

2

ANALIZA FUNDAMENTALNA – WPROWADZENIE¹²

Analiza fundamentalna, jak sama nazwa sugeruje, koncentruje się na badaniu czynników finansowych i niefinansowych spółek. Najważniejszym jednak zadaniem analizy fundamentalnej jest wycena akcji. Określona w ten sposób wartość wewnętrzna jest porównywalna z bieżącym kursem giełdowym. Rezultatem takiego porównania jest wydanie jednej z rekomendacji: kup, sprzedaj lub trzymaj. Inwestorzy przeprowadzają operacje z wykorzystaniem analizy fundamentalnej w średnim i dłuższym horyzoncie czasowym.

Analiza fundamentalna składa się z następujących etapów:

- 1) analiza makroekonomiczna,
- 2) analiza sektorowa (branżowa),
- 3) analiza sytuacyjna spółki,
- 4) analiza finansowa,
- 5) wycena akcji.

2.1. Analiza makroekonomiczna

Zadaniem analizy finansowej jest dokonanie ogólnej atrakcyjności inwestowania na określonym rynku finansowym. Głównymi czynnikami branżowymi pod uwagę na tym etapie są: sytuacja gospodarcza, polityka gospodarcza i ryzyko

¹² Na podstawie: Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 149–157; Malinowska U., *Analiza fundamentalna przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2011, s. 103–130.

inwestowania w danym kraju. Dodatkowo uwzględnia się jeszcze sytuację polityczną w tym państwie oraz ekonomiczną na całym świecie. W analizie makroekonomicznej stosuje się elementarne charakterystyki gospodarki, takie jak: wielkość PKB, tempo wzrostu PKB, stopa inflacji, stopa bezrobocia, wielkość deficytu budżetowego. Im lepsza ocena sytuacji gospodarczej danego kraju, tym bardziej atrakcyjny pod względem inwestycyjnym jest rynek kapitałowy, z uwagi na to, że im lepsza kondycja gospodarki, tym większa zdolność produkcyjna poszczególnych branż, a tym samym przedsiębiorstw. Zmieniająca się koniunktura makroekonomiczna wpływa na wartość oczekiwaną przez inwestorów stopy zwrotu, a co za tym idzie – na wycenę akcji. Podczas analizy czynników makro należy wziąć pod uwagę:

- czynniki, które będą stymulować lub hamować rozwój gospodarki,
- czynniki wpływające na ożywienie lub ograniczenie wzrostu branży, do której należy analizowane przedsiębiorstwo.

W okresie dobrej koniunktury, charakteryzującej się nadwyżką popytu nad podażą, obserwowany jest wzrost przychodów netto ze sprzedaży we wszystkich przedsiębiorstwach. Natomiast w okresie dekoniunktury jedynie niektóre branże okazują się odporne na zmianę popytu – do takich branż należą m.in. przemysł spożywczy, produkcja i sprzedaż alkoholi, windykacja należności.

Na koniunkturę gospodarczą ma wpływ polityka podatkowa państwa oraz polityka pieniężna prowadzona przez bank centralny. I tak obniżenie podatków przyczynia się do pozostawienia większej części wypracowanego zysku netto w firmach, wzrostu inwestycji i wzrostu tempa rozwoju firmy. Odwrotnie oddziałuje na przedsiębiorstwa podwyżka podatków – takie działanie państwa zniechęca firmy do prowadzenia działalności gospodarczej, wpływając na spadek inwestycji. Z kolei bank centralny może oddziaływać na gospodarkę za pomocą stopy procentowej, której wysokość ma wpływ na ustalanie kosztu kredytów udzielanych przez banki przedsiębiorcom, a tym samym na wysokość kosztu kapitału. Spadek stóp procentowych wpływa pobudzająco na przedsiębiorstwa – niski koszt pieniądza przekłada się na zwiększenie finansowania zewnętrznego w postaci kredytów bankowych i emisji obligacji, co prowadzi do wykorzystania większej dźwigni finansowej przez firmy w finansowaniu swojej działalności gospodarczej. Odwrotne działanie ma wzrost poziomu stóp procentowych – wyższa kosztów finansowania jest czynnikiem ograniczającym zaciąganie kredytów i pożyczek przez firmy, co prowadzi do zmniejszenia stosowania przez nie dźwigni finansowej. Poziom stóp procentowych uzależniony jest w dużym stopniu od inflacji. Doświadczenia kryzysu gospodarczego zapoczątkowanego w 2007 r. oraz wnioski z zachowania się gospodarki Japonii w końcu lat 80. i 90. XX w. jednoznacznie pokazują, że umiarkowana inflacja (2–3%) jest wręcz pożyteczna dla gospodarki. Z klei dwucyfrowy wzrost cen może wpływać na nią destabilizująco.

