

Buy-back 2008

DR INŻ. BARTŁOMIEJ JABŁOŃSKI, ALEKSANDRA KORTYLEWSKA

Przedsiębiorstwa notowane na rynku kapitałowym stosują różne formy wynagradzania akcjonariuszy. Oprócz nagrody w postaci wzrostu kursu akcji po dobrych wynikach, spółka może podzielić się częścią zysku w postaci dywidendy lub przekazać część zysku na wykup własnych akcji celem umorzenia, tzw. buy-back



Proces wykupu akcji własnych występuje zazwyczaj, gdy przedsiębiorstwo posiada nadmiar kapitału, którego nie może efektywnie zainwestować lub kiedy rynkowa wycena przedsiębiorstwa znacząco odbiega (jest niedowartościowana) od faktycznej jego wartości. Wtedy właściciele podejmują decyzję o skupowaniu akcji przez spółkę, aby w końcu całego procesu je umorzyć.

W sytuacji kiedy spółka podaje informacje o skupieniu własnych akcji należy się zastanowić, co jest celem takiej operacji i czy faktycznie zarząd przedsiębiorstwa nie jest w stanie zainwestować kapitału w projekty

umożliwiający dywersyfikację jego działalności. Oczywiście buy-back ma również sens wtedy, kiedy przedsiębiorstwo osiąga znakomitą stopę zwrotu z kapitału własnego i nie jest w stanie zainwestować wolnych środków w inny projekt, który przyniesie co najmniej identyczne wyniki. W tabeli 1 przedstawiamy wybrane spółki z GPW w Warszawie, które zamierzają przeprowadzić lub są w trakcie przeprowadzania procesu buy-back. W analizie operacji buy-back poczyniliśmy następujące założenia:

- rynkowa cena akcji przyjęta z dnia 27.06.2008,
- hipotetyczna liczba wykupu akcji liczona jako maksymalna kwota przeznaczona do wykupu podzielona przez cenę akcji.

W ostatniej, najważniejszej w całej tabeli kolumnie wiadać jaki jest faktyczny potencjał całej operacji, którą zamierzają przeprowadzić poszczególne spółki. Największy buy-back w stosunku do liczby akcji, która była w obrocie przed skupem i umorzeniem zamierza przeprowadzić Pekaes. Chce on skupić i umorzyć przy założonych rynkowych cenach akcji ponad 38 proc. akcji. Kolejną spółką, której buy-back przekroczy poziom 20 proc. w dotychczasowej liczbie akcji jest Lentex. Pamiętajmy, że obecne spadki na rynku powodują, że spółki przy założonych stałych kwotach przeznaczonych na buy-back mogą skupić więcej akcji jeśli ich cena będzie stale spadać.

Niektóre spośród przedstawionych spółek - mamy na myśli np. Indykpol - ustaliły strategię skupu własnych akcji, gdzie zarząd poinformował o przeznaczeniu po 7 mln zł rocznie na nabycie do 10 proc. akcji własnych spółki celem umorzenia w terminie do połowy 2011 r. Tak ustalona

Tabela 1. Wpływ operacji buy-back na wycenę akcji

Nazwa spółki	Spółka X	Spółka Y
Roczny zysk netto	10 000 000	10 000 000
Rynkowa cena akcji	25,00	25,00
P/E branży	10	10
Liczba akcji przed wykupem i umorzeniem	3 000 000	3 000 000
Zysk na akcję	3,33	3,33
Wielkość buy-back	5 000 000	9 000 000
Liczba akcji po wykupie i umorzeniu	2 800 000	2 640 000
Zysk na akcję po umorzeniu wykupionych akcji	3,57	3,79
Wycena akcji przed wykupem i umorzeniem	33,33	33,33
Wycena akcji po wykupie i umorzeniu	35,71	37,88
Potencjalny zysk akcjonariusza	42,86%	51,52%

Źródło: opracowanie własne

FOT. DREAMSTIME

polityka skupu akcji i ich umorzenia na pewno nie pozostanie bez analizy inwestorów i oceny wpływu buy-backu na potencjalną rentowność inwestycji w takie akcje.

