

The background features a red-tinted image of a financial trading interface. It includes a table of data on the left, a line chart for EURUSD (Bid) in the upper right, and a candlestick chart for Gold, spot (Bid) in the lower right. The text is overlaid on this interface.

OCENA PRZEDSIĘBIORSTWA Z PUNKTU WIDZENIA INWESTORA

wersja podstawowa
pod patronatem CFA Society Poland

Spis treści

1. Narzędzia podejmowania decyzji inwestycyjnej – wprowadzenie
2. Analiza fundamentalna – podstawy podejmowania decyzji inwestycyjnych
3. Analiza sytuacyjna spółki
4. Analiza finansowa spółki
5. Elementy wyceny akcji

Po zakończeniu studiowania tego rozdziału, czytelnik powinien umieć wykonać następujące zadania:

- » Wskazać podstawowe rodzaje metod podejmowania decyzji inwestycyjnych.
- » Scharakteryzować etapy analizy fundamentalnej.
- » Opisać najważniejsze obszary analizy sytuacyjnej spółki.
- » Opisać analizę SWOT.
- » Scharakteryzować 5 sił Portera.
- » Wymienić elementy sprawozdania finansowego spółki.
- » Scharakteryzować bilans, rachunek zysków i strat oraz rachunek przepływów pieniężnych.
- » Scharakteryzować podstawowe grupy wskaźników finansowych.
- » Opisać istotę i podstawowe metody wyceny akcji.
- » Opisać sposób przeprowadzania wyceny metodami mnożnikowymi.

1

NARZĘDZIA PODEJMOWANIA DECYZJI INWESTYCYJNYCH – WPROWADZENIE

Inwestowanie na rynku finansowym nie jest łatwe. Wynika to z tego, że jest bardzo wiele czynników wpływających na to czy decyzja, którą podejmuje inwestor, będzie trafna a inwestycja przyniesie godziwy dochód, czy też zakończy się niepowodzeniem, a inwestor straci dużą część zainwestowanej sumy. Wszystko to oznacza, że wielu inwestorów stara się znaleźć najlepszą metodę podejmowania decyzji inwestycyjnych i ma do dyspozycji wiele narzędzi. Część z tych metod zalicza się do kanonu wiedzy i każdy inwestor powinien znać ich istotę, aby w odpowiednim momencie po nie sięgnąć.

W tym rozdziale przedstawimy jedną z najbardziej popularnych grup metod podejmowania decyzji, dotyczących przede wszystkim inwestycji w akcje – jest to tzw. **analiza fundamentalna**. Dotyczy to podejmowania decyzji w zakresie wyboru przedsiębiorstwa (w szczególności spółki akcyjnej), którego akcje kupuje inwestor. Wcześniej jednak przedstawimy kilka bardziej ogólnych uwag, dotyczących metod podejmowania decyzji inwestycyjnych. Dotyczą one właśnie wyboru spółki.

Pierwsza uwaga: musimy zauważyć, że wybór spółki może dotyczyć nie tylko inwestycji w akcje, ale (rzadziej) również inwestycji w obligacje emitowane przez tę spółkę. Jest to inny rodzaj inwestycji, gdyż:

- w przypadku akcji dochód z inwestycji zależy, po pierwsze od zmian cen akcji, po drugie od wielkości wypłaconych dywidend;
- w przypadku zakupu obligacji i przetrzymania jej do terminu wykupu, dochód z inwestycji zależy od wielkości odsetek i tego, czy emitent wypłaci te odsetki i czy wypłaci kwotę wartości nominalnej przy wykupie.

Jest jednak cecha wspólna tych dwóch rodzajów inwestycji. Zarówno sukces inwestycji w akcje spółki, jak i inwestycji w obligacje spółki, zależy w dużym stopniu od tego, w jakiej kondycji jest spółka. Pogorszenie się tej kondycji powoduje, że:

- rośnie prawdopodobieństwo, że spółka nie dotrzyma zobowiązań związanych z wypłatą odsetek i wartości nominalnej (w terminie wykupu) – co oznacza straty w inwestycji w obligacje tej spółki;
- pojawia się zagrożenie spadku cen akcji spółki na rynku wtórnym (w szczególności na giełdzie akcji) – co oznacza straty w inwestycji w akcje tej spółki.

Analiza fundamentalna, której istotne fragmenty przedstawione są w tym rozdziale, dotyczy właśnie badania kondycji spółki, a zatem może być wykorzystana nie tylko przy inwestycjach w akcje, ale również przy inwestycjach w obligacje emitowane przez daną spółkę.

Druga uwaga:

Jest co najmniej kilka innych podejść, które są stosowane przy podejmowaniu decyzji dotyczących inwestycji w akcje. Z jednej strony można je traktować jako metody konkurencyjne w odniesieniu do analizy fundamentalnej, ale ostatnio częściej traktuje się je jako metody komplementarne, co oznacza, że można je stosować razem z narzędziami analizy fundamentalnej.

Zasygnalizujemy tu krótko te inne podejścia.

Analiza kursów akcji

W tej metodzie nie jest przeprowadzana analiza fundamentalna, lecz jedynie analiza kształtowania się cen akcji (jak również wielkości obrotów daną akcją) w przeszłości, zwłaszcza tej niezbyt odległej. Istota tej metody to założenie, że cena wynika z działania sił popytu (inwestorów chcących kupić dane akcje) i sił podaży (inwestorów chcących sprzedać dane akcje), a uczestnicy rynku dokonali analizy kondycji spółki, co determinuje właśnie popyt bądź podaż. Dawniej w analizie kursów akcji dominowała tzw. **analiza techniczna**. Jej narzędzia można zaliczyć do dwóch grup:

- » analiza wykresów cen akcji, w których stosujący analizę techniczną starają się znaleźć pewne graficzne prawidłowości, pozwalające na wygenerowanie sygnału zakupu lub sygnału sprzedaży akcji;
- » analiza niezbyt skomplikowanych wskaźników (tzw. wskaźników technicznych), obliczanych na podstawie cen akcji i wielkości obrotów, które również pozwalają na wygenerowanie sygnału zakupu lub sygnału sprzedaży.

1. Narzędzia podejmowania decyzji inwestycyjnych - wprowadzenie

Obecnie analiza kursów akcji przeprowadzana jest często za pomocą bardzo zaawansowanych metod matematycznych. Nie wchodząc w szczegóły, wystarczy wskazać, że metody te polegają na konstrukcji często bardzo skomplikowanej funkcji, w której zmienną zależną (wyjście systemu) jest prognoza ceny akcji, zaś zmiennymi niezależnymi (wejście systemu) są różne czynniki mogące mieć wpływ na cenę akcji, takie jak np. cena akcji poprzedniego dnia, zysk netto itp.

Analiza portfelowa stosowana jest w odniesieniu do większej liczby spółek, w które dokonywana jest inwestycja. Wtedy inwestor tworzy tzw. portfel inwestycyjny. Istota analizy portfelowej polega na takim doborze spółek do portfela, aby dochód z inwestycji w ten portfel był jak najwyższy, ale jednocześnie ryzyko inwestycji w ten portfel było jak najniższe. Stosowane są tu narzędzia mające u podstaw metody statystyczne.

Analiza behawioralna. Większość metod podejmowania decyzji inwestycyjnych zakłada, że inwestor jest racjonalny, np. podejmuje decyzje zwiększające jego dochód lub zmniejszające jego ryzyko. W rzeczywistości jednak często jest inaczej – decyzje podejmowane przez inwestorów mogą odbiegać od racjonalności.

Jest tak, gdyż:

- podjęcie racjonalnej decyzji inwestycyjnej wymaga często dość skomplikowanej analizy, co przekracza możliwości przeciętnego inwestora;
- inwestor może kierować się innymi przesłankami, niż maksymalizacja dochodu, może na przykład inwestować w tzw. spółki społecznie odpowiedzialne, a więc np. spółki szanujące środowisko, dbające o mniejszościowych akcjonariuszy itp.;
- na rynku kapitałowym inwestor może ulegać emocjom, na przykład podporządkować się zachowaniom stadnym, czyli ulegać nastrojom tłumu.