Analiza zachowania i zmian PKB pozwala analitykom na ustalenie fazy cyklu koniunkturalnego, w jakiej znajduje się gospodarka danego kraju. O ile stonkowo łatwo jest powiedzieć, z jaką fazą cyklu mamy obecnie do czynienia, o tyle trudno wskazać, jak długo będzie ona trwała. Wahania koniunkturalne składają się bowiem na zmiany pewnych wielkości makroekonomicznych, jak: wielkość nakładów inwestycyjnych, poziom zatrudnienia, wielkość popytu wewnętrznego, produkcji przemysłowej i budowlanej oraz wartość eksportu netto (tj. różnicy wielkości eksportu i importu).

2.2. Analiza sektorowa (branży)

Analiza sektorowa (branży) polega na ocenie atrakcyjności inwestycyjnej warunków należących do określonej branży. Elementami uwzględnianymi w analizie sektora są: poziom ryzyka i efektywność sektora. Główne elementy brane pod uwagę przy ocenie sektora to:

- historyczne i oczekiwane stopy zwrotu z inwestycji w danym sektorze,
- poziom ryzyka związany z inwestycjami w sektorze,
- wrażliwość sektora na sytuację gospodarczą. Wyróżnia się sektory bardziej lub mniej wrażliwe (odporne) na koniunkturę gospodarczą. W przypadku wzrostu gospodarczego dobrze się rozwijają m.in. takie sektory jak budownictwo i sieci sprzedaży,
- położenie danego sektora na mapie cyklu życia danej branży. Powszechnie przyjmuje się podział na cztery fazy: start (faza pierwsza), przyspieszenie wzrostu (faza druga), dojrzałość (faza trzecia) i zanik sektora (faza czwarta). Najszybsze zmiany cen akcji na giełdzie obserwowane są w drugiej fazie cyklu. W tym miejscu warto zauważyć, że polityka wypłacanej przez firmy dywidendy pozostaje w ścisłym związku z położeniem sektora, do którego należy firma, na mapie cyklu życia danej branży.

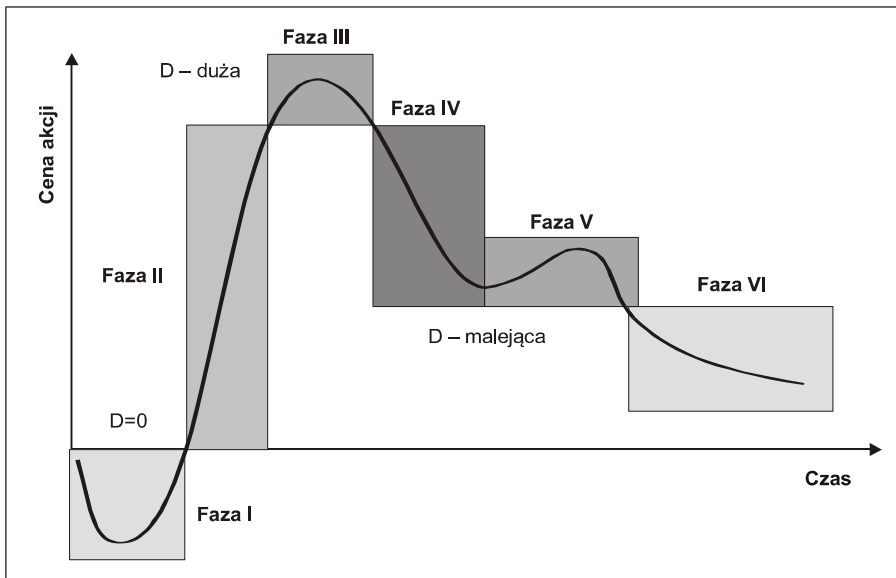
Najważniejszymi czynnikami, które uwzględnia się w procesie analizy branży, są: skala, kierunki zmian i tempo tych zmian. Ważnym elementem jest również reakcja odbiorców na zmiany cen i jakości produktów – w tym przypadku uwzględnia się także stopień nasycenia rynku oraz elastyczność cenową popytu. W procesie analizy fundamentalnej tworzy się wiele różnych scenariuszy rozwoju branży – optymistyczny, neutralny i pesymistyczny. Oceny atrakcyjności branży można dokonać z wykorzystaniem modelu cyklu życia branży oraz modelu pięciu sił konkurencyjnych M. Portera.

