



The background features a blurred screenshot of a financial trading platform. On the left, there is a table with columns for 'Symbol', 'Bid', and 'Ask'. The main area displays two charts: the top one is a line chart for 'EURUSD (Bid)' with a price of 1.35379, and the bottom one is a Heikin Ashi candlestick chart for 'Gold, spot' with a price of 1.276,820. The overall color scheme is a monochromatic red.

OCENA PRZEDSIĘBIORSTWA Z PUNKTU WIDZENIA INWESTORA

wersja zaawansowana
pod patronatem CFA Society Poland

Spis treści

1. Podejmowanie decyzji inwestycyjnych dotyczących akcji i obligacji – wprowadzenie
2. Analiza fundamentalna w podejmowaniu decyzji inwestycyjnej
3. Analiza sytuacyjna spółki
4. Analiza finansowa spółki
5. Wycena akcji

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

- » Wskazać podstawowe rodzaje metod podejmowania decyzji inwestycyjnych.
- » Scharakteryzować etapy analizy fundamentalnej.
- » Opisać szczegółowo najważniejsze obszary analizy sytuacyjnej spółki.
- » Opisać analizę SWOT.
- » Scharakteryzować pięć sił Portera.
- » Opisać macierz BCG.
- » Opisać macierz Ansoffa.
- » Scharakteryzować bilans, rachunek zysków i strat oraz rachunek przepływów pieniężnych.
- » Scharakteryzować podstawowe grupy wskaźników finansowych.
- » Scharakteryzować metody wykorzystujące rachunek przepływów pieniężnych.
- » Opisać istotę i podstawowe metody wyceny akcji.
- » Opisać sposób przeprowadzania wyceny metodami mnożnikowymi.
- » Opisać sposób przeprowadzania wyceny metodami zdyskontowanych przepływów pieniężnych.

1

PODEJMOWANIE DECYZJI INWESTYCYJNYCH DOTYCZĄCYCH AKCJI I OBLIGACJI – WPROWADZENIE

1. Podejmowanie decyzji inwestycyjnych dotyczących akcji i obligacji – wprowadzenie

Najbardziej popularne instrumenty finansowe, w które inwestują osoby indywidualne (ale również instytucjonalni inwestorzy), to oczywiście akcje i obligacje (oraz inne instrumenty dłużne, takie jak instrumenty rynku pieniężnego). W tym rozdziale przedstawimy najważniejsze narzędzia pomocne w podejmowaniu decyzji o inwestowaniu w akcje i obligacje, przy czym rozważania skoncentrujemy na wyborze spółki, która jest emitentem akcji bądź obligacji.

W pierwszej kolejności rozważmy inwestycję w obligacje spółki. Jak wiadomo, dochód z inwestycji w obligacje zależy od tego, czy obligacja będzie przetrzymana do terminu wykupu, czy zostanie sprzedana przed wykupem. Zasady są następujące:

1. W przypadku przetrzymania obligacji do terminu wykupu, dochód z inwestycji w obligacje zależy od:

- wielkości odsetek,
- tego, czy emitent wypłaci odsetki,
- stopy, po których odsetki będą reinwestowane w okresie do terminu wykupu obligacji,
- tego, czy emitent wypłaci wartość nominalną w terminie wykupu obligacji.

2. W przypadku sprzedaży obligacji przed terminem wykupu, dochód z inwestycji w obligacje zależy od:

- wielkości odsetek,
- tego, czy emitent wypłaci odsetki (do momentu sprzedaży obligacji),
- stopy, po których odsetki będą reinwestowane w okresie do sprzedaży obligacji,
- ceny sprzedaży obligacji na rynku wtórnym.

Wynika z tego, że są dwa podstawowe rodzaje ryzyka w inwestowaniu w obligacje spółek:

- ryzyko niedotrzymania warunków przez emitenta;
- ryzyko stopy procentowej.

Ryzyko niedotrzymania warunków oznacza, że emitent może nie wypłacić odsetek i/lub nie wypłacić wartości nominalnej obligacji. To ryzyko jest kluczowe dla inwestującego w obligacje. Oceny tego ryzyka dokonuje się poprzez ocenę kondycji (przede wszystkim finansowej) danej spółki.

Pogorszenie się tej kondycji powoduje, że rośnie prawdopodobieństwo, że spółka nie dotrzyma zobowiązań, co oznacza straty z inwestycji w obligacje tej spółki. Problem analizy kondycji finansowej spółki jest omówiony w dalszej części tego rozdziału. Ryzyko stopy procentowej oznacza, że wartość obligacji – a w konsekwencji jej cena rynkowa – zmienia się w wyniku zmiany stóp procentowych na rynku. Zjawisko to dotyczy obligacji o stałym oprocentowaniu i obligacji zerokuponowych. Ma to znaczenie dla dwóch czynników determinujących dochód z inwestycji w obligacje:

- stóp reinwestowania odsetek w okresie do wykupu obligacji;
- ceny sprzedaży obligacji (przed terminem wykupu) na rynku wtórnym.
- Ilustrują to następujące zasady:
 - » wzrost stóp procentowych powoduje wzrost dochodu z tytułu reinwestowania odsetek oraz spadek ceny obligacji;
 - » spadek stóp procentowych powoduje spadek dochodu z tytułu reinwestowania odsetek oraz wzrost ceny obligacji.

Z kolei rozpatrzmy inwestycję w akcje spółki. W tym przypadku zestaw metod analizy inwestycji (w porównaniu z inwestycją w obligacje) jest szerszy. Dochód z inwestycji w akcje zależy, po pierwsze od zmian cen akcji, po drugie od wielkości wypłaconych dywidend.

