytuacji Spółek Rodziny notowanych na GPW

3.1. Definicja Spółki Rodziny

Czym jest firma rodzinna? Jednoznaczna i ogólnie przyjęta definicja nie istnieje. W Europie za próbę ujednoczenia terminu można uznać utworzoną przez Komisję Europejską *Wspólną europejską definicję firmy rodzinnej*, która do najważniejszych cech przedsiębiorstwa rodzinnego zalicza kontrolę rodziny nad przedsiębiorstwem, rozumianą jako podejmowanie kluczowych decyzji oraz jej udział w kapitale zakładowym podmiotu. Na potrzeby Raportu Grant Thornton opracował własną definicję firmy rodzinnej, zwanej dalej Spółką Rodziną, zgodnie z którą jest to spółka posiadająca siedzibę na terenie Polski i notowana na warszawskiej Giełdzie, spełniająca jedno z poniższych kryteriów:

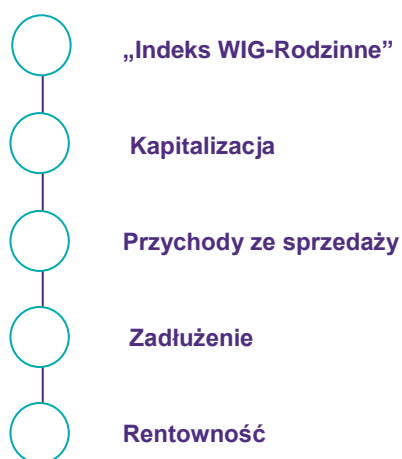
Typ	Charakterystyka
Typ A	spółka, w której minimum dwóch członków rodziny lub kilku rodzin posiada więcej niż 50% głosów na Walnym Zgromadzeniu Spółki i jednocześnie członkowie tych samych rodzin zajmują łącznie przynajmniej dwa miejsca w organach zarządzających lub nadzorujących spółki.
Typ A'	spółka, w której tylko jeden członek rodziny posiada więcej niż 50% głosów na Walnym Zgromadzeniu Spółki i jednocześnie członek tej samej rodziny (lub ta sama osoba) zajmuje miejsce w Zarządzie lub Radzie Nadzorczej spółki.
Typ B	spółka, w której minimum dwóch członków rodziny lub kilku rodzin posiada mniej niż 50% głosów na Walnym Zgromadzeniu Spółki i jednocześnie członkowie tych samych rodzin zajmują łącznie przynajmniej dwa miejsca w organach zarządzających lub nadzorujących spółki
Typ B'	spółka, w której tylko jeden członek rodziny posiada mniej niż 50% głosów na Walnym Zgromadzeniu Spółki i jednocześnie członek tej samej rodziny (lub ta sama osoba) zajmuje miejsce w Zarządzie lub Radzie Nadzorczej.

Na warszawskiej giełdzie, na koniec 2016 roku, łącznie notowanych było **176 Spółek Rodzinnych**, co stanowi blisko **20,0%** wszystkich wówczas notowanych spółek¹⁵.

Na Głównym Rynku GPW, na koniec 2016 roku notowane były **82 Spółki Rodzinne**, natomiast na rynku NewConnect **94 spółki**.

W niniejszym raporcie ukazujemy, jak radzą sobie Spółki Rodzinne na tle innych spółek notowanych na Giełdzie, niespełniających definicji rodzinności.

Mierniki, jakie wykorzystano w celu przeprowadzenia analizy¹⁶:



¹⁵ Analizie poddano 893 spółki, których papiery wartościowe były notowane na Giełdzie na koniec 2016 z wyłączeniem spółek zagranicznych, banków, spółek z branży ubezpieczeniowej.

¹⁶ Dane finansowe, na których oparta została analiza pochodzą z serwisu Notoria Serwis S.A.

3.2 Wartość pozyskanego kapitału

Właściciele Spółek Rodzinnych coraz odważniej korzystają ze źródła pozyskiwania finansowania na rozwój, jakim jest Giełda. W latach 2012-2016 na Głównym Rynku GPW oraz na rynku NewConnect zadebiutowało łącznie 307 Spółek, z czego 77 (około 25,0%) debiutantów to podmioty zaliczane do grona Spółek Rodzinnych. Kwota kapitału, jaką pozyskały te Spółki Rodzinne w wyniku debiutów oraz poprzez kolejne emisje, wyniosła w analizowanym okresie 950,0 mln zł.

Co więcej, debiut na rynku NewConnect postrzegany jest nierzadko jako pierwszy krok w kierunku Głównego Rynku GPW. W latach 2012-2016, 39 spółek podjęło decyzję o przejściu z alternatywnego systemu obrotu na rynek regulowany, 11 z nich to Spółki Rodzinne.

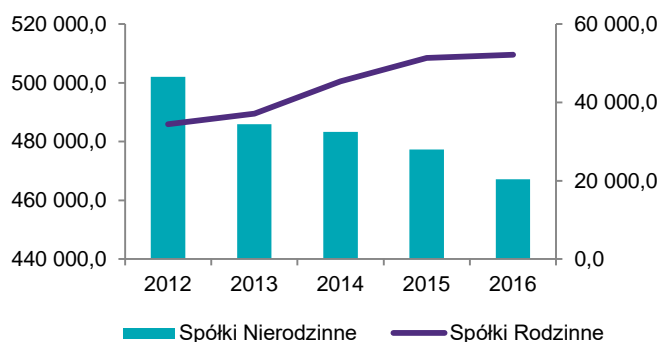
Spółki Rodzinne pozyskują kapitał nie tylko poprzez rynek akcji. Dzięki statusowi spółki publicznej oraz zwiększaniu swojej wiarygodności poprzez właściwą politykę transparentności, mogą również korzystać z emisji dłużnych papierów wartościowych w postaci obligacji. W analizowanym okresie 22 Spółki Rodzinne notowane na rynku akcji pozyskały blisko 2,0 mld zł poprzez emisję obligacji i wprowadzenie ich na rynek Catalyst.



Pozyskane przez emitentów środki umożliwiają im sukcesywny rozwój, co przekłada się na wzrost wartości osiągniętych przychodów i wygenerowanie dodatkowego kapitału obrotowego

Potwierdza to analiza przychodów notowanych spółek. Według obliczeń Grant Thornton, w 2016 roku Spółki Rodzinne notowane na Głównym Rynku GPW osiągnęły przychody na poziomie **52,2 mld zł**, co oznacza wzrost w stosunku do 2012 roku łącznie **o 51,6%**, w przeciwieństwie do Spółek Nierodzinnych, które wygenerowały spadek łącznej wartości przychodów o 6,9%.

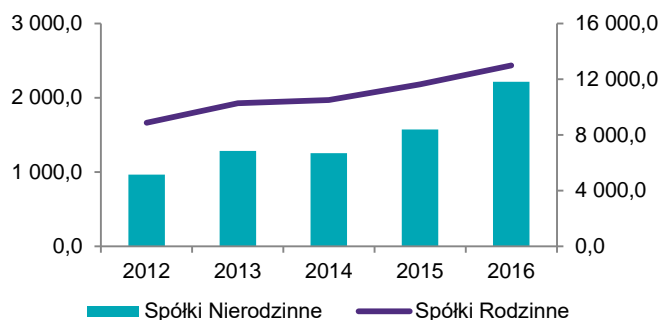
Wykres 1. Przychody Spółek Rodzinnych i Nierodzinnych notowanych na Głównym Rynku GPW w analizowanym okresie (w mln zł)



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Inaczej sytuacja przedstawia się na rynku NewConnect. Tutaj przychody Spółek Rodzinnych wzrosły w latach 2012-2016 o 46,4% (średni roczny wzrost przypadający na jedną spółkę to 10,3%). Tymczasem w przypadku Spółek Nierodzinnych było to 129,4% (średni roczny wzrost wartości przychodów na jedną spółkę wyniósł 23,1%). Wydaje się zatem, że Spółki Rodzinne mają mniejszą skłonność do ryzyka i realizują swoją strategię wzrostu w sposób bardziej konserwatywny, a skokowe przyrosty wartości przychodów nie są dla nich tak istotne, jakby wydawały się być dla Spółek Nierodzinnych.

Wykres 2. Przychody Spółek Rodzinnych i Nierodzinnych notowanych na rynku NewConnect w analizowanym okresie (w mln zł)



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Tabela 1. Ranking 10 Spółek Rodziny notowanych na Głównym Rynku GPW o najwyższych przychodach w 2016 roku

Spółka	Branża	Przychody
Cyfrowy Polsat S.A.	Telekomunikacja	9 730 000 000,00
AB S.A.	Handel hurtowy	7 553 068 000,00
Neuca S.A.	Dystrybucja leków	7 077 194 000,00
Farmacol S.A.	Dystrybucja leków	6 045 153 000,00
Impel S.A.	Usługi dla przedsiębiorców	2 066 629 000,00
Cognor Holding S.A.	Hutnictwo	1 352 393 000,00
ZM Henryk Kania S.A.	Artykuły spożywcze	1 283 109 000,00
Comarch S.A.	Informatyka	1 112 813 000,00
Selena FM S.A.	Budownictwo	1 013 819 000,00
Colian Holding S.A.	Artykuły spożywcze	930 029 000,00

Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Tabela 2. Ranking 10 Spółek Rodziny notowanych na rynku NewConnect o najwyższych przychodach w 2016 roku

Spółka	Branża	Przychody
Inwestycje Alternatywne Profit S.A.	Handel internetowy	241 128 000,00
Modecom S.A.	Handel hurtowy	220 965 585,00
Cyfrowe Centrum Serwisowe S.A.	Handel hurtowy	172 546 661,00
Aqua S.A.	Dystrybucja ciepła i wody	146 076 537,00
LUG S.A.	Budownictwo	120 857 000,00
SFD S.A.	Handel hurtowy	117 500 786,00
Mega Sonic S.A.	Informatyka	81 793 381,00
Hollywood S.A.	Pozostałe	76 734 000,00
5Th Avenue Holding S.A.	Nieruchomości	64 885 063,00
Aforti Holding S.A.	Pośrednictwo finansowe	62 305 651,00

Dane: opracowanie własne Grant Thornton



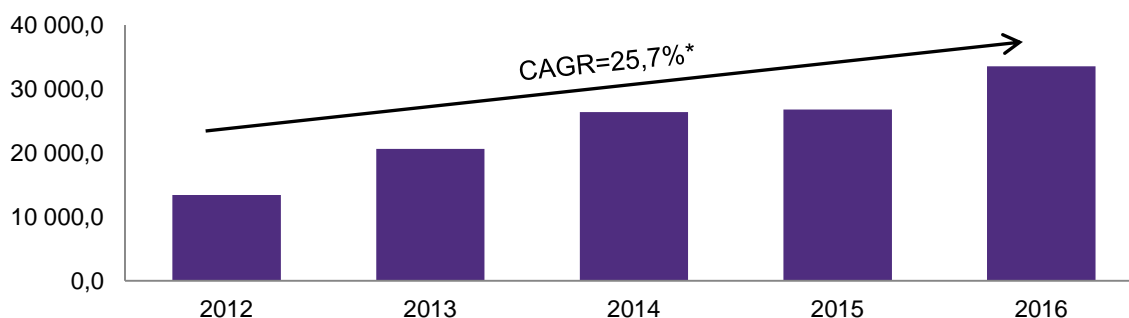
3.3 Kapitalizacja

W oparciu o miernik w postaci kapitalizacji definiowanej jako iloczyn aktualnego kursu giełdowego akcji oraz liczby akcji wyemitowanych przez spółki (znajdujących się zarówno w obrocie giełdowym, jak i poza obrotem), została przeprowadzona analiza kształtowania się wartości giełdowej Spółek Rodzinnych notowanych na polskim rynku akcji względem spółek zaliczanych do grona podmiotów o charakterze nierodzinnym notowanych na Gieldzie.