2.2.1. Model cyklu życia branży

Zakłada, że branża podobnie jak produkt ewoluuje w czasie. W klasycznym modelu wyróżnia się cztery fazy: młodości, rozwoju, dojrzałości i schyłkową (można spotkać też modele z większą liczbą faz rozwoju). W każdej z tych faz występują inne warunki konkurowania, dynamika wzrostu i sprzedaży, a także inny poziom rentowności sprzedaży. Podobną zależność można wskazać dla nakładów inwestycyjnych koniecznych do podtrzymania wzrostu. W początkowych fazach tempo wzrostu jest bardzo duże, dlatego też są one atrakcyjne dla inwestorów. Sklasyfikowanie branży na krzywej cyklu życia branży pozwala przewidzieć, jak będzie wyglądał jej rozwój w przyszłości. Różna jest też polityka wypłaty dywidendy w poszczególnych etapach. Największą dywidendę wypłacają firmy należące do branży znajdującej się w fazie trzeciej. Mniejszą – w fazie czwartej. Firmy z branż należących do pozostałych faz najczęściej nie wypłacają żadnej dywidendy (w sporadycznych wypadach firmy z fazy drugiej przeznaczają na dywidendę małe kwoty z osiągniętych zysków). Z kolei zachowanie się pewnych branż nie odpowiada klasycznemu cyklowi życia branży. Dotyczy to przede wszystkim branż, w których cykl życia produktu trwa kilkadziesiąt lat, ewentualnie jest tak krótki, że branża nie jest w stanie przebyć całej drogi wzdłuż krzywej cyklu życia branży. Z kolei w przypadku niektórych branż trudno w ogóle określić, wzdłuż jakiej trajektorii przebiega ich rozwój. Jako przykład można podać przemysł spożywczy czy produkcję alkoholu. Na obie te branże niezwykle silnie oddziałują czasowe mody, pod których wpływem branża się zmienia. Np. amatorzy alkoholi w pewnych latach przekładają piwo, a w innych wino nad silniejsze trunki. Po jakimś czasie z kolei zmienia się moda i konsumenci powracają do mocnych alkoholi kosztem ilości wypijanego piwa czy wina.

Na rysunku 10. ukazany został cykl życia branży składający się z więcej niż czterech faz. Na osi pionowej zaznaczono cenę akcji spółki z danej branży notowanej na giełdzie. W fazie pierwszej, kiedy to spółka pracuje nad wynalazkami lub odkryciami, jej akcje nie są notowane na giełdzie, a stają się obiektem zainteresowania funduszy typu *venture capital* czy też *private equity*. W tej fazie spółki odnotowują koszty związane z prowadzonymi badaniami, dlatego też cena ich akcji została zaznaczona jako ujemna (ze względu na ponoszone koszty). Na tym samym wykresie pokazano fazę V zwaną „drugim oddechem branży”, kiedy to dochodzi do wzrostu zainteresowania produktami z danej branży ze względu na modę czy sentyment konsumentów. Jako przykład można podać wzrost zainteresowania inwestorów branżą rowerową oraz luksusowymi gramofonami, co miało miejsce na początku XXI r. Wzrost sprzedaży rowerów był spowodowany propagowaniem zdrowego stylu życia przez mass media, chociaż sposób jazdy na rowerze praktycznie się nie zmienił od czasu jego wynalezienia.

Rysunek 10. Cykl życia branży



Źródło: opracowanie własne.

Z kolei wzrost popytu na luksusowe gramofony nie wynikała wcale z przewagi technologicznej tego typu urządzeń nad technologią *Blu-ray* czy też jeszcze bardziej zaawansowanymi nowinkami, ale z mody panującej wśród osób należących do segmentu wiekowego 40+, które stać było na zakup bardzo drogiego urządzenia, a które poprzez nabycie takiego sprzętu chciały przypomnieć sobie lata swojej młodości i słuchać nagrań z płyt winylowych – a więc z użyciem tych nośników, przy odtwarzaniu których słyszalny jest charakterystyczny szum. Na marginesie można dodać, że wzrost popytu na luksusowe gramofony spowodował wzrost cen płyt winylowych, a także powrót niektórych producentów do ponownego tłoczenia płyt.

2.2.2. Model pięciu sił konkurencyjnych Portera¹³

W modelu tym duży nacisk położony jest na analizę konkurencji. Najważniejszymi czynnikami oddziałującym na charakter i rentowność branży są:

1. **Możliwość wejścia do branży nowych producentów** – zależy głównie od wysokości bariery wejścia do danej branży i reakcji dotychczasowych konkurentów na pojawienie się nowego podmiotu. Do najważniejszych

¹³ Model pięciu sił Portera i analiza sytuacyjna spółki zostały szeroko omówione w rozdziale 12.

czynników determinujących barierę wejścia zaliczyć można: kapitałochłonność danej branży, poziom lojalności klientów względem dotychczas istniejących marek, dostępne technologie, dostęp do źródeł zaopatrzenia oraz możliwość wykorzystania istniejących kanałów dystrybucji, a także konieczność uzyskiwania patentów, licencji czy koncesji.

