



KIEDY AKCJE SĄ TANIE, A KIEDY DROGIE

O tym, czy akcje są drogie, czy tanie nie decyduje ich cena rynkowa. Czy akcja danej spółki o cenie rynkowej 5 zł jest na pewno tańsza i bardziej atrakcyjna, od akcji innej spółki o cenie rynkowej 100 zł? Czy w ten sposób można porównywać atrakcyjność różnych spółek? Odpowiedź brzmi: nie.

Przy odpowiedzi na to pytanie, pod uwagę należy na pewno wziąć ilości wyemitowanych akcji: wartość rynkowa spółki = liczba akcji x rynkowa cena. Po drugie, należy pamiętać, że wartość akcji odnosi się do majątku spółki, jej wyników finansowych oraz dochodów w postaci np.: dywidend. Poniżej opisujemy najważniejsze wskaźniki, które pomogą w analizie wartości spółki.

WSKAŹNIKI POMOCNE W ANALIZIE WARTOŚCI SPÓŁKI

Najczęściej przywoływanymi pozycjami wyniku finansowego spółki jest zysk netto, a majątku – kapitał własny. Znając wielkość zysku netto za ostatnie 4 kwartały lub w przypadku kapitału własnego na koniec danego okresu, jesteśmy w stanie wyliczyć, takie wskaźniki rynkowe jak:

- cena do zysku na jedną akcję (C/Z lub P/E),
- cena do wartości księgowej na jedną akcję (C/WK lub P/BV).

Wskaźniki są każdego dnia po sesji aktualizowane na stronie Giełdy Papierów Wartościowych:

<https://www.gpw.pl/wskazniki>, jak również można je znaleźć na szeregu ogólnodostępnych portali finansowo-ekonomicznych

WSKAŹNIK P/E

To uniwersalny miernik umożliwiający porównanie spółek, branż, sektorów a nawet całych rynków. Wskaźnik P/E to prosty iloraz bieżącej ceny rynkowej i zysku na jedną akcję, liczonego za ostatnie 4 kwartały. Pierwszą tezą, byłoby więc stwierdzenie, że ten wskaźnik nie może być zbyt wysoki, bo to będzie oznaczało, że bieżąca cena będzie miała niewielkie pokrycie w faktycznych zyskach spółki. Czy jednak jest jakaś wartość lub przedział, który wskazuje, że wskaźnik jest zbyt wysoki lub zbyt niski? Niestety, nie ma tutaj sztywnej reguły. Oczywiście, jeżeli wskaźnik P/E przekracza np.: 100x, to zdecydowanie należy go uznać za zbyt wysoki. W dużym skrócie oznacza to, że jeżeli spółka generuje stały zysk roczny, to pokrycie tym zyskiem bieżącej cen akcji zajmie jej 100 lat. Tak więc, dla zbyt wysokich wskaźników musi znaleźć się solidne uzasadnienie, którym zazwyczaj są oczekiwania dynamicznego wzrostu zysku netto w kolejnych okresach.



Historyczny przebieg wskaźnika P/E, zysku na jedną akcję oraz kursu dla PKO BP



Źródło: Bloomberg, notowania z 23.11.2020. Wzrost zysków w 2017-2018 skutkuje mocnym obniżeniem P/E. W ostatnich miesiącach wskaźnik rośnie, zwiększa kurs, ale zysk na akcję jest wciąż na niskim poziomie. Wg. danych historycznych jest potencjał do dalszego wzrostu wskaźnika

Pomocne w analizie, jaki powinien być właściwy poziom wskaźnika, może okazać się porównanie do danych historycznych oraz, co bardziej właściwe, porównanie do innych spółek o podobnym profilu działalności.

Dla sprawdzenia historycznych wartości wskaźnika dla pojedynczej spółki dobrym źródłem jest serwis [Stooq.pl](https://stooq.pl/) <https://stooq.pl/>.

Porównywanie sektorowe wskaźników ma sens, jeżeli jest duża reprezentacja spółek w danych sektorze. Na krajowym rynku dostateczną bazę zapewniają deweloperzy, banki, firmy informatyczne i producenci gier. Jeżeli dla badanej spółki pojawiają się istotne odchylenia w górę (drożej wyceniana niż sektor) lub w dół (atrakcyjniej wyceniana przez sektor) jest to argument, który można uwzględnić w ocenie.

Przykładowe wskaźniki P/E dla wybranych banków.

