

Znaczenie informacji o wynikach ekonomicznych i efektywności ekonomicznej wybranych spółek akcyjnych

Streszczenie

Ocena działalności wynika z konieczności podejmowania określonych działań przez zarządzających. Analiza efektów podmiotu jest niezbędna przy ocenie zdolności kredytowej, przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych oraz przy zawieraniu kontraktów. W pierwszym momencie ocenie poddawane są wyniki finansowe później przepływy pieniężne i różnego rodzaju wskaźniki budowane na ich podstawie. Niestety rzadko ustala się wynik ekonomiczny. Bardzo rzadko albo w ogóle nie prezentuje się wskaźników rentowności opartych na wyniku ekonomicznym.

Wypracowanie zysku netto - zysku księgowego w danym okresie nie koniecznie oznacza wypracowanie zysku ekonomicznego. W przypadku istotnych kosztów własnego kapitału może wystąpić strata ekonomiczna, która wskazuje na uszczuplenie bogactwa właścicieli.

W artykule wskazano na różnice między efektami i efektywnością, między wynikiem finansowym (księgowym) a wynikiem ekonomicznym. Zaprezentowano wyniki finansowe i wyniki ekonomiczne dwóch spółek giełdowych oraz ustalono na ich podstawie wskaźniki rentowności ekonomicznej. Wskazano na wpływ kosztów kapitału na wynik ekonomiczny oraz porównano wybrane spółki mając na uwadze ekonomiczną wartość dodaną i budowaną na jej podstawie rentowność.

Abstract

Evaluation of the results from the need to take specific actions by managers. Analysis of the effects of an entity is essential in assessing the creditworthiness when making investment decisions and in awarding contracts. At first evaluates the financial results, cash flows and various indicators built upon. Unfortunately, rarely determined economic result. Very rarely or not at all profitability ratios are presented based economic results. Development of net profit - profit accounting does not necessarily mean working out an economic profit. In the event of significant capital costs of their economic loss may occur, which indicates a depletion of wealth owners.

The article pointed out the differences between the effects and effectiveness , between the result of the financial (accounting) and the economic result. The results of the financial and economic performance of the two listed companies and was established on the basis of indicators of economic viability. Compares selected companies whereas the economic value added and built on the basis of profitability.

Słowa kluczowe: zysk netto, przepływy pieniężne, zysk ekonomiczny, rentowność ekonomiczna, efektywność, efekty.

Keywords: net profit, cash flow, economic profit, economic viability, effectiveness, effects.

Wprowadzenie

Wynik finansowy oraz przepływ pieniężne wypracowane w danym okresie są znanymi miernikami wartości dodanej. Są wykorzystywane we wskaźnikach finansowych oraz w ocenie przedsiębiorstwa, w ocenie inwestycji oraz w wycenach całych podmiotów.

Niestety wynik finansowy netto jest miernikiem niejednokrotnie przecenianym. Lepszym miernikiem są przepływy pieniężne danego okresu. Nie uwzględniają one, co prawda, wszystkich kosztów i przychodów danego podmiotu, przykładem są tworzone rezerwy, ale prezentują faktyczne możliwości podmiotu, co do regulowania zobowiązań oraz faktyczne nadwyżki środków pieniężnych, które jest w stanie wygenerować podmiot. Jeszcze lepszym miernikiem korzyści staje się ekonomiczna wartość dodana, czyli zysk skorygowany o koszty kapitału własnego, które nie są uwzględniane w rachunkach wyników.

Celem pracy jest wskazanie na zasadnicze różnice między efektami i efektywnością, między wynikiem finansowym a wynikiem ekonomicznym. Celem pracy jest również zaprezentowanie wyników ekonomicznych dwóch bardzo dobrze prosperujących spółek giełdowych, wskazanie na zmiany tych wyników w przypadku zastosowania różnych kosztów własnego kapitału oraz porównanie rentowności ekonomicznej wypranych podmiotów.

Do analizy wyników ekonomicznych przyjęto dane spółek z branży detalicznej. Charakteryzowano spółkę CCC S.A. i LPP S.A. w latach 2011 i 2012 oraz 2013r.