Główny Rynek GPW

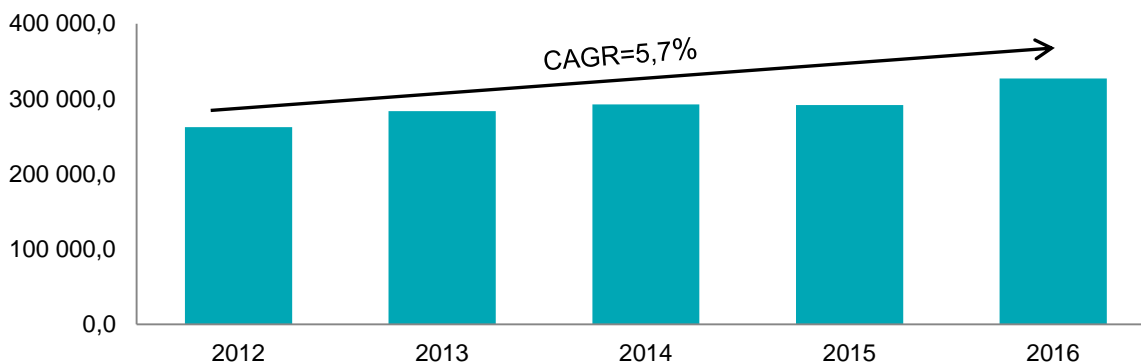
Łączna wartość kapitalizacji Spółek Rodzinnych na koniec 2016 roku wyniosła **33 529,0 mln zł**, co przekłada się na średni roczny wzrost na poziomie blisko 26,0%. W przypadku Spółek Nierodzinnych, ich łączna wartość giełdowa na koniec 2016 roku wyniosła 327 030,1 mln zł, co oznacza średni roczny wzrost w analizowanym okresie o 5,7%.

Wykres 3. Kapitalizacja Spółek Rodzinnych notowanych na Głównym Rynku GPW (w mln zł)



Dane: opracowanie własne Grant Thornton *skumulowany roczny wskaźnik wzrostu

Wykres 4. Kapitalizacja Spółek Nierodzinnych notowanych na Głównym Rynku GPW (w mln zł)



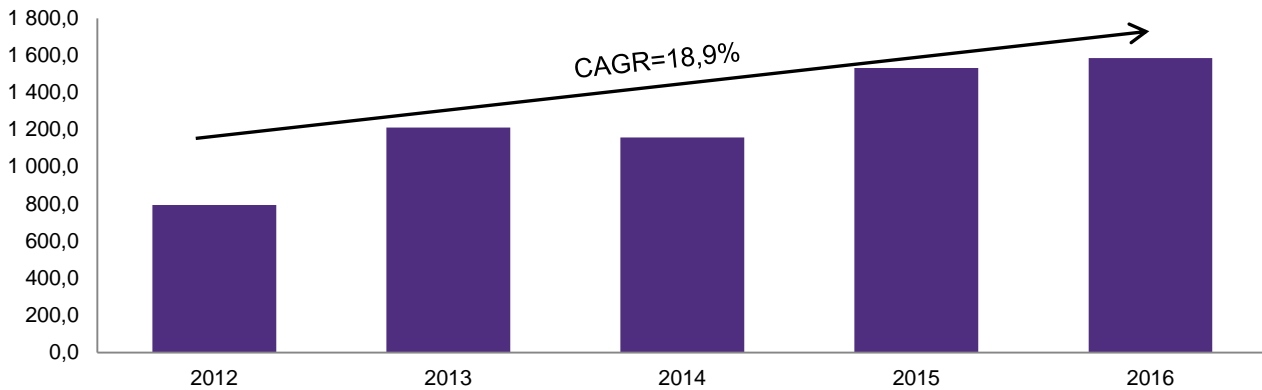
Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Spółki Rodzinne są lepiej wyceniane przez rynek niż Spółki Nierodzinne, a ich wartość w latach 2012-2016 rosła szybciej niż wartość Spółek Nierodzinnych.

Rynek NewConnect

W ciągu 5 lat na rynku NewConnect zadebiutowało 31 Spółek Rodzinnych, co bezpośrednio przełożyło się na wzrost wartości kapitalizacji analizowanej grupy. Na koniec 2016 roku Spółki Rodzinne były warte łącznie 1 586,1 mln zł, co w porównaniu z 794,0 mln zł, odnotowanymi na koniec 2012 roku, oznacza średni roczny wzrost łącznej kapitalizacji o blisko 19,0%.

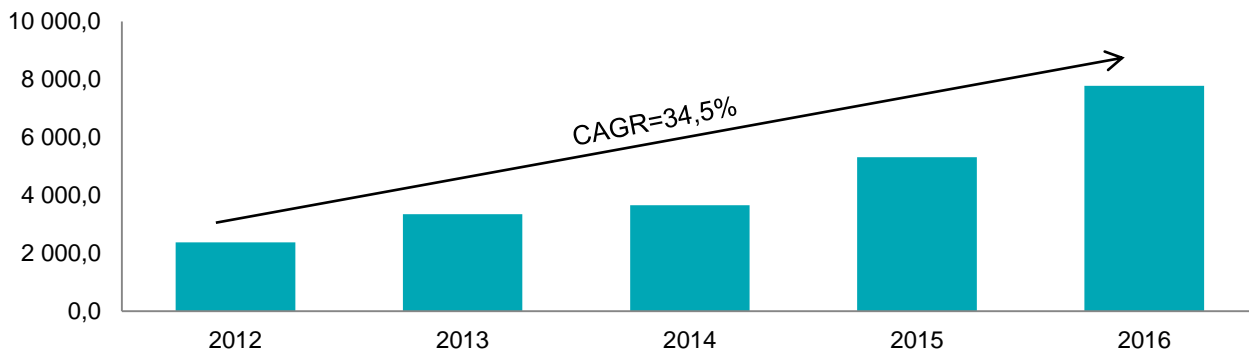
Wykres 5. Kapitalizacja Spółek Rodzinnych notowanych na NewConnect (w mln zł)



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Ta tendencja wzrostowa również znalazła odzwierciedlenie wśród Spółek Nierodzinnych. Łączna wartość kapitalizacji wspomnianych spółek wzrosła w analizowanym okresie o ponad 5,4 mld zł, a średni roczny wzrost kapitalizacji sięgnął 34,5%.

Wykres 6. Kapitalizacja Spółek Nierodzinnych notowanych na NewConnect (w mln zł)



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Przyczyn takiej sytuacji można upatrywać m.in. w tym, że Spółki Rodzinne zaliczane są najczęściej do podmiotów specjalizujących się w branżach tradycyjnych oraz postrzegane są jako spółki o stabilnych fundamentach i zrównoważonym rozwoju, których wycena wzrasta w dłuższym horyzoncie czasowym, czy też wraz z realizacją kolejnych planów inwestycyjnych umożliwiających zwiększenie skali działalności. W przypadku większości spółek notowanych na rynku NewConnect, będących na wczesnym etapie rozwoju, działających w sektorach innowacyjnych, opartych przede wszystkim na aktywach niematerialnych, należy spodziewać się, że każda, nawet najmniejsza pozytywna zmiana w zakresie prowadzonej działalności będzie powodowała skokowy przyrost wartości tego typu spółek w krótszym czasie.

Niemniej, Spółki Rodzinne stanowią dobrą, bezpieczną lokatę kapitału dla inwestorów dokonujących inwestycji zarówno w podmioty notowane w alternatywnym systemie obrotu, jak i na rynku regulowanym, gdzie wyraźnie zauważalny jest wzrost tempa przyrostu wartości tych spółek.

Tabela 3. Ranking 10 Spółek Rodzinych o najwyższej kapitalizacji w 2016 roku notowanych na Głównym Rynku GPW

Spółka	Branża	Kapitalizacja
Cyfrowy Polsat S.A.	Telekomunikacja	15 732 830 000,00
Neuca S.A.	Dystrybucja leków	1 719 910 000,00
Comarch S.A.	Informatyka	1 415 200 000,00
Farmacol S.A.	Dystrybucja leków	1 210 010 000,00
Atal S.A.	Nieruchomości	1 107 620 000,00
Celon Pharma S.A.	Produkcja leków	1 102 950 000,00
Stelmet S.A.	Wyposażenie domu	901 480 000,00
Colian Holding S.A.	Artykuły spożywcze	620 830 000,00
Ab S.A.	Handel hurtowy	564 140 000,00
Zpue S.A.	Przemysł elektromaszynowy	532 000 000,00

Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Tabela 4. Ranking 10 Spółek Rodzinych o najwyższej kapitalizacji w 2016 notowanych na rynku NewConnect

Spółka	Branża	Kapitalizacja
Aqua S.A.	Dystrybucja ciepła i wody	220 780 000,00
Pharmena S.A.	Produkcja leków	162 620 000,00
Hollywood S.A.	Pozostałe	160 010 000,00
Auxilia S.A.	Ubezpieczenia	149 470 000,00
IAI S.A.	Informatyka	55 710 000,00
JR Holding S.A.	Nieruchomości	37 440 000,00
Astro S.A.	Media	36 600 000,00
Inno-Gene S.A.	Działalność inwestycyjna	33 920 000,00
Ekobox S.A.	Budownictwo	33 540 000,00
Agromep S.A.	Zaopatrzenie dla przedsiębiorstw	31 620 000,00

Dane: opracowanie własne Grant Thornton



Rynkowa wartość biznesu rodzinnego na warszawskiej Giełdzie liczona jest już w dziesiątkach miliardów złotych. Według obliczeń Grant Thornton, łączna kapitalizacja wszystkich **176** Spółek Rodzinych wyniosła na koniec 2016 roku ponad **35,0 mld zł**.

Od 2012 roku wzrosła ona łącznie o **147,1%**.

3.4 „Indeks WIG-Rodzinne”

Spółki notowane na rynkach publicznych analizowane są syntetycznie za pomocą indeksów giełdowych tworzonych w oparciu o różnorodne cechy spółek, takie jak wielkość spółki, mierzona wartością jej kapitalizacji rynkowej, czy też branża, w której dana spółka działa.

Na potrzeby niniejszej analizy stworzyliśmy indeks cenowy dedykowany Spółkom Rodzinnym – „WIG-Rodzinne”, skonstruowany analogicznie do najpopularniejszego na warszawskiej Giełdzie indeksu WIG20¹⁷. Ze względu na fakt, iż na rynku NewConnect obecny jest wyłącznie jeden indeks, który bierze pod uwagę wszystkie spółki notowane na tym rynku (w tym również rodzinne), a co więcej jest on indeksem dochodowym o złożonej konstrukcji, zdecydowano się skupić wyłącznie na spółkach notowanych na Głównym Rynku GPW.

Z wcześniej wyselekcjonowanej grupy Spółek Rodzinnych, do „indeksu WIG-Rodzinne” wytypowano 10 Spółek Rodzinnych na podstawie rankingu stworzonego w oparciu o wartości obrotów oraz kapitalizacji, które były notowane nieprzerwanie w latach 2012-2016. W kalkulacji „indeksu WIG-Rodzinne” skupiono się wyłącznie na spółkach, w których minimum dwóch członków rodziny lub kilku rodzin posiada więcej niż 50% głosów na Walnym Zgromadzeniu Spółki i jednocześnie członkowie tych samych rodzin zajmują łącznie przynajmniej dwa miejsca w organach zarządzających lub nadzorujących spółki.

Wyniki przeprowadzonej selekcji prezentuje tabela 5.