Nazwa	P/E
BNPPPL	10,00
BOS	9,40
Handlowy	10,80
INGBSK	13,60
mBank	17,40
Millennium	21,60
PEKAO	9,30
PKOBP	12,20
SANPL	12,50

Źródło: www.gpw.pl wg. danych na dzień 20.11.2020.

ZYSK NETTO A WSKAŹNIK P/E

Należy jednak nadmienić, że sam zysk netto nie jest doskonałym miernikiem rentowności spółki i może ulegać pewnym zniekształceniom pod wpływem jednorazowych zdarzeń. Dobrym przykładem są tutaj dokonywane okazjonalnie (jednorazowo) i wykazywane w wyniku finansowym, przeszacowania wyceny posiadanych aktywów. Takie zdarzenia miały miejsce w spółkach energetycznych, które zostały zaangażowane do kupna udziałów w kopalniach, a które w kolejnych latach okazały się znacznie mniej warte. Ta różnica miała bardzo duży wpływ na wynik netto w danym roku, a więc także na kalkulowany wskaźnik P/E, który wówczas był znacznie zawyżony, lub nawet niemożliwy do policzenia z racji straty netto.

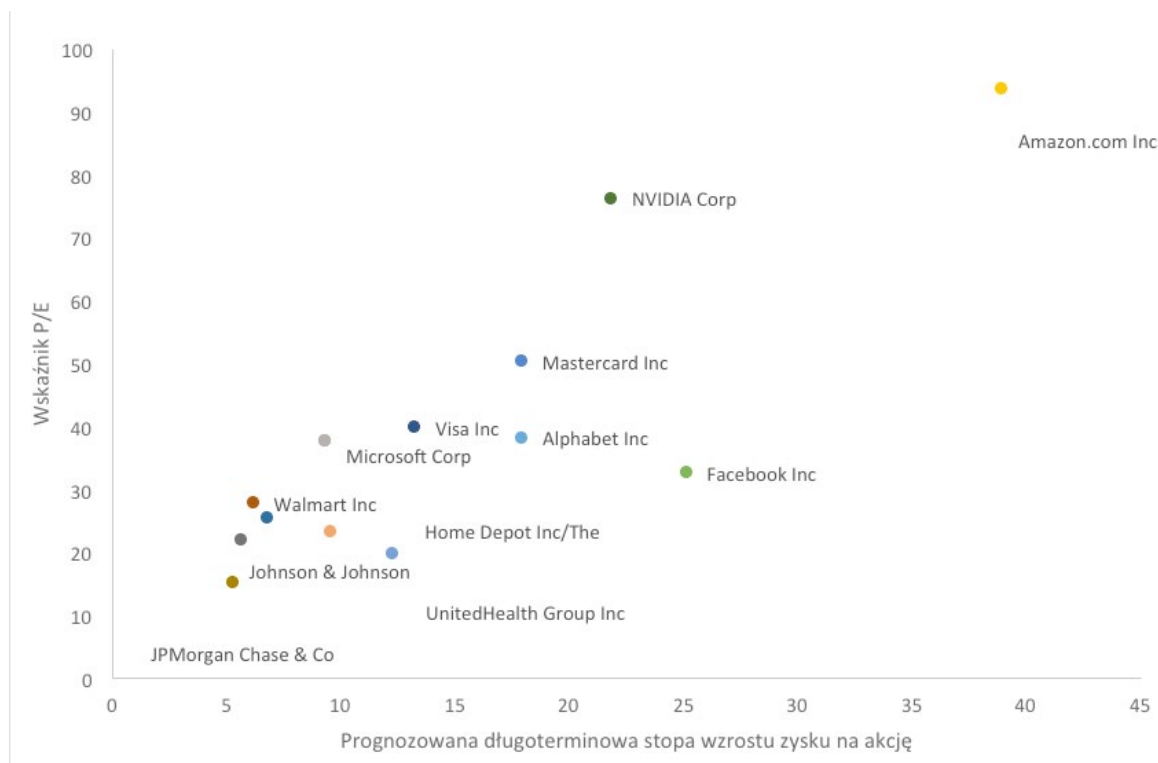
Również działalność operacyjna spółki, jak najbardziej dla niej typowa, może powodować silne wahania zysków, a więc tego samego wskaźnika. Dobrym przykładem są wybrani producenci gier, jak np.: CD Projekt, którzy nad jedną produkcją pracują kilka lat (a więc znacznie dłużej niż wspomniany horyzont ostatniego roku/ 4 kwartałów dla wyników finansowych przy wyliczaniu wskaźnika). Największa sprzedaż gry jest notowana tuż po premierze i z każdym kolejnym kwartałem, zarówno sprzedaż, jak i zyski są coraz mniejsze, aż do wydania kolejnej produkcji.