W ocenie spółki przez inwestora kluczową rolę odgrywa tzw. analiza fundamentalna. Dotyczy ona badania kondycji spółki, a zatem może być wykorzystana nie tylko przy inwestycjach w akcje, ale również przy inwestycjach w obligacje emitowane przez daną spółkę. Jej narzędzia są szeroko omówione w dalszych rozważaniach tego rozdziału.

Oprócz analizy fundamentalnej w inwestycji w akcje stosowane są również inne metody podejmowania decyzji. Często traktuje się je jako metody komplementarne, co oznacza, że można je stosować w połączeniu z metodami analizy fundamentalnej.

Przedstawimy tu krótko te inne podejścia.

Analiza kursów akcji

W tym podejściu nie jest przeprowadzana analiza fundamentalna, lecz 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 lub podaż. Dawniej w analizie kursów akcji dominowała tzw. analiza techniczna. Jej narzędzia można zaliczyć do dwóch grup:

- analiza wykresów cen akcji, w których stosując analizę techniczną starają się znaleźć pewne graficzne prawidłowości (tzw. formacje techniczne), 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 akcji.

Obecnie analiza kursów akcji przeprowadzana jest często za pomocą bardzo zaawansowanych metod matematycznych. Metody te polegają na konstrukcji pewnej, czasem 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.

1. Podejmowanie decyzji inwestycyjnych dotyczących akcji i obligacji – wprowadzenie

Jedną z najprostszych funkcji jest tzw. funkcja autoregresji, dana wzorem:

$$P(t) = \alpha \cdot P(t-1) + e(t)$$

W tej funkcji aktualna cena akcji jest funkcją ceny z dnia poprzedniego oraz innych elementów mających wpływ na cenę (zawiera je zmienna oznaczona symbolem $e(t)$).

Współczynnik α określa, jaka „część” ceny akcji z dnia z poprzedniego dnia ma wpływ na obecną cenę. Zmienna $e(t)$ odzwierciedla łączny wpływ innych czynników, mających wpływ na cenę akcji, przy czym przyjmuje się założenie, że dodatni i ujemny wpływ tych czynników w przybliżeniu „znosi się”.

Analiza portfelowa

Ta metoda 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, co w efekcie prowadzi do dwóch zasad:

- dochód z inwestycji jest określony jako wartość oczekiwana rozkładu stóp zwrotu portfela inwestycji;
- ryzyko inwestycji jest określone jako odchylenie standardowe rozkładu stóp zwrotu portfela inwestycji.

Wartość oczekiwana rozkładu stóp zwrotu portfela jest to średnia ważona oczekiwanych stóp zwrotu spółek w portfelu, przy czym wagami są udziały wartościowe spółek w portfelu.

Bardzo ważną właściwością cechuje się odchylenie standardowe rozkładu stóp zwrotu portfela inwestycji, będące miarą ryzyka inwestycji w ten portfel, mianowicie:

Odchylenie standardowe rozkładu stóp zwrotu portfela inwestycji zależy od:

- odchylenia standardowego stóp zwrotu spółek w portfelu – im niższe, tym niższe ryzyko inwestycji;
- współczynnika korelacji stóp zwrotu spółek w portfelu – im niższy, tym niższe ryzyko inwestycji.

Oznacza to, że na ryzyko inwestycji w portfel spółek wpływ ma nie tylko ryzyko pojedynczych spółek, lecz również to, w jaki sposób stopy zwrotu z inwestycje tych spółek są powiązane.

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.

Ważne jest zatem, aby inwestor nie ulegał inklinacjom mającym podłoże behawioralne, lecz starał się postępować racjonalnie. Często popełniane błędy mogą wynikać z nadmiernej pewności siebie inwestora, tzn. z przesadnego zaufania do własnej wiedzy i umiejętności. Przekonanie indywidualnego inwestora, że jest lepszy od przeciętnego inwestora na rynku jest z reguły niczym nieuzasadnione, prawdopodobnie jest dokładnie odwrotnie.

1. Podejmowanie decyzji inwestycyjnych dotyczących akcji i obligacji – wprowadzenie

Innym wnioskiem z powyższych rozważań jest to, że warto 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 w Twitterze, którego uczestnicy zamieszczają wpisy (tweety) o akcjach poszczególnych spółek. Pogłębiona analiza 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 powyżej metody mogą być stosowane równolegle z analizą fundamentalną, na przykład:

- Analiza fundamentalna pozwala na wybór kilku spółek, zaś analiza portfelowa
- 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
W PODEJMOWANIU DECYZJI
INWESTYCYJNEJ**

2

1

Jakie elementy składają się na analizę fundamentalną akcji?

W tym rozdziale przedstawimy ważne 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.

Analiza fundamentalna akcji jest to analiza, w której pod uwagę bierze się podstawy ekonomiczne, na jakich opiera się spółka.

Analiza fundamentalna składa się z kilku etapów. Są nimi:

- analiza makroekonomiczna;
- analiza sektorowa;
- analiza sytuacyjna (inaczej: analiza strukturalna) spółki;
- analiza finansowa spółki;
- wycena akcji spółki.

Analiza makroekonomiczna dotyczy ogólnej oceny atrakcyjności inwestowania na rynku akcji w danym kraju. 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, wielkość długu publicznego, jak również informacje dotyczące polityki gospodarczej. Analiza makroekonomiczna prowadzi do sygnałów, które zachęcają inwestora do zakupu akcji na rynku kapitałowym danego kraju.