1. Narzędzia podejmowania decyzji inwestycyjnych - wprowadzenie

Wszystko to oznacza, że inwestor może obserwować zachowania innych podmiotów na rynku. W warunkach krajów rozwiniętych, np. rynku amerykańskiego, informacje o nastrojach uczestników rynku mogą pochodzić z mediów społecznościowych, przede wszystkim z aktywności na Twitterze, którego uczestnicy zamieszczają tweety o akcjach poszczególnych spółek. Pogłębiona analiza tych tweetów może pomóc w zorientowaniu się co do nastrojów rynku, a więc intencji uczestników odnośnie do kupna lub sprzedaży akcji danej spółki. Jednak do takiej pogłębionej analizy tweetów niezbędne jest stosowanie zaawansowanych metod, co raczej przekracza możliwości przeciętnego inwestora.

Należy również pamiętać, że korzystanie z informacji płynących z mediów społecznościowych niesie pewne zagrożenie, gdyż pewna część tych informacji to tzw. „fake news”, czyli fałszywe informacje, które są wprowadzane do sieci tylko po to, aby manipulować zachowaniem odbiorcy tych informacji.

Przedstawione metody mogą być stosowane równolegle z analizą fundamentalną, na przykład:

- Analiza fundamentalna pozwala na wybór kilku spółek, zaś analiza portfela umożliwia ustalenie składu portfela z nich złożonego, czyli wskazanie, jaka część kapitału powinna być zainwestowana w każdą z tych spółek;
- Analiza fundamentalna pozwala na wybór spółki, zaś analiza kursów akcji pomaga w wyborze właściwego momentu, w którym akcje tej spółki powinny być zakupione;
- Analiza fundamentalna pozwala na wybór spółki, zaś analiza behawioralna pozwala na skonfrontowanie tej decyzji z nastrojami rynku.

**ANALIZA FUNDAMENTALNA –
PODSTAWY PODEJMOWANIA
DECYZJI INWESTYCYJNYCH**

2

1

Co to jest analiza fundamentalna?

W tym rozdziale przedstawimy podstawowe zagadnienia związane z podejmowaniem decyzji inwestycyjnej za pomocą analizy fundamentalnej, przy czym zajmujemy się inwestycjami w akcje spółek, gdyż w przypadku tych inwestycji metody analizy fundamentalnej są najbardziej rozwinięte (aczkolwiek można rozważać również analizę fundamentalną innych rodzajów aktywów inwestycyjnych).

Analiza fundamentalna akcji jest to analiza, w której pod uwagę nie bierze się przeszłych cen akcji danej spółki, lecz – jak nazwa wskazuje – fundamenty, czyli podstawy ekonomiczne, na jakich opiera się spółka.

Pierwsze narzędzia analizy fundamentalnej zostały zaproponowane w latach trzydziestych ubiegłego stulecia, po wielkim kryzysie z lat 1929-1933, gdy inwestorzy zorientowali się, że podejmowanie krótkoterminowych decyzji dotyczących zakupu akcji spółek, oparte na emocjach, może prowadzić do dużych strat. Zaczęto skłaniać się do poglądu, że potrzebna jest rzetelna analiza spółki, oparta właśnie na podstawach (czyli fundamentach) działania tej spółki.

Dzisiaj analiza fundamentalna jest szeroko rozwiniętym działem. Przyjmuje się, iż analiza ta składa się z kilku etapów, którymi są:

- analiza makroekonomiczna;
- analiza sektorowa;
- analiza sytuacyjna spółki;
- analiza finansowa spółki;
- wycena akcji spółki.

W tym rozdziale zajmujemy się głównie analizą sytuacyjną i analizą finansową spółki oraz elementami wyceny. Jednak wcześniej kilka słów poświęcimy innym etapom analizy fundamentalnej.

2. Analiza fundamentalna - podstawy podejmowania decyzji inwestycyjnych

Analiza makroekonomiczna dotyczy ogólnej oceny atrakcyjności inwestowania na rynku akcji. Atrakcyjność ta zależy od sytuacji gospodarczej, prowadzonej polityki gospodarczej i od ryzyka inwestycyjnego w danym kraju. Pod uwagę należy wziąć również kwestie globalne, związane z sytuacją polityczną i ekonomiczną na świecie, która to sytuacja może mieć wpływ na rynek akcji danego kraju.

W analizie makroekonomicznej wykorzystywane są m.in. podstawowe charakterystyki gospodarki, jak stopa wzrostu PKB, stopa inflacji, wielkość deficytu budżetowego itp., jak również informacje dotyczące polityki gospodarczej. Analiza makroekonomiczna prowadzi do sygnałów, które zachęcają inwestora do zakupu akcji na rynku kapitałowym danego kraju. Takimi sygnałami są na przykład:

- wyższe niż oczekiwane tempo wzrostu PKB;
- spadek deficytu budżetowego;
- spadek długu publicznego;
- spadek stopy bezrobocia;
- spadek znaczenia populistycznych partii politycznych.

Analiza sektorowa (gałęziowa, branżowa) dotyczy oceny atrakcyjności inwestycyjnej spółek należących do danego sektora (branży).

W analizie sektorowej pod uwagę bierze się przede wszystkim następujące kryteria:

- stopy zwrotu z inwestycji w danym sektorze;
- poziom ryzyka inwestycyjnego w sektorze;
- wrażliwość sektora na koniunkturę – w przypadku spadku koniunktury nie powinno się inwestować w sektor wrażliwy na zmiany koniunkturalne – np. sektory zaawansowanych technologii czy też sektor budowlany;
- faza cyklu, w której znajduje się sektor; tradycyjnie wyróżnia się 4

fazy: pionierski start, gwałtowne przyspieszenie wzrostu, dojrzały umiarkowany wzrost i stabilizacja, spowolnienie wzrostu i zanik sektora; niewątpliwie najbardziej korzystne jest inwestowanie, gdy sektor znajduje się w drugiej fazie (gwałtowne przyspieszenie wzrostu).

Korzystne konkluzje z analizy makroekonomicznej i sektorowej są przesłanką do inwestycji w spółki rozważanego sektora. Wtedy inwestor powinien dokonać własnie analizy i oceny spółki.

2

Jakie elementy obejmuje analiza spółki?

Analiza spółki obejmuje zazwyczaj trzy etapy, są nimi:

- analiza sytuacyjna;
- analiza finansowa;
- wycena akcji.

Czasem niektórzy oddzielają wycenę akcji od pozostałych etapów analizy fundamentalnej, czyli od analizy makroekonomicznej, analizy sektorowej i analizy spółki, tutaj jednak traktujemy ją jako nieodłączną część, która jest „zwieńczeniem” analizy spółki.

Analiza sytuacyjna spółki bierze pod uwagę elementy, które nie są bezpośrednio związane z finansami spółki, a bardziej z innymi elementami zarządzania spółką, między innymi ze strategią spółki.

Analiza finansowa spółki ma u podstaw dane finansowe dotyczące spółki. Wyróżniamy tu dwie części analizy, którymi są:

- analiza sprawozdania finansowego;
- analiza innych danych finansowych dotyczących spółki.

Wycena akcji spółki oznacza określenie tzw. fundamentalnej (sprawiedliwej, godziwej) wartości akcji. Jeśli poprzedzające wycenę etapy analizy fundamentalnej wskazują na to, iż akcje danej spółki mogą być atrakcyjną

2. Analiza fundamentalna - podstawy podejmowania decyzji inwestycyjnych

inwestycją, pojawia się naturalne pytanie: ile warta jest akcja spółki, inaczej: ile inwestor skłonny byłby za tę akcję zapłacić na rynku? Po określeniu wartości akcji inwestor może dokonać porównania tej wartości z ceną akcji na rynku. Może wystąpić wtedy jedna z trzech sytuacji:

- wartość akcji jest **wyższa** niż cena rynkowa akcji, oznacza to, że akcja jest **niedowartościowana** i jest to sygnał do zakupu akcji;
- wartość akcji jest **niższa** niż cena rynkowa akcji, oznacza to, że akcja jest **przewartościowana** i jest to sygnał do sprzedaży akcji;
- wartość akcji jest **równa** (przynajmniej w przybliżeniu) cenie rynkowej akcji, oznacza to, że akcja jest **dobrze wyceniona** (przez rynek).