Ale co zrobić ze spółkami, gdzie wskaźnik P/E jest trwale na wysokim poziomie? Jednym z argumentów dla akceptowania przez rynek wysokiej wyceny może

być bardzo dynamiczny rozwój spółki. Np.: ogół rynku (inwestorów) uważa, że przychody ze sprzedaży oraz zyski będą rosły, np.: w tempie 30% rocznie. W takim przypadku rynek nie tyle wycenia dotychczas odnotowane zyski, ile raczej świetlane perspektywy wzrostu. Przy tak wysokim tempie wzrostu zysków ten wskaźnik w przyszłości będzie się obniżał.

Dobrym przykładem ilustrujący powyższą sytuację mogą być akcje spółki AMAZON. Wskaźnik P/E spółki oparty o zyski netto za ostatnie 4 kwartały jeszcze niedawno był bliski 100x. (cena rynkowa z 2 grudnia br.). Ale uzasadnieniem dla wysokiej wyceny jest prognoza podwojenia zysku netto na koniec przyszłego roku. Dlatego też coraz częściej, wskaźniki są kalkulowane w oparciu o prognozowane wartości zysku netto, najczęściej za kolejny i drugi rok obrotowy. W przypadku wspomnianej spółki Amazon taki wskaźnik prognozowany na koniec 2021 wg. bieżącej ceny rynkowej oraz prognozowanego zysku netto, będzie wynosił ok. 50x, czyli dwukrotnie mniej. Biorąc pod uwagę obecny rozwój sektora e-commerce, globalną pozycję AMAZON oraz fakt, że w przeszłości zyski rosły w dynamicznym tempie, prawdopodobieństwo „dowiezienia” tych wyników na dziś jest bardzo duże. Należy jednak pamiętać, że są to jedynie prognozy, i że mogą być obciążone większym lub mniejszym marginesem błędów. Generalnie jednak spółki o wykazywanym, zarówno w przeszłości jak i w prognozach, wyższym tempie wzrostu są wyceniane drożej, to znaczy wskaźnik P/E jest na poziomie wyższym od innych spółek.

Porównanie wskaźników P/E oraz prognozowanego wzrostu zysku na akcję w okresie 3-5 lat dla wybranych spółek



Źródło: Bloomberg

Można więc założyć, że bezpieczniejsze są spółki o niskich wskaźnikach, gdzie cena rynkowa znajduje wyższe pokrycie w zyskach spółki. Należy jednak zwrócić uwagę, czy nie są one zbyt niskie – odbiegają istotnie od innych spółek, szczególnie w tym samym sektorze. Każdorazowo należy zastanowić się, dlaczego te podmioty są tak nisko wyceniane, a powodów może być co najmniej kilka:

- na poziomie całych sektorów mogą to być, np.: obawy o przyszłe perspektywy lub ryzyka dla poszczególnych branż (np. energetyka i porozumienia klimatyczne),
- dla pojedynczych podmiotów np.: zbyt wysokie zadłużenie, słaba ocena zarządu, czy „podbicie” bieżącego zysku zdarzeniem jednorazowym, którego w kolejnym okresie już nie będzie.

ZALETY WSKAŹNIKA P/E

Możliwość wykonania kalkulacji dla całych rynków i porównania atrakcyjności wycen np.: rynku polskiego (indeks WIG) z niemieckim (indeks DAX) lub amerykańskim S&P 500.*

**Uwaga - indeksy giełd tzw. rynków rozwiniętych są z reguły nieco wyżej wyceniane w porównaniu do giełd rynków rozwijających się, do jakiego nadal w przeważającej większości zaliczana jest GPW.*



WSKAŹNIK P/BV

Kolejnym powszechnie wykorzystywanym wskaźnikiem jest P/BV – relacja ceny do wartości księgowej na jedną akcję. Poniżej kilka pojęć istotnych przy zrozumieniu wskaźnika p/BV:

- **Wartość księgowa** (w bilansie wykazywana jako kapitał własny) to kapitał wniesiony przez akcjonariuszy, powiększony o zyski z lat ubiegłych, a pomniejszony, gdy spółka notuje stratę lub wypłaca dywidendę,
- **Cena jednej akcji** to rynkowa wycena kapitału własnego przypadającego na jedną akcję.

