

## Sytuacja finansowa i ceny rynkowe akcji spółek elektroenergetycznych w warunkach kryzysu

Wiesław Janik\*, Karolina Gałązka\*\*

**Streszczenie:** Kryzys gospodarczy, którego skutki odczuwa polska gospodarka, nie ominął sektora elektroenergetycznego. Sytuacja finansowa największych spółek zajmujących się produkcją, przesyłem i obrotem energii elektrycznej, notowanych na GPW w Warszawie, nie uległa jeszcze znaczącemu pogorszeniu. Występuje jednak wiele symptomów świadczących o zwiększonej niepewności, tj. obniżenie zapotrzebowania na energię elektryczną, spadek jej cen, spadek rentowności sprzedaży, spadek cen rynkowych akcji spółek giełdowych tego sektora. Niepewność tę dodatkowo zwiększają zagrożenia wynikające z polityki klimatycznej UE i brak jednoznacznej polityki energetycznej polskiego rządu. Rezultatem tej sytuacji są m.in. spadające ceny rynkowe akcji spółek tego sektora notowanych na GPW w Warszawie.

**Słowa kluczowe:** kryzys finansowy rentowność, płynność finansowa, zadłużenie, ceny akcji, spółki elektroenergetyczne

### Wprowadzenie

Od 2008 r., w którym pojawił się kryzys finansowy, gospodarka światowa, w tym również gospodarka polska, odczuwa jego skutki. Kryzys nie oszczędza nikogo. Niemal wszystkie branże borykają się z mniejszymi lub większymi trudnościami. Są jednak takie, które w ostatnich miesiącach zasłużyły na miano szczególnie ryzykownych.

Wpływ kryzysu finansowego na przedsiębiorstwa elektroenergetyczne przejawia się w malejącej rentowności prowadzonej działalności, spadających cenach rynkowych ich akcji i trudniejszym dostępie do kredytów bankowych. Kredytowanie inwestycji elektroenergetycznych stało się dla banków bardziej ryzykowne. W związku z tym nie tylko trudniej jest uzyskać kredyt, lecz także wcześniej udzielone kredyty stały się droższe.

Jednym z rezultatów światowego kryzysu gospodarczego jest zmniejszenie popytu na energię elektryczną. Prognozuje się, że okres spadku zużycia tej energii może potrwać jeszcze rok, może dwa. To wpłynie na spadek zysków spółek energetycznych i ograniczy ich możliwości w zakresie finansowania inwestycji. Niekorzystnie wpłynie również na ich zdolność kredytową i utrudni dostęp do obcych źródeł finansowania (m.in. kredytów bankowych).

---

\* dr hab. Wiesław Janik, prof. PL – Politechnika Lubelska, Wydział Zarządzania, ul. Nadbystrzycka 38d, 20-618 Lublin, e-mail: wz.kfir@pollub.pl

\*\* mgr inż. Karolina Gałązka – Politechnika Lubelska, Wydział Zarządzania, ul. Nadbystrzycka 38d, 20-618 Lublin, e-mail: k.galazka@pollub.pl

Celem artykułu jest ocena zależności między sytuacją finansową spółek notowanych na GPW, należących do branży energetycznej a ceną rynkową ich akcji oraz identyfikacja czynników dodatkowego ryzyka inwestycji w polskiej elektroenergetyce w warunkach kryzysu gospodarczego. Przedmiotem analizy są sprawozdania finansowe z lat 2010–2012 oraz informacje o notowaniach giełdowych. W artykule wykorzystano znane metody analizy finansowej i metodę regresji. Przyjęta hipoteza badawcza brzmi: W badanym okresie ceny akcji spółek elektroenergetycznych na GPW w Warszawie były silnie skorelowane z rentownością sprzedaży oraz rentownością kapitałów.