Znaczenie buy-backu dla inwestora

Odkupienie akcji przez emitenta powoduje zmniejszenie się ich liczby w obrocie, co przy założeniu zysków w przyszłych latach co najmniej tak samo dobrych, powinno skutkować wzrostem kursu akcji. Buy-back wpływa na wzrost zysku przypadającego na 1 akcję [eps], co powoduje obniżenie się wskaźnika P/E [cena/zysk]. W konsekwencji inwestor wyceniając taki podmiot według prostych metod P/E może określić potencjalny wpływ skupu i umorzenia akcji spółki na jej przyszłą wycenę. W tabeli 2 zaprezentowaliśmy właśnie taką hipotetyczną sytuację, w której analizujemy sytuację dwóch podmiotów. Oba podmioty są identyczne, działają w tej samej branży oraz osiągają identyczne wyniki finansowe. Różnią się jedynie wielkością buy-backu. Spółka X zamierza przeprowadzić buy-back o wartości 50 proc. zysku z poprzedniego roku, a spółka Y o wartości 90 proc. zysku z poprzedniego roku. Od tego miejsca w tabeli 2 zmienia się już nie tylko zysk na akcję po umorzeniu wykupionych akcji, ale również hipotetyczna wycena przy P/E branży wynoszącej 10.

Z przedstawionej analizy wynika, że zakładając osiągnięcie przez przedsiębiorstwo co najmniej porównywalnego zysku w przyszłych okresach, jego wycena po przeprowadzeniu operacji buy-back zgodnie z metodą P/E powinna wzrosnąć. Taki rozwój wypadków wpływa z kolei na potencjalną zyskowność inwestycji. Różnica między zyskiem z inwestycji w przedsiębiorstwie Y a X wynosi 8,66 proc. W tworzeniu długoterminowych portfeli fundamentalnych warto śledzić nie tylko spółki, które wypłacają spore dywidendy, ale również i te podmioty, które skupują własne akcje celem umorzenia. Tak dobrane spółki do portfela może nie spowodują przyływu czystej gotówki jak w przypadku dywidendy, ale powinny przełożyć się na wzrost wartości portfela poprzez wzrost ceny notowań. ●

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 2. Wielkość buy-back w wybranych spółkach z GPW w Warszawie

Spółka	Rynkowa cena akcji (zł)	Zakładana wielkość buy-back	Dotychczasowa liczba akcji	Hipotetyczna liczba wykupu akcji	Hipotetyczna liczba akcji po wykupie i umorzeniu	Udział wykupu w dotychczasowej liczbie akcji
AGORA	34,51	90 mln zł	54 977 535	2 607 940	52 369 595	4,74%
ALCHEMIA	7,30	150 mln zł	224 984 000	20 547 945	204 436 055	9,13%
ATM	7,50	do 13,5 mln zł	36 000 000	1 800 000	34 200 000	5,00%
DROZAPOL	3,99	do 24 mln zł	30 294 750	6 015 038	24 279 712	19,86%
ELZAB	4,52	do 2,05 mln zł	16 137 050	453 540	15 683 510	2,81%
ENERGOPLD	2,61	8,4 mln zł	44 000 000	3 218 391	40 781 609	7,31%
FARMACOL	34,44	do 80 mln zł	23 400 000	2 322 880	21 077 120	9,93%
GANT	29,30	do 80 mln zł	14 200 000	2 730 375	11 469 625	19,23%
IDMSA	3,00	do 54,5 mln zł	109 088 428	18 166 667	90 921 761	16,65%
IMPEXMETAL	2,42	100 mln zł	213 511 875	41 322 314	172 189 561	19,35%
INDYKPOL	60,00	7 mln zł	3 124 500	116 667	3 007 833	3,73%
LENTEX	13,20	30 mln zł	10 892 120	2 272 727	8 619 393	20,87%
MNI	2,59	do 40,63 mln zł	90 286 232	15 687 259	74 598 973	17,38%
NOWA GALA	3,67	6,5 mln zł	57 038 073	1 771 117	55 266 956	3,11%
PEKAES	11,80	150 mln zł	33 250 000	12 711 864	20 538 136	38,23%
PGF	57,00	40 mln zł	12 591 413	701 754	11 889 659	5,57%
RADPOL	6,03	14,2 mln zł	23 951 610	2 354 892	21 596 718	9,83%
ROPZYCE	35,10	30 mln zł	4 605 980	854 701	3 751 279	18,56%
ŚNIEŻKA	38,99	37,8 mln zł	13 850 000	969 479	12 880 521	7,00%
TP	20,85	700 mln zł	1 368 773 241	33 573 142	1 335 200 100	2,45%
WSIP	15,30	do 28 mln zł	26 406 388	1 830 065	24 576 323	6,93%

Źródło: informacje ze spółek