Tabela 5. Wytypowane Spółki Rodzinne do kalkulacji „indeksu WIG-Rodzinne”

Nazwa Spółki	Nazwisko rodziny	Rok założenia	Data debiutu	Sektor	Udział członków rodziny w głosach na WZA na dzień 31.12.2016	Liczba członków rodziny w organach na dzień 31.12.2016	
						Zarząd	Rada Nadzorcza
BERLING S.A.	Berling	1993	kwiecień 2010	Zaopatrzenie dla przedsiębiorców	61,4%	1	3
COGNOR S.A.	Sztuczkowski	1946	marzec 1997	Hutnictwo	67,5%	1	2
COMARCH S.A.	Filipiak	1993	maj 1999	Informatyka	67,9%	1	1
ENELMED S.A.	Rozwadowski	1993	lipiec 2011	Szpitala i przychodnie	68,9%	2	1
ENERGOINSTAL S.A.	Więcek	1949	październik 2007	Budownictwo	72,1%	2	1
FARMACOL S.A.	Olszewski	1990	czerwiec 1999	Dystrybucja leków	90,0%	-	4
IMPEL S.A.	Dzik Biegaj Wspólnie	1990	październik 2003	Usługi dla przedsiębiorców	44,2% 28,7% 72,9%	3	1
ZPUE S.A.	Wytychewicz	1988	sierpień 1999	Przemysł elektromaszynowy	61,1%	1	4
ZUE S.A.	Nowak	1991	październik 2010	Budownictwo	62,5%	2	-
ZUK STĄPORKÓW S.A.	Pasturczak Pargieła Mączyński Wspólnie	1995	sierpień 2007	Przemysł elektromaszynowy	15,0% 33,1% 14,1% 62,3%	1	3

Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Wytypowane podmioty istotnie różnią się między sobą rodzajem sektorów, w których prowadzą swoją działalność, w związku z tym nie było konieczności wprowadzania ograniczeń sektorowych. Wprowadzono natomiast ograniczenie w zakresie udziału pakietu poszczególnych spółek w indeksie tak, aby pakiet jednego podmiotu mógł wynosić maksymalnie 20%. Pakiet

¹⁷ WIG20 jest indeksem blue-chip, co oznacza, że obejmuje on największe spółki giełdowe o najbardziej płynnych walorach i wysokiej kapitalizacji. Indeks uwzględnia 20 spółek, których wartość rynkowa na koniec grudnia 2016 roku stanowiła 29,4% kapitalizacji akcji Głównego Rynku GPW. Datą wprowadzenia indeksu jest 16 kwietnia 1994 roku.
(https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/indeksy/zmiana2/2016_12_30_WIG20.pdf)

poszczególnych spółek obejmuje wyłącznie akcje spółek będących w wolnym obrocie, tzw. Free Float. W analizowanym okresie aktualizacja liczby akcji w wolnym obrocie w ramach szacunków dokonywana była każdego roku, a następnie proporcjonalnie zmniejszono pakiet uczestników Indeksu w taki sposób, aby udział pojedynczego uczestnika nie przekroczył wspomnianych 20%.

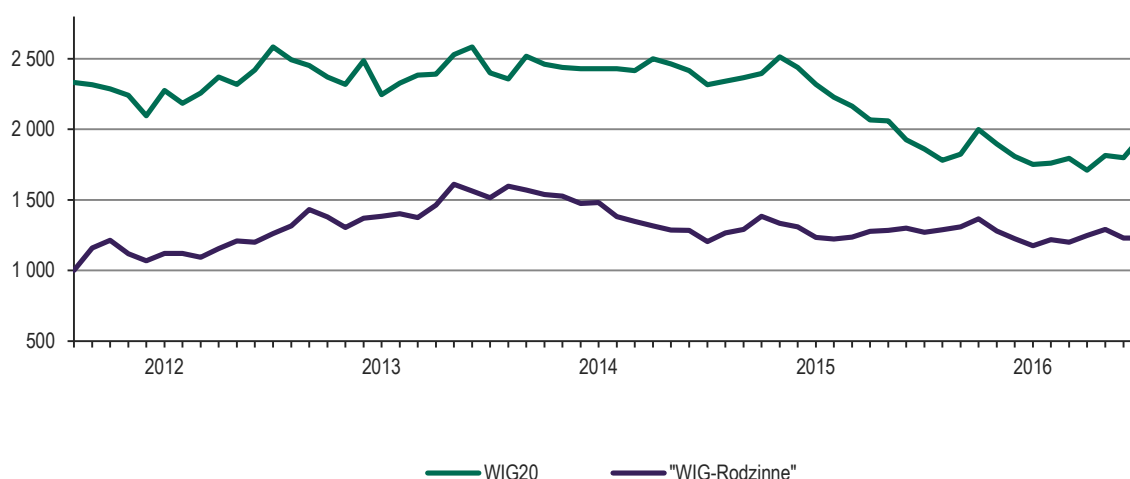
Tabela 6. Udział poszczególnych podmiotów w indeksie w poszczególnych latach

Nazwa Spółki	2012	2013	2014	2015	2016
BERLING	3,0%	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%
COGNOR	14,0%	5,0%	3,0%	3,0%	2,0%
COMARCH	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
ENELMED	3,0%	2,0%	3,0%	5,0%	3,0%
ENERGOINS	5,0%	7,0%	6,0%	8,0%	5,0%
FARMACOL	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
IMPEL	16,0%	18,0%	15,0%	18,0%	17,0%
ZPUE	6,0%	13,0%	17,0%	15,0%	20,0%
ZUE	6,0%	4,0%	6,0%	5,0%	8,0%
STAPORKOW	5,0%	6,0%	5,0%	2,0%	1,0%

Dane: Indeks został przygotowany na podstawie statystyk udostępnianych na stronie GPW (www.gpw.pl) na koniec każdego miesiąca przez 60 następujących po sobie miesięcy, poczynając od stycznia 2012 roku, a kończąc na grudniu 2016 roku. Jako wartość bazową indeksu przyjęto 1000 punktów. Skład portfela indeksu pozostał niezmienny przez cały okres badania.

Zarówno indeks WIG20, jak i „indeks WIG-Rodzinne” podlegają tym samym tendencjom rynkowym. Wyraźnie jednak widać, że „indeks WIG-Rodzinne” zachowuje się znacznie stabilniej niż indeks WIG20, co może świadczyć o tym, że inwestorzy postrzegają akcje Spółek Rodzinnych jako walory bezpieczniejsze i bardziej przewidywalne, a same spółki rodzinne za bardziej odporne na bieżące wahania koniunktury niż np. korporacje czy spółki z udziałem Skarbu Państwa.

Wykres 7. „Indeks WIG- Rodzinne” w zestawieniu z indeksem WIG20



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Do ciekawych obserwacji można zaliczyć także fakt, że WIG20 odnotowuje bardziej dynamiczne spadki wartości niż „indeks WIG-Rodzinne”, natomiast oba indeksy zachowywały podobną dynamikę w zakresie wzrostów. Fakt ten przełożył się bezpośrednio na duże różnice w stopach zwrotu z obu portfeli. WIG20 w analizowanym okresie osiągnął stratę na poziomie 16,5%, podczas gdy „indeks WIG-Rodzinne” odnotował dodatnią stopę zwrotu na poziomie 31,7%.

Spółki Rodzinne bezpieczną lokatą kapitału

Jak zmieniały się wartość indeksów WIG20 i „WIG-Rodzinne” w latach 2012-2016?



Indeks WIG20



„Indeks WIG-Rodzinne”

Analiza jednoznacznie wskazuje, że cecha „rodzinności” stała się pewnego rodzaju wyznacznikiem dobrej, charakteryzującej się niższym ryzykiem inwestycji, do której inwestorzy powinni przykładać większą wagę, budując swoje portfele inwestycyjne. Jednocześnie Spółki Rodzinne stopniowo stają się symbolem stabilnego rozwoju polskiej przedsiębiorczości.

Coraz większa liczba podmiotów o charakterze rodzinnym pojawiających się na warszawskim rynku giełdowym oraz pozytywny przebieg indeksu mogą sugerować, iż w przyszłości „indeks WIG-Rodzinne” faktycznie mógłby pojawić się wśród liczonych obecnie indeksów na warszawskiej Giełdzie i być wartościowym źródłem informacji dla inwestorów.

W analizowanym okresie „indeks WIG-Rodzinne” charakteryzował się **większą stabilnością** niż indeks WIG20, co oznacza, że potencjalna inwestycja w „WIG-Rodzinne” byłaby bardziej efektywna niż lokowanie kapitału w indeks WIG20.



3.5 Wskaźniki

W celu pogłębienia analizy postanowiliśmy zbadać, jak Spółki Rodzinne radzą sobie na tle sektorowej konkurencji. Wyodrębniliśmy sektory zgodnie z klasyfikacją obowiązującą na GPW, uwzględniając te, w których udział Spółek Rodzinnych był największy. Do analizy wybrano więc na Głównym Rynku GPW budownictwo, nieruchomości oraz artykuły spożywcze¹⁸, a na rynku NewConnect budownictwo oraz informatykę.

3.5.1 Zadłużenie

W celu zbadania kondycji finansowej spółek notowanych na Głównym Rynku GPW oraz rynku NewConnect, przeprowadzono analizę dwóch wskaźników zadłużenia.

- 1 **Wskaźnik ogólnego zadłużenia**, który umożliwia zbadanie ogólnej struktury finansowania przedsiębiorstwa oraz określenie stopnia, w jakim spółka finansowana jest przez kapitał obcy, a w jakim przez kapitał własny. Wskaźnik ten wyrażony jest stosunkiem zobowiązań ogółem do aktywów przedsiębiorstwa. Wartość wskaźnika jest niezwykle istotna z punktu widzenia dawców kapitału dłużnego, gdyż w przypadku niewywiązywania się spółki ze zobowiązań są one regulowane z jej aktywów.
- 2 **Wskaźnik zadłużenia finansowego**, który pozwala na analizę poziomu zadłużenia generowanego przez zobowiązania oprocentowane. Jest on wyrażony stosunkiem zobowiązań finansowych do aktywów ogółem, a na jego wysokość mają wpływ wszystkie zobowiązania finansowe, w postaci kredytów, pożyczek, leasingów czy emisji obligacji.

Główny Rynek GPW

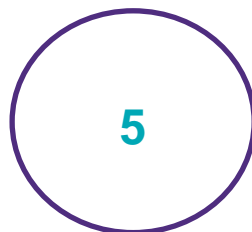
W latach 2012-2016 większość spółek publicznych z Głównego Rynku GPW odnotowywała wskaźnik ogólnego zadłużenia na poziomie nieprzekraczającym 50,0%. W ciągu 5 analizowanych lat, w przeciwieństwie do Spółek Nierodzinnych, Spółki Rodzinne obniżyły poziom zobowiązań w strukturze finansowania swojego majątku (w 2013 roku mediana wskaźnika dla Spółek Rodzinnych spadła, osiągając na koniec 2016 roku wartość 44,6%).

Przyczyn tego rodzaju sytuacji można upatrywać w rosnących możliwościach finansowych Spółek Rodzinnych, które oceniane są przez inwestorów jako podmioty o stabilnych fundamentach i niższym ryzyku inwestycyjnym, stąd mają one dostęp do większych zasobów kapitałowych. Dodatkowy kapitał pozyskiwany w ramach emisji papierów wartościowych pozwala Spółkom Rodzinnym na realizację strategii rozwoju, a tym samym generowanie większych wpływów pieniężnych, umożliwiających samodzielne finansowanie.

Z drugiej strony, warto przyrzeć się także finansowaniu oprocentowanemu. Z przeprowadzonej analizy wynika, że udział zobowiązań finansowych stanowiących źródło finansowania majątku Spółek Rodzinnych spadał w latach 2014-2015 do 15,4%, a wzrastał w 2013 i 2016 r, odnotowując maksymalną wartość 20,6%.