Do analizy wybrano cztery podmioty notowane na GPW zajmujące się wytwarzaniem energii elektrycznej<sup>1</sup>. Pośród wybranych spółek najwcześniej zadebiutowała na giełdzie Elektrociepłownia Będzin, tj. w styczniu 1999 r. Natomiast najmłodszym debiutem odznacza się Grupa TAURON (czerwiec 2010). Wybrane spółki różnią się wielkością, terytorialnym zakresem działania, udziałem w rynku, w mniejszym zakresie przedmiotem działania. Trzy pierwsze spółki zajmują się produkcją, dystrybucją i sprzedażą energii elektrycznej, zaś spółka Będzin produkuje energię elektryczną w powiązaniu z produkcją ciepła.

## 1. Zadłużenie

W warunkach współczesnej gospodarki zadłużenie jest traktowane jako jeden z czynników poprawy wyniku finansowego przedsiębiorstw. Jednostki gospodarcze, dążąc do wzrostu wartości, szukają tanich źródeł finansowania. Takie są często kapitały obce, których koszt jest niższy o stopę podatku dochodowego, dlatego chętnie są angażowane, nie tylko do finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych. Jednak zadłużenie będące skutkiem takiej polityki finansowej powoduje wzrost ryzyka prowadzonej działalności gospodarczej, stąd prawidłowa strukturyzacja źródeł obcego finansowania może odbywać się jedynie po dogłębnym rozpoznaniu wzajemnych relacji na linii przedsiębiorstwo – wybrany instrument finansowania obcego (Stradomski 2010: 181).

Poziom zadłużenia wybranych grup energetycznych można uznać za umiarkowany. Średnio oscylował wokół prawie 34% (0,339) (rysunek 1). W poszczególnych kwartałach w analizowanych podmiotach gospodarczych nie wykazywał dużych wahań (tabela 1). Najwyższy poziom zadłużenia odnotowano w Grupie TAURON. W ostatnim kwartale roku 2012 wynosił 0,465. Zadłużenie w tej grupie kapitałowej na przestrzeni badanego okresu wzrosło o ponad 10 punktów procentowych. Najniższy wskaźnik zadłużenia w okresie objętym analizą wykazywała Grupa ENEA, która zaledwie 24% posiadanych aktywów finansowała kapitałami obcymi. W badanym okresie poziom zadłużenie w tej grupie był bardzo ustabilizowany.

---

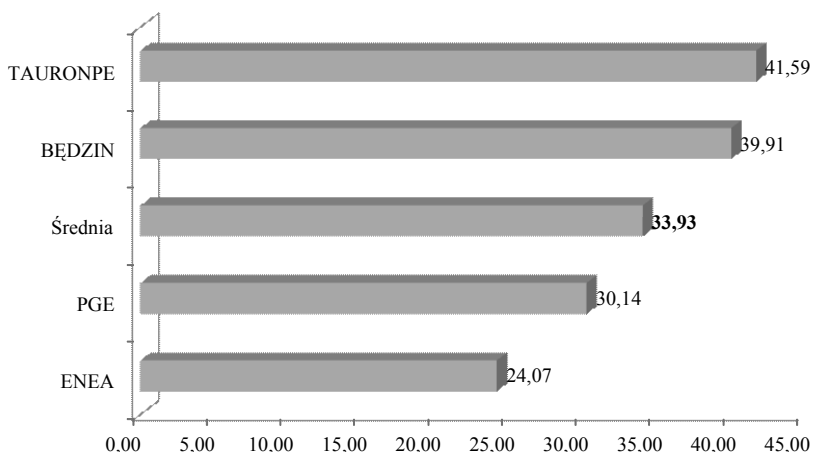
<sup>1</sup> Są to podmioty, dla których były dostępne kwartalne skonsolidowane sprawozdania finansowe za lata 2010–2012.

