

Wycena spółki

DR INŻ. BARTŁOMIEJ JABŁOŃSKI, ALEKSANDRA KORTYLEWSKA

Dokonyjmy wyceny wybranych spółek notowanych na GPW w Warszawie na podstawie prognoz zarządów

Wyceny przedsiębiorstw, szczególnie tych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych, mogą przyjmować różne formy, a ich wykorzystanie może służyć określeniu, które spośród analizowanych podmiotów są niedowartościowane względem branży, w której funkcjonują.

Aby móc dokonać takiej oceny, należy spojrzeć na przedsiębiorstwa i branże przez pryzmat wskaźników rynkowo-finansowych, do których między innymi należy wskaźnik cena/zysk [P/E]. Jednakże analizując podmiot na bazie danych historycznych, do których z pewnością można zaliczyć zysk z poprzednich kwartałów, wycena spółki może przyjmować mylne wartości z powodu braku pewności co do przyszłości przedsiębiorstwa, a w szczególności w przypadku wyceny według metody P/E co do przyszłego jej zysku. Pomocne są tutaj narzędzia prognozy wyników, do których zaliczyć należy modele prognostyczne strukturalne – modele ekonometryczne i niestrukturalne – analiza szeregów czasowych lub metoda barometrów. W tego typu analizach problemem staje się dokładność prognoz oraz ewentualne błędy szacunku.

Alternatywą prognozy zysku spółek stają się prognozy przekazywane do publicznej wiadomości przez zarządy spółek. Tego typu dane stanowią najczęściej wynik przemyślanych analiz oraz prognoz, jak również uwzględnienia w nich dotychczasowego portfela zamówień spółki w planach wykonania budżetu w roku obrachunkowym.

Przeanalizowaliśmy wybrane spółki z warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych, których zarządy podały prognozy zysku netto na rok 2008. Wycenę przeprowadziliśmy według danych obecnych oraz według prognoz. Przy wycenach poczyniliśmy następujące założenia:

- zaprezentowane prognozy wynikają z informacji przekazanych przez zarządy spółek,
- rynkowa cena akcji wycenianych spółek oraz wskaźnik P/E branż przypada na 7 lipca 2008,
- wynik obecny obejmuje 4 kwartały: II-IV kwartał 2007 oraz I kwartał 2008,
- wynik prognozowany obejmuje prognozę na cały 2008 rok,
- prognoza obejmuje wynik jednostkowy lub skonsolidowany w zależności od informacji przekazanych przez zarząd wycenianego podmiotu.

W tabeli 1 przedstawiliśmy podstawowe dane wy-

branych spółek, w tym wynik netto obecny oraz prognozowany. W większości przypadków obecne zyski są niższe aniżeli prognozowane na cały 2008 rok, co w przypadku osiągnięcia przez spółkę planowanego wyniku przełoży się na spadek wskaźnika P/E i może spowodować wzrost ceny akcji danej spółki. Jednakże wśród badanych podmiotów istnieją również i takie, gdzie wynik za ostatnie 4 kwartały jest wyższy od prognozy na rok 2008, co może oznaczać w przypadku braku podniesienia prognozy, że kolejne kwartały przyniosą straty (Arcus, Action, Atlanta Poland i Internet Group). Istnieje również ryzyko, że w przypadku podmiotów, gdzie prognoza znacząco odbiega od obecnych wyników, za kilka miesięcy zarząd może skorygować prognozy w dół, co również należy uwzględnić w tego typu rozważaniach.

Tabela 1. Wyniki obecne i prognozy wybranych spółek

Spółka	Liczba akcji	Wynik netto	
		obecny	prognozowany
Armatura	77 000 000	5 996 000	7 400 000
Artman	4 261 148	11 728 000	16 000 000
Arcus	7 296 681	8 656 000	8 000 000
Apator	35 293 500	36 803 000	57 000 000
Action	16 410 000	36 665 000	30 500 000
Atlanta Poland	6 091 904	3 052 000	2 700 000
Dębica	13 802 750	55 436 000	90 000 000
Elektrotim	9 700 000	9 075 000	12 000 000
Erbud	12 571 025	31 501 000	51 550 000
Introl	26 638 800	12 139 000	14 003 000
Internet Group	32 756 000	17 632 000	14 107 000
Intersport Polska	13 933 334	5 162 000	6 470 000
Komputronik	8 194 999	11 938 000	22 000 000
Netmedia	9 720 000	1 678 000	4 710 000
Odlewnie	12 713 889	5 557 000	6 000 000
PBG	13 430 000	52 020 000	142 600 000
Procad	9 019 000	831 000	2 528 000
Qumak Sekom	10 125 082	10 756 000	12 500 000
Rafamet	4 318 701	258 000	4 000 000
Spray	3 226 490	1 672 000	2 900 000
Trakcja Polska	160 105 480	10 267 000	51 014 000
Wandalex	9 250 719	2 577 000	5 600 000
Żurawie	48 634 300	9 194 000	12 000 000