2. Analiza fundamentalna w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych

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 makroekonomiczna przeprowadzana jest przez wiele instytucji, np. OECD, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, banki inwestycyjne, niezależne instytucje badawcze, tzw. think tanks, instytucje akademickie.

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. przykład 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 właśnie inwestor powinien dokonać analizy i oceny spółki.

2

Jakie etapy 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 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).

2. Analiza fundamentalna w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych

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

Podstawowe obszary analizy sytuacyjnej spółki

1

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.

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

3. Analiza sytuacyjna spółki

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 tej spółki 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 „usunie” 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, którymi są:

- 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 światowych 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.

Rola tego obszaru w ocenie spółki jest kluczowa. 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;
- polityka spółki w zakresie kształcenia personelu; jest to podobna kwestia co kwalifikacje, opisane powyżej;

3. Analiza sytuacyjna spółki

- 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 wiedzę i umiejętności 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.

9. Ład korporacyjny.

Ten obszar dotyczy sposobu funkcjonowania spółki w zakresie relacji między różnymi podmiotami zaangażowanymi w spółce, na przykład właścicielami, wierzycielami i innymi inwestorami. Chodzi tu w szczególności o sposób, w jaki prawa i odpowiedzialność są podzielone między różne jednostki związane ze spółką, w szczególności między zarząd a akcjonariuszy.

2

Podstawowe metody analizy sytuacyjnej

Jest pewna liczba metod, które mogą być stosowane w analizie sytuacyjnej. Przedstawimy tu kilka często stosowanych metod. Są nimi:

- analiza SWOT;
- analiza Pięciu Sił Portera;
- macierz BCG;
- macierz Ansoffa.

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

Poniżej przedstawiamy analizę SWOT w odniesieniu do spółki Ambra przygotowaną przez Dom Maklerski Banku Millennium w maju 2011. 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 maju 2011.

Analiza SWOT spółki Ambra Dom Maklerski Banku Millennium, maj 2011

Mocne strony

- Pozycja lidera rynku wina w Polsce z udziałem na poziomie 20 proc., czyli ponad dwukrotnie większym od najpoważniejszych konkurentów
- Znaczący know-how został przekazany spółce przez inwestora strategicznego Sektkellerei Schloss Wachenheim AG

3. Analiza sytuacyjna spółki

- Dzięki przeprowadzonej restrukturyzacji spółka jest w stanie generować coraz wyższy cash flow operacyjny, co umożliwi redukcję poziomu zadłużenia (wskaźnik długu netto do EBITDA wynosi 1.7)
- Wyraźna tendencja poprawy wyników polskiego segmentu działalności Ambry zarówno na poziomie przychodów, jak i rentowności
- Wieloletnia historia wysokich wypłat dywidendy dla akcjonariuszy

Słabe strony

- Pogarszające się wyniki działalności w Czechach oraz (w szczególności) w Rumunii - ich znaczenie dla wyników spółki jest jednak znacznie mniejsze od segmentu polskiego, który ma udział w przychodach przekraczający 70 proc.

Szanse

- Wzrostowy charakter rynku wina w Polsce m.in. z uwagi na jego wielokrotnie mniejsze spożycie niż w sąsiednich krajach - według dostępnych prognoz w ciągu następnych lat stopa wzrostu rynku powinna przekraczać 5 proc.
- Ambra może pozyskać kilkadziesiąt mln PLN (ponad 5 mln EURO) dzięki sprzedaży zbędnej działki w Bukareszcie, dzięki czemu możliwe będzie sfinansowanie znaczących akwizycji

Zagrożenia

- Spółka importuje większość swoich surowców, co jest przyczyną jej znaczącej ekspozycji na ryzyko walutowe
- Uzależnienie rentowności od kształtowania się cen wina nabywanego przez Ambrę (głównie we Włoszech)
- Znacząca sezonowość wyników sprawia, że zdecydowana większość zysku netto generowana jest w IV kwartale roku kalendarzowego i dlatego Ambra jest szczególnie wrażliwa na ewentualne wahania popytu w tym okresie
- Na wielkość sprzedaży alkoholu istotny wpływ ma poziom akcyzy

Pięć Sił Portera

Profesor Michael Porter z Harvard Business School jest czołowym ekspertem z zakresu analizy strategii i konkurencyjności spółek. W 1979 roku 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.

Macierz Boston Consulting Group (BCG) ma u podstaw informacje dotyczące produktów. Są to: udział każdego z producentów w przychodach ze sprzedaży, przepływy finansowe generowane przez każdy produkt, przebieg cyklu życia produktów, tempo zmiany wielkości sprzedaży, udział w rynku produktu.

Macierz BCG jest konstruowana na podstawie dwóch kryteriów oceny, którymi są:

- wzrost rynku (mały lub duży);
- udział spółki w rynku (mały lub duży).

Umożliwia to skonstruowanie macierzy BCG, która symbolicznie przedstawiona jest w tabeli 3.1.

3. Analiza sytuacyjna spółki

Tabela 3.1. Macierz BCG

	Udział w rynku – mały	Udział w rynku – duży
Wzrost rynku – duży	Znaki zapytania	Gwiazdy
Wzrost rynku – mały	Psy	Dojne krowy

Macierz ta składa się z czterech pól, które charakteryzują symbolicznie spółki i produkty: gwiazdy, znaki zapytania, dojne krowy i psy.

„Gwiazdy” cechuje wysoki wzrost rynku oraz wysoki udział w rynku. Do tej grupy należą spółki, które są liderami na szybko rozwijającym się rynku. Gdy rynek przejdzie w fazę dojrzałości, gwiazdy stają się produktami określonymi jako dojne krowy.