**Tabela 1**

Wskaźnik zadłużenia ogółem w badanych podmiotach w latach 2010–2012

Lp.	Nazwa spółki	2010				2011				2012			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1	PGE	0,266	0,283	0,267	0,303	0,252	0,262	0,248	0,299	0,310	0,330	0,285	0,302
2	TAURONPE	0,358	0,328	0,332	0,351	0,316	0,332	0,321	0,432	0,427	0,433	0,433	0,465
3	ENEA	0,223	0,222	0,217	0,231	0,209	0,229	0,219	0,235	0,213	0,225	0,211	0,256
4	BĘDZIN	0,362	0,355	0,352	0,420	0,372	0,373	0,363	0,390	0,359	0,356	0,351	0,388

Źródło: opracowanie własne na podstawie kwartalnych sprawozdań skonsolidowanych spółek energetycznych GPW za lata 2010–2012.



**Rysunek 1.** Średni wskaźnik zadłużenia ogółem wybranych podmiotów energetycznych GPW w latach 2010–2012 (%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie kwartalnych sprawozdań skonsolidowanych spółek energetycznych GPW za lata 2010–2012.

Struktura zadłużenia w poszczególnych spółkach jest dość do siebie zbliżona. Wskaźnik zmienności wynosił 0,131. Proporcje między zadłużeniem dług- i krótkoterminowym są zbliżone (tabele 2 i 3). Około połowy kapitałów obcych wykorzystywano do finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych (długoterminowe kredyty lub obligacje własne). Badane przedsiębiorstwa znaczną część majątku finansowały krótkoterminowymi zobowiązaniami, najczęściej o charakterze nieodsetkowym. Taka polityka finansowania sprzyja obniżeniu kosztu kapitału i wzrostowi wartości spółek.

**Tabela 2**

Udział zadłużenia długoterminowego w zadłużeniu ogółem w latach 2010–2012

Lp.	Nazwa spółki	2010				2011				2012			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1	PGE	0,545	0,518	0,527	0,458	0,586	0,524	0,566	0,410	0,376	0,366	0,446	0,477
2	TAURONPE	0,508	0,535	0,511	0,495	0,576	0,530	0,550	0,605	0,656	0,654	0,670	0,629
3	ENEA	0,527	0,529	0,532	0,464	0,525	0,475	0,493	0,450	0,501	0,474	0,506	0,464
4	BĘDZIN	0,466	0,475	0,492	0,486	0,516	0,551	0,629	0,520	0,565	0,592	0,646	0,601

Źródło: opracowanie własne na podstawie kwartalnych sprawozdań skonsolidowanych spółek energetycznych GPW za lata 2010–2012.

**Tabela 3**

Udział zadłużenia krótkoterminowego w zadłużeniu ogółem w latach 2010–2012

Lp.	Nazwa spółki	2010				2011				2012			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1	PGE	0,455	0,482	0,473	0,542	0,414	0,476	0,434	0,590	0,624	0,634	0,554	0,523
2	TAURONPE	0,492	0,465	0,489	0,505	0,424	0,470	0,450	0,395	0,344	0,346	0,330	0,371
3	ENEA	0,473	0,471	0,468	0,536	0,475	0,525	0,507	0,550	0,499	0,526	0,494	0,536
4	BĘDZIN	0,534	0,525	0,508	0,514	0,484	0,449	0,371	0,480	0,435	0,408	0,354	0,399

Źródło: opracowanie własne na podstawie kwartalnych sprawozdań skonsolidowanych spółek energetycznych GPW za lata 2010–2012.

Podsumowując, można stwierdzić, że zadłużenie w badanych podmiotach kształtowało się na dość bezpiecznym poziomie. Świadczy o tym nie tylko umiarkowany poziom zaangażowania kapitałów obcych, lecz także wskaźnik pokrycia odsetek. W badanym okresie zysk ze sprzedaży był wyższy od odsetek od sześciu do kilkudziesięciu razy. Znacząca część zadłużenia to zobowiązania bieżące o charakterze bezodsetkowym. Zarządzanie kapitałami obcymi i ich strukturę można uznać za efektywne.