Mierniki wartości dodanej i efektywności

Wartość dodana jest to przyrost wartości dóbr w wyniku określonego procesu produkcji lub tworzenia usługi. Źródłem wartości dodanej jest praca. W działalności gospodarczej jest to różnica między całkowitym przychodem ze sprzedaży a całkowitymi kosztami zasobów zewnętrznych zużytych do produkcji (surowców, energii i usług zewnętrznych związanych z daną produkcją). Wartość dodana jest różnicą między utargiem osiągniętym ze sprzedaży wytworzonego dobra a kosztem zakupu materiałów, prefabrykatów, energii i usług zewnętrznych; wartość dodana stanowi więc sumę płac i zysku przedsiębiorstwa i jest miarą produkcji nowo wytworzonej przez konkretne przedsiębiorstwo.¹

Miernikami wartości dodanej w przedsiębiorstwie są m.in.:

- Wynik operacyjny
- Wynik finansowy netto - tzw. wynik netto,
- Cash flow,
- Wynik ekonomiczny (ekonomiczna wartość dodana)
- Rynkowa wartość dodana.

Wynik operacyjny jest to wynik przed spłatą odsetek i przed opodatkowaniem. Jest on określany jako EBIT (Earning Before Interest and Tax). Jest to różnica między przychodami a kosztami operacyjnymi. Oznacza to, że przy jego obliczaniu uwzględniono przychody i koszty z działalności podstawowej oraz przychody i koszty pozostałe operacyjne związane ze sprzedażą majątku trwałego, tworzonymi i rozwiązanymi rezerwami a także płaconymi i otrzymywanymi karami, odszkodowaniami itp.

Wynik finansowy netto jest to wynik operacyjny skorygowany o koszty i przychody finansowe (np. odsetki) uwzględniający zyski i straty nadzwyczajne wynikających z pożarów powodzi i kradzieży. Inaczej mówiąc wynik netto jest to różnica między przychodami i kosztami działalności pomniejszona o podatek. Oczywiście wynik ten dotyczy określonego przedziału czasu i z reguły jest to okres jednego roku.

Wynik finansowy netto jest stratą jeśli koszty przewyższają przychody. Straty nie opodatkowuje się. Zysk netto jest więc korzyścią ekonomiczną osiągniętą w określonym przedziale czasu i z reguły dotyczy jednego roku.

Przepływy pieniężne (Cash flow) jest to różnica między wpływami środków pieniężnych a ich odpływami w danym czasie. Cash flow czyli zmiana pieniądza, ruch

¹ <http://biznes.pwn.pl/haslo/3994145/wartosc-dodana.html>

pieniądza w podmiocie dotyczy faktycznych zmian środków pieniężnych na rachunku bankowym, w kasie i ekwiwalentów środków pieniężnych (czeków i weksli obcych z terminem wykupu do 3 miesięcy). Jeśli wartość wpływów przewyższa wartość wydatków wówczas można mówić o nadwyżce finansowej osiągniętej w określonym przedziale czasu. Przepływy pieniężne w sprawozdaniu finansowym są dzielone na operacyjne, inwestycyjne oraz finansowe i po skorygowaniu o saldo początkowe środków pieniężnych stanowią pozycję prezentowaną w bilansie zamknięcia danego podmiotu.

Wynik ekonomiczny jest to natomiast miernik bogactwa osiągniętego w określonym czasie przez właścicieli podmiotu. Wynik ekonomiczny uwzględnia wszystkie koszty, w tym koszty obcego i własnego kapitału zaangażowanego w działalność. Wynik ekonomiczny dodatni oznacza, iż w ciągu danego okresu podmiot osiągnął dodatkowe korzyści, tym samym wzrosło bogactwo właścicieli. Wynik ujemny oznacza utratę bogactwa właścicieli w danym czasie. Ekonomiczna wartość dodana jest jedną z lepszych mierników korzyści, które jest w stanie wypracować przedsiębiorstwo w danym okresie. Wykorzystuje informacje o zysku operacyjnym, który po opodatkowaniu jest pomniejszony o koszt całego kapitału. Wzrost wartości przedsiębiorstwa następuje gdy w toku bieżącej działalności i inwestycyjnej działalności stopa zwrotu od zainwestowanego kapitału będzie wyższa od kosztu pozyskania i dysponowania tym kapitałem ($ROIC > WACC$).

Ekonomiczna wartość dodana (ang. Economic Value Added – EVA) jest miernikiem opracowanym przez firmę Stern Stewart & Co. z Nowego Jorku.

Wynik ekonomiczny jest to różnica między dochodem uzyskiwanym przez właściciela NOPAT a dochodem przez niego oczekiwanym ($IC \times WACC$).