Warto zwrócić uwagę, że atrakcyjna spółka, która została dobrze oceniona w procesie analizy sytuacyjnej i analizy finansowej, może być przewartościowana na rynku, a zatem nie być atrakcyjna z punktu widzenia inwestora, chcącego nabyć akcje tej spółki.

3

ANALIZA SYTUACYJNA SPÓŁKI

Analiza sytuacyjna spółki, czasem zwana **analizą strukturalną spółki**, dotyczy konkretnej rozważanej spółki, przy czym pod uwagę bierze się tu przede wszystkim kryteria niezwiązane bezpośrednio z finansami spółki. Zwykle kluczowe znaczenie odgrywają tu kwestie związane ze strategią spółki, która określa działania spółki w kolejnych latach.

Wydaje się, że jest to prawidłowe podejście, gdyż horyzont inwestora stosującego analizę sytuacyjną to nawet kilka lat. W tym zatem sensie warto zorientować się, czy spółka określiła długookresową strategię i czy podała sposoby jej realizacji.

Można wyróżnić następujące obszary, w których powinna być przeprowadzona analiza spółki, prowadząca następnie do jej oceny.

1. Specyfika produktu.

W tym obszarze ocenie podlegają przede wszystkim następujące elementy:

- wiek produktu;
- zróżnicowanie produktu;
- zależność produktu od czynników, na które spółka nie ma wpływu;
- możliwość pojawienia się substytutu.

Wiek produktu jest istotnym elementem oceny. Wiąże się to z tzw. cyklem życia produktu. Według tej koncepcji każdy produkt na rynku przechodzi przez pięć etapów, które tworzą cykl życia tego produktu.

Są to następujące etapy:

Etap 1 – rozwój. Produkt jest wprowadzany na rynek, popyt nie jest duży, koszty są duże i z reguły występują straty.

Etap 2 – wzrost. Następuje wzrost sprzedaży, popyt rośnie, pojawiają się i zaczynają rosnać zyski.

3. Analiza sytuacyjna spółki

Etap 3 – dojrzałość. Następuje zmniejszenie i stabilizacja tempa wzrostu popytu, sprzedaży i zysków.

Etap 4 – nasycenie. Zaczyna spadać tempo wzrostu sprzedaży, aczkolwiek sama sprzedaż jeszcze rośnie. Zyski nawet mogą zacząć spadać (ale występują).

Etap 5 – spadek. Zaczyna spadać wielkość sprzedaży, koszty rosną, może pojawiać się strata.

Ocena spółki jest pozytywna, gdy inwestor stwierdzi, że produkt znajduje się w trzech pierwszych etapach, zaś negatywna, gdy produkt znajduje się w etapie spadku. Jeśli chodzi o ocenę etapu nasycenia, to zależy to od horyzontu inwestycyjnego inwestora. Jeśli jest on długi, to wówczas znajdowanie się produktu w etapie nasycenia nie jest korzystne dla inwestycji w daną spółkę. Jeśli chodzi o zróżnicowanie produktu, to pozytywnie ocenia się spółki, które mają zróżnicowany profil produkcji z uwagi na zmniejszone ryzyko niepowodzenia na rynku. Przy produkcji jednorodnej to ryzyko jest większe.

Podobnie negatywnie należy ocenić spółki, których produkty są uzależnione od czynników, na które spółka nie ma wpływu – wystąpienie negatywnych efektów tych czynników oznacza niepowodzenie produktu. Dotyczy to na przykład pewnych produktów bądź usług w segmencie zaawansowanych technologii. Z reguły ten segment rozwija się bardzo szybko, na co spółka nie ma żadnego wpływu, istnieje zatem duże ryzyko, że pojawi się produkt nowej generacji, który natychmiast „wyprze” dany produkt z rynku.

Jeśli chodzi o możliwość zastąpienia rozpatrywanego produktu przez substytut, to im większa ta możliwość, tym ocena spółki w tym obszarze jest niższa.

2. Specyfika rynku.

W tym obszarze ocenie podlegają następujące elementy:

- bariery wejścia na rynek;
- konkurencja na rynku;
- względna wielkość spółki na rynku.

W pierwszym elemencie określa się główne przeszkody w wejściu spółek na rynek danego produktu. Do tych barier zalicza się przede wszystkim: konieczność wejścia na dużą skalę (z uwagi na koszty), konieczność dużych inwestycji, lojalność nabywców względem dotychczasowych uczestników rynku, brak kanałów dystrybucji produktu. Oczywiście bariery wejścia na rynek działają pozytywnie, gdy analizowana spółka znajduje się już na danym rynku, zaś negatywnie, gdy ta spółka zamierza wejść na ten rynek. Można to sprawdzić analizując plany strategiczne spółki.

W drugiej kolejności określa się konkurencję istniejącą na rynku danego produktu. Przy tym analizowana jest konkurencja w zakresie cen, właściwości produktu (przede wszystkim jego jakości), dystrybucji i promocji. Istnienie konkurencji czasem jest sprzyjające dla spółki, gdyż powoduje konieczność podejmowania działań w kierunku jej stałego rozwoju, jednak częściej istnienie silnej konkurencji należy potraktować jako zagrożenie dla spółki. Oprócz tego istotne jest to, czy konkurencja jest stabilna czy zmienna. Im zatem większa konkurencja i im większa jest jej zmienność, tym ocena spółki w tym obszarze jest niższa.

Jeśli zaś chodzi o trzeci element, to ocenie podlega tu wielkość spółki na tle całego rynku. Chodzi tu o po pierwsze o udział spółki w rynku, mierzony procentem wielkości sprzedaży, po drugie o takie wielkości jak zatrudnienie, wielkość aktywów spółki, itp. Z reguły im większa relatywnie jest spółka, tym wyższa ocena tego elementu.

3. Nabywcy na rynku.

Określa się siłę oddziaływania nabywców na spółkę, na przykład poprzez ich presję na podwyższenie jakości, obniżenie ceny, rozszerzenie dodatkowych usług związanych z produktem. Ważne jest też zbadanie, czy rynek nabywców jest skoncentrowany (kilku dużych nabywców) czy rozproszony (w tym wypadku siła nabywców jest mniejsza). Im siła nabywców jest większa, tym ocena spółki w tym obszarze jest niższa.

4. Dostawcy na rynku.

Określa się siłę oddziaływania dostawców na spółkę, na przykład poprzez ich presję na obniżenie jakości lub podwyższenie cen dostarczanych spółce

3. Analiza sytuacyjna spółki

surowców czy materiałów. Ważne jest też zbadanie, czy rynek dostawców jest skoncentrowany (kilku dużych dostawców) czy rozproszony (w tym wypadku siła dostawców jest mniejsza). Im siła dostawców jest większa, tym ocena spółki w tym obszarze jest niższa.

5. Otoczenie zagraniczne rynku.

Ten obszar podlega ocenie, gdy spółka jest importerem surowców i materiałów i (lub) eksporterem produktów. Wtedy trzeba ocenić co najmniej trzy elementy:

- specyfika kraju, z którego się importuje lub (przede wszystkim) do którego się eksportuje;
- ceny na rynkach światowych;
- kurs walutowy.

W analizie kraju, do którego spółka eksportuje, należy wziąć pod uwagę przede wszystkim stabilność gospodarczą tego kraju, zamożność jego mieszkańców, a także ryzyko polityczne tego kraju. Negatywna ocena tych elementów może oznaczać, że są obawy, iż spadnie popyt na produkt spółki w tym kraju lub będą kłopoty ze ściąganiem należności od podmiotu z analizowanego kraju.

Analiza cen na rynkach światowych dotyczy przede wszystkim surowców, które spółka wykorzystuje do produkcji. Jeśli ceny na rynkach światowym charakteryzują się dużą zmiennością, wówczas ocena tego elementu jest negatywna lub przynajmniej wymienia się ten element jako czynnik ryzyka. Problem kursu walutowego pojawia się wtedy, gdy ryzyko kursu walutowego wpływa na wyniki finansowe. Jeśli kurs walutowy zdefiniowany jest jako liczba jednostek krajowej waluty, którą można otrzymać lub którą trzeba zapłacić za jednostkę obcej waluty, wówczas podstawowe zależności są następujące.