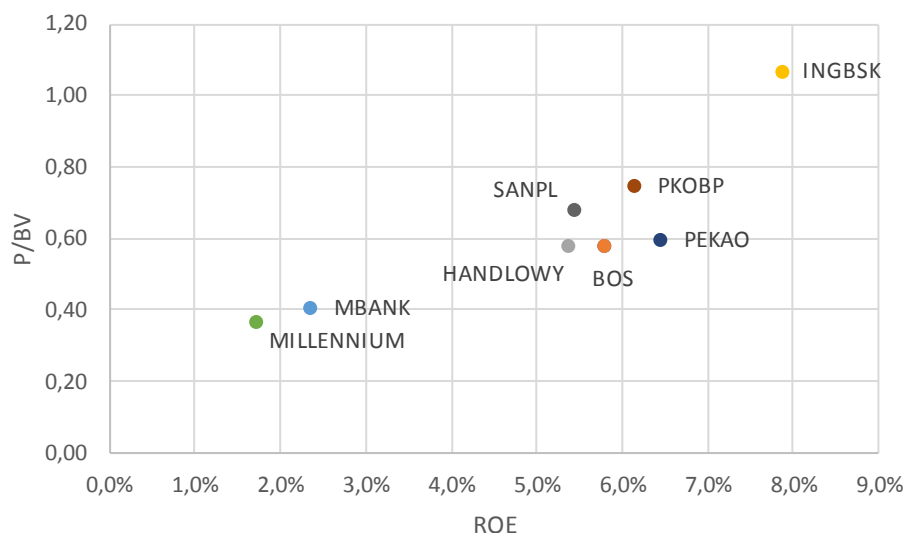
Można by sądzić, że obie wartości powinny być sobie równe, bo jaki byłby sens np.: przepłacać 2 razy za jednostkę kapitału własnego spółki, lub kupić spółkę za połowę jej wartości. Kluczem do wyceny tego kapitału pozostaje jego rentowność (wskaźnik ROE).

- **Wskaźnik ROE** to prosty iloraz zysku netto i kapitałów własnych, czyli pokazujący, jaki zysk spółka generuje na jednostce kapitału własnego.

Jeżeli wybrana spółka generuje np.: zysk netto 1 mln zł przy kapitale własnym 2 mln zł (rentowności 50%) i posiada obiecujące perspektywy, to będzie ona drożej wyceniana od spółki o kapitale własnym 2 mln zł, ale wykazującej 100 tys. zł zysku (rentowność 5%).

Kapitał intelektualny (pomysłowość, kreatywność, zdolności zespołu, cechy które trudno „ubrać” w wycenę bilansową etc.) to w przypadku niektórych spółek np. IT, kluczowy element majątku spółki. Takie spółki z reguły będą miały wskaźniki ceny do wartości księgowej na poziomach znacznie wyższych od innych sektorów.

Porównanie wskaźników P/BV i ROE dla wybranych banków



Źródło: www.gpw.pl wg. danych na dzień 20.11.2020.

Może zdarzyć się sytuacja, gdy wskaźnik jest mocno poniżej jedności, na przykład w przedziale od 0 do 0,3. Czy to oznacza, że pojawia się okazja inwestycyjna i spółkę można kupić poniżej jej wartości wykazywanej w bilansie? Być może, ale częściej stoją za tym inne czynniki:

- bardzo niska rentowność tego majątku,
- perspektywy na pogorszenie się rentowności,
- możliwość postawienia spółki w stan upadłości,
- błędna wycena aktywów/majątku (np.: w przypadku spółek energetycznych, oceniano, że część majątku produkcyjnego jest przestarzała lub nabyte aktywa kopalni nie są tyle warte, ile za nie zapłacono).

Pamiętaj, że wskaźnik P/BV może być stosowany do porównań spółek sektora wytwórczego oraz finansowego, w ramach własnych sektorów. Błędna ocenę może wykazywać dla spółek technologicznych, gdzie główny majątek spółki to niewyceniany w bilansie kapitał intelektualny.

OGRANICZENIA ANALIZY WSKAŹNIKOWEJ

Wszystkie wskaźniki rynkowe oparte na danych historycznych mają jednak zasadniczą wadę. To są dane powszechnie dostępne i znane, które pokazują obraz wskaźnika według ostatniej publikacji wyników

finansowych, czyli niejednokrotnie kilka tygodni po zakończeniu danego kwartału. Z punktu widzenia informacji rynkowej dane na dzień dzisiejszy nie są już aktualne, pokazują zyski spółki sprzed kilku tygodni, a fakt ich powszechnej znajomości sugeruje, że to wszystko jest już uwzględnione w bieżących wycenach. Stąd też wielu inwestorów preferuje te same wskaźniki, ale kalkulowane w oparciu o prognozowane zyski, sprzedaż lub wartość księgową. Prognozowane wskaźniki najczęściej obejmują okresy bieżącego roku, kolejnego roku lub rzadziej najbliższych 12 miesięcy, czy też zysków za drugi, od dziś rok kalendarzowy. Takie podejście wydaje się słuszne, ponieważ bieżące ceny akcji kształtują przede wszystkim oczekiwania co do przyszłości spółki (przyszłej sprzedaży, zysków itd.). Jednak należy uważać, ponieważ są to dane prognozowane, a zatem istnieje ryzyko, że prognozy mogą rozminąć się z rzeczywistością.