Ekonomiczną wartość dodaną można ustalić na dwa sposoby.

$$EVA = NOPAT - IC * WACC \quad \{1\}$$

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC \quad \{2\}$$

Zainwestowany kapitał (IC) można wyznaczyć jako różnicę aktywami i zobowiązaniami odsetkowymi lub jako sumę aktywów trwałych i kapitału obrotowego netto.

Średni ważony koszt kapitału jest to suma iloczynów udziałów poszczególnych kapitałów i ich kosztów.

$$WACC = U kwł \times K wł + Ud \times Kd \quad \{3\}$$

objaśnienia:

EBIT – zysk operacyjny przed opodatkowaniem;

T – stopa podatku dochodowego

IC – wartość kapitału, która została zainwestowana przez właścicieli oraz wartość oprocentowanego kapitału wierzycieli (majątek trwały + kapitał obrotowy ale bez oprocentowanych zobowiązań bieżących).

Tak więc, koszt kapitału (oczekiwana stopa zwrotu) zależy od poziomu kosztów poszczególnych i kapitałów i ich udziału. Istnieje ścisły związek między kosztem kapitału całego przedsiębiorstwa a jego wartością dodaną. Wynik ekonomiczny zmniejsza się albo jest nawet wartością ujemną jeśli koszty kapitału rosną.

Korzyści z wyznaczania wyniku ekonomicznego:

- syntetyczny miernik, który informuje o sytuacji przedsiębiorstwa,
- łatwy w interpretacji zarówno przez finansistów, jak i osoby nieposiadające wiedzy finansowej,
- pozwala na porównanie efektów działalności przedsiębiorstw niezależnie od struktury ich kapitałów,
- sprawia, że pracownicy przedsiębiorstw zachowują się jak właściciele,
- stosowanie tego wskaźnika zapewnia właściwą alokację kapitału na różnych poziomach agregacji i dezagregacji działalności przedsiębiorstwa.

Mankamenty wyniku ekonomicznego:

- jest niedoszacowane w niedawno powstałych spółkach,
- wyższy wskaźnik mają te przedsiębiorstwa, które opóźniają lub przejściowo wstrzymują realizację planowanych inwestycji,
- wybór metody amortyzacji może zniekształcać wielkość,
- ze względu na liczne korekty obliczeń, ich zastosowanie lub nie, czy też możliwości przyjęcia przez analityków odmiennych metod kalkulacji, mogą pojawiać się problemy z jej wykorzystaniem do porównań między przedsiębiorstwami i między sektorami,
- nie wykazuje zbyt wysokiej zgodności z wartością rynkową przedsiębiorstwa.

Jeśli w podmiocie osiągnięto:

- a) zys ekonomiczny = 0, wówczas działalność operacyjna przedsiębiorstwa nie generuje ekonomicznej wartości dodanej, gdyż zysk operacyjny wystarcza tylko na pokrycie kosztu kapitału, działalność operacyjna jest w tym przypadku przypisana obsłudze kapitału, a nie kreowaniu ekonomicznej wartości dodanej,
- b) zys ekonomiczny >0 wówczas działalność operacyjna przedsiębiorstwa generuje ekonomiczną wartość dodaną, zysk operacyjny pozwala nie tylko pokryć koszt kapitału, ale kreuje ekonomiczną wartość dodaną.
- c) zys ekonomiczny < 0 wówczas przedsiębiorstwo nie generuje ekonomicznej wartości dodanej, gdyż obsługa kapitału pochłania zysk ekonomiczny netto po opodatkowaniu, ujemna wartość oznacza, że przedsiębiorstwo obniża swoją ekonomiczną wartość dodaną.²

Rynkowa wartość dodana jest natomiast miarą chwilową. Można ją wyznaczyć w przypadku spółek giełdowych. Z powodu ciągłych zmian wartości akcji ulega ona ciągłym wahaniom. Rynkowa wartość dodana nie musi pokrywać się z ekonomiczną wartością dodaną. Mogą występować znaczne różnice i rozbieżności. Ujemny wynik ekonomiczny przy wysokiej rynkowej wartości dodanej oznacza, iż pomimo straty ekonomicznej, straty właścicieli z danego okresu rynek ocenia podmiot pozytywnie i czeka na wzrosty.

Niekiedy błędnie mówi się o efektywności funkcjonowania podmiotu mając na uwadze wyłącznie dodatni wynik finansowy czyli zysk netto lub też dodatnie przepływy pieniężne z danego okresu. Niestety efektywność to nie jest korzyść ale relacja efektów gospodarowania do nakładów. Efektem jest zysk netto, dodatnie przepływy pieniężne zysk ekonomiczny a nakładem są środki zainwestowane, wartość majątku.