2. **Siła przetargowa nabywców** – silni oraz nieliczni odbiorcy mogą stanowić zagrożenie dla analizowanej firmy. Odbiorcy, wykorzystując swoją pozycję, mogą starać się wymusić pewne upusty cenowe, negocjować lepsze warunki sprzedaży, co w konsekwencji prowadzi do przejścia przez nich znacznej części zysku i zwiększenia wartości dodanej w łańcuchu dostaw.
3. **Siła przetargowa dostawców** – mocna pozycja dostawców, analogicznie jak to miało miejsce przy pozycji przetargowej nabywców, umożliwia dostawcom wynegocjowanie lepszych warunków sprzedaży swoich produktów lub też usług.
4. **Pojawienie się nowych substytutów** – stanowi zagrożenie spadkiem przychodów netto ze sprzedaży produktów wytwarzanych przez branżę, do której należy analizowana firma. W konsekwencji obserwuje się spadek rentowności w branży.
5. **Poziom konkurencyjności danej branży** – działające w branży firmy starają się uzyskać jak najwyższą pozycję, co prowadzi do ostrej konkurencji między nimi. Najważniejszymi instrumentami walki konkurencyjnej są: poziom cen sprzedawanych produktów, częstość występowania kampanii promocyjnych, sposób kreowania wizerunku firmy. Najwięcej korzyści w branży z ekonomicznego punktu widzenia uzyskuje monopolista, w drugiej kolejności – przedsiębiorstwo oligopolistyczne, a najmniej firmy, które muszą działać w warunkach doskonałej (czy też występującej w rzeczywistości „prawie doskonałej”) konkurencji. Przy ocenie poziomu konkurencyjności branży uwzględnia się udział poszczególnych firm oraz ich zmianę na przestrzeni kilkuletniego horyzontu czasowego.

2.3. Analiza sytuacyjna spółki

Analiza sytuacyjna spółki odnosi się do konkretnej, analizowanej firmy i przypomina nieco analizę branży. Ocenie podlegają kryteria niefinansowe, takie jak: strategia spółki, sytuacja spółki na tle konkurencji, bariery wejścia na rynek, perspektywy rozwoju spółki, liczba dostawców i odbiorców danego przedsiębiorstwa, specyfikacja produktu, możliwość pojawienia się substytutów produktu, otoczenie zagraniczne rynku, jakość kadry zarządzającej, zarządzanie spółką, kwalifikacje osób zatrudnionych w spółce, a także kapitał intelektualny, zdolność do innowacji oraz reputacja społeczna. Istotną informacją, jaką uzyskuje

się z analizy sytuacyjnej spółki, jest udział przedsiębiorstwa w rynku i poziom jego rentowności. Przy analizie udziału przedsiębiorstwa w rynku i poziomu jego rentowności na tle branży należy uwzględnić nie tylko sytuację obecną, ale również stan przeszły, a także określić kierunki zmian w okresie ostatnich kilku lat. Warto też dokonać porównań tempa wzrostu firmy i tempa wzrostu branży na przestrzeni 3–7 okresów sprawozdawczych i wyłonić te firmy, których tempo wzrostu jest wyższe od tempa wzrostu całej branży. Przy dokonywaniu analizy sytuacyjnej spółki często wykorzystywaną metodą jest metoda SWOT biorąca pod uwagę silne (*strong*) i słabe (*weak*) strony, a także szanse (*opportunities*) i zagrożenia (*threats*) z podziałem zarówno na czynniki wewnętrzne, jak i zewnętrzne – por. rysunek 11.

Rysunek 11. Elementy analizy SWOT



Źródło: strona internetowa: http://4business4you.com/biznes/zarzadzanie_strategiczne/analiza-swot/ (dostęp: 6.06.2014).

Analiza SWOT jest uniwersalnym narzędziem ze względu na elastyczność, jest zależna od inwencji badacza i może być stosowana w najróżniejszych obszarach funkcjonowania firmy, biorąc pod uwagę jeden jej obszar albo całą firmę.

Mocne strony to elementy, które są przewagą konkurencyjną wobec innych, eksponuje się je w ofertach i reklamie, są najważniejszym pozytywnym elementem dla odbiorców. Aby ułatwić diagnozę mocnych stron firmy, najlepiej odpowiedzieć sobie na kilka pytań, m.in.:

- W jakiej dziedzinie firma X jest najlepsza?
- Za co można ją pochwalić?
- Czego na pewno nie może się powstydzić?

O ile łatwo przychodzi przeprowadzenie analizy mocnych stron, o tyle wskazanie słabości często bywa kłopotliwe. Słabe strony to takie czynniki, które utrudniają efektywne działania, można zacząć od zadania sobie pytań:

- W jakiej działalności od firmy X jest lepsza konkurencja?
- Jakie czynniki hamują rozwój firmy?
- Jakie czynniki stwarzają bariery we wzmocnieniu pozycji firmy X na rynku?

Im więcej uda się ustalić słabych stron, tym większa szansa na ich zminimalizowanie lub w ogóle wyeliminowanie przez firmę w przyszłości. Mylne przekonanie o braku słabych stron firmy X może zniekształcać obraz analizy i nie pozwalać na rzeczywiste wnioskowanie, co w konsekwencji prowadzi do budowy fałszywego obrazu stanu obecnego.