Jeśli spółka jest importerem produktów, za które płaci obcą walutą, wówczas:

- wzrost kursu walutowego (umacnianie się obcej waluty) wpływa niekorzystnie na wyniki finansowe spółki; jest tak, gdyż rosną koszty wyrażone w krajowej walucie.
- spadek kursu walutowego (osłabianie się obcej waluty) wpływa korzystnie na wyniki finansowe spółki; jest tak, gdyż spadają koszty wyrażone w krajowej walucie.

Jeśli spółka jest eksporterem produktów, za które otrzymuje obcą walutę, wówczas:

- wzrost kursu walutowego (umacnianie się obcej waluty) wpływa korzystnie na wyniki finansowe spółki; jest tak, gdyż rosną przychody wyrażone w krajowej walucie.
- spadek kursu walutowego (osłabianie się obcej waluty) wpływa niekorzystnie na wyniki finansowe spółki; jest tak, gdyż spadają przychody wyrażone w krajowej walucie.

Jeśli zatem wahania kursu walutowego są znaczne (jest to tendencja często spotykana) stanowi to istotny czynnik ryzyka spółki i powinno być uwzględnione w ocenie.

6. Technologia stosowana przez spółkę.

Jest to obszar dotyczący samej spółki. Ocenie powinny podlegać następujące elementy:

- nowoczesność technologii; ogólnie im bardziej nowoczesna jest technologia, tym wyższa jest ocena spółki, chociaż należy pamiętać, że nowoczesne technologie wiążą się również z ryzykiem;
- zastępowalność technologii; im większa jest szansa, że dana technologia może być zastąpiona inną, tym wyższa jest ocena spółki, gdyż oznacza to większą elastyczność spółki w procesie produkcji

7. Ludzie.

Wydaje się, że rola tego obszaru w ocenie spółki będzie rosła. Kapitał ludzki we współczesnym świecie ma coraz większe znaczenie dla wzrostu wartości. W tym obszarze ocenie podlegają następujące elementy:

• kwalifikacje ludzi zatrudnionych w spółce, dotyczy to zarówno pracowników związanych z produkcją (technologią), jak i z zarządzaniem, w szczególności samego zarządu i działu finansowego; rzecz jasna im te kwalifikacje są wyższe, tym ocena wyższa, wydaje się nawet, że tej ocenie należy przyporządkować większą wagę w porównaniu z innymi elementami;

• polityka spółki w zakresie motywowania i wynagradzania pracowników; im bardziej wynagradzanie jest powiązane z efektami (na przykład ze wzrostem wartości), tym lepiej;

3. Analiza sytuacyjna spółki

polityka spółki w zakresie kształcenia personelu; jest to podobna kwestia co kwalifikacje, opisane powyżej;
nastawienie pracowników na rozwój spółki; w szczególności tu ocenie podlegają związki zawodowe – silne i roszczeniowe związki zawodowe z reguły oznaczają negatywną ocenę spółki.

8. Zarządzanie spółką.

Jest to jeden z trudniejszych obszarów oceny, gdyż wymaga dużej wiedzy oceniającego. Powinien on posiadać wiadomości z zakresu zarządzania spółką. Jest to jednak ważny obszar, gdyż właściwe bądź niewłaściwe zarządzanie bardzo mocno rzutuje na efekty działalności spółki. W szczególności dotyczy to zarządzania w zakresie finansów spółki, zarządzania operacyjnego (m.in. produkcja) oraz zarządzania strategicznego.

Przedstawione obszary umożliwiają ocenę spółki od strony biznesowej, tzn. od strony działalności tej spółki. Na ocenę spółki może jednak wpływać również sposób funkcjonowania spółki pod względem relacji między różnymi podmiotami zaangażowanymi w spółce, na przykład właścicielami, wierzycielami i innymi inwestorami. Problem ten nosi nazwę ładu korporacyjnego, przez który rozumie się sposób, w jaki prawa i odpowiedzialność są podzielone między różne jednostki związane ze spółką, w szczególności między zarząd a akcjonariuszy.

Teoria i praktyka analizy fundamentalnej zawiera pewną liczbę metod, które mogą być stosowane w analizie sytuacyjnej. Tutaj przedstawimy dwie relatywnie najprostsze metody. Są nimi:

- analiza SWOT;
- analiza Pięciu Sił Portera.

Analiza SWOT

Skrót SWOT pochodzi od czterech pierwszych liter słów z języka angielskiego:

- Strengths – Silne strony;
- Weaknesses – Słabe strony;
- Opportunities – Szanse;
- Threats – Zagrożenia.

Jest to analiza spółki z dwóch punktów widzenia. Po pierwsze, jest to analiza spółki w danym momencie, poprzez wskazanie silnych i słabych stron tej spółki. Po drugie, jest to analiza perspektyw rozwoju spółki, poprzez wskazanie szans i zagrożeń.

Generalnie, im więcej silnych stron i szans, tym sytuacja spółki jest lepsza. Trzeba jednak dokonać analizy słabych stron i zagrożeń i ocenić, czy jeden element negatywny (słaba strona bądź zagrożenie) nie jest bardziej istotny niż kilka elementów pozytywnych.

Analiza SWOT dla początkującego inwestora jest pewnym wyzwaniem. Oprócz szczegółowej analizy różnych elementów zawartych w raportach spółki, warto sięgnąć po analizę SWOT w raportach o spółce przygotowywanych przez analityków instytucji finansowych.

Przedstawiona poniżej analiza SWOT w odniesieniu do spółki Tauron przygotowaną przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska w listopadzie 2010. Jakkolwiek dziś ta analiza ma znaczenie czysto historyczne, jest to dobry przykład ilustrujący istotę analizy SWOT. W szczególności warto zwrócić uwagę na słabe strony – pamiętajmy, że analiza była robiona w listopadzie 2010.

Analiza SWOT spółki Tauron

(Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska, listopad 2010)

Mocne strony

Aktywa we wszystkich elementach łańcucha wytwarzania energii elektrycznej od wydobywania do sprzedaży do odbiorców końcowych, w połączeniu z korzystną lokalizacją zarówno poszczególnych jednostek względem siebie jak i w odniesieniu do rynków zbytu.

- Silna pozycja na krajowym rynku energetycznym, lider pod względem dystrybucji energii elektrycznej, drugi największy wytwórca oraz jeden z dwóch największych sprzedawców.

3. Analiza sytuacyjna spółki

- Niska elastyczność cenowa na oferowany produkt – energię.

Słabe strony

- Konieczność podniesienia bardzo wysokich nakładów inwestycyjnych do 2020 roku.
- Znacznie wyższy niż w przypadku pozostałych krajowych grup energetycznych współczynnik liczby zatrudnionych przypadających na jednostkę wyprodukowanej energii.
- Wysoka emisyjność CO₂ / MWh, co wobec konieczności zakupu pozwoleń do emisji w latach 2013-2020 może prowadzić do obniżenia marż w segmencie wytwarzania.

Szanse

- Zwiększenie udziału w krajowych zasobach węgla kamiennego, co poprawi integrację pionową Grupy podnosząc stabilność przychodów oraz marż.
- Szybszy na tle konkurencji rozwój mocy wytwórczych i aktywów dystrybucyjnych, który może skutkować wzrostem udziału w rynku.
- Skuteczne dokończenie procesu konsolidacji obszarów działalności Grupy (procesu unbundlingu) powinno przełożyć się na większą przejrzystość struktury organizacyjnej oraz poprawę efektywności działania Grupy, m.in. dzięki redukcji kosztów. Naszym zdaniem w procesie konsolidacji działalności TAURON jest zdecydowanie przed swoimi największymi konkurentami.

Zagrożenia

- Nasilająca się konkurencja cenowa w związku z liberalizacją rynku, wchodzeniem grup zagranicznych oraz obowiązkiem sprzedaży części wytworzonej energii poza własne spółki dystrybucyjne.
- Znaczący wzrost zadłużenia, który w wyniku ponoszenia wysokich kosztów finansowych może pogarszać wyniki Grupy.