Poziom wskaźnika ogólnego zadłużenia



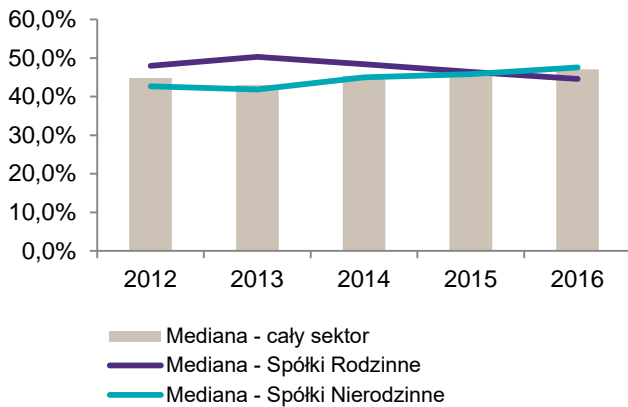
Analizowanych lat



Max. wartość zobowiązań finansowych

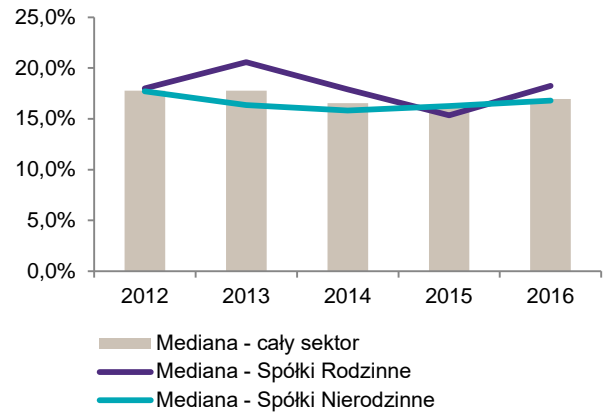
¹⁸ Zgodnie z klasyfikacją obowiązującą na GPW w skład analizowanych sektorów wchodzi spółki przypisane do następujących subsektorów: budownictwo – budownictwo ogólne, przemysłowe, inżynieria lądowa i wodna, materiały budowlane, instalacje budowlane i telekomunikacyjne; nieruchomości – sprzedaż i wynajem nieruchomości, artykuły spożywcze – żywność, napoje, produkcja rolna i rybołówstwo; informatyka – oprogramowanie, systemy i sprzęt informatyczny.

Wykres 8. Wskaźnik zadłużenia ogółem dla Głównego Rynku GPW



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Wykres 9. Wskaźniki zadłużenia finansowego dla Głównego Rynku GPW



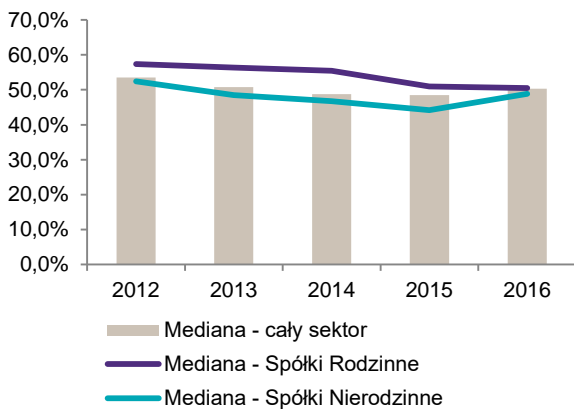
Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Sektor artykułów spożywczych (Główny Rynek GPW)

W analizowanym okresie, zarówno Spółki Rodzinne jak i Nierodzinne odnotowały wskaźnik ogólnego zadłużenia przekraczający średnią rynkową.

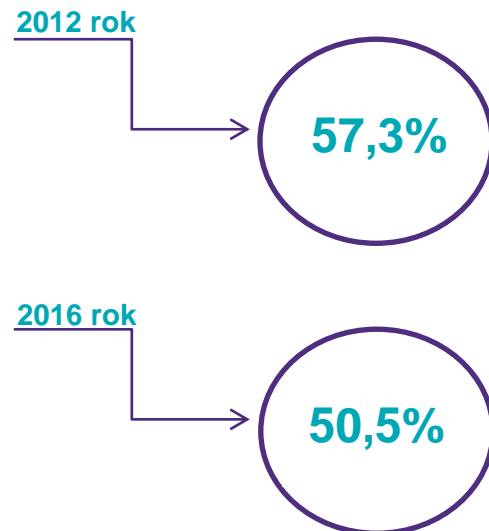
W 2012 roku wskaźnik dla Spółek Rodzinnych wynosił 57,3%, a dla Spółek Nierodzinnych, 52,4%. Niemniej, na przestrzeni 5 analizowanych lat udział kapitału obcego w strukturze finansowania spółek z tego sektora zmniejszył się - w wyniku utrzymującej się tendencji spadkowej poziom ogólnego zadłużenia Spółek Rodzinnych spadł o 6,8 p.p., osiągając w 2016 roku poziom 50,5%.

Wykres 10. Wskaźniki zadłużenia ogólnego dla sektora artykułów spożywczych na Głównym Rynku GPW



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

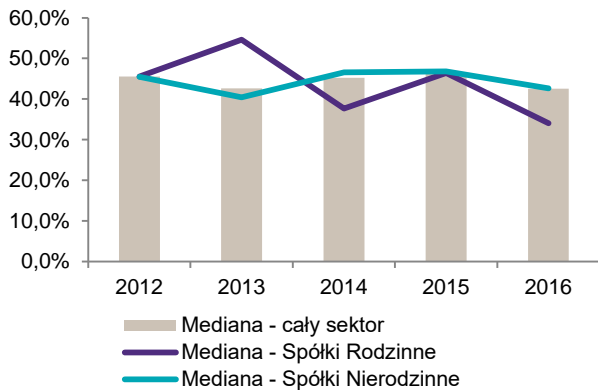
Wskaźnik ogólnego zadłużenia Spółek Rodzinnych



Sektor nieruchomości (Główny Rynek GPW)

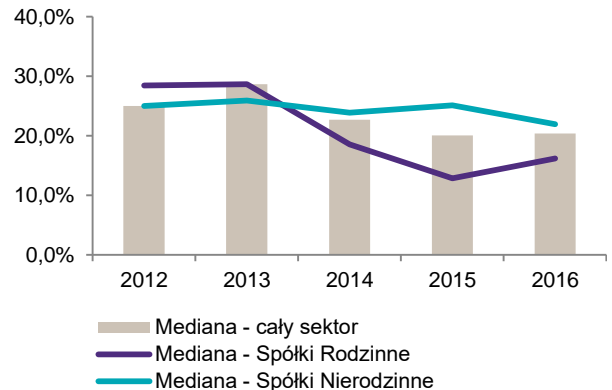
W przypadku Spółek Rodzinnych z sektora nieruchomości notowanych na Głównym Ryнку GPW, zobowiązania ogółem stanowiły od 34,1% (w 2016 roku) do 54,6% (w 2013 roku) pasywów spółki, co oznacza spadek wskaźnika o 12,3 p.p. Począwszy od 2014 roku, Spółki Rodzinne z sektora nieruchomości angażowały w finansowanie swojej działalności więcej kapitału własnego niż Spółki Nierodzinne. Ponadto Spółki Rodzinne były mniej zadłużone zobowiązaniami odsetkowymi w stosunku do Spółek Nierodzinnych, a poziom tych zobowiązań z roku na rok malał.

Wykres 11. Wskaźnik zadłużenia ogółem dla sektora nieruchomości na Głównym Ryнку GPW



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Wykres 12. Wskaźnik zadłużenia finansowego dla sektora nieruchomości na Głównym Ryнку GPW



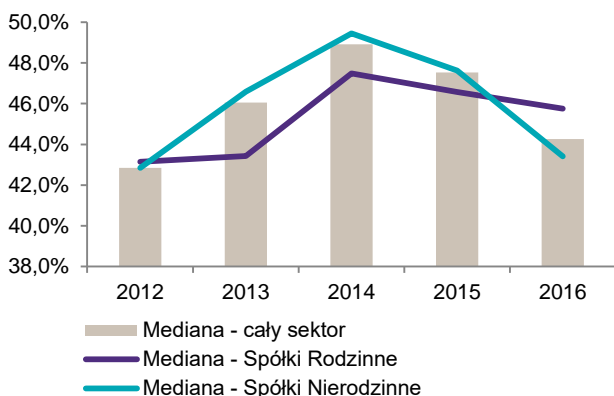
Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Rynek NewConnect

Poziom zadłużenia spółek notowanych na NewConnect był niższy od poziomu zobowiązań spółek będących uczestnikami Głównego Ryнку GPW.

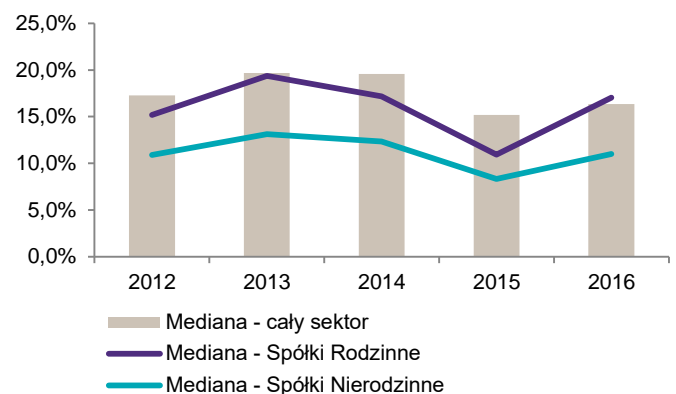
Zdecydowana większość Spółek Rodzinnych finansowała swoją działalność przede wszystkim kapitałem własnym. Jedynie w 2014 roku wskaźnik zobowiązań ogółem Spółek Rodzinnych osiągnął najwyższy poziom i był równy 47,5%. Spółki Nierodzinne notowane na rynku NewConnect utrzymywały nieco wyższy poziom zadłużenia. Spółki Rodzinne w badanym okresie zaciągały więcej zobowiązań finansowych od Spółek Nierodzinnych. Nasuwa się zatem przypuszczenie, że Spółki Rodzinne cieszą się większym zaufaniem instytucji kredytowych i inwestorów, dzięki czemu mają dostęp do dodatkowego kapitału obcego. Możliwość korzystania ze źródeł kapitału o charakterze finansowym pozwala Spółkom Rodzinnym efektywniej zarządzać środkami dzięki zastosowaniu dźwigni finansowej.

Wykres 13. Wskaźniki zadłużenia ogółem dla rynku NewConnect



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Wykres 14. Wskaźniki zadłużenia finansowego dla rynku NewConnect



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

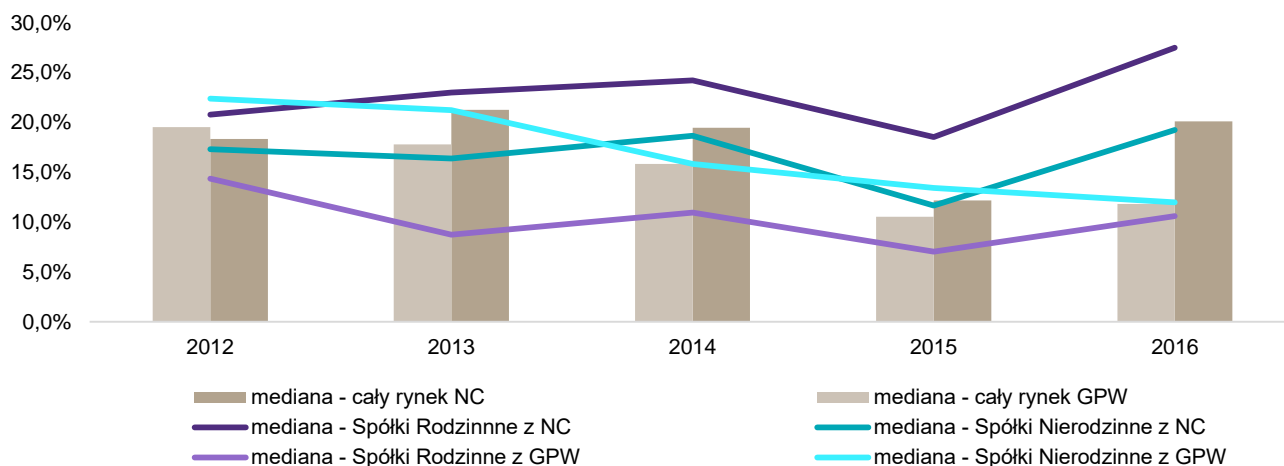
W analizowanym okresie Spółki Rodzinne korzystały ze zobowiązań odsetkowych jako źródła finansowania do **19,4%** swojego majątku.