„Znaki zapytania” to produkty spółek, które mają niewielki udział w szybko rozwijającym się rynku. Spółki powinny dążyć do uzyskania wysokiej pozycji rynkowej.

„Dojne krowy” charakteryzują się wysokim udziałem na słabo rosnącym rynku.

„Psy” jest to najgorszy przypadek produktu dla spółki, ponieważ produkt mają mały udział na słabo rozwijającym się rynku.

Macierz Ansoffa została zaproponowana przez Harry'ego Igora Ansoffa, jednego z czołowych uczonych zajmujących się analizą strategii spółek. Macierz ta skonstruowana jest według dwóch kryteriów definiujących strategię spółki, którymi są: - produkt (dotychczasowy lub nowy); - rynek (dotychczasowy lub nowy).

W ten sposób otrzymuje się macierz ilustrującą możliwe strategie spółki. Przedstawia ją tabela 3.2.

Tabela 3.2. Macierz Ansoffa

	Dotychczasowy rynek	Nowy rynek
Nowy produkt	Rozwój produktu	Dywersyfikacja
Dotychczasowy produkt	Penetracja rynku	Rozwój rynku

W ocenie spółki zwykle większe znaczenie zyskują strategie dywersyfikacji oraz rozwoju.

Przedstawione propozycje metod są najbardziej popularne wśród metod analizy sytuacyjnej. Nie dają one jednoznacznej odpowiedzi dotyczącej tego, czy inwestycja w akcje analizowanej spółki jest atrakcyjna, niemniej jednak stosowane łącznie dają pewne wyobrażenie co do konkurencyjności spółki.

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.

Jak analizowane jest sprawozdanie finansowe spółki?

2

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.

4. Analiza finansowa spółki

Obecnie skrótowo przedstawimy trzy najczęściej analizowane elementy sprawozdania finansowego. Są nimi: 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.

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.

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.

4. Analiza finansowa spółki

Tablica 3.4. Rachunek zysków i strat spółki CD Projekt za rok 2016 (w tys. zł)

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 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.

4. Analiza finansowa spółki

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.

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.

4. Analiza finansowa spółki

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 upłynieniu – 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)		

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

$(\text{Średni stan zapasów}) /$
 (Przychody netto)

Wskaźnik obrotu należności

$(\text{Średni stan należności}) /$
 (Przychody netto)

Wskaźnik obrotu zobowiązań

$(\text{Średni stan zobowiązań}) /$
 (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

$(\text{Zysk netto}) / (\text{Przychody ze}$
 $\text{sprzedaży} + \text{Pozostałe przychody}$
 $\text{operacyjne} + \text{Przychody finansowe}$
 $+ \text{Zysk nadzwyczajny})$

Wskaźnik rentowności sprzedaży netto:

$(\text{Zysk netto}) /$
 $(\text{Przychody ze sprzedaży})$

Stopa zwrotu z aktywów (ROA – Return on Assets)

$(\text{Zysk netto}) /$
 $(\text{Średni stan aktywów})$

Stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE – Return on Equity)

$(\text{Zysk netto}) /$
 $(\text{Średni stan kapitału własnego})$

4. Analiza finansowa spółki

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 księgowa, która nie zawsze odzwierciedla sytuację rynkową spółki.

Przykład

Na podstawie tabel 3.3-3.4 obliczone są podstawowe wskaźniki finansowe spółki CD Projekt w roku 2016.

Wskaźnik bieżącej płynności = $658\,922 / 17\,980 = 36,65$

Wskaźnik wysokiej płynności (szybki) = $(658\,922 - 401 - 1\,012) / 17\,980 = 36,57$

Wskaźnik płynności gotówkowej = $560\,436 / 17\,980 = 31,17$

Wskaźnik ogólnego zadłużenia = $70\,953 / 828\,529 = 0,086$

Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego = $70\,953 / 757\,576 = 0,094$

Wskaźnik zadłużenia długoterminowego = $76 / 757\,576 = 0,0001$

Wskaźnik pokrycia odsetek = $296\,243 / 191 = 1\,551,01$

Wskaźnik obrotu zapasów = $401 / 476\,152 = 0,0008$

Wskaźnik obrotu należności = $(487 + 97\,073) / 476\,152 = 0,205$

Wskaźnik obrotu zobowiązań = $(76 + 17\,980) / 476\,152 = 0,038$

Wskaźnik rentowności sprzedaży brutto = $249\,702 / (476\,152 + 2\,954 + 12\,909) = 50,44\%$

Wskaźnik rentowności sprzedaży netto = $249\,702 / 476\,152 = 50,75\%$

Stopa zwrotu z aktywów (ROA) = $249\,702 / 828\,529 = 30,14\%$

Stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE) = $249\,702 / 757\,576 = 32,96\%$

Wartości powyższych wskaźników prowadzą do konkluzji o wysokiej płynności, niskim zadłużeniu, wysokiej zdolności do obsługi zadłużenia, efektywnym zarządzaniu kapitałem obrotowym i wysokiej rentowności spółki.

Inne narzędzia analizy sprawozdania finansowego

3

Przedstawione powyżej wskaźniki mają u podstaw wartości z bilansu oraz rachunku zysków i strat. Zwłaszcza ten drugi element sprawozdania finansowego 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:

1. Najważniejsze kryterium oceny to saldo przepływów z działalności operacyjnej – powinno być dodatnie, im większe, tym wyższa ocena.
2. Ujemne saldo z działalności inwestycyjnej z reguły jest dobrym sygnałem, gdyż wynika z inwestowania w majątek trwały – często świadczy to o tym, że spółka się rozwija.
3. Saldo przepływów z działalności finansowej może być zarówno dodatnie lub ujemne, dodatnie z reguły oznacza, że spółka pozyskuje kapitał na finansowanie rozwoju.
4. 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.
5. Również negatywnie należy ocenić sytuację, gdy saldo wszystkich trzech rodzajów przepływów pieniężnych jest ujemne.