Znane są powszechnie używane wskaźniki rentowności, które właśnie są wskaźnikami efektywności. Należy jednak pamiętać, iż z uwagi na „wadliwość” miernika jakim jest wynik finansowy netto do obliczania takiej rentowności należałoby wziąć pod uwagę właśnie zysk ekonomiczny. Rentowność taką można porównywać ze wskaźnikami innych spółek z branży. Jak pokazuje praktyka bardzo często spółki, które osiągają zysk netto niestety nie osiągną zysku ekonomicznego. Wynika to z prostej przyczyny uwzględniania w zysku ekonomicznym oczekiwań dawców kapitału. Korekty niekiedy mogą być tak istotne, że zauważa się nie tylko brak wzrostu bogactwa dla właścicieli ale nawet jego istotną utratę.

² wsiz.rzeszow.pl/kadra/agemzik/Dokumenty_Local.../Wykład%201.ppt

Charakterystyka efektów wybranych spółek

W celu wskazania różnic między wynikiem netto a wynikiem ekonomicznym oraz zanalizowania sytuacji podmiotów na podstawie rentowności ekonomicznej wykorzystano dane sprawozdawcze dwóch dużych spółek branży detalicznej.

LPP S.A. zajmuje się projektowaniem i dystrybucją odzieży. Projekty opracowywane są w centrali firmy w Gdańsku. Produkcja zlecana jest fabrykom na Dalekim Wschodzie. Proces produkcji kontrolowany jest przez pracowników biura handlowego firmy w Szanghaju. W ostatnim czasie wykonanie części wyrobów zlecane jest krajowym producentom.³

CCC S.A. jest producentem i sprzedawcą detalicznym obuwia w Polsce, którego udział w rynku dystrybucyjnym wynosi około 5%. Część towaru jest importowana z Chin i Włoch. Spółka działa poprzez blisko 300 salonów pod markami CCC, Quazi oraz Boti.⁴

Tabela 1. Porównanie wyników wybranych spółek

Mierniki i wskaźniki	Spółka CCC S.A.		Spółka LPP S.A.	
	Rok 2011	Rok 2012	Rok 2011	Rok 2012
Zysk operacyjny*	159 052	141 334	343 106	454 417
Zysk netto*	284 900	280 634	269 146	353 977
EBIT po opodatkowaniu *	128 832	114 481	277 916	368 078
CF przepływy pieniężne netto *	- 42103	70 471	2 107	30 343
CF na akcję	3,83	3,78	206,73	251,99
Majątek * = Kapitały łączne	923 529	978 114	1 613 868	1 932 222
WACC	10,1%	10,1%	11,15%	11,15
Kapitał x WACC	93 276	92 090	179 946	215 443
Zysk ekonomiczny	35 556	22 391	97 970	152 635

*kategorie zaprezentowane w tys złotych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych CCC i LLP.

Należy podkreślić, iż do ustalania wyniku ekonomicznego w Tabeli 1 przyjęto niski poziom kosztu akcyjnego ok 10 -11%. Zysk ekonomiczny został osiągnięty w spółce LPP i CCC jednak wzrósł prawie dwukrotnie w spółce LPP a zmniejszył się istotnie w spółce CCC.

³ <http://www.inwestor.lpp.com.pl/pl/index.html>

⁴ <http://www.attrader.pl/pl/akcje/ccc/analiza-techniczna>

Tak jak wspomniano istotny wpływ na poziom wyniku ekonomicznego ma poziom kosztu całego kapitału, który przyczynił się do wytworzenia określonych dóbr i usług, które można było sprzedać z określoną marżą. Koszt obcego kapitału uzależniony jest od oprocentowania kredytów i korygowany jest o osłonę podatkową. Natomiast koszt własnego kapitału można określać na bazie różnych informacji rynkowych i modeli, które mogą mieć zastosowanie w określonych przypadkach.

Dlatego w dalszej części podjęto próbę ustalenia kosztu własnego kapitału na podstawie modelu Capital Assets Principle Model (CAPM). W modelu tym wykorzystuje się informacje o stopie wolnej od ryzyka (stopie zwrotu z instrumentów finansowych z zerowym ryzykiem) oraz zmianach stop zwrotu WIG i zmianach stop zwrotu wybranego waloru - Wzór 4.⁵

$$R = Kk = R_w + \beta \times (R_m - R_w) \quad \{4\}$$

gdzie:

R- stopa zwrotu Kk

– koszt kapitału

Beta oznacza stopień skorelowania waloru z indeksem rynkowym. Stopa indeksu rynkowego (*R_m*), która oznacza, w tym przypadku, zmianę WIG w okresie 1 roku.