Pięć Sił Portera

Profesor Michael Porter z Harvard Business School jest czołowym ekspertem z zakresu analizy strategii i konkurencyjności spółek. W 1979 zaproponował koncepcję Pięciu Sił (Portera), decydujących o konkurencyjności sektora, jednak dzisiaj stosuje się tę koncepcję również do analizy konkurencyjności spółki. Te Pięć Sił to:

- rywalizacja w sektorze między istniejącymi konkurentami;
- zagrożenie wejścia nowych konkurentów;
- siła przetargowa nabywców;
- siła przetargowa dostawców;
- zagrożenie ze strony produktów substytucyjnych.

Powyżej przedstawione pięć zagadnień omówiliśmy już przy okazji omawiania obszarów oceny analizy sytuacyjnej.

4

ANALIZA FINANSOWA SPÓŁKI

Co obejmuje analiza finansowa spółki?

1

Analiza finansowa spółki jest – obok analizy sytuacyjnej drugim elementem analizy spółki, przeprowadzanej z punktu widzenia inwestora. W przeciwieństwie do analizy sytuacyjnej, w której nie są brane pod uwagę dane finansowe, w analizie finansowej – jak sama nazwa wskazuje – właśnie dane finansowe podlegają analizie i ocenie.

Analiza finansowa spółki obejmuje dwa rodzaje działań:

- analiza sprawozdania finansowego spółki;
- analiza innych danych finansowych dotyczących spółki, na przykład danych pochodzących bezpośrednio z rynku finansowego.

Warto podkreślić, że głównym odbiorcą danych finansowych – w tym sprawozdania finansowego – jest inwestor, udziałowiec (np. akcjonariusz) bądź pożyczkodawca (bank udzielający kredytu czy też nabywca obligacji). To przecież inwestor przekazuje kapitał spółce, jeśli tak czyni, to powinien wiedzieć, w jakiej sytuacji finansowej jest spółka.

Co to jest i z czego się składa sprawozdanie finansowe spółki?

2

Sprawozdanie finansowe jest to jeden z podstawowych dokumentów przygotowywanych przez spółkę. W przypadku spółek, które występują na rynku publicznym, np. na giełdzie papierów wartościowych, sprawozdanie finansowe musi być udostępnione publicznie.

4. Analiza finansowa spółki

Sprawozdanie finansowe przedstawia sytuację finansową oraz wyniki finansowe przedsiębiorstwa.

Struktura (układ) sprawozdania finansowego określona jest w konkretnych aktach prawnych. W Polsce jednym z tych aktów jest ustawa o rachunkowości. Jednak w przypadku spółek, które występują na rynku publicznym jest wymóg przygotowania sprawozdania finansowego zgodnie z MSSF – Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej (IFRS – International Financial Reporting Standards). Należy sądzić, że w przyszłości polskie regulacje będą zbieżne z tymi międzynarodowymi standardami, które lepiej odzwierciedlają sens ekonomiczny aktywności spółek na rynku.

Sprawozdanie finansowe w najbardziej ogólnej postaci składa się z pięciu elementów, którymi są:

- bilans;
- rachunek zysków i strat;
- rachunek przepływów pieniężnych;
- zestawienie zmian w kapitale własnym;
- informacja dodatkowa.

W przypadku niektórych mniejszych podmiotów jest wymóg sprawozdania finansowego składającego się jedynie z trzech elementów, którymi są: bilans, rachunek zysków i strat oraz informacja dodatkowa. Jednak spółki giełdowe powinny przedstawiać sprawozdanie finansowe, obejmujące wszystkie powyżej wymienione elementy.

Obecnie przedstawimy trzy najczęściej analizowane elementy sprawozdania finansowego, którymi są: bilans, rachunek zysków i strat oraz rachunek przepływów pieniężnych.

Bilans

Bilans jest podstawowym elementem sprawozdania finansowego. Sporządzany jest na konkretną datę. Najważniejszy jest bilans na koniec roku obrachunkowego, w Polsce jest to zazwyczaj 31 grudnia. Zawiera on liczbowe zestawienie składników majątku przedsiębiorstwa oraz źródeł finansowania tych składników.

Składniki majątku to aktywa, zaś źródła finansowania to pasywa. Wśród pasywów wyróżnia się zobowiązania, czyli sumy pieniężne, które stanowią zadłużenie, oraz kapitał własny, przysługujący udziałowcom (np. akcjonariuszom).

Wartość aktywów musi być równa wartości pasywów, co oznacza, że majątek spółki musi mieć pokrycie w źródłach finansowania. Wartość aktywów netto jest to różnica między wartością aktywów a wartością zobowiązań, co oznacza, że informuje ona o wartości kapitału własnego.

Struktura bilansu przedstawiona jest w tablicach 3.1 i 3.2.

Tablica 3.1. Struktura bilansu – aktywa

AKTYWA
A. Aktywa trwałe
Wartości niematerialne i prawne
Rzeczowe aktywa trwałe
Należności długoterminowe
Inwestycje długoterminowe
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe
B. Aktywa obrotowe
Zapasy
Należności krótkoterminowe
Inwestycje krótkoterminowe
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe
C. Należne wpłaty na kapitał podstawowy
D. Udziały (akcje) własne

Tablica 3.2. Struktura bilansu – pasywa

PASYWA
A. Kapitał własny
Kapitał podstawowy
Kapitał zapasowy
Kapitał z aktualizacji wyceny
Pozostałe kapitały rezerwowe
Zysk (strata) z lat ubiegłych
Zysk (strata) netto
Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania
Rezerwy na zobowiązania
Zobowiązania długoterminowe
Zobowiązania krótkoterminowe
D. Rozliczenia międzyokresowe

4. Analiza finansowa spółki

Tablica 3.3 przedstawia bilans spółki CD Projekt w roku 2016 (na dzień 31.12.2016).

Tablica 3.3. Bilans spółki CD Projekt na dzień 31.12.2016 (w tys. zł)

AKTYWA	828 529	PASYWA	828 529
A. Aktywa trwałe	169 607	A. Kapitał własny	757 576
Wartości niematerialne i prawne	144 124	Kapitał podstawowy	96 120
Rzeczowe aktywa trwałe	10 952	Kapitał zapasowy	390 518
Należności długoterminowe	487	Pozostałe kapitały rezerwowe	4 795
Inwestycje długoterminowe	14 044	Zysk (strata) z lat ubiegłych	16 441
B. Aktywa obrotowe	658 922	Zysk (strata) netto	249 702
Zapasy	401	B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	70 953
Należności krótkoterminowe	97 073	Rezerwy na zobowiązania	51 373
Inwestycje krótkoterminowe	560 436	Zobowiązania długoterminowe	76
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 012	Zobowiązania krótkoterminowe	17 980
		Rozliczenia międzyokresowe	1 524

Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat jest to drugi podstawowy element sprawozdania finansowego. Jest to zestawienie, które prowadzi do określenia wyniku finansowego. Wynikiem finansowym może być zysk lub strata.

Wynik finansowy powstaje poprzez porównanie przychodów z działalności spółki z kosztami tej działalności. Przy tym wyróżnia się tu dwa podstawowe rodzaje działalności spółki:

- działalność operacyjna, polegająca głównie na produkcji towarów i usług;
- działalność finansowa, polegająca na dokonywaniu operacji finansowych z reguły niezbędnych dla funkcjonowania spółki.

Tablica 3.4 przedstawia układ rachunku zysków i strat w tzw. wariancie kalkulacyjnym.

Tablica 3.4. Rachunek zysków i strat

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT
A. Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów
B. Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów
C. Zysk (strata) brutto ze sprzedaży (A–B)
D. Koszty sprzedaży
E. Koszty ogólnego zarządu
F. Zysk (strata) ze sprzedaży (C–D–E)
G. Pozostałe przychody operacyjne
H. Pozostałe koszty operacyjne
I. Zysk (strata) z działalności operacyjnej (F+G–H)
J. Przychody finansowe
K. Koszty finansowe
L. Zysk (strata) brutto (I+J–K)
M. Podatek dochodowy
N. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)
O. Zysk (strata) netto (L–M–N)

Tablica 3.4. Rachunek zysków i strat

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT	
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	476 152
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	49 372
Zysk brutto ze sprzedaży (A–B)	426 780
Koszty sprzedaży	109 290
Koszty ogólnego zarządu	18 551
Zysk ze sprzedaży (C–D–E)	298 939
Pozostałe przychody operacyjne	2 954
Pozostałe koszty operacyjne	5 650
Zysk (strata) z działalności operacyjnej (F+G–H)	296 243
Przychody finansowe	12 909
Koszty finansowe	191
Zysk (strata) brutto (I+J–K)	308 961
Podatek dochodowy	59 259
Zysk netto	249 702

Rachunek przepływów pieniężnych

Rachunek przepływów pieniężnych jest to trzeci podstawowy element sprawozdania finansowego. Przedstawia przepływy pieniężne, które występowały w spółce w rozpatrywanym okresie. Jest on zatem oparty na rzeczywistych zmianach, którym podlegały środki pieniężne, a nie na niektórych kategoriach księgowych, które mogą wypaczać rzeczywistą sytuację finansową spółki.