4. Analiza finansowa spółki

Na podstawie rachunku przepływów pieniężnych można również wyznaczyć pewną liczbę wskaźników finansowych. W niektórych przypadkach są one lepszymi wskaźnikami niż te, które mają u podstaw rachunek zysków i strat, ze względu na to, że przepływ pieniężny jest mniej podatny na manipulacje niż zysk netto. Podstawowe wskaźniki wyznaczone na podstawie rachunku przepływów pieniężnych są następujące:

Wskaźnik pieniężnej wydajności sprzedaży (Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej) / (Przychody ze sprzedaży)	Wskaźnik pieniężnej wydajności aktywów (Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej) / (Aktywa)	Wskaźnik pokrycia bieżących zobowiązań (Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej) / (Zobowiązania bieżące)
Wskaźnik pokrycia długoterminowych zobowiązań (Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej) / (Zobowiązania długoterminowe)	Wskaźnik pokrycia odsetek (Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej + Odsetki + Podatki) / (Odsetki)	Wskaźnik zewnętrznego finansowania (Przepływy pieniężne z działalności finansowej) / (Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej)
Wskaźnik siły generowania gotówki (Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej) / (Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej + Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej + Przepływy pieniężne z działalności finansowej)		

Dwa pierwsze wskaźniki informują o rentowności działalności operacyjnej spółki, co wynika z tego, że przepływy pieniężne z działalności operacyjnej to podstawowa kategoria informująca o tym, czy spółka generuje gotówkę z głównej działalności. Kolejne trzy wskaźniki informują o zdolności spółki do spłaty zadłużenia. Ostatnie dwa wskaźniki pokazują relacje między składowymi przepływami pieniężnymi.

Przykład

Przedstawiona wcześniej tabela 3.5 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.

Na podstawie danych z tabeli 3.5 wyznaczone zostały podstawowe wskaźniki wynikające z rachunku przepływów pieniężnych. Są one następujące:

- Wskaźnik pieniężnej wydajności sprzedaży
 $246828 / 476152 = 0,518$
- Wskaźnik pieniężnej wydajności aktywów
 $246828 / 828529 = 0,298$
- Wskaźnik pokrycia bieżących zobowiązań
 $246828 / 17980 = 13,73$
- Wskaźnik pokrycia długoterminowych zobowiązań
 $246828 / 76 = 3247,74$
- Wskaźnik pokrycia odsetek
 $(246828 + 191 + 59529) / 191 = 1604,96$
- Wskaźnik siły generowania gotówki
 $246828 / (246828 - 263 - 52444) = 1,272$
- Wskaźnik zewnętrznego finansowania
 $-263 / 246828 = -0,001$

Wynika z tego, że analizowana spółka charakteryzuje się wysoką rentownością działalności operacyjnej oraz wysoką zdolnością do spłaty zobowiązań. Widać też zdecydowanie większe znaczenie przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej w porównaniu z pozostałymi dwoma rodzajami przepływów pieniężnych.

4. Analiza finansowa spółki

Analiza sprawozdania finansowego może być uzupełniona o tzw. **analizę DuPonta**. Jest to analiza rentowności kapitału własnego, obrazowanej przez stopę zwrotu z kapitału własnego (ROE), określoną jako iloraz zysku netto do wielkości kapitału własnego (z reguły analizowany jest średni stan kapitału własnego).

W najprostszej postaci analiza ta wykorzystuje następującą relację, która to relacja dekomponuje ROE:

$$\text{(Zysk netto / Kapitał własny)} = \text{(Zysk netto / Sprzedaż)} \times \text{(Sprzedaż / Aktywa)} \times \text{(Aktywa / Kapitał własny)}$$

Powyższa relacja wskazuje na czynniki w pewnym sensie determinujące stopę zwrotu z kapitału własnego, są nimi:

- rentowność sprzedaży netto, określona jako iloraz zysku netto i przychodów ze sprzedaży;
- efektywność wykorzystania aktywów, określona jako iloraz przychodów ze sprzedaży i wielkości aktywów;
- mnożnik kapitału własnego, określony jako iloraz wielkości aktywów i wielkości kapitału własnego.

Jakkolwiek wszystkie powyższe czynniki decydują o rentowności kapitału własnego, największe znaczenie powinna odgrywać rentowność netto sprzedaży, bo to przecież sprzedaż produktów stanowi o pozycji spółki. Trzeci z czynników, mnożnik kapitału własnego, wynika ze struktury kapitału – im wyższy ten mnożnik, tym w większym stopniu spółka finansuje się długiem. Co prawda zwiększa się wtedy ROE, lecz wzrasta ryzyko spółki, wynikające z faktu (być może) nadmiernego zadłużenia.

Przykład

Analiza duPonta spółki CD Projekt (na podstawie danych z tabel 3.3 i 3.4) prowadzi do następującej relacji: **0,3296 = 0,5244 x 0,5747 x 1,094**

Te wyniki wskazują na wysoką rentowność sprzedaży netto i dobrą efektywność wykorzystania aktywów, a jednocześnie na niskie zadłużenie.

Sprawozdanie finansowe sporządzane jest według pewnych zasad. W przypadku spółek występujących na giełdzie, sprawozdanie finansowe powinno być sporządzone według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (MSSF). Jak się wydaje, ten format jest najbardziej przydatny dla inwestora.