Stopa wolna (*R_w*) od ryzyka może być określona jako stopa zwrotu z inwestycji w papiery wartościowe emitowane przez rząd danego państwa, najczęściej w obligacje bądź bony skarbowe, bowiem państwo w założeniu nie może być niewypłacalne.⁶ W obliczeniach przyjęto 5%.

Ustalając historyczny koszt kapitału własnego wykorzystano informacje o zmianach stóp zwrotu spółki CCC w latach 2011 i 2012 oraz zmianach WIG w tym okresie.

Korzystając ze strony <http://www.stockwatch.pl/gpw/ccc,wykres-swiece,dywidendy.aspx> można ustalić przybliżone wartości Bety Tabela 2.

W związku ze spadkami cena akcji w 2011 roku trudno jest ustalić koszt kapitału akcyjnego z modelu CAMP gdyż na giełdzie notowano spadki wartości akcji spółki i całego WIG. Oczekiwana strata wynosiłaby 29%.

Tabela 2. Wartości istotne przy ustalaniu kosztu kapitału akcyjnego dla spółki CCC (w %)

⁵ Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje, Instrumenty finansowe, Ryzyko finansowe, Inżynieria finansowa*, ...str. 240-243

⁶ <http://www.bankier.pl/inwestowanie/notowania/macro/profil.html?id=74&size=small&type=1>

rok	Zmiana stopy zwrotu CCC	Zmiana stopy zwrotu WIG	Przybliżona wartość BETY	Koszt kapitału akcyjnego na podstawie CAMP
2011	-28,02	-19,34	1,40	- 29,10
2012	+55,63	+26,89	2,00	43,78
2013	+51,20	+6,70	7,64	18,00

Źródło: Opracowanie własne na podstawie <http://www.stockwatch.pl/gpw/ccc,wykres-swiece,dywidendy.aspx>

Biorąc pod uwagę informacje z Tabeli 2 dotyczące koszt kapitału akcyjnego oraz uwzględniając koszt długu spółki można ustalić średni ważony koszt kapitału.

$$WACC\ 2012\ r = 0,4378 \times 0,574 + 0,052 \times 0,426 = 0,25 + 0,02215 = 0,2734 = 27,34\%$$

$$WACC\ 2013 = 0,18 \times 0,574 + 0,052 \times 0,426 = 0,1033 + 0,02215 = 0,12547 = 12,55\%$$

Przyjmując dane ze sprawozdań finansowych firmy odnośnie zysku operacyjnego i podatku otrzymujemy wyniki ekonomicznej wartości dodanej z tych okresów Tabela 3.

Tabela 3. Wynik ekonomiczny za rok 2012 i 2013 dla spółki CCC S.A.

Wybrane mierniki (w tys. zł. za wyjątkiem WACC)	Rok 2012	Rok 2013
Zysk netto	280 634	150 000
EBIT	141 334	145 660
EBIT po opodatkowaniu	114 481	117 984,6
WACC	27,34%	12,55%
Łączny kapitał	978 114	937 658
Ekonomiczna wartość dodana	-152 935	308,52

Źródło: Opracowanie własne na podstawie <http://www.stockwatch.pl/gpw/CCC,komunikaty,wyniki.aspx> oraz <http://firma.ccc.eu/pl/raporty-finansowe>

Podobne obliczenia wykonano dla spółki LPP.

Tabela 5. Wartości istotne przy ustalaniu kosztu kapitału akcyjnego dla spółki LPP (w %)

rok	Zmiana stopy zwrotu LPP	Zmiana stopy zwrotu WIG	Przybliżona wartość BETY	Koszt kapitału akcyjnego na podstawie CAMP
2011	-6,78	-19,34	0,35	-3,52
2012	334,46	35,50	9,42	292,3
2013	88,15	6,70	13,16	27,37

Źródło: Opracowanie własne na podstawie <http://www.stockwatch.pl/gpw/lpp,wykres-swiece,wskazniki.aspx>

Zgodnie z danymi

http://www.bankier.pl/static/att/93000/3001106_CCCLPPpadziernik2013.pdf dług spółki LPP wynosi 41,3%.