W rachunku tym wyróżnia się trzy rodzaje przepływów pieniężnych:

- Przepływy z działalności operacyjnej – są to przepływy wynikające z podstawowej działalności spółki, a więc wpływy pieniężne ze sprzedaży, wypływy pieniężne (wydatki) z tytułu zapłaty za materiały, wypłaty wynagrodzeń, itp.; należy zaznaczyć, że do wydatków nie zalicza się amortyzacji, która co prawda jest kosztem, lecz nie powoduje wypływu środków pieniężnych ze spółki.
- Przepływy z działalności inwestycyjnej – są to przepływy wynikające ze sprzedaży lub nabycia składników aktywów trwałych, na przykład maszyn, budynków, itp.
- Przepływy z działalności finansowej – są to przepływy wynikające z obrotu kapitałem, na przykład emisja akcji (wpływ) lub zakup akcji (wypływ), zaciąganie kredytu (wpływ), spłata kredytu (wypływ), itp.
- W rachunku przepływów pieniężnych w każdej grupie uwzględnia się saldo tych przepływów (wpływy minus wypływy). W efekcie otrzymuje się informację o zmianie stanu środków pieniężnych w spółce w rozpatrywanym okresie, czyli o ile spółka wzbogaciła się bądź zubożała.

Tablica 3.6 przedstawia układ rachunku przepływów pieniężnych (w tzw. metodzie bezpośredniej)

Tablica 3.6. Rachunek przepływów pieniężnych

RACHUNEK PRZEPLYWÓW PIENIĘŻNYCH
A. Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej
I. Wpływy
II. Wydatki
III. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej (I–II)
B. Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej
I. Wpływy
II. Wydatki
III. Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej (I–II)
C. Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej
I. Wpływy
II. Wydatki
III. Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej (I–II)
D. Przepływy pieniężne netto, razem (A.III±B.III±C.III)
E. Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych, w tym: – zmiana stanu środków pieniężnych z tytułu różnic kursowych
F. Środki pieniężne na początek okresu
G. Środki pieniężne na koniec okresu (F±D), w tym: – o ograniczonej możliwości dysponowania

Tablica 3.7. Rachunek przepływów pieniężnych spółki CD Projekt za 2016.

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH	
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	246 868
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	
Wpływy	50 972
Wydatki	103 416
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	(-52 444)
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	
Wpływy	5 031
Wydatki	5 294
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	(-263)
Przepływy pieniężne netto, razem	194 161
Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych	194 161
Środki pieniężne na początek okresu	326 222
Środki pieniężne na koniec okresu	520 383

Jak wskazywaliśmy, spółki giełdowe powinny sporządzać sprawozdanie finansowe według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej. Takie sprawozdanie ma podobny układ, jak przedstawiony powyżej, jednak trzeba pamiętać, że poszczególne elementy mogą być ujmowane, wyceniane i prezentowane według nieco odmiennych zasad, co oznacza, że również wartości przedstawiane według dwóch różnych standardów mogą się różnić.

3

Analiza sprawozdania finansowego – podstawy

Analiza sprawozdania finansowego w najprostszym ujęciu opiera się na bardzo podstawowych metodach. Obejmuje ona właściwie trzy grupy metod, którymi są:

- analiza pionowa bilansu;
- analiza pozioma bilansu;
- analiza podstawowych wskaźników.

Analiza pionowa bilansu jest to analiza struktury składników aktywów i pasywów dla danej spółki. Podstawowe relacje składników to:

- w odniesieniu do struktury aktywów: udział aktywów trwałych i udział aktywów obrotowych w aktywach ogółem;
- w odniesieniu do struktury pasywów: udział zobowiązań i udział kapitału własnego w pasywach ogółem.

Analiza pozioma bilansu jest to analiza składników bilansu w kolejnych latach. Analizie podlega zmiana procentowego udziału poszczególnych składników w czasie.

Analiza podstawowych wskaźników w swojej najprostszej wersji obejmuje kilkanaście wskaźników wyznaczanych na podstawie bilansu oraz rachunku zysków i strat. Przedstawimy teraz najbardziej popularne wskaźniki. Należy pamiętać, że w przypadku znacznej większości tych wskaźników nie istnieje coś takiego jak „wartość optymalna” (jak mylnie wskazuje część pozycji literatury). Przy analizie wskaźnika należy:

- porównać jego zmiany w czasie;
- porównać jego wartości z tymi wskaźnikami w innych spółkach tej samej gałęzi (branży).

Podstawowe grupy wskaźników są następujące:

Wskaźniki płynności – wskazują na zdolność spółki do wywiązywania się z krótkoterminowych zobowiązań;

Wskaźniki zadłużenia – wskazują na zadłużenie spółki i jej zdolność do obsługi tego zadłużenia;

Wskaźniki aktywności – wskazują na szybkość zamiany aktywów obrotowych na gotówkę;

Wskaźniki rentowności – wskazują na wielkość zysku osiągniętego z poniesionych przez spółkę nakładów.

Wskaźniki płynności

Podstawowe wskaźniki płynności są następujące:

Wskaźnik bieżącej płynności (Aktywa bieżące (obrotowe)) / (Zobowiązania bieżące (krótkoterminowe))	Wskaźnik wysokiej płynności (szybki) (Aktywa bieżące - zapasy - rozliczenia międzyokresowe) / (Zobowiązania bieżące (krótkoterminowe))	Wskaźnik płynności gotówkowej (Inwestycje krótkoterminowe) / (Zobowiązania bieżące (krótkoterminowe))
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Wskaźniki te różnią się licznikiem, w zależności od tego, co zalicza się do płynnych aktywów mogących sfinansować zobowiązania krótkoterminowe. Najbardziej „liberalny” jest wskaźnik bieżącej płynności, a najbardziej „konserwatywny” wskaźnik płynności gotówkowej. Interpretacja tych wskaźników jest podobna: im wyższa wartość wskaźnika, tym większa zdolność spółki do wywiązywania się z bieżących zobowiązań. Należy jednak pamiętać, że zbyt wysoka wartość wskaźnika płynności oznacza nadmierny udział aktywów obrotowych, które – po upłynięciu – mogłyby powiększyć możliwości sfinansowania zamierzeń inwestycyjnych spółki.

Wskaźniki zadłużenia

Podstawowe wskaźniki zadłużenia są następujące:

Wskaźnik ogólnego zadłużenia (Zobowiązania + Rezerwy na zobowiązania) / (Aktywa)	Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego (Zobowiązania + Rezerwy na zobowiązania) / (Kapitał własny)	Wskaźnik zadłużenia długoterminowego (Zobowiązania długoterminowe) / (Kapitał własny)
	Wskaźnik pokrycia odsetek (Zysk z działalności operacyjnej) / (Odsetki)	

4. Analiza finansowa spółki

Trzy pierwsze wskaźniki informują o zadłużeniu przedsiębiorstwa. Im wyższa wartość danego wskaźnika, tym wyższe zadłużenie. Zbyt wysoka wartość jest negatywnym sygnałem dla inwestycji w akcje tej spółki. Czwarty wskaźnik informuje o możliwości spłaty zadłużenia, im wyższa wartość, tym większa zdolność do obsługi zadłużenia, co jest pozytywnym sygnałem przy inwestowaniu w akcje.