Warto jednak pamiętać, że sprawozdanie finansowe jest uproszczonym obrazem strony finansowej spółki. Istnieje tendencja do tego, aby ten obraz był jak najbardziej korzystny dla spółki. Zdarza się zatem, że niektóre spółki „upiększają obraz”, czyniąc to w ramach obowiązujących regulacji, które mogą pozwalać na różną interpretację danego faktu ekonomicznego, a zatem różne jego przedstawienie w sprawozdaniu finansowym. Do często spotykanych zabiegów, które pozwalają na „upiększenie” sprawozdania finansowego, należy zaliczyć:

- uwzględnianie pewnych kategorii przychodów (również kwestionowanej jakości) zbyt wcześnie;
- przeprowadzenie jednorazowej transakcji w celu wygenerowania zysku;
- przesunięcie obecnych wydatków w przeszłość lub przyszłość;
- nieprawidłowe ujęcie zobowiązań.

Praktyka wypracowała pewne sygnały zagrożenia, które mogą wskazywać na pogorszenie kondycji finansowej spółki. Podstawowe sygnały zagrożenia są następujące:

1. Sygnały pochodzące z bilansu:

- znaczący spadek płynnych aktywów;
- procentowy wzrost należności wyraźnie większy niż procentowy wzrost przychodów ze sprzedaży;
- procentowy wzrost zapasów wyraźnie większy niż procentowy wzrost przychodów ze sprzedaży;
- procentowy wzrost zobowiązań krótkoterminowych wyraźnie większy niż procentowy wzrost przychodów ze sprzedaży.

2. Sygnały pochodzące z rachunku zysków i strat:

- procentowy wzrost kosztów produkcji sprzedanej wyraźnie większy niż procentowy wzrost przychodów ze sprzedaży;
- wzrost kosztów operacyjnych większy niż wzrost przychodów ze sprzedaży;
- wzrost kosztów obsługi zadłużenia długoterminowego w stosunku do wielkości tego zadłużenia.

3. Sygnały pochodzące z rachunku przepływów pieniężnych:

- przepływy z działalności operacyjnej wyraźnie różne od zysku netto;
- dodatnie przepływy pieniężne generowane głównie z działalności finansowej (emisja nowych instrumentów finansowych, zadłużanie się) lub działalności inwestycyjnej (sprzedaż majątku).

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:

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

Wskaźnik ten informuje, ile należy „zapłacić” za 1 złysku 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 również pamiętać, że zysk netto może podlegać manipulacjom.

2. Cena / Wartość Księgową (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.

3. 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.

4. 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, mniej podatnego na manipulacje księgowe w porównaniu z zyskiem netto.

5. 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.

Jednym z podstawowych elementów oceny spółki jest jej ryzyko. W przypadku inwestowania w obligacje spółki wzrost tego ryzyka oznacza wzrost prawdopodobieństwa niewypłacenia przez spółkę odsetek z tytułu obligacji, jak również niewypłacenia w terminie wykupu wartości nominalnej obligacji. W przypadku inwestowania w akcje spółki wzrost tego ryzyka oznacza wzrost prawdopodobieństwa spadku cen akcji na giełdzie.

Istnieje wiele sposobów oceny ryzyka spółki. Najprostsze narzędzia to wykorzystanie części z przedstawionych poprzednio wskaźników – dotyczy to przede wszystkim wskaźników płynności i wskaźników zadłużenia. Są jednak stosowane bardziej zaawansowane metody. Zalicza się do nich tzw. empiryczne modele ryzyka kredytowego.

Wywodzą się one z modelu Altmana zaproponowanego przez Edwarda Altmana w 1968 roku. Istota tych modeli polega na wyznaczeniu dla analizowanej spółki wartości punktowej, informującej pośrednio o zagrożeniu spółki upadłością, rozumianą najczęściej jako spadek wartości aktywów netto (jest to wartość aktywów pomniejszona o wartość zobowiązań) poniżej pewnej wartości.

Kluczową rolę w tych modelach odgrywa funkcja, która przyporządkowuje charakterystynom rozpatrywanej spółki wartość punktową, informującą o ryzyku kredytowym (czyli ryzyku niedotrzymania warunków przez spółkę). Charakterystykami analizowanej spółki mogą być na przykład wskaźniki finansowe, również te wyznaczone na podstawie sprawozdania finansowego tej spółki.

5

WYCENA AKCJI

Ostatnim etapem analizy fundamentalnej spółki jest wycena akcji. Jeśli inwestor podejmuje decyzję o zakupie akcji spółki, powinien określić jej wartość przed zakupem. Oczywiście dobrze byłoby, gdyby akcja była niedowartościowana, czyli jej cena na rynku była niższa niż wartość określona w procesie wyceny, co jest rekomendacją zakupu akcji. Zdarza się jednak czasem, że spółka o bardzo dobrej kondycji finansowej jest przewartościowana, czyli wartość jej akcji jest niższa niż aktualna cena rynkowa – w takiej sytuacji zakup jej akcji niekoniecznie jest racjonalną decyzją.

Raporty analityków publikowane przez instytucje finansowe zawierają analizy spółek, jak również wartość akcji i rekomendację: „kupuj”, „sprzedaj”, „trzymaj” (buy, sell, hold). Nierzadko wartości akcji tej samej spółki w różnych raportach różnią się. Wynika to z faktu, że wycena akcji ma u podstaw pewne założenia dotyczące wyboru metody wyceny, przyjęcia wartości pewnych parametrów itd. Te kwestie mogą być różnie traktowane przez różnych analityków.