W zadaniu przyjęto, iż koszt kapitału wynosi ok 30 % w roku 2012 a w roku 2013 wynosiłby 18,15% wówczas wynik ekonomiczny prezentowałby się następująco.

Tabela 6. Wynik netto i wynik ekonomiczny spółki LPP S.A. za rok 2012 i 2013

Wybrane mierniki (w tys. zł. za wyjątkiem WACC)	Rok 2012	Rok 2013
---	----------	----------

Zysk netto	353 977	437 000
EBIT	454 417,00	565 000
EBIT po opodatkowaniu	368 077,77	457 650
WACC	30%	18,15%
Łączny kapitał	1 932 222	1 932 222
Ekonomiczna wartość dodana	-211 588,83	106 952

Zródło: Opracowanie własne na podstawie literatury przedmiotu

Tak jak wynika z powyższych analiz dopiero rok 2013 okazał się najlepszy dla właścicieli spółki CCC S.A. i LPP S.A. Dopiero w roku 2013 wzrosło bogactwo właścicieli gdyż wartość dodana mierzona ekonomiczną wartością dodaną czyli wynikiem ekonomicznym wykazała wartość dodatnią. Jest to tzw. zysk ekonomiczny, który może być wykorzystywany do mierzenia efektywności – rentowności kapitałów, majątku, sprzedaży.

Należy przypomnieć, iż wynik ekonomiczny jest miernikiem który uwzględnia oprócz kosztów własnego kapitału również oczekiwania właścicieli.

Mierniki efektywności wybranych spółek

Poniżej porównano efektywność dwóch spółek mierzoną rentownością finansową i ekonomiczną. Jak wynika z danych przy niskim koszcie kapitału 10% – 11,15% tylko rentowność spółki LPP S.A. rośnie w czasie. Jak wynika z Tabeli 7 w roku 2012 jedna złotówka kapitału własnego wypracowała ponad 12 groszy zysku ekonomicznego i 30 groszy zysku netto.

Tabela 7. Efektywność mierzona zyskiem ekonomicznym

Mierniki	Spółka CCC S.A.		Spółka LPP S.A.	
	Rok 2011	Rok 2012	Rok 2011	Rok 2012
WACC	10,1%	10,1%	11,15%	11,15
Kapitał x WACC	93 276	92 090	179 946	215 443
Zysk netto*	284 900	280 634	269 146	353 977
Zysk ekonomiczny	35 556	22 391	97 970	152 635
ROA	12,71	10,87	16,65	18,24
Rentowność ekonomiczna majątku	3,8	2,4	6,0	7,8
ROE %	24,80	20,11	29,64	29,16
Rentowność ekonomiczna kapitałów	6,7	4,5	10,7	12,6

Zródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych CCC i LLP

W spółce CCC złotówka kapitału własnego wypracowała tylko 4,5 groszy zysku. Rok wcześniej wyniki były lepsze.

W Tabeli 8 zaprezentowano wyniki efektywności ekonomicznej wybranych dwóch spółek mając na uwadze wyższy koszt kapitału własnego a co za tym idzie wyższy średni wazony koszt kapitału.

Tabela 8. Efektywność ekonomiczna wybranych spółek za rok 2013

Miary	CCC	LPP
Zysk netto (w tys. zł)	150 000	437 000
Kapitał własny (w tys. zł)	523 294	1 211 048
Aktywa (w tys. zł)	1122165	2 274 974
Przychody ze sprzedaży (w tys. zł)	1 600 000	3 810 000
WACC	12,55%	18,15%
Wynik ekonomiczny (w tys. zł)	308,52	106 952
Rentowność ekonomiczna kapitałów własnych	0,05%	8,8%
Rentowność ekonomiczna majątku	0%	4,7%
Rentowność ekonomiczna sprzedaży	0%	0%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie literatury przedmiotu

Przychody spółki LPP wynoszą na 20 grudnia 2013 roku aż **3,81 mld zł.**⁷ dla firmy CCC przekroczą prawdopodobnie 1,6 mld zł⁸ ale do porównań przyjęto pewną kwotę 1,6 mld zł.

Jak wynika z Tabeli 7 rentowność ekonomiczną na niskim poziomie osiągnęła tylko spółka LPP. Ok 9 grosz zysku ekonomicznego wypracowała złotówka kapitału własnego. Wartość 106 950 tys zł oznacza faktyczny wzrost bogactwa właścicieli właśnie o tą kwotę. Ja widać zysk ekonomiczny jest o kilkaset milionów niższy niż zysk netto (zysk księgowy).