2.4. Analiza finansowa spółki

Analizując kondycję finansową firmy, bierze się pod uwagę sprawozdania finansowe, w których skład wchodzi: bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów finansowych (*cash flow*), zestawienie zmian w kapitale własnym oraz informacje dodatkowe. Inwestorzy poświęcają dużo uwagi analizie rachunku przepływów finansowych, a zwłaszcza temu, czy określone salda rachunku przepływów są dodatnie, czy też ujemne. Jednym z najważniejszych narzędzi analizy sprawozdań finansowych jest analiza wskaźnikowa obejmująca następujące grupy wskaźników:

- **Płynności.** Płynność jest określana jako zdolność do wywiązywania się z bieżących zobowiązań. Spadek płynności spółki jest odbierany przez inwestorów jako znak ostrzegawczy.
- **Zadłużenia.** Analizie poddaje się zadłużenie długoterminowe będące jednym z elementów finansowania rozwoju firmy. Warto podkreślić, że do pewnego momentu korzystanie przez firmy z finansowania zewnętrznego jest postrzegane pozytywnie z uwagi na fakt, że firma uzyskuje kapitał na rozwój, korzysta z dźwigni finansowej, a tym samym z tarczy podatkowej. Przy przekroczeniu jednak pewnego progu zadłużenia, mierzonego np. relacją długu do kapitału własnego, mogą wystąpić trudności z jego obsługą. Wskaźniki zadłużenia pozwalają na przeprowadzenie diagnozy poziomu bieżącego i przyszłego zadłużenia firmy.
- **Aktywności(lub efektywności).** Są narzędziem pozwalającym dokonać oceny zarządzania kapitałem obrotowym spółki.
- **Zyskowości.** Służą do oceny osiąganych przez firmę stóp dochodu. Pokazują, jaka jest relacja zysku osiąganego przez firmę do innych charakterystyk działalności spółki.
- **Wartości rynkowej.** Stanowią superpozycję informacji z rynku kapitałowego z pewnymi elementami sprawozdania finansowego. Często się uważa, że w informacjach pochodzących z rynku kapitałowego zawarte są oczekiwania inwestorów co do przyszłości tych spółek.

Pierwsze cztery grupy wskaźników reprezentują podejście *ex post*. Ostatnia grupa wskaźników może być wykorzystywana zarówno *ex post*, jak i *ex ante*. Wskaźniki finansowe mogą być rozpatrywane łącznie w określonych grupach. Podstawą przynależności wskaźników do grup są zachodzące między nimi relacje, na podstawie których można określić wzajemne związki i zależności. Poznanie przyczynowo-skutkowych zależności występujących między wskaźnikami ekonomicznymi może prowadzić do budowy różnych układów strukturalnych ułatwiających przeprowadzenie analizy podstawowych wskaźników użytecznych w procesie wyceny przedsiębiorstwa. Takie układy strukturalne nazywają się piramidą wskaźników, a analiza przeprowadzona na podstawie układów wzorcowych nosi nazwę analizy piramidalnej¹⁴. Istotną grupę takich wskaźników prezentuje wykres Du Ponta prowadzący do wyznaczenia stopy zwrotu z kapitału własnego (*ROE*), a w konsekwencji do określenia ceny wartości wewnętrznej¹⁵. W literaturze można spotkać także wskaźnik Du Ponta wyznaczający wartość stopy zwrotu w stosunku do zaangażowanego kapitału (*ROI*)¹⁶.

Należy podkreślić, że wskaźniki finansowe są bardzo często wykorzystywane do zarządzania firmą – np. w analizie trendów, analizie międzyzakładowej (konkurencji), oceny wyników (osiągniętych w stosunku do planowanych), oraz do prognozowania¹⁷.

Istotnym czynnikiem branym pod uwagę jest analiza struktury majątku firmy i zmian, jakim ulegały poszczególne składniki aktywów i pasywów. Takiej oceny dokonuje się głównie za pomocą wskaźnika struktury aktywów (iloraz aktywów trwałych i obrotowych). Wskaźnik struktury aktywów kształtuje się odmiennie w branżach kapitałochłonnych (gdzie jest wysoki), a inaczej w branżach, które nie wymagają dużego zaangażowania kapitałowego (wtedy będzie on niski). Kolejnym elementem branym pod uwagę jest wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa i wysokość zadłużenia. W tym miejscu wprowadza się złotą i srebrną regułę bilansową. Zgodnie ze złotą regułą bilansową majątek trwały przedsiębiorstwa powinien być finansowany za pomocą kapitału własnego. Z kolei według nieco bardziej liberalnej srebrnej reguły (srebrna reguła bilansowa) kapitał własny powinien osiągnąć taki poziom, aby finansować majątek trwały i 1/3 majątku obrotowego.

¹⁴ Bednarski L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1994.