Wskaźniki aktywności

Podstawowe wskaźniki aktywności są następujące:

Wskaźnik obrotu zapasów (Średni stan zapasów) / (Przychody netto)	Wskaźnik obrotu należności (Średni stan należności) / (Przychody netto)	Wskaźnik obrotu zobowiązań (Średni stan zobowiązań) / (Przychody netto)
--------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------

Wskaźniki te mierzą aktywność spółki w zakresie obrotu należnościami, zapasami i zobowiązaniami. Generalnie niskie wartości dwóch pierwszych wskaźników i wysoka wartość trzeciego wskaźnika są to pozytywne sygnały, wskazujące na efektywne zarządzanie aktywami obrotowymi.

Wskaźniki rentowności

Podstawowe wskaźniki rentowności są następujące:

Wskaźnik rentowności sprzedaży brutto (Zysk netto) / (Przychody ze sprzedaży + Pozostałe przychody operacyjne + Przychody finansowe + Zysk nadzwyczajny)	Wskaźnik rentowności sprzedaży netto: (Zysk netto) / (Przychody ze sprzedaży)	Stopa zwrotu z aktywów (ROA – Return on Assets) (Zysk netto) / (Średni stan aktywów)
	Stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE – Return on Equity) (Zysk netto) / (Średni stan kapitału własnego)	

Interpretacja tych wskaźników jest dość naturalna: im wyższa wartość wskaźnika rentowności, tym lepsza kondycja spółki. Jednak należy tu poczynić zastrzeżenie co do licznika tych wskaźników, który zawiera zysk netto. Jest to kategoria księgową, która nie zawsze odzwierciedla sytuację rynkową spółki.

Przedstawione powyżej wskaźniki mają u podstaw wartości z bilansu i rachunku zysków i strat. Zwłaszcza ten drugi element podatny jest na manipulacje, wynikające z chęci przedstawienia spółki w korzystnym świetle. Mówimy tu o działaniach w ramach obowiązujących regulacji, które pozwalają na różne ujmowanie w sprawozdaniu finansowym niektórych kategorii. Powoduje to, o czym była już mowa, że kategoria zysku netto może w bardziej rozbudowanych strukturach biznesowych – na przykład holdingach – być zniekształcona.

Z tego powodu zaleca się również przeprowadzenie analizy rachunku przepływów pieniężnych. Warto tu wskazać na podstawowe relacje, które rzutują na ocenę spółki. Zależą one od tego, czy odpowiednie salda przepływów są dodatnie czy ujemne, przy czym należy też uwzględnić wielkości tych sald. Relacje są następujące:

- Najważniejsze kryterium oceny to saldo przepływów z działalności operacyjnej – powinno być dodatnie, im większe, tym wyższa ocena.
- Ujemne saldo z działalności inwestycyjnej z reguły jest dobrym sygnałem, gdyż wynika ze zwiększania majątku trwałego – często świadczy to o tym, że spółka się rozwija.
- Saldo przepływów z działalności finansowej może być zarówno dodatnie lub ujemne, dodatnie z reguły oznacza, że spółka pozyskuje kapitał na finansowanie rozwoju.
- Negatywna jest ocena spółki, w której saldo przepływów z działalności operacyjnej jest ujemne a z działalności inwestycyjnej dodatnie – może to oznaczać sprzedawanie majątku trwałego w celu pokrycia strat z podstawowej działalności.
- Również negatywnie należy ocenić sytuację, gdy saldo wszystkich trzech rodzajów przepływów pieniężnych jest ujemne.

Przykład

Przedstawiona wcześniej tablica 3.7 zawiera rachunek przepływów pieniężnych spółki CD Projekt za 2016. Jak widać, przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej są dodatnie, co jest dobrym sygnałem. Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej są ujemne, co może wskazywać na inwestowanie przez spółkę. Przepływy pieniężne z działalności finansowej są niewielkie ujemne, co należy ocenić w zasadzie neutralnie.

4

Analiza innych danych finansowych

Przedstawione powyżej wskaźniki dotyczą sprawozdania finansowego, a przede wszystkim jego dwóch elementów, czyli bilansu oraz rachunku zysków i strat. Należy pamiętać, że sprawozdanie finansowe ma u podstaw wartości księgowe, głównie odnoszące się do przeszłości, podczas gdy podejmowanie decyzji inwestycyjnych dotyczy przyszłości. W praktyce inwestor ma dostęp do innych danych finansowych, które może analizować, również w powiązaniu ze wskaźnikami pochodzącymi ze sprawozdania finansowego. Czasem w odniesieniu do tych wskaźników stosowana jest nazwa wskaźniki rynkowe, gdyż pozwalają na pośrednią ocenę wartości rynkowej spółki.

Najczęściej analizowane wskaźniki rynkowe są następujące:

Cena / Zysk – C/Z, P/E (Price / Earnings)

Wskaźnik ten informuje, ile należy „zapłacić” za jednego złotego zysku netto przypadającego na jedną akcję. Im wartość tego wskaźnika jest niższa, tym bardziej atrakcyjny jest zakup akcji. Przy tym najlepiej jest wziąć pod uwagę prognozę zysku netto, a nie zysk netto z przeszłości. Należy jednak pamiętać, że zysk netto może podlegać manipulacjom.

Cena / Wartość Księgowa (C/WK, Price / Book Value, P/B, P/BV)

Wskaźnik ten przedstawia relację ceny rynkowej (a więc oczekiwań rynkowych) do wartości księgowej, określonej jako wartość aktywów netto przypadających na jedną akcję. Wartość księgowa nie uwzględnia perspektyw rozwojowych spółki, dlatego zwykle wskaźnik ten jest istotnie wyższy od 1. Spadek wartości tego wskaźnika do wartości bliskich 1, jest z reguły niepokojącym sygnałem.

Cena / Sprzedaż (Price / Sales, P/S)

W przypadku większości spółek wielkość sprzedaży jest jednym z głównych czynników determinujących kondycję spółki. Im niższa wartość tego wskaźnika, tym lepsza sytuacja spółki. Wskaźnik ten nie może służyć do porównań między różnymi spółkami, z uwagi na różne produkty w różnych spółkach.

Cena / Przepływ Pieniężny (Price / Cash Flow, P/CF)

Wskaźnik ten informuje, ile należy „zapłacić” za jednego złotego przepływu pieniężnego netto przypadającego na jedną akcję. Im wartość tego wskaźnika jest niższa, tym bardziej atrakcyjny jest zakup akcji. Przy tym najlepiej jest wziąć pod uwagę prognozę przepływu pieniężnego. Warto dodać, że przepływ pieniężny jest mniej podatny na manipulacje księgowe w porównaniu z zyskiem netto.

Stopa dywidendy

Jest to relacja wielkości dywidendy do ceny akcji, można ją interpretować jako pewne przybliżenie stopy zwrotu, gdyż wskazuje na to, ile dochodu w postaci dywidendy generuje jeden złoty zainwestowany w akcję. Wysoka wartość tego wskaźnika:

- z jednej strony wskazuje na wysoki zwrot z tytułu otrzymanej dywidendy;
- z drugiej strony może wskazywać na „przejadanie” zysków, co może oznaczać większe trudności z pozyskaniem w przyszłości kapitału na rozwój.

5

ELEMENTY WYCENY AKCJI

Ostatnim etapem analizy fundamentalnej spółki jest wycena akcji. Jeśli inwestor podejmuje decyzję o zakupie akcji spółki, powinien określić jej wartość przed zakupem. Oczywiście najlepiej byłoby, gdyby akcja była niedowartościowana, czyli jej cena na rynku była niższa niż wartość rynkowa określona w procesie wyceny.

Raporty analityków dotyczące spółek zawierają wartość określoną przez analityka. Nierzadko wartości akcji tej samej spółki w różnych raportach różnią się. Wycena akcji ma u podstaw pewne założenia dotyczące wyboru metody wyceny, przyjęcia wartości pewnych parametrów itd.

Są trzy podstawowe modele wyceny akcji:

- **Metoda majątkowa** – wartość akcji jest sumą wartości rynkowej poszczególnych aktywów spółki pomniejszonej o rynkową wartość zobowiązań;
- **Metoda porównawcza (zwana też mnożnikową)** – wartość akcji określa się poprzez wartość „podobnych” akcji;
- **Metoda dochodowa** – akcja jest warta dziś tyle, ile dziś są warte przewidywane przepływy pieniężne (dochody), jakie otrzyma w przyszłości akcjonariusz.