Koszt kapitału akcyjnego w roku mógł być również liczona jako stopa wolna od ryzyka i premia za ryzyko. Premia dla CCC w roku 2012 i 2013 wynosiła ok 5%.

Jeśli natomiast ustalenie kosztu kapitału własnego dokona się na podstawie modelu Gordona wówczas, zgodnie z przekształceniami, koszt kapitału akcyjnego uzależniony jest od wielkości dywidend, tempa wzrostu dywidend oraz ceny rynkowej akcji.

$$K_a = D_1/P + q \quad \{5\}$$

$$D_1 = D_0 (1+q) \quad \{6\}$$

gdzie:

K_a – koszt kapitału akcyjnego

D_1 - dywidenda roku przyszłego,

D_0 – dywidenda roku obecnego,

Q – tempo wzrostu dywidend,

⁷ <http://www.stockwatch.pl/gpw/lpp,komunikaty,wskazniki.aspx>

⁸ <http://www.propertynews.pl/centra-handlowe/przychody-ccc-w-2013-roku-przekrocza-1-6-mld-zl,21379.html>

P – cena rynkowa akcji.

Przyszła dywidenda zależy od obecnej dywidendy i stopy wzrostu dywidend.

Korzystając z informacji giełdowych oraz z informacji zawartych na stronie <http://pl.investing.com/equities/ccc-ratios> dane wstępne dla CCC są następujące:

$$D_0 = 1,6$$

$$q = 16,96\%$$

$$D_1 = 1,87136$$

$$P = 112,95$$

Po podstawieniu otrzymujemy koszt kapitału własnego spółki CCC S.A. w wysokości 18,6%

Postępując podobnie przypadku spółki LPP, mając dane wstępne:

$$D_0 = 85,10$$

$$q = 19,4\%$$

$$P = 8700$$

$$D_1 = 101,609$$

Otrzymujemy koszt kapitału własnego (K_a) na poziomie 20,57%

Wykorzystując te dane możemy ponownie ustalić koszt kapitału – tzw. średni ważony koszt całego kapitału zaangażowanego w wypracowanie wartości dodanej.

Na tej podstawie możemy ustalić zysk ekonomiczny i rentowność ekonomiczną dla dwóch spółek z 2013 roku i porównać ich obecne wyniki - Tabela 9.

Tabela 9. Wynik ekonomiczny i efektywność ekonomiczna wybranych spółek w roku 2013.

Miary	CCC	LPP
WACC	18,6%	20,57%
Wynik ekonomiczny (w tys. zł)	-56 419	60 191,9
Rentowność ekonomiczna kapitałów własnych	-	4,97%
Rentowność ekonomiczna majątku	-	2,64%
Rentowność ekonomiczna sprzedaży	-	1,58%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie literatury przedmiotu

Jak wynika z Tabeli 9 po korekcie kosztów kapitałów (do góry) obniżyła się rentowność ekonomiczna. W przypadku spółki CCC S.A. mamy wręcz do czynienia z uszczupleniem bogactwa właścicieli gdyż wykazano stratę ekonomiczną na poziomie 56 419 tys. zł. W tym przypadku koszt kapitału jest wyższy od rentowności operacyjnej.

Spółka LPP osiągnęła niski poziom zysku ekonomicznego. Niska rentowność nieprzekraczająca 5% może zostać „wchłonięta” przez wyższą inflację.

Podsumowanie

Zyskowność ekonomiczna jest lepszą miarą efektów podmiotu gospodarczego jednak istnieje problem z oszacowaniem kosztów własnego kapitału. Obecnie istnieje wiele modeli szacowania tego kosztu i trudno określić ten najbardziej wiarygodny. Szczególne trudności mogą wystąpić w przypadku spółek, których notowania bardzo skoczyły do góry. Pytaniem pozostaje – jak wówczas ustalić oczekiwania inwestorów - właścicieli co do stopy zwrotu.

Jak wynika z wielu prognoz i wycen przyjmowany był niewielki koszt kapitału własnego w granicach 10% - 11%.

Należałoby się zastanowić dlaczego przyjmuje się tak niski koszt kapitału własnego i czy nie powinien być on zweryfikowany i podwyższony jeśli prezentuje oczekiwana stopę zwrotu właścicieli a oczekiwania jak wiadomo były dość wysokie w przedziale minimum 50% - 100%.