Udział zobowiązań finansowych w finansowaniu aktywów Spółek Nierodzinnych wyniósł zdecydowanie mniej, bo **8,3%**.

Sektor budownictwa (Główny Rynek GPW i rynek NewConnect)

W przypadku spółek z sektora budownictwa należy zauważyć, że spółki z alternatywnego rynku charakteryzował wyższy poziom zadłużenia niż spółki z rynku regulowanego. Spółki Rodzinne notowane na Giełdzie utrzymywały niższy poziom ogólnego zadłużenia niż Spółki Nierodzinne, jednakże Spółki Rodzinne w najwyższym stopniu, dochodzącym nawet do 27,5%, finansowały swój majątek zobowiązaniami oprocentowanymi.

Wykres 15. Wskaźniki zadłużenia dla sektora budownictwa na Głównym Rynku GPW i NewConnect



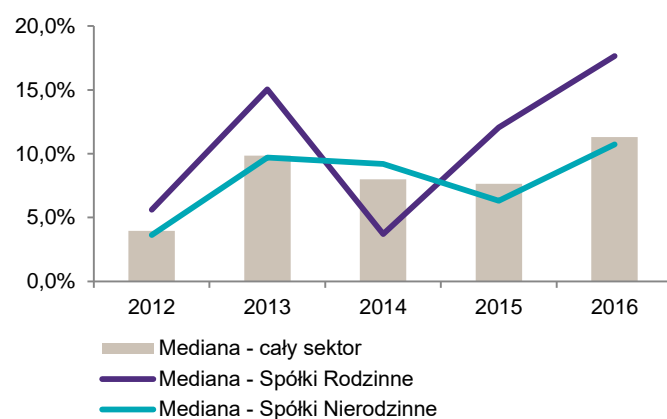
Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Sektor informatyki (Rynek NewConnect)

Najwięcej spółek notowanych na rynku NewConnect pochodzi z sektora informatyki. Zadłużenie spółek z tego sektora jest raczej niewielkie. Niemniej, w analizowanym okresie wyraźnie widoczny jest wzrost udziału zobowiązań oprocentowanych w finansowaniu majątku spółek z analizowanego sektora.

W analizowanym okresie Spółki Rodzinne finansowały się kapitałem obcym **w mniejszym zakresie** niż Spółki Nierodzinne. Niski, bezpieczny poziom kapitału obcego może świadczyć o samodzielności finansowej spółek i sprawia, że Spółki Rodzinne są postrzegane jako spółki o niższym poziomie ryzyka inwestycyjnego, dzięki czemu łatwiej jest im pozyskać dodatkowe finansowanie dłużne. Ponadto, to właśnie Spółki Rodzinne były w stanie pozyskać dodatkowy kapitał w postaci zobowiązań finansowych i to one przeważnie korzystały z tego rodzaju oprocentowanego długu.

Wykres 16. Wskaźniki zadłużenia finansowego dla sektora informatyki na NewConnect



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

3.5.2 Rentowność Spółek Rodzinych notowanych na Głównym Rynku GPW i rynku NewConnect

Wskaźniki rentowności, w głównej mierze, ukazują efektywność funkcjonowania przedsiębiorstwa. Parametry te wspomagają inwestorów w ocenie kondycji dochodowej danego podmiotu. Poniższa analiza została oparta na dwóch wskaźnikach rentowności, tj.: **Rentowności Netto oraz Rentowności EBITDA**, które odzwierciedlają efektywność spółek w kontekście zysku po opodatkowaniu oraz uwzględniają wpływ amortyzacji na osiągnięte przez przedsiębiorstwo wyniki.

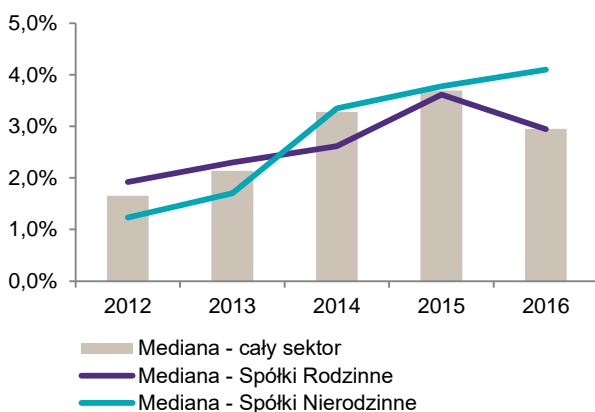
Przeprowadzona analiza potwierdza fakt, iż Spółki Rodzinne zaliczane do grona podmiotów prowadzących działalność w sektorach gospodarki, takich jak budownictwo czy artykuły spożywcze, zdecydowanie lepiej radzą sobie w obszarze działalności sektorów tradycyjnych niż Spółki Nierodzinne. Charakterystyczny dla Spółek Rodzinych, zachowawczy sposób zarządzania właścicielami biznesem, sprawia, że cecha „rodzinności” utożsamiana jest z bezpiecznym i rzetelnym sposobem działania, co powoduje, że Spółki Rodzinne cieszą się dużym zaufaniem kontrahentów.

Sektor artykułów spożywczych (Główny Rynek GPW)

W analizowanym okresie zarówno rentowność operacyjną, jak i rentowność netto Spółek Rodzinych charakteryzował trend wzrostowy. W latach 2013-2016 wartość wskaźnika rentowności EBITDA Spółek Rodzinych wzrosła o ponad 70,0%. Wskaźnik rentowności netto Spółek Rodzinych w analizowanym okresie oscylował natomiast w przedziale od 2,0% do 3,5% i tym samym, kształtował się na niższym poziomie niż dla grupy Spółek Nierodzinych. Wnioskować można, że wpływ na to miał sposób finansowania działalności spółek. W analizowanym okresie Spółki Rodzinne częściej korzystały z finansowania oprocentowanego, co jednocześnie wpływało na pomniejszanie podstawy opodatkowania.

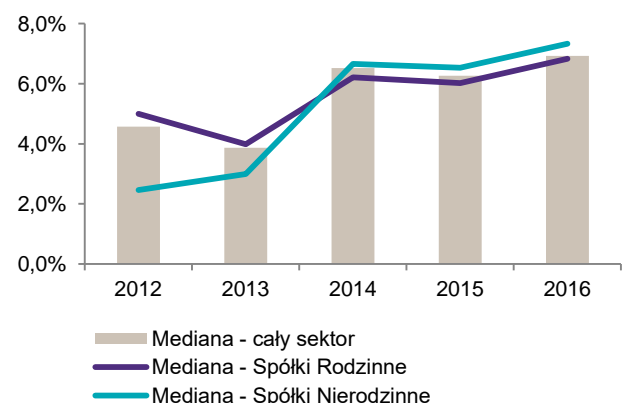


Wykres 17. Rentowność netto dla Spółek Rodzinych i Nierodzinych z sektora artykułów spożywczych notowanych na Głównym Rynku GPW



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Wykres 18. Rentowność EBITDA dla Spółek Rodzinych i Nierodzinych z sektora artykułów spożywczych notowanych na Głównym Rynku GPW

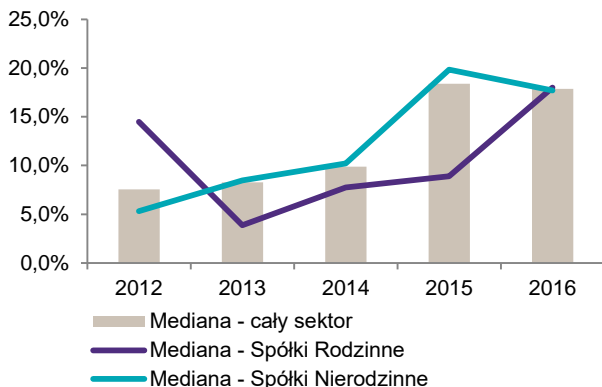


Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Sektor nieruchomości (Główny Rynek GPW)

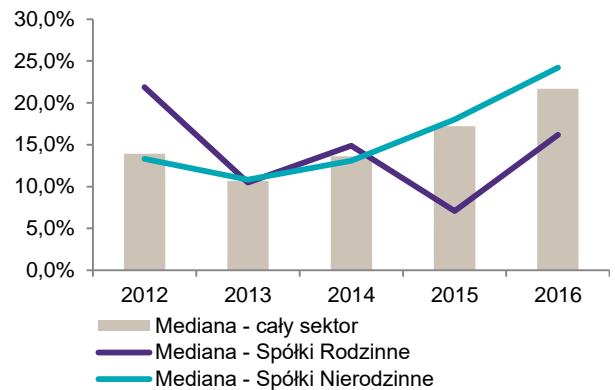
W analizowanym okresie przeciętny wskaźnik rentowności EBITDA dla sektora nieruchomości wzrósł, osiągając poziom 21,7%. W przypadku Spółek Rodzinnych poziom wskaźnika w analizowanym okresie wahał się i wykazywał trend spadkowy, aby ostatecznie w 2016 roku odnotować wzrost do poziomu ponad 15,0%. Rentowność netto Spółek Rodzinnych, począwszy od 2013 roku, stabilnie rosła - w ciągu trzech ostatnich analizowanych lat parametr wzrósł do 18,0%. Wartość przeciętna tego samego wskaźnika rentowności Spółek Nierodzinnych sektora nieruchomości na Głównym Rynku GPW w analizowanym okresie wyniosła 17,7%

Wykres 19. Rentowność netto dla Spółek Rodzinnych i Nierodzinnych z sektora nieruchomości notowanych na Głównym Rynku GPW



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Wykres 20. Rentowność EBITDA dla Spółek Rodzinnych i Nierodzinnych z sektora nieruchomości notowanych na Głównym Rynku GPW



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Sektor budownictwa (Główny rynek GPW i NewConnect)

Analiza spółek z sektora budownictwa notowanych na Giełdzie w latach 2012-2016 wykazała, że Spółki Rodzinne zdecydowanie efektywniej działają w sektorze budownictwa niż Spółki Nierodzinne, o czym świadczy przeciętna wartość wskaźnika rentowności EBITDA.

W sektorze budownictwa na Głównym Rynku GPW, w 2016, wartość wskaźnika dochodowości operacyjnej wyniosła 6,6%. Od 2012 roku wartość przeciętna parametru dla Spółek Rodzinnych oraz Nierodzinnych z tego sektora wykazywała trend wzrostowy, przy czym wskaźnik rentowności EBITDA Spółek Rodzinnych był większy o blisko 30,0% od tego wskaźnika Spółek Nierodzinnych. W analizowanym okresie wartość wspomnianego wyżej wskaźnika Spółek Rodzinnych z rynku NewConnect oscylowała na poziomie 5,0%-8,0%, podczas gdy w 2016 roku przeciętna rentowność EBITDA dla całego sektora budownictwa w alternatywnym systemie obrotu kształtowała się na poziomie 3,7%, a wartość wskaźnika dla Spółek Nierodzinnych notowanych na rynku NewConnect spadła o 13,9 p.p. względem wartości osiągniętej w 2015 roku.