¹⁵ Kowalczyk J., *Finanse firmy*, Wydawnictwo Międzynarodowej Szkoły Zarządzania, Warszawa 1993.

¹⁶ Siegel J., Shim J., Hartman S., *The McGraw-Hill Pocket Guide to Business Finance*, McGraw-Hill, New York 1992. Obie wersje formuły można znaleźć w: Siegel J., Shim J., Hartman S., *Przewodnik po finansach*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995.

¹⁷ Dobbins R., Frąckowiak W., Witt S., *Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy*, PAANPOL, Poznań 1992.

W przypadku bilansu, rachunku zysków i strat oraz rachunku przepływów finansowych przeprowadza się poziomą i pionową analizę tych elementów sprawozdania finansowego. Analiza pozioma sprowadza się do badania wzajemnych relacji między poszczególnymi elementami sprawozdania finansowego na ten sam dzień (bilans) lub w tym samym okresie (rachunek zysków i strat oraz rachunek *cash flow*). W przypadku bilansu byłby to np. stosunek należności do sumy bilansowej czy zobowiązań długoterminowych do krótkoterminowych. Z kolei analiza pozioma określa zmiany poszczególnych pozycji sprawozdania finansowego w czasie i analizuje tendencje tych zmian. I tak w przypadku analizy bilansu byłby to poziom należności na koniec poszczególnych lat czy też wartość zysków netto z kolejnych lat obrotowych, ewentualnie procentowa zmiana zysku netto w kolejnych latach.

Szersze omówienie analizy finansowej wykracza poza ramy tej książki. Więcej informacji nt. analizy finansowej spółki Czytelnicy mogą znaleźć w licznych opracowaniach poświęconych temu właśnie zagadnieniu¹⁸.

2.5. Wycena akcji

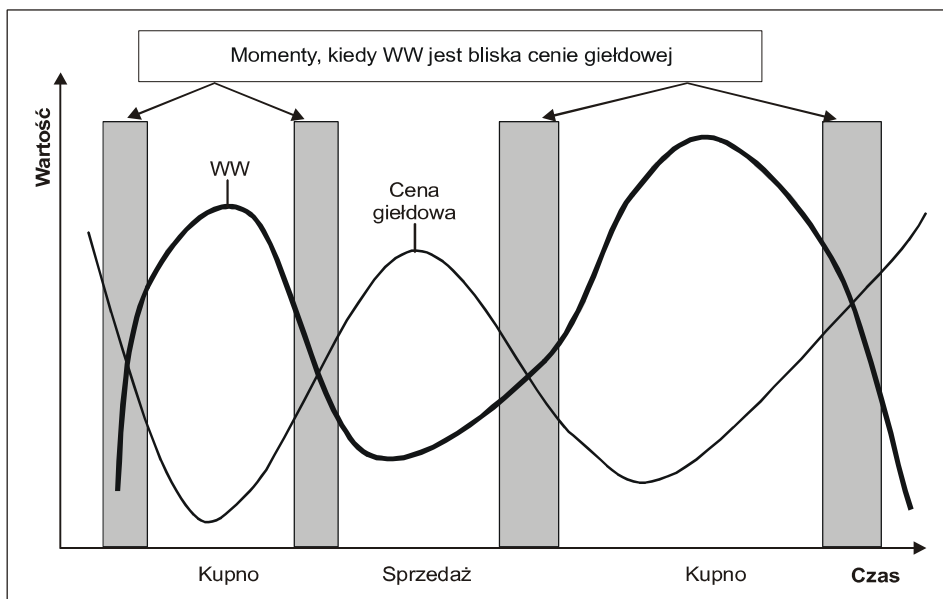
Podstawowym zadaniem tego etapu jest wyliczenie za pomocą różnych metod wartości wewnętrznej akcji (WW – określanej także jako *fair value*). Wartość wewnętrzna reprezentuje cenę, jaką powinny posiadać określone walory na giełdzie. Wartość wewnętrzna musi zostać porównana z ceną giełdową – por. rysunek 12. Jeśli wartość wewnętrzna akcji jest mniejsza od ceny giełdowej, akcje są przewartościowane i powinny zostać sprzedane. W przypadku gdy wartość wewnętrzna akcji jest większa od ich ceny giełdowej, walory są niedowartościowane, co stanowi podstawę do przeprowadzenia transakcji kupna. Jeśli cena giełdowa różni się niewiele od dokonanej wyceny, np. o kilka (kilkanaście) procent, biorąc pod uwagę zmienność ceny tego waloru, trudno wtedy jednoznacznie wskazać, co powinien zrobić inwestor. W takich przypadkach często, jeśli są to akcje dobrze rokujące na przyszłość i o mocnych fundamentach, zaleca się utrzymywanie walorów w portfelu (rekomendacja: trzymaj).

W literaturze poświęconej analizie fundamentalnej spotyka się coraz częściej poglądy, że cena akcji jest funkcją czynników fundamentalnych (tj. wewnętrznej wartości akcji WW) i obecnej sytuacji na rynku akcji¹⁹ – por. rysunek 13.