Jak wynika z przeprowadzonych analiz wybranych spółkach:

- 1) podmioty wykazały niewielki zysk ekonomiczny przy niskim poziomie kosztu kapitału ok 10-11%,
- 2) po zwiększeniu kosztu kapitału do ok 12 – 18% spółki wykazały zysk ekonomiczny dopiero w 2013 roku,
- 3) po zwiększeniu kosztów własnego kapitału do ok 18 – 21% tylko spółka LPP osiągnęła niewielki zysk ekonomiczny na poziomie 60 mln zł.
- 4) spółka LPP jest lepiej prosperująca spółką w branży, której zyski księgowe i ekonomiczne wzrosły,
- 5) lepiej prezentują się również wskaźniki rentowności dla spółki LPP,
- 6) Spółka LPP osiąga rentowność ekonomiczną nawet w przypadku zwiększonych kosztów kapitału własnego,
- 7) mając na uwadze wynik ekonomiczny spółka CCC - nie jest ona rentowna a w roku 2013 przy koszcie kapitału równym 18,6% poniosła stratę ekonomiczną.

Reasumując należałoby przyjąć jednolite kryteria ustalania kosztów kapitału własnego dla określonych spółek w określonych warunkach. Dane publikowane podmiotów powinny uwzględniać wyniki ekonomiczne.

Należy również zaznaczyć, iż ceny akcji i ich skoki niekoniecznie odzwierciedlają faktyczne wyniki ekonomiczne podmiotów gospodarczych. Bardzo duże dysproporcje między ceną

rynkową akcji a wynikiem osiągniętym sygnalizować mogą o pewnym przewartościowaniu akcji danych podmiotów.

Literatura

1. Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
2. Dulinić A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
3. Jaki A., *Wycena przedsiębiorstwa*, wyd. *Oficyna Ekonomiczna*, wyd. III, Kraków 2006.
4. Jajuga K. Jajuga T., *Inwestycje, Instrumenty finansowe, Ryzyko finansowe, Inżynieria finansowa*, wyd. PWN. Warszawa 2004.
5. Koreniuk D., *Podstawy finansów*, wyd. PWN, Warszawa 2010.
6. *Rachunkowość zarządcza*, red. T. Kiziukiewicz, Wrocław 2012r.
7. *Rachunkowość zarządcza. Podejście operacyjne i strategiczne*, red. I Sobańskiej, wyd. Beck, Warszawa 2010.
8. Rappaport A. , *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG - Press, Warszawa 1999.
9. Relly K. Frank, Brown C. Keith , *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem TI, PTE*, Warszawa 2001.
10. Sierpińska M., Jachna T, *Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków*. Wyd. PWN, Warszawa 2007
11. Skov N. A., *Finanse i zarządzanie. Amerykańskie propozycje dla polskich firm prywatnych*, Wyd. Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 1991.
12. <http://www.certuscapital.pl/slownik/Metoda-wartosci-dodanej-dla-akcjonariuszy>
13. http://bossa.pl/index.jsp?layout=2&page=0&news_cat_id=223&pager=4
14. <http://firma.ccc.eu/pl/raporty-finansowe>
15. <http://www.inwestor.lpp.com.pl/pl/raporty-finansowe.html>
16. <http://www.stockwatch.pl/gpw/lpp,komunikaty,dywidendy.aspx>
17. http://slimak.onet.pl/_m/nb/biznes/20130430/181657/sa_r_2012.pdf
18. <http://www.bankier.pl/inwestowanie/spolki/CCC/skonsolidowane-wskazniki-roczne.html>
19. <http://www.bankier.pl/inwestowanie/spolki/LPP/skonsolidowane-wskazniki-roczne.html>
20. <https://www.bdm.com.pl/file.php?id=25071>
21. <http://www.inwestor.lpp.com.pl/pl/raporty-biezace.html>
22. <http://firma.ccc.eu/pl/raporty-finansowe>
23. http://www.rsg.pl/ccc/bilans_pasywa/analiza_dynamiki/rynek_wtorny.html
24. http://www.gpw.pl/karta_spolki/PLCCC0000016/#notowania

25. [http://www.bankier.pl/inwestowanie/notowania/macro/profil.html?id=74&size=small&ty
pe=1](http://www.bankier.pl/inwestowanie/notowania/macro/profil.html?id=74&size=small&type=1)
26. http://www.bankier.pl/static/att/93000/3001106_CCCLPPpadziernik2013.pdf
27. <http://www.gpw.pl/wig30>
28. http://www.rsg.pl/lpp/metoda_dcf/wycena_akcji/rynek_wtorny.html