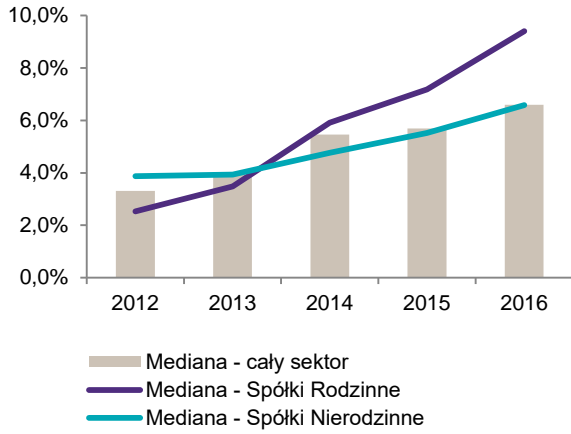
W latach 2012-2016 zmiana poziomu średniej rentowności netto dla Spółek Rodzinnych z Głównego Rynku GPW wyniosła 2,1 p.p. (czyli wskaźnik wzrósł o 480,0% względem

2012 roku). W 2016 roku wartość wskaźnika rentowności netto dla Spółek Rodzinnych z rynku NewConnect była o 2,3 p.p. wyższa niż wartość parametru odnotowana dla całego sektora budownictwa, przeciętna wartość wskaźnika dla Spółek Nierodzinnych wykazywała trend spadkowy i w ostatnim roku badania wyniosła – 21,8%.



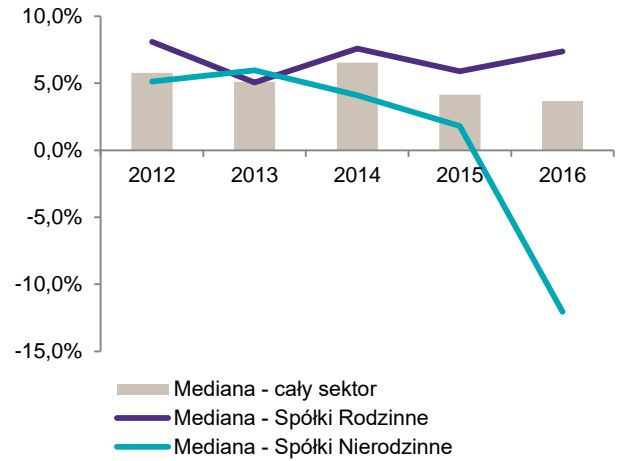
Wykres 21. i 22. Rentowność EBITDA dla Spółek Rodzinnych i Nierodzinnych z sektora budownictwa notowanych na Głównym Rynku GPW i na rynku NewConnect

Główny Rynek GPW



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

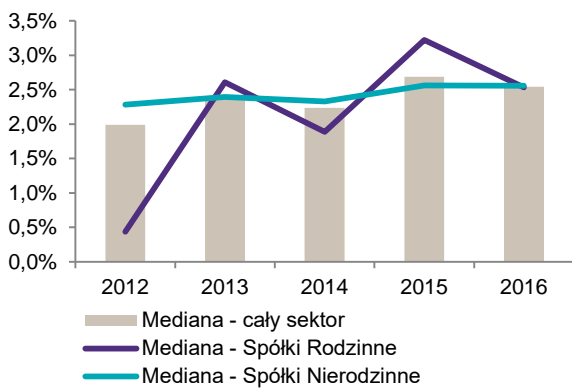
Rynek NewConnect



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

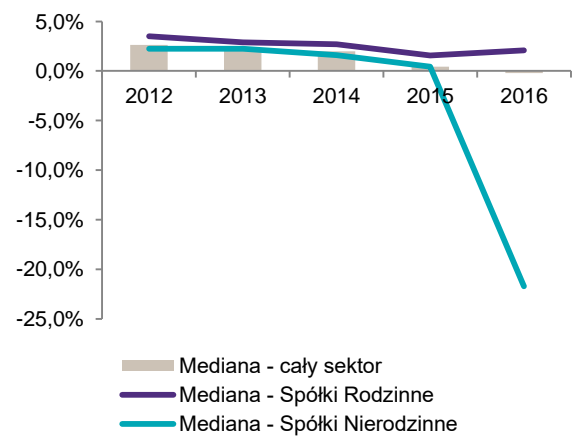
Wykres 23. i 24. Rentowność netto dla Spółek Rodzinnych i Nierodzinnych z sektora budownictwa notowanych na Głównym Rynku GPW i na rynku NewConnect

Główny Rynek GPW



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Rynek NewConnect

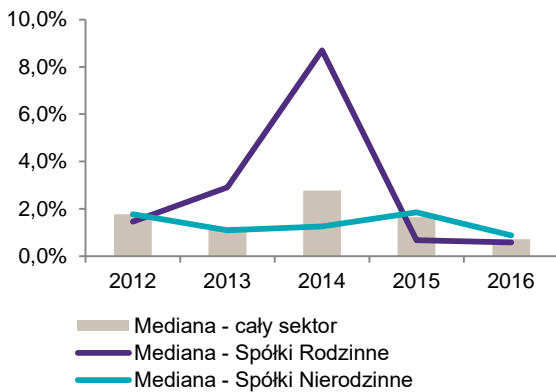


Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Sektor informatyki
(Rynek NewConnect)

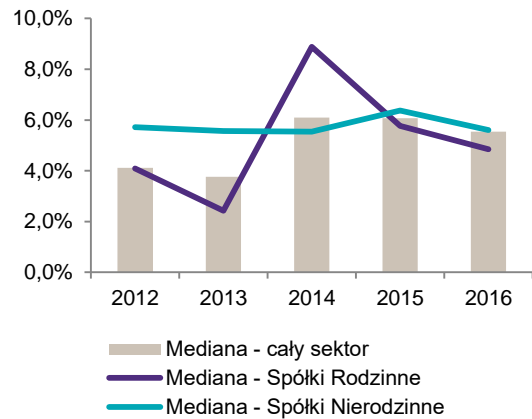
W analizowanym okresie Spółki Rodzinne osiągnęły wartość wskaźnika rentowności EBITDA na poziomie 8,9%, która była najwyższa w całym sektorze. Wartość wskaźnika rentowności netto dla Spółek Rodzinnych w 2016 roku kształtowała się w przedziale od 0,6% do 8,7%, co oznacza, że w analizowanym okresie Spółki Rodzinne potrafiły osiągnąć rentowność na najniższym poziomie, ale również wypracować większą efektywność niż inne podmioty z sektora informatyki notowane na rynku NewConnect przy jednoczesnym finansowaniu działalności zobowiązaniami oprocentowanymi.

Wykres 25. Rentowność netto dla Spółek Rodzinnych i Nierodzinnych z sektora informatyki notowanych na NewConnect



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Wykres 26. Rentowność EBITDA dla Spółek Rodzinnych i Nierodzinnych z sektora informatyki notowanych na NewConnect



Dane: opracowanie własne Grant Thornton



Tabela 6. Rentowność netto - ranking 10 najbardziej rentownych Spółek Rodziny w 2016 roku notowanych na Głównym Rynku GPW

Spółka	Branża	Rentowność netto
Yolo S.A.	Wierzytelności	15,93
Redwood Holding S.A.	Przemysł elektromaszynowy	0,59
Lena Lighting S.A.	Przemysł elektromaszynowy	0,56
Alta S.A.	Nieruchomości	0,31
Celon Pharma S.A.	Produkcja leków	0,29
Gpm Vindexus S.A.	Wierzytelności	0,29
Prima Moda S.A.	Odzież i kosmetyki	0,25
PGS Software S.A.	Informatyka	0,21
Orion Investment S.A.	Nieruchomości	0,20
Rank Progress S.A.	Nieruchomości	0,19

Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Tabela 8. Rentowność EBITDA - ranking 10 najbardziej rentownych Spółek Rodziny w 2016 roku notowanych na Głównym Rynku GPW

Spółka	Branża	Rentowność EBITDA
Rank Progress S.A.	Nieruchomości	0,82
Celon Pharma S.A.	Produkcja leków	0,47
Cyfrowy Polsat S.A.	Telekomunikacja	0,40
Gpm Vindexus S.A.	Wierzytelności	0,36
Prima Moda S.A.	Odzież i kosmetyki	0,29
PGS Software S.A.	Informatyka	0,28
Mo-Bruk S.A.	Recykling	0,27
Jhm Development S.A.	Nieruchomości	0,26
Orion Investment S.A.	Nieruchomości	0,25
Atal S.A.	Nieruchomości	0,23

Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Tabela 7. Rentowność netto - ranking 10 najbardziej rentownych Spółek Rodziny w 2016 roku notowanych na NewConnect

Spółka	Branża	Rentowność netto
Agroma S.A.	Zaopatrzenie dla przedsiębiorstw	13,29
Hefal Serwis S.A. w Restrukturyzacji	Budownictwo	0,61
Finhouse S.A.	Informatyka	0,60
Eurosystem S.A.	Informatyka	0,58
Admiral Boats S.A.	Pozostałe	0,58
Viatron S.A.	Budownictwo	0,57
Standrew S.A.	Drewno i papier	0,52
Modecom S.A.	Handel hurtowy	0,51
Aramus S.A.	Nieruchomości	0,45
Graphic S.A.	Media	0,42

Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Tabela 9. Rentowność EBITDA - ranking 10 najbardziej rentownych Spółek Rodziny w 2016 roku notowanych na NewConnect

Spółka	Branża	Rentowność EBITDA
Infosystems S.A.	Informatyka	0,74
5Th Avenue Holding S.A.	Nieruchomości	0,48
Astro S.A.	Media	0,39
Aqua S.A.	Dystrybucja ciepła i wody	0,34
Internet Union S.A.	Telekomunikacja	0,32
Telgam S.A.	Telekomunikacja	0,31
Rocca S.A.	Budownictwo	0,30
Euro-Tax.PL S.A.	Pośrednictwo finansowe	0,26
Fabryka Konstrukcji Drewnianych S.A.	Budownictwo	0,26
Grupa Recykl S.A.	Recykling	0,24

Dane: opracowanie własne Grant Thornton

3.6 Mnożniki transakcyjne Spółek Rodziny notowanych na Głównym Rynku GPW i rynku NewConnect

W celu pozyskania informacji na temat wartości swojej spółki, właściciel może dokonać jej wyceny różnymi dostępnymi metodami, w tym za pomocą metody dochodowej, majątkowej oraz porównawczej. Ostatnia z metod, jedna z najczęściej używanych przez inwestorów, umożliwiła właścicielom spółek nienotowanych na rynkach finansowych uzyskanie informacji, ile inwestorzy byliby skłonni zapłacić za akcje spółki w przypadku podjęcia przez właściciela decyzji o sprzedaży jej walorów.

Aby dowiedzieć się, jak kształtują się wskaźniki spółek przynależnych do wybranych sektorów, w tym Spółek Rodziny, wytypowano dwa główne mnożniki transakcyjne: P/E (cena akcji/zysk z jednej akcji), P/BV (Cena akcji/Wartość księgową).