Wartości prognozowanych wskaźników P/E publikuje między innymi Bloomberg, a znaleźć je można w „Raportach tygodniowych GPW” oraz na stronach Biura Maklerskiego Alior Banku:

<https://inwestycje.aliorbank.pl/gielda/kategoria,3,raport-tygodniowy.html#raport-tygodniowy>

Oczekiwany rynkowy P/E

Indeks	Oczekiwany P/E	Procentowa zmiana oczekiwanego E (zysku)*				
		1W	2W	1M	3M	6M
WIG	18,1	-0,1	0,5	-10,5	-16,3	-7,2
WIG20	17,5	0,1	0,8	-14,8	-15,6	-7,1
mWIG40	17,8	-0,7	-1,1	2,7	-15,2	-12,2
sWIG80	44,4	0,3	7,9	48,2	-64,7	-64,7
WIG-Banki	16,5	2,2	3,0	7,8	1,2	-20,2
WIG-Budownictwo	16,3	-0,1	2,4	1,4	32,9	32,1
WIG-Chemia	16,4	0,1	-0,3	-1,8	-20,7	-38,5
WIG-Energia	16,0	-0,5	-0,9	-0,7	-51,0	-54,9
WIG-Górnictwo	21,5	-2,4	-2,4	-15,4	-11,0	29,3
WIG-IT	16,3	-0,5	0,4	0,7	-1,1	15,0
WIG-Games	23,8	-0,2	-1,8	-7,7	1,5	28,0
WIG-Paliwa	8,0	0,0	0,1	-6,1	-7,7	65,0
WIG-Spożywczy	9,7	-1,0	-1,3	44,5	-26,8	4,0
WIG-Telekomunikacja	15,7	0,0	0,0	-0,3	-10,5	-21,5

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne, * przyjęto: 1M jako 21 sesji, 3M jako 63 sesje, 6M jako 126 sesji

PODSUMOWANIE

- Rynkowa cena akcji bez odniesienia do wyników finansowych nie powie nam, czy jest drogo czy tanio.
- Wskaźnik P/E jest uniwersalnym miernikiem umożliwiającym porównanie spółek, branż, sektorów i całych rynków.
- Wskaźnik P/E dla pojedynczej spółki najlepiej analizować na tle branży.
- W przypadku spółek o zbyt wysokich wskaźnikach P/E należy zastanowić się, czy taki optymizm jest wystarczająco uzasadniony oczekiwaniami przyszłych wzrostów zysków lub, czy nie zaistniały jakieś jednorazowe zdarzenia zniekształcające zysk.
- Zbyt niskie wskaźniki, sugerują równie małe zainteresowanie akcjami, pytanie czy to okazja inwestycyjna, czy też ryzyko w postaci np.: nadmiernego zadłużenia, złej oceny zarządzania spółką, jednorazowe zdarzenia podbijające zysk netto.
- Wskaźnik P/BV w obecnych czasach (rosnący udział sektorów usługowych oraz zaawansowanych technologii) należy analizować wraz z rentownością kapitałów własnych spółki.
- Im wyższa rentowność, tym wyższa wycena kapitałów, im niższa rentowność tym niższa wycena kapitałów.
- Zbyt niski wskaźnik P/BV nie zawsze oznacza okazję inwestycyjną, może również sygnalizować ostrzeżenia np.: o nadmiernym zadłużeniu spółki.
- Coraz częściej są wykorzystywane wskaźniki z prognozowanym zyskiem netto na najbliższe okresy, zazwyczaj bieżący i przyszły rok, czasem jeszcze następny.
- Prognozowane wskaźniki mimo, iż lepiej pokazują nastawienie inwestorów do spółki (oczekiwania przyszłych zmian zysków względem bieżącej wyceny rynkowej) to jednak są narażone na ryzyko niezrealizowania prognoz.

Opracowanie:

Marcin Brendota
Ekspert ds. Analiz, Doradca Inwestycyjny