Spśród tych trzech metod, metoda majątkowa jest raczej rzadko stosowana przy wycenie akcji spółek notowanych na giełdzie. Dominują dwie pozostałe metody. Przy tym metoda dochodowa, zwana również **metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych**, jest dość zaawansowana, wymaga określenia przyszłych przepływów, a zatem wymaga dobrej znajomości wycenianej spółki.

W dalszych rozważaniach przedstawimy jedynie **metodę porównawczą**, zwaną również **metodą mnożnikową**. Jest co najmniej kilka wariantów tej metody, dlatego często mówi się o metodach mnożnikowych. Są to **metody wyceny względnej**. W przypadku akcji oznacza to, iż akcja danej spółki wyceniana jest na podstawie akcji innych spółek, które uznane są za „podobne”. Mogą to być w szczególności spółki tego samego sektora.

5. Elementy wyceny akcji

Ideę metod mnożnikowych przedstawimy na przykładzie najczęściej stosowanego mnożnika, którym jest wskaźnik Cena / Zysk (C/Z, P/E, Price / Earnings). Jest to, przypomnijmy, wskaźnik będący ilorazem ceny akcji do zysku netto przypadającego na jedną akcję. Idea wyceny z zastosowaniem tego mnożnika wynika z następującego równania:

$$P = (P/E) \times E$$

Gdzie:

P – wartość akcji;

P/E – wartość wskaźnika Cena / Zysk;

E – zysk netto przypadający na jedną akcję.

Z powyższego równania wynika, że do przeprowadzenia wyceny, czyli uzyskania wartości P, niezbędna jest znajomość wartości wskaźnika Cena / Zysk oraz znajomość wartości zysku netto przypadającego na jedną akcję.

W metodzie porównawczej to właśnie wartość wskaźnika P/E (podobnie jak innych wskaźników, o czym dalej) określana jest na podstawie wartości tego wskaźnika w spółkach podobnych. Najczęściej pod uwagę bierze się wartość środkową, tzw. medianę. Powstaje ona poprzez uszeregowanie wartości wskaźnika w spółkach podobnych i wybraniu tej wartości, która jest właśnie „w środku” tego uszeregowania.

Jeśli natomiast chodzi o wartość zysku netto na jedną akcję, to wartość ta pochodzi z wycenianej spółki. Są tu dwie możliwości:

- prostsza, ale mniej polecana, w której bierze się zysk netto na jedną akcję z ostatniego roku;
- trudniejsza, ale bardziej polecana, w której bierze się prognozę zysku netto na jedną akcję.

Jak widać, jakość metody mnożnikowej mającej u podstaw wskaźnik P/E zależy od zasadności wyróżnienia spółek „podobnych” oraz od jakości prognozy zysku netto.

Przykład

Dom Maklerski Banku PKO BP opublikował w kwietniu 2017 raport dotyczący spółki KGHM, w którym – między innymi – przeprowadził wycenę metodą mnożnikową akcji tej spółki. W wycenie tej wzięto pod uwagę **wskaźnik P/E (Cena /Zysk)** spółek „podobnych”, tzn. wydobywających miedź – w sumie analizowano 28 spółek. W efekcie otrzymano medianę (czyli wartość środkową) tego wskaźnika – wynosi 11,7.

Oprócz tego do wyceny niezbędna była prognoza zysku netto – wynosi ona 3 157 mln zł, co podzieleniu przez liczbę akcji (200 milionów) daje prognozę zysku netto na jedną akcję: 15,78 zł.

Po podstawieniu do powyżej przedstawionego równania wyceny otrzymujemy wycenę pojedynczej akcji:

$P = 11,7 \times 15,78 \text{ zł} = 184,62 \text{ zł}$, czyli w przybliżeniu 185 złotych.

Zamiast wskaźnika P/E w metodach mnożnikowych wyceny można stosować – wymienione już poprzednio wskaźniki, w szczególności:

- Cena / Wartość Księgową;
- Cena / Sprzedaż;
- Cena / Przepływ Pieniężny.

W metodach mnożnikowych można wykorzystywać też wskaźniki odnoszące się do wartości całej spółki, a nie tylko wartości akcji (czyli wartości kapitału własnego). Wykorzystywana jest tu następująca relacja:

Wartość przedsiębiorstwa = Wartość długu + Wartość kapitału własnego

Relacja ta odpowiada relacji wynikającej z bilansu, mianowicie takiej, że wartość aktywów (odzwierciedlająca wartość przedsiębiorstwa) równa jest wartości pasywów (źródeł finansowania), czyli wartości długu i wartości kapitału własnego.

STRESZCZENIE

W tym rozdziale przedstawione zostały podstawowe narzędzia analizy i oceny spółki, mające zastosowanie przy podejmowaniu decyzji dotyczącej inwestycji w akcje.

Najważniejsze wnioski:

- Podejmowanie decyzji inwestycji w akcje może mieć u podstaw następujące grupy metod: analiza fundamentalna, analiza kursów akcji, analiza portfelowa i analiza behawioralna;
- Analiza fundamentalna składa się z kilku etapów, są nimi: analiza makroekonomiczna, analiza sektorowa, analiza sytuacyjna spółki, analiza finansowa spółki, wycena akcji spółki;
- Analiza sytuacyjna spółki obejmuje analizę kluczowych elementów, świadczących o konkurencyjności tej spółki. Jest kilka podstawowych narzędzi tej analizy, takich jak analiza SWOT, czy też analiza Pięciu Sił Portera;
- Analiza SWOT obejmuje wskazanie silnych i słabych stron spółki oraz szans i zagrożeń;
- Pięć Sił Portera obejmuje badanie następujących czynników wpływających na konkurencyjność spółki: rywalizacja w sektorze między istniejącymi konkurentami, zagrożenie wejścia nowych konkurentów, siła przetargowa nabywców, siła przetargowa dostawców, zagrożenie ze strony produktów substytucyjnych;
- Analiza finansowa spółki obejmuje dwa rodzaje działań, którymi są: analiza sprawozdania finansowego spółki oraz analiza innych danych finansowych dotyczących spółki, na przykład danych pochodzących bezpośrednio z rynku finansowego;
- Sprawozdanie finansowe w najbardziej ogólnej postaci składa się z pięciu elementów, którymi są: bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych, zestawienie zmian w kapitale własnym, informacja dodatkowa.
- Podstawowe grupy wskaźników konstruowanych na podstawie sprawozdania finansowego są następujące: wskaźniki płynności (wskazują na zdolność spółki do wywiązywania się z krótkoterminowych zobowiązań), wskaźniki zadłużenia (wskazują na zadłużenie spółki i jej zdolność do obsługi tego zadłużenia),

- wskaźniki aktywności (wskazują na szybkość zamiany aktywów obrotowych na gotówkę), wskaźniki rentowności (wskazują na wielkość zysku osiągniętego z poniesionych przez spółkę nakładów);
- Inne wskaźniki finansowe, które są analizowane, to: Cena/ Zysk, Cena / Wartość Księgowa, Cena / Sprzedaż, Cena / Przepływ Pieniężny i stopa dywidendy;
 - Podstawowe trzy metody wyceny akcji to: metoda majątkowa (rzadziej stosowana), metoda porównawcza (mnożnikowa) i metoda dochodowa (metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych);
 - Metoda mnożnikowa wykorzystuje wartości wskaźników finansowych z podobnych spółek.

EUR/USD - 1,35379 - 00:00:00 14 giu (EEST)

EURUSD (Bid), Ticks, # 300 / 300



Order book (Bid) - Market 100

Order	Price
10000.0	13537.89
10000.0	13537.11
10000.0	13536.57
10000.0	13535.84
10000.0	13535.5
10000.0	13535.06
10000.0	13534.55
10000.0	13534.2
10000.0	13533.96
10000.0	13533.62
10000.0	13533.74
10000.0	13533.16
10000.0	13532.26
10000.0	13531.96

Gold, spot - 1,276,820 - 23:00:00 13 giu (CEST)

Gold, spot (Bid), 1 minute, # 159 / 300, Logarithmic, Heikin Ashi