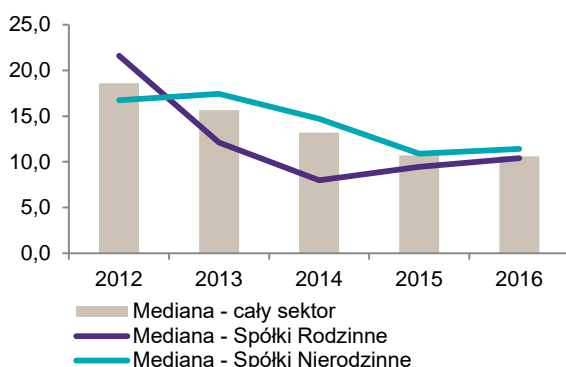
- **Wskaźnik P/E** definiowany jest jako stosunek wartości jednej akcji do zysku netto. Mnożnik może być postrzegany jako punkt odniesienia w analizie opłacalności inwestycji w akcje danego podmiotu. Wskaźnik kształtują, w głównej mierze, ryzyko i prognozy wzrostu przychodów przedsiębiorstwa. Wzrost wskaźnika oznacza, że inwestorzy są w stanie zapłacić za akcje spółki więcej niż poprzednio, niski poziom zaś może sugerować, że inwestycja jest korzystna, ponieważ firma osiąga wysokie zyski, przy relatywnie niskiej wycenie rynkowej. Porównując mnożnik P/E przedsiębiorstw można wnioskować, że akcje spółek o wysokim poziomie parametru są przewartościowane.
- **Wskaźnik P/BV** ukazuje, w jakim stopniu wartość spółki na rynku różni się (jest większa lub mniejsza) od jej wartości księgowej. Do głównych czynników, które wpływają na wyżej wymieniony wskaźnik, można zaliczyć przede wszystkim: politykę dywidendy przedsiębiorstwa, oczekiwania rynkowe, wynik netto podmiotu oraz działania na istniejących akcjach. Wartość wskaźnika poniżej jedności oznaczają niedowartościowanie firmy, natomiast poziom powyżej wartości 1,0 może wskazywać na przewartościowanie spółki i w konsekwencji jej bankructwo - z tego względu parametr posiada wysoką wartość informacyjną dla inwestorów długoterminowych.

Sektor artykułów spożywczych (Główny Rynek GPW)

Wskaźnik P/BV dla całego sektora artykułów spożywczych na Rynku Głównym GPW w analizowanym okresie przyjmował wartości od 0,7 do 1,0 i kształtował się podobnie do wartości osiąganych przez Spółki Rodzinne. Oznacza to, że inwestorzy wyceniali akcje wspomnianych spółek niżej niż stanowi ich wartość księgową.

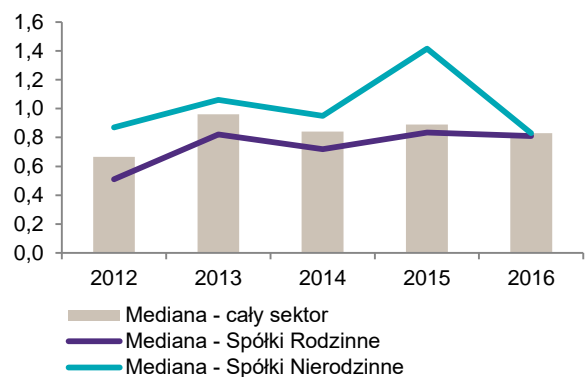
W odniesieniu do Spółek Nierodzinnych notowanych na Głównym Rynku GPW wskaźnik ten osiągnął wyższe wartości w porównaniu do Spółek Rodziny i w 2015 roku odnotowano wartość 1,4. W ostatnim roku analizowanego okresu nastąpiła korekta rynkowa i spadek zarówno wartości wskaźnika, który w 2016 roku wyniósł 0,8, jak i cen akcji Spółek Nierodzinnych z sektora artykułów spożywczych.

Wykres 28. Mnożnik P/E dla Spółek Rodziny i Nierodzinnych z sektora artykułów spożywczych notowanych na Głównym Rynku GPW



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Wykres 27. Mnożnik P/BV dla Spółek Rodziny i Nierodzinnych z sektora artykułów spożywczych notowanych na Głównym Rynku GPW



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

W analizowanym okresie wskaźnik P/E dla Spółek Rodziny notowanych na Głównym Rynku GPW podlegał podobnym tendencjom, jak wartość analizowanego parametru dla całego sektora.

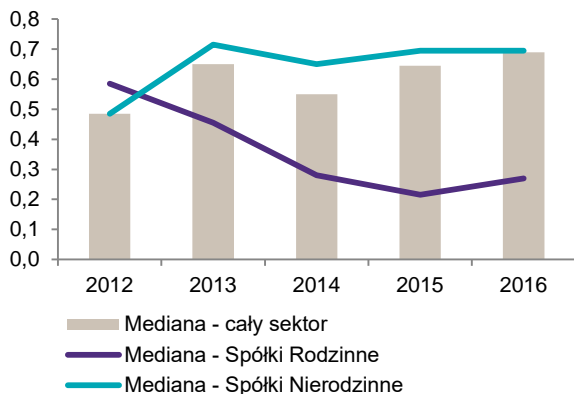
Od 2014 roku odnotowano sukcesywny wzrost wartości P/E dla Spółek Rodziny, świadczący o tym, że wycena akcji powyższych podmiotów na koniec analizowanego okresu była wyższa niż w 2014 roku.

W przypadku Spółek Nierodzinnych z sektora artykułów spożywczych można uznać, że emitowane przez nich akcje były przewartościowane, a inwestycja w akcje tych spółek wiązała się z ryzykiem wahań kursów akcji.

Sektor Nieruchomości (Główny Rynek GPW)

W analizowanym okresie wskaźnik P/BV wśród Spółek Rodziny notowanych na Głównym Rynku GPW podlegał trendowi spadkowemu i pomimo nieznacznego wzrostu wartości w 2015 roku utrzymał się na niskim poziomie 0,3 na koniec 2016 roku. W odniesieniu do Spółek Nierodzinnych wskaźnik ten zachowywał się stabilnie i w analizowanym okresie przyjmował podobne wartości do tych odnotowanych przez cały sektor - utrzymywały się one na poziomie od 0,5 do 0,7. Można wysnuć wniosek, że zarówno akcje Spółek Rodziny, jak i Nierodzinnych były wyceniane niżej niż stanowi ich wartość księgową, co mogło być związane z niezrealizowanymi oczekiwaniami rynkowymi przez podmioty z analizowanego sektora.

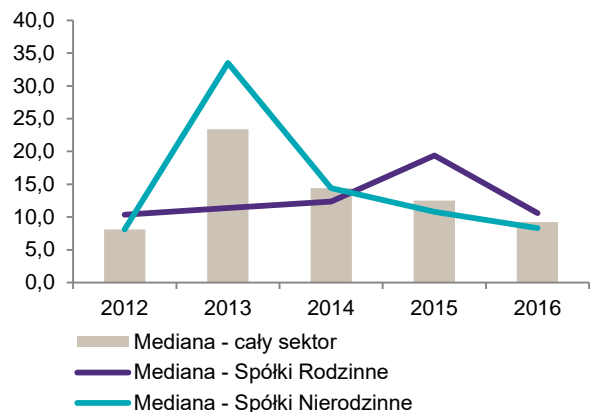
Wykres 29. Mnożnik P/BV dla Spółek Rodziny i Nierodzinnych z sektora nieruchomości notowanych na Głównym Rynku GPW



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

W latach 2012-2013 średnia wartość wskaźnika P/E dla Spółek Rodziny z sektora nieruchomości notowanych na Głównym Rynku GPW zachowała trend wzrostowy, jednakże w 2016 roku przeciętna wartość tego wskaźnika spadła o 83,0% w porównaniu do 2015 roku i osiągnęła wartość 10,6, co oznacza, że inwestorzy na koniec 2016 roku wyceniali akcje powyższych podmiotów niżej w stosunku do ich wyceny z 2015 roku. Wśród Spółek Nierodzinnych po roku 2013 również można było zaobserwować tendencję spadkową, a wartość wskaźnika P/E kształtowała się na podobnym poziomie do wartości analizowanego parametru dla całego sektora po korekcie w roku 2014.

Wykres 30. Mnożnik P/E dla Spółek Rodziny i Nierodzinnych z sektora nieruchomości notowanych na Głównym Rynku GPW



Dane: opracowanie własne Grant Thornton



Sektor budownictwa
(Główny Rynek GPW i NewConnect)

W analizowanym okresie przeciętna wartość wskaźnika P/BV dla Spółek Rodziny zachowała podobne wartości do tych reprezentowanych przez wskaźnik dla całego sektora budownictwa na Głównym Rynku GPW. W 2013 oraz 2016 roku wskaźnik przekroczył graniczną wartość 1,0, co oznaczało, że akcje Spółek Rodziny były wówczas wyceniane wyżej niż ich wartość księgowa. W przypadku Spółek Nierodzinnych, w całym analizowanym okresie, widoczny jest trend wzrostowy, jednak wartość wskaźnika kształtowała się poniżej wartości 1,0 co oznacza, iż rynek wyceniał te podmioty niżej od ich wartości księgowej.

Przyglądając się bliżej Spółkom Rodziny notowanym na rynku NewConnect warto zwrócić uwagę na fakt, iż 36,0% z nich jest zaliczanych do sektora budownictwa.

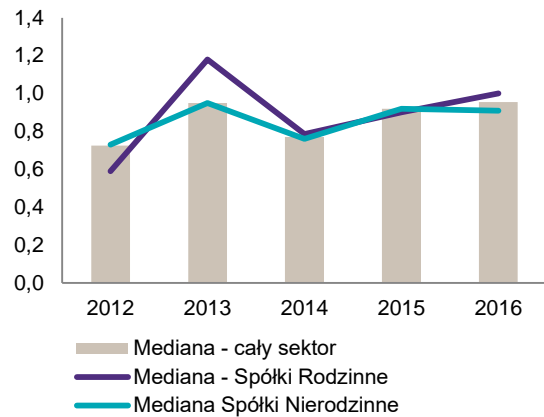
W analizowanym okresie Spółki Rodziny były przez pewien czas niedoszacowane jednak od 2014 roku przeciętna wartość wskaźnika P/BV tych spółek systematycznie wzrastała, osiągając w 2016 roku wartość 1,2.

Oznacza to, że podobnie jak w przypadku Spółek Rodziny obecnych na Głównym Rynku GPW, rynkowa wycena akcji Spółek Rodziny z rynku NewConnect była ostatecznie na koniec analizowanego okresu wyższa niż ich wartość księgowa.

Parametr ten inaczej kształtował się w grupie Spółek Nierodzinnych, gdzie od 2015 roku można było zaobserwować trend spadkowy i na koniec analizowanego okresu wartość P/BV była mniejsza niż 1, co mogło oznaczać, że potencjał wspomnianych spółek nie był w pełni wykorzystywany.

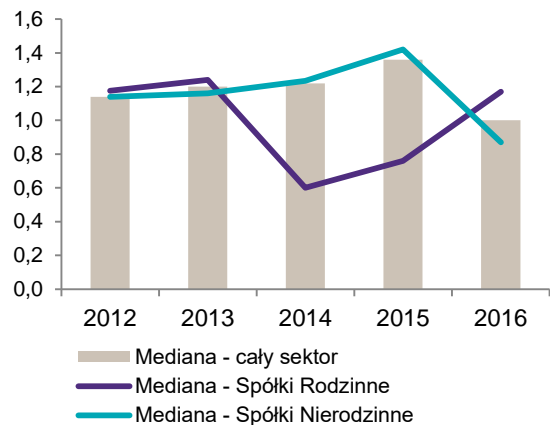
Wykres 31. Mnożnik P/BV dla Spółek Rodziny i Nierodzinnych z sektora budownictwa notowanych na Głównym Rynku GPW i na rynku NewConnect

Główny Rynek GPW



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

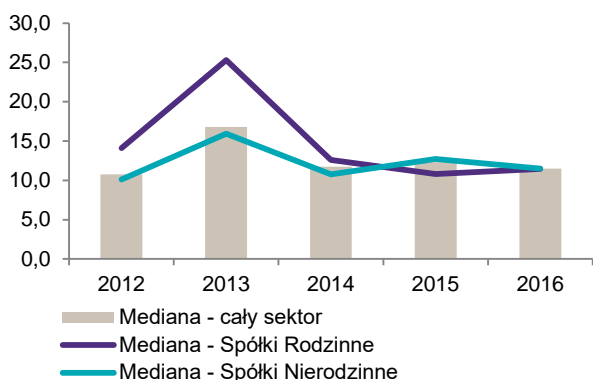
Rynek NewConnect



Dane: opracowanie własne Grant Thornton



W 2013 roku wskaźnik P/E Spółek Rodziny notowanych na Głównym Rynku GPW osiągnął wartość 25,3, natomiast na koniec analizowanego okresu był równy 11,4, co wskazuje na reakcję na rynku mającą na celu skorygowanie wartości przewartościowanych walorów. W przypadku Spółek Nierodzinnych wskaźnik ten mieścił się w przedziale 10,1 – 16,8 i kształtował się analogicznie do wartości odnotowanych w całym sektorze, co oznacza, że wycena akcji Spółek Nierodzinnych pokrywała się z ogólną tendencją panującą w sektorze budownictwa.