Są trzy podstawowe metody wyceny akcji:

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

Spośród tych trzech metod, metoda majątkowa jest raczej rzadko stosowana przy wycenie akcji spółek notowanych na giełdzie. Metoda ta jest zalecana w przypadku likwidacji spółki. W procesach wyceny na rynku dominują dwie pozostałe metody.

Metoda porównawcza

Metoda porównawcza zwana jest również metodą mnożnikową, gdyż do wyceny wykorzystywane są w niej mnożniki. Metoda ta jest metodą wyceny względnej, gdyż akcja wyceniana jest na podstawie parametrów akcji innych spółek. Te spółki uznane są za spółki „podobne”, co wyceniana spółka, ponadto uznaje się, że rynek prawidłowo wycenia te spółki.

Spółkami „podobnymi” mogą być spółki tego samego sektora, lecz przede wszystkim muszą one realizować podobne procesy biznesowe, a więc mają zbliżony profil działalności, podobne otoczenie w branży (sektorze), podobną ofertę produktową oraz zbliżony rząd kapitalizacji giełdowej (czyli wartości rynkowej kapitału własnego spółki).

W metodzie mnożnikowej mogą być wykorzystywane różne mnożniki. Wyróżnia się dwie grupy mnożników:

- mnożniki, zawierające w konstrukcji cenę akcji;
- mnożniki, zawierające w konstrukcji wartość przedsiębiorstwa.

Wykorzystanie pierwszej grupy mnożników prowadzi w sposób bezpośredni do wyceny akcji (czyli kapitału własnego). Z kolei wykorzystanie drugiej grupy mnożników prowadzi bezpośrednio do wyceny przedsiębiorstwa, zaś w celu otrzymania wartości kapitału własnego należy zastosować następującą relację:

Wartość kapitału własnego = Wartość przedsiębiorstwa – Wartość długu

Wynika to z relacji z bilansu, mianowicie takiej, że wartość aktywów (odzwierciedlająca wartość przedsiębiorstwa) równa jest wartości pasywów (źródło finansowania), czyli sumie wartości długu i wartości kapitału własnego.

Po otrzymaniu wartości kapitału własnego dzieli się tę wartość przez liczbę akcji i otrzymuje się wartość pojedynczej akcji.

Idea metod mnożnikowych opiera się na następującym równaniu:

W przypadku mnożników, zawierających cenę akcji:

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

Gdzie:

P – wartość akcji;

P/X – mnożnik, zawierający w liczniku cenę akcji, a w mianowniku pewną charakterystykę spółki;

X – charakterystyka spółki, przeliczona w odniesieniu do jednej akcji.

W przypadku mnożników, zawierających wartość przedsiębiorstwa:

$$EV = (EV/Y) \times Y$$

Gdzie:

EV – wartość przedsiębiorstwa;

(EV/Y) – mnożnik, zawierający w liczniku wartość przedsiębiorstwa, a w mianowniku pewną charakterystykę spółki;

Y – charakterystyka spółki.

Z powyższych równań wynika, że do przeprowadzenia wyceny, czyli uzyskania wartości P lub EV, niezbędna jest znajomość wartości mnożnika P/X lub EV/Y. Wartość tego mnożnika w odniesieniu do wycenianej spółki określana jest na podstawie wartości tego mnożnika w spółkach podobnych. Najczęściej pod uwagę bierze się wartość środkową, tzw. medianę. Powstaje ona poprzez uszeregowanie wartości mnożnika w spółkach podobnych (od najmniejszej do największej) i wybraniu tej wartości, która jest „w środku” tego uszeregowania.

Konkretne warianty metody mnożnikowej zawierają różne mnożniki. Najczęściej stosowany mnożnik, zawierający cenę akcji (czyli P/X z przedstawionego powyżej równania), to wskaźnik Cena / Zysk (C/Z, P/E, Price / Earnings), czyli iloraz ceny akcji do zysku netto przypadającego na

5. Wycena akcji

jedną akcję – 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.

Inne mnożniki zawierające cenę akcji, które mogą być stosowane w wycenie, to:

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

Jeśli z kolei chodzi o mnożniki zawierające wartość przedsiębiorstwa, to najczęściej sięga się po mnożnik EV / EBITDA, czyli iloraz wartości przedsiębiorstwa i EBITDA, co oznacza zysk przed zapłaceniem odsetek i podatków oraz odliczeniem deprecjacji i amortyzacji (jest to w przybliżeniu zysk operacyjny).

Przykład

Dom Maklerski BDM S.A. opublikował w grudniu 2017 raport dotyczący spółki PGNiG S.A., w którym przedstawił wycenę akcji tej spółki metodą mnożnikową. Na rynku w obrocie jest 5,78 mld akcji tej spółki. W wycenie pod uwagę wzięto dwa mnożniki: P/E oraz EV/EBITDA, przy czym spółki podobne – w sumie było ich 18 – zostały określone jako spółki użyteczności publicznej z Europy oraz spółki wydobywcze z sektora ropy i gazu. W wycenie wykorzystano prognozowane wartości mnożników z trzech lat (2018- 2020) z jednakową wagą dla każdego roku. W efekcie mediana wartości dla kolejnych trzech lat wynosiła:

- w przypadku mnożnika P/E: 12,7; 12,5; 12,4;
- w przypadku mnożnika EV/EBITDA: 5,4; 4,9; 4,8.