Źródło: raporty oraz prognozy zarządu spółek

Tabela 2. Wycena wybranych spółek według wyników obecnych oraz prognoz

Spółka	Cena akcji (zł)	Wycena według wyniku	
		obecnego	prognozowanego
Armatura	1,49	0,44	0,54
Artman	89,00	61,10	83,36
Arcus	10,19	17,79	16,45
Apator	12,30	8,55	13,24
Action	22,50	39,10	32,53
Atlanta Poland	4,40	8,77	7,76
Dębica	77,00	28,92	46,95
Elektrotim	14,77	23,01	30,43
Erbud	63,70	61,64	100,88
Introl	5,69	3,74	4,31
Internet Group	4,28	8,07	6,46
Intersport Polska	7,00	8,22	10,31
Komputronik	28,10	32,34	59,60
Netmedia	11,37	3,68	10,32
Odlewnie	3,37	2,45	2,64
PBG	247,90	95,29	261,20
Procad	1,65	1,38	4,20
Qumak Sekom	14,00	15,93	18,52
Rafamet	12,05	0,49	7,59
Spray *	17,30	7,51	13,03
Trakcja Polska	4,34	1,58	7,84
Wandalex	3,38	4,88	10,59
Żurawie	2,61	4,65	6,07

* cena z 4.07.2008
Źródło: obliczenia własne

Z kolei w tabeli 2 zaprezentowaliśmy ceny akcji oraz wyceny według wyniku obecnego oraz prognozowanego. W niektórych przypadkach widać, jak bardzo ceny są niedowartościowane względem prognoz oraz jak wielkim zaufaniem inwestorzy darzą niektóre spółki, które niestety nie osiągnęły do daty wyceny znaczących wyników, a co gorsza, rynkowe wyceny znacząco odbiegają nawet od prognoz przyszłego zysku. Jako podsumowanie rozbieżności pomiędzy rynkową wyceną wybranych spółek a możliwościami osiągnięcia zakładanych prognoz w tabeli 3 obliczyliśmy potencjalną rentowność inwestycji w spółki. Z przyjętych założeń oraz obliczeń wynika, że najtańszą spółką według prognoz jest Wandalex. Na przeciwnym końcu znajduje się Armatura. Z kolei najbardziej niedowartościowaną spółką względem branży po obecnych wynikach jest Atlanta Poland, a najbardziej przewartościowaną Rafamet. Niestety wśród wybranych spółek są i takie, gdzie rynkowa wycena znacząco odbiega na niekorzyść akcjonariuszy zarówno od wyniku obecnego oraz prognozowanego. Mowa tutaj oprócz Armatury i Rafametu o spółkach: Dębica, Introl, Netmedia, Odlewnie oraz Spray. Pozostałe podmioty wykazują nieznaczne odchylenia od prognoz.

W tego typu analizach należy mieć na uwadze pewną ułomność przedstawionej metody. Wyobraźmy sobie podmiot, który osiąga w miarę dobre wyniki względem branży, w której działa, a ta z kolei przeżywa recesję. Szybciej spadające ceny

rynkowe akcji spółek od ich zysków powodują spadek wskaźnika P/E branży w której działają, co przekłada się jednocześnie na niższą wycenę dobrze prosperującej spółki, która może osiągać lepsze wyniki od branży na przykład poprzez dywersyfikację przychodów. W takiej sytuacji wysoka cena rynkowa spółki, będąca wynikiem dobrych fundamentalnych przesłanek, będzie odbierana jako przewartościowana względem branży. Wtedy należy wycenić podmiot według innych metod. Pomocne są tutaj dyskontowe metody wyceny przedsiębiorstw oparte na ukazaniu wartości spółki poprzez dyskonto przepływów pieniężnych osiągniętych przez wyceniane przedsiębiorstwo. ●

Dr inż. Bartłomiej Jabłoński jest wiceprezesem FINANSE Kancelaria Usług Gospodarczych i Finansowych sp. z o.o.

Aleksandra Kortylewska jest studentką na kierunku finanse i rachunkowość, specjalność logistyka w biznesie.

Prezentowane analizy stanowią wyraz poglądów autorów i nie mogą być traktowane jako rekomendacja czy zalecenie podjęcia określonych działań inwestycyjnych.

Tabela 3. Potencjalna rentowność inwestycji według wyceny z 7.07.2008

Spółka	Rentowność według wyniku	
	obecnego	prognozowanego
Armatura	-70,73%	-63,88%
Artman	-31,35%	-6,34%
Arcus	74,63%	61,39%
Apator	-30,48%	7,67%
Action	73,78%	44,56%
Atlanta Poland	99,26%	76,28%
Dębica	-62,44%	-39,03%
Elektrotim	55,82%	106,05%
Erbud	-3,23%	58,36%
Introl	-34,33%	-24,25%
Internet Group	88,65%	50,94%
Intersport Polska	17,49%	47,27%
Komputronik	15,09%	112,09%
Netmedia	-67,66%	-9,22%
Odlewnie	-27,37%	-21,58%
PBG	-61,56%	5,37%
Procad	-16,24%	154,82%
Qumak Sekom	13,82%	32,27%
Rafamet	-95,93%	-36,97%
Spray	-56,57%	-24,67%
Trakcja Polska	-63,65%	80,60%
Wandalex	44,23%	213,43%
Żurawie	78,18%	132,56%

Źródło: obliczenia własne