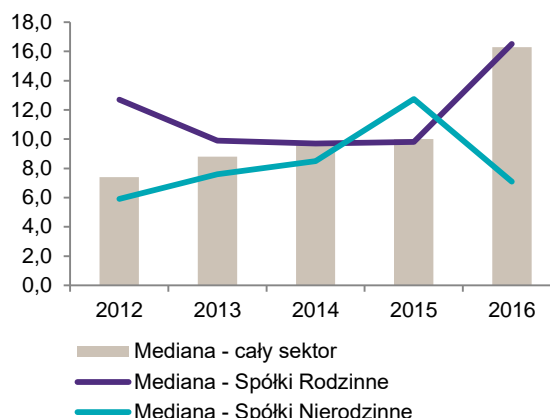


Wykres 32. Mnożnik P/E dla Spółek Rodziny i Nierodzinnych z sektora budownictwa notowanych na Głównym Rynku GPW

Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Dokonując analizy wskaźnika P/E Spółek Rodziny notowanych na rynku NewConnect, można zauważyć, że kształtował się na podobnym poziomie jak wartość wskaźnika dla całego sektora i w latach 2015-2016 widoczna była tendencja wzrostowa, co oznacza, że podobnie jak na Głównym Rynku GPW, akcje analizowanych podmiotów na koniec analizowanego okresu były wyceniane wyżej niż we wcześniejszych latach. W przypadku Spółek Nierodzinnych widoczny był spadek wartości wskaźnika w latach 2015-2016, co oznacza, że w porównaniu do Spółek Rodziny, inwestorzy niżej wyceniali akcje Spółek Nierodzinnych notowanych na Głównym Rynku GPW.

Wykres 33. Mnożnik P/E dla Spółek Rodziny i Nierodzinnych z sektora budownictwa notowanych na rynku NewConnect



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Spółki Rodziny notowane na Głównym Rynku GPW z punktu widzenia dokonania inwestycji były **bardziej atrakcyjne dla inwestorów**, a akcje tych spółek posiadały większy potencjał wzrostowy niż akcje Spółek Nierodzinnych tego sektora.

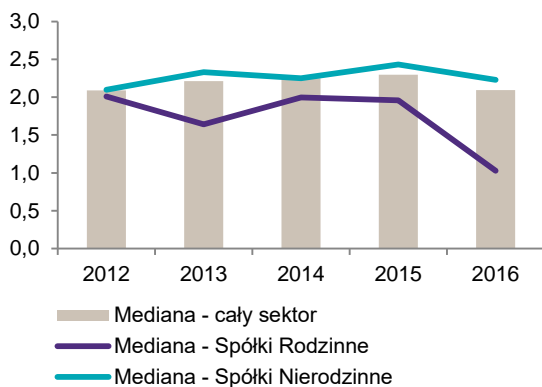
Analiza sektora budownictwa na rynku NewConnect wykazała, iż inwestorzy byli w stanie zapłacić za akcje Spółek Rodziny więcej niż za akcje Spółek Nierodzinnych.

Jednakże, akcje podmiotów rodzinnych w 2016 były przewartościowane, co oznacza, że wzrosło prawdopodobieństwo korekty ich kursów.

Wskaźnik P/BV dla całego sektora spółek informatycznych notowanych na rynku NewConnect przyjmuje wysokie wartości w porównaniu do pozostałych analizowanych branż.

Jego wartość dla całego sektora w latach 2012-2016 kształtowała się na poziomie 2,1 - 2,3. Podobne wartości przyjmowały Spółki Nierodzinne, co świadczy o tym, że ich akcje były wyceniane wyżej od ich wartości księgowej. Wskaźnik ten przyjmował zupełnie inne wartości wśród Spółek Rodzinnych. W analizowanym okresie kształtowały się na poziomie od 2,0 do 1,0, co ukazuje, że rynkowa wycena akcji na koniec 2016 roku zbliżała się do wartości księgowej spółek.

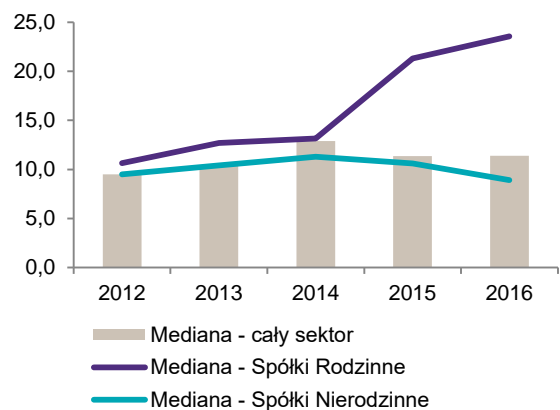
Wykres 34. Mnożnik P/BV dla Spółek Rodzinnych i Nierodzinnych z sektora informatyki notowanych na rynku NewConnect



Dane: opracowanie własne Grant Thornton

Według wskaźnika P/E Spółki Rodzinne z sektora informatyki notowane na NewConnect były wyżej wyceniane niż Spółki Nierodzinne - trend ten utrzymał się przez cały analizowany okres. Oznacza to, że inwestorzy byli w stanie zapłacić więcej za akcje wspomnianych podmiotów niż pozostałych spółek z opisywanego sektora. W przypadku Spółek Nierodzinnych wartość wskaźnika P/E na koniec analizowanego okresu zanotowała niewielki spadek, co ukazuje, że Spółki Rodzinne są lepiej postrzegane przez inwestorów niż Spółki Nierodzinne notowane na rynku NewConnect.

Wykres 35. Mnożnik P/E dla Spółek Rodzinnych i Nierodzinnych z sektora informatyki notowanych na rynku NewConnect



Dane: opracowanie własne Grant Thornton



Słownik pojęć

Animator Rynku	Podmiot wykonujący czynności polegające na stymulowaniu obrotu instrumentami finansowymi na rynku kierowanym zleceniami.			
ASO, Alternatywny System Obrotu	System obrotu organizowany przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie SA poza rynkiem regulowanym w ramach Catalyst i NewConnect, którego przedmiotem są papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego.			
Autoryzowany Doradca	Firma inwestycyjna lub inny podmiot będący spółką prawa handlowego, jeżeli podmiot ten lub jego poprzednik prawny świadczy co najmniej od 2 lat usługi związane z obrotem gospodarczym na rynku kapitałowym, w tym doradztwo finansowe, doradztwo prawne lub audyt finansowy, pod warunkiem spełnienia wymogów określonych w Regulaminie Alternatywnego Systemu Obrotu.			
BondSpot S.A.	Spółka posiadająca licencję na prowadzenie rynku regulowanego oraz alternatywnego systemu obrotu. W jej gestii jest tworzenie platform elektronicznego obrotu instrumentami finansowymi. Spółka jest aktywna w obszarach: Alternatywny System Obrotu, Regulowany Rynek Pozagiełdowy, Rynek Treasury BondSpot Poland.			
Catalyst	Rynek obrotu dłużnymi instrumentami finansowymi powstały 30 września 2009 roku, prowadzony na platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. i BondSpot S.A.			
Dokument Informacyjny	Dokument sporządzony na potrzeby wprowadzenia instrumentów finansowych do Alternatywnego Systemu Obrotu na NewConnect/Catalyst, zgodnie z wymaganiami Załącznika nr 1 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu.			
EUR	prawny środek płatniczy w wybranych krajach na terenie Unii Europejskiej.			
Giełda, rynek akcji	Rynek NewConnect i Główny Rynek GPW			
Główny Rynek GPW	Rynek równoległy i podstawowy, podlegający nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany. Przedmiotem handlu na Głównym Rynku GPW są: akcje, prawa poboru, prawa do akcji, certyfikaty inwestycyjne, instrumenty strukturyzowane oraz instrumenty pochodne: kontrakty terminowe, opcje i jednostki indeksowe.			
GPW	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.			
NewConnect	Zorganizowany rynek akcji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., prowadzony poza rynkiem regulowanym w formule alternatywnego systemu obrotu.			
Prospekt emisyjny	Dokument o charakterze informacyjnym skierowany do akcjonariuszy i potencjalnych inwestorów. Tryb obowiązkowego sporządzenia Prospektu Emisyjnego został zdefiniowany w Ustawie o ofercie. Zakres Prospektu Emisyjnego określa Rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 roku wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam.			
Raport	Raport o Spółkach Rodzinnych notowanych na warszawskiej Giełdzie przygotowany przez Grant Thornton Sp. z o.o. Sp. k.			
Rozporządzenie MAR	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.			
Spółki Nierodzinne	Pozostałe spółki, niezaliczane do grona Spółek Rodzinnych, notowane na Giełdzie			
Spółki Rodzinne	Typ Spółki Rodzinnej	Głosy na WZA		liczba osób z rodziny lub rodzin w Zarządzie oraz RN
		liczba osób z rodziny lub rodzin będących akcjonariuszami	liczba głosów na WZA (%)	
	Typ A	min. 2	>50,0%	min. 2
	Typ A'	1	>50,0%	1 (właściciel lub inna osoba z tej samej rodziny)
	Typ B	min. 2	<50,0%	min. 2
Typ B'	1	<50,0%	1 (właściciel lub inna osoba z tej samej rodziny)	
zł, PLN	prawny środek płatniczy w Rzeczypospolitej Polskiej będący w obiegu publicznym od dnia 1 stycznia 1995 roku, zgodnie z ustawą z dnia 7 lipca 1994 roku o denominacji złotego (Dz.U.94.84.383 z późniejszymi zmianami).			

Kontakt



Dariusz Bednarski
Wiceprezes Zarządu Komplementariusza
Lider Zespołu Doradztwa dla Firm Rodziny
T: +48 61 625 13 14
M: +48 601 728 683
E: dariusz.bednarski@pl.gt.com



Paulina Zalewska-Wichrzycka
Doradca, Certyfikowany Doradca ASO nr 97/2011
T: +48 71 733 75 86
M: +48 693 141 395
E: paulina.zalewska-wichrzycka@pl.gt.com



Szymon Szwarz
Senior Konsultant
T +48 61 62 51 332
M: +48 661 538 570
E: szymon.szwarz@pl.gt.com



Magda Rucińska
Konsultant
T: +48 71 733 7587
M: +48 609 366 474
E: magda.rucinska@pl.gt.com



Joanna Molenda
Konsultant
T: +48 32 721 37 53
M: +48 661 538 529
E: joanna.molenda@pl.gt.com



Daria Białas
Asystent

Grant Thornton Frąckowiak
Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Sp. k.
ul. abpa Antoniego Baraniaka 88 E
61-131 Poznań
T +48 (61) 62 51 100
F +48 (61) 62 51 101
NIP: 778-14-76-013
REGON: 301591100

Oddział w Warszawie
Green Corner A
ul. Chłodna 52
00-872 Warszawa
T +48 (22) 20 54 800
F +48 (22) 20 54 801

Oddział w Katowicach
ul. Francuska 34
40-028 Katowice
T +48 (32) 72 13 700
F +48 (32) 72 13 701

Oddział we Wrocławiu
ul. Sokolnicza 5/71
53-676 Wrocław
T +48 (71) 733 7560
F +48 (71) 733 7561

Sąd Rejonowy Poznań – Nowe Miasto i Wilda w Poznaniu
VIII Wydział Gospodarczy, nr KRS 0000369868