Wartość kapitału własnego spółki wynosi 40,3 mld złotych, co odpowiada wartości jednej akcji równej 6,97 zł.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Metoda ta jest najbardziej zaawansowana. Wymaga określenia przyszłych przepływów pieniężnych, co oznacza konieczność dobrej znajomości procesów biznesowych spółki. Wzór, określający wycenę akcji za pomocą metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych, jest następujący:

$$P = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_k}{(1+r)^k} + \frac{RV_k}{(1+r)^k}$$

W powyższym wzorze:

P – wartość akcji;

C_t – przepływ pieniężny z tytułu posiadania akcji, otrzymany w roku t;

RV_k – wartość akcji w roku k, który jest ostatnim rokiem szacowania przepływów pieniężnych spółki (tzw. wartość rezydualna);

r – wymagana stopa zwrotu (dochodu) inwestora – akcjonariusza.

Jak wynika z powyższego wzoru, przepływy pieniężne są szacowane w kilku kolejnych latach, a każdy z nich jest przeliczany – poprzez podzielenie wartości w mianowniku – tak, aby określić jego dzisiejszą wartość. To przeliczenie – uwzględniające zmienną wartość pieniądza w czasie – polega na podzieleniu przez wartość zależną od wymaganej stopy zwrotu inwestora – im wyższa ta wymagana stopa zwrotu, tym niższa dzisiejsza wartość danego przepływu pieniężnego.

W powyższym wzorze występuje jeszcze jeden składnik. Jest to – po sprowadzeniu do wartości dzisiejszej – tzw. wartość rezydualna, czyli wartość w ostatnim roku szacowania przepływów pieniężnych. Z uwagi na to, że obejmuje ona dzisiejszą wartość przepływów pieniężnych po okresie k, może ona mieć duży wpływ na wycenę akcji.

Często zakłada się, że po okresie k przepływy pieniężne rosną w stałym tempie. Przyjęcie w wycenie wielkości tego tempa ma istotne znaczenie dla wyceny. Realizacja powyższego wzoru wymaga określenia przepływów pieniężnych. Możliwe są tutaj co najmniej dwa podejścia:

- przepływy pieniężne to dywidendy, płacone przez spółkę;

5. Wycena akcji

- przepływy pieniężne to tzw. wolne przepływy pieniężne, określone jako ta część przepływów pieniężnych, która pozostaje po spłaceniu zobowiązań, podatków oraz poniesienia niezbędnych wydatków kapitałowych umożliwiających rozwój spółki w tym samym tempie.

Prowadzi to do dwóch najczęściej stosowanych wariantów metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych, którymi są:

- metoda (model) zdyskontowanych dywidend;
- metoda (model) zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych.

Przykład

Dom Maklerski BDM S.A. opublikował w grudniu 2017 raport dotyczący spółki PGNiG S.A., w którym przedstawił wycenę akcji tej spółki metodą zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych. Na rynku w obrocie jest 5,78 mld akcji tej spółki.

Wolne przepływy pieniężne zostały oszacowane na lata 2017-2026 (a zatem $k=10$), wynosiły one kolejno (w mld złotych):

1,73; 2,72; 2,84; 2,25; 2,48; 2,47; 2,62; 2,85; 3,00; 3,18.

Suma zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych w pierwszych 10 latach wynosi: 17,90 mld złotych.

Wartość rezydualna została oszacowana przy założeniu, że po roku 2026 wolne przepływy pieniężne rosnąć będą w tempie 1% rocznie. Zdyskontowana na moment wyceny wartość rezydualna wynosi 19,06 mld złotych. Potwierdza to duże znaczenie wartości rezydualnej w wycenie akcji spółki.

Po zsumowaniu tych dwóch wartości oraz odjęciu wartości długu otrzymano wartość kapitału własnego spółki równą 36,85 mld zł, co odpowiada wartości jednej akcji równej 6,38 zł.

Zauważmy, że wartości akcji otrzymane w wycenie metodą mnożnikową i metodą zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych różnią się, co wynika z odmiennej koncepcji tych metod. W praktyce często podaje się wartość akcji jako średnią ważoną tych dwóch wartości (przyjmując pewne wagi dla tej średniej).

STRESZCZENIE

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

Najważniejsze wnioski:

- Przy podejmowaniu decyzji o inwestowaniu w obligacje należy dokonać oceny kondycji finansowej spółki;
- Podejmowanie decyzji o 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, analiza Pięciu Sił Portera, macierz BCG, czy też macierz Ansoffa;
- 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;
- Macierz BCG dzieli produkty spółki ze względu na udział w rynku i tempo rozwoju rynku;
- Macierz Ansoffa wyróżnia strategię spółki ze względu na rozwój produktu i rozwój rynku, na którym produkt występuje;
- 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;
- Podstawowe grupy wskaźników konstruowanych na podstawie sprawozdania finansowego są następujące: wskaźniki płynności, wskaźniki zadłużenia, wskaźniki aktywności, wskaźniki rentowności;
- Istotne znaczenie w analizie spółki odgrywają wskaźniki wyznaczone na podstawie rachunku przepływów pieniężnych;

- Inne wskaźniki finansowe, które są analizowane, to: Cena/ Zysk, Cena / Wartość Księgową, Cena / Sprzedaż, Cena / Przepływ Pieniężny oraz 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;
- Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych określa wartość akcji jako przeliczoną na dzień wyceny sumę wartości przepływów pieniężnych otrzymywanych przez inwestora w przyszłości.

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

EURUSD (Bid), Ticks, # 300 / 300



Order book (Bid) - Market 100

Order	Price
100%	10707.89
100%	8943.11
100%	8944.57
100%	10121.64
100%	7578.5
100%	4555.86
100%	8958.55
100%	11104.2
100%	474.86
100%	1387.262
100%	816.74
100%	745.516
100%	481.226
100%	10000.00

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

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