¹⁸ Np. w: Dudycz T., *Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2011.

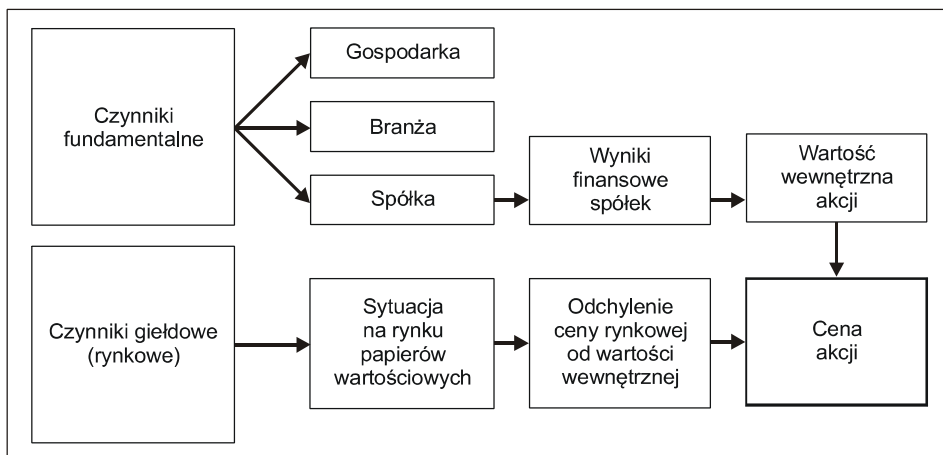
¹⁹ Jaworski T., *Wartość wewnętrzna akcji a jej cena na rynku kapitałowym*, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 1999.

Rysunek 12. Ilustracja wzajemnych zależności wartości wewnętrznej akcji i jej ceny



Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 13. Czynniki wpływające na wycenę akcji



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Jaworski T., *Wartość wewnętrzna akcji a jej cena na rynku kapitałowym*, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 1999.

Wycena akcji stanowić będzie przedmiot rozważań w pozostałych rozdziałach tej książki.

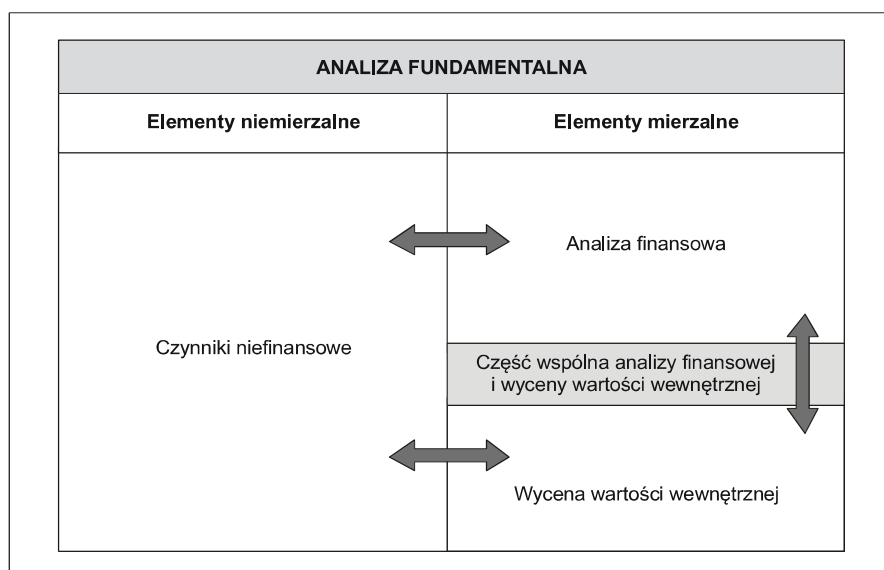
Reasumując, analizę fundamentalną można podzielić na trzy obszary:

1. Ocena czynników niefinansowych – ocena tzw. czynników miękkich, tj. takich, które nie znajdują bezpośredniego przełożenia na wartość akcji. Uwzględnienie czynników niefinansowych w wartości akcji byłoby możliwe jedynie poprzez dokonanie uznaniowej korekty ceny akcji. Jako przykład podajmy informację, że w spółce A rezygnację z funkcji prezesa zarządu zgłosił pewien znany menedżer cieszący się uznaniem wśród inwestorów. Jak pod wpływem tej wiadomości zmieni się wartość wewnętrzna akcji A? Z pewnością zmniejszy się, ale o ile? Tak naprawdę chyba mało kto jest w stanie oszacować zmianę wartości wewnętrznej akcji pod wpływem wiadomości o rezygnacji z funkcji prezesa czy też członka zarządu. Można podać wiele przykładów, w których pojawienie się nowej wiadomości lub też zmiana dotychczasowych warunków, w jakich działa firma, powinny znaleźć odzwierciedlenie w wartości akcji tej spółki. Jednak nie istnieją algorytmy obliczenia wielkości zmiany wartości wewnętrznej spółki zachodzące pod wpływem tego typu informacji.
2. Analiza finansowa – analiza sytuacji finansowej firmy za pomocą czterech grup wskaźników (płynności, zadłużenia, aktywności i zyskowności). Informacje uzyskane w wyniku analizy finansowej pozwalają na precyzyjną ocenę standingu finansowego przedsiębiorstwa, ale trudno wnioski z tej analizy przełożyć bezpośrednio na wycenę wartości wewnętrznej firmy, chociaż może znaleźć to odzwierciedlenie w stosowanej stopie dyskonta czy koszcie kapitału (jeśli np. do ustalenia stopy dyskonta własnego zastosowany zostanie model, w którym wysokość stopy dyskonta jest równa inflacji plus premia za ryzyko lub też sumie stopy wolnej od ryzyka i premii za ryzyko). Z kolei znaczna część wskaźników rynkowych znajduje odbicie w tzw. mnożnikowych metodach wyceny przedsiębiorstw (metoda ta została przedstawiona w rozdziale 7).
3. Wycena wartości akcji (wycena przedsiębiorstw) wykorzystuje różnego rodzaju metody, modele prowadzące do oszacowania wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa. Tego typu metody i modele najczęściej nie biorą pod uwagę czynników niefinansowych, ale pewna część elementów analizy finansowej znajduje tu swoje zastosowanie, jak np. iloraz zadłużenia przedsiębiorstwa (DD) i jego kapitału własnego (E).

Zauważmy, że czynniki niefinansowe należy zaliczyć do takich elementów, których ani wartości, ani wpływu na wartość wewnętrzną akcji nie jesteśmy w stanie obliczyć – czynniki niefinansowe stanowią zatem niemierzalne elementy analizy fundamentalnej. Z kolei analiza finansowa i wycena wartości akcji są jak najbardziej mierzalnymi elementami analizy fundamentalnej. Pewna część

analizy finansowej zalicza się do metod wyceny wartości wewnętrznej – jest to głównie grupa wskaźników rynkowych (*P/E*, *P/BV*, *ROE*, *ROS*, *EBITDA* etc.), za pomocą których ustala się wartość wewnętrzną akcji – por. rysunek 14. Między poszczególnymi elementami tego podziału zachodzą wyraźne interakcje. I tak czynniki niefinansowe wpływają zarówno na elementy analizy finansowej, jak też na wycenę wartości wewnętrznej akcji i odwrotnie. Jako przykład podajmy decyzję o zmianie polityki dywidendy, która wpłynie na wartość strumienia *cash flow* firmy w przyszłości (analiza finansowa) oraz przełoży się na zmianę wyceny akcji (zagadnienie to zostanie szczegółowo omówione w rozdziale 6). Z drugiej zaś strony zmiana wartości wewnętrznej akcji i strumienia *cash flow* przekładać się będzie na elementy niemierzalne w postaci nowej ewaluacji projektów inwestycyjnych spółki, a także na wysokość kosztu własnego spółki, co znajdzie odzwierciedlenie w kosztach kredytu bankowego i wysokości oprocentowania dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez spółkę, a w konsekwencji w określonym postrzeganiu firmy przez inwestorów. Analogicznie oddziałują na siebie elementy analizy finansowej i wyceny wartości wewnętrznej. Jako przykład podajmy obliczenie wartości *ROE* czy też *EPS* jako jeden z elementów analizy finansowej. Wskaźnik *ROE* powiązany jest z tempem wzrostu firmy *g*, który jest jednym z podstawowych elementów metod wyceny przedsiębiorstwa.

Rysunek 14. Podział analizy fundamentalnej na elementy mierzalne i niemierzalne



Źródło: opracowanie własne.

Za pomocą *EPS* ze spółki i wskaźnika *P/E* dla branży, do której należy spółka, możemy dokonać wyceny wartości akcji naszego przedsiębiorstwa i porównać ją z ceną giełdową. Z kolei wartość wewnętrzna akcji spółki uzyskana za pomocą pewnej metody wyceny może wpłynąć na próbę zmiany określonych czynników w analizie finansowej, a następnie w czynnikach niefinansowych. W przypadku przedsiębiorstwa, którego produkcja uzależniona jest od cen surowców na giełdach towarowych i zmiany kursu dolara do złotego, analiza czułości wyceny akcji firmy w funkcji dwu tych parametrów może doprowadzić do podjęcia przez zarząd decyzji o zabezpieczeniu fluktuacji ceny surowca na giełdzie towarowej oraz kursu dol./zł, co tym samym skutkować będzie zmianą określonych wskaźników analizy finansowej oraz zmniejszeniem ryzyka zmian cen surowców i ryzyka kursowego (czynniki niefinansowe).