## 2. Płynność finansowa

Oceny płynności finansowej badanych podmiotów dokonano na podstawie statycznych wskaźników płynności finansowej, tj. wskaźnika bieżącej płynności oraz wskaźnika szybkiej płynności. Wskaźnik bieżącej płynności w badanych podmiotach był umiarkowanie zróżnicowany (współczynnik zmienności wynosił 0,377). Średnie wartości tego wskaźnika wahały się w granicach od 0,991 (BĘDZIN, III kwartał 2010) do 3,221 (ENEA, III kwartał 2010) (tabela 4). Wartości wzorcowe dla tego wskaźnika, kształtują się na poziomie od 1,2 do 2,0 (Sierpińska, Jachna 2004: 147). Najwyższą wartość wskaźnika obserwowano w Grupie ENEA. Wahała się od ponad 3 (lata 2010 i 2011) do 1,8 (IV kwartał 2012). Spółka dysponowała wysokim udziałem środków pieniężnych w majątku obrotowym. Udział ten w początkowych kwartałach 2010 r. wynosił nawet około 69%. Natomiast w Elektrociepłowni Będzin w 2010 r. mogły wystąpić kłopoty ze spłatą bieżących zobowiązań. Wskaźnik płynności bieżącej przyjmował

dosyć niskie wartości przy jednocześnie niskim udziale środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w aktywach obrotowych. W kolejnych latach nastąpiła wyraźna poprawa i wskaźnik bieżącej płynności zaczął przyjmować wartości wzorcowe. Dość niska wartość tego wskaźnika występowała również w Grupie TAURON. Tam również mogły mieć miejsce okresowe kłopoty z terminowym regulowaniem zobowiązań krótkoterminowych.

**Tabela 4**

Wskaźnik bieżącej płynności w latach 2010–2012

Lp.	Nazwa spółki	2010				2011				2012			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1	PGE	1,905	1,576	1,664	1,100	1,458	1,412	1,572	1,380	1,457	1,218	1,342	1,458
2	TAURONPE	1,069	1,124	1,131	1,228	1,336	1,217	1,107	1,067	1,276	1,180	1,277	1,075
3	ENEA	3,088	3,069	3,221	2,584	3,194	2,572	2,712	2,202	2,555	2,342	2,583	1,828
4	BĘDZIN	1,196	1,167	0,991	1,259	1,823	1,880	1,779	1,670	2,420	2,476	2,452	2,470

Źródło: opracowanie własne na podstawie kwartalnych sprawozdań skonsolidowanych spółek energetycznych GPW za lata 2010–2012.

Dokładniejszej informacji o zdolnościach płatniczych wybranych podmiotów energetycznych dostarcza wskaźnik szybkiej płynności finansowej. Jego wartość powinna oscylować w granicach jedności. Podobnie jak w przypadku wskaźnika bieżącej płynności, wartości tego wskaźnika zarówno w poszczególnych latach, jak i w poszczególnych grupach energetycznych były umiarkowanie zróżnicowane (współczynnik zmienności 0,409). Wartości te potwierdzają wcześniej sformułowaną ocenę o wysokiej zdolności płatniczej badanych spółek. Prawdopodobieństwo kłopotów płatniczych w tych spółkach było niewielkie, przy czym najniższe w Grupie ENEA a najwyższe w spółce BĘDZIN (tabela 6).

**Tabela 5**

Wskaźnik szybkiej płynności w latach 2010–2012

Lp.	Nazwa spółki	2010				2011				2012			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1	PGE	1,737	1,410	1,492	0,977	1,268	1,218	1,332	1,254	1,344	1,093	1,142	1,217
2	TAURONPE	0,931	0,993	1,011	1,130	1,221	1,110	0,987	0,948	1,149	1,057	1,158	0,944
3	ENEA	2,886	2,883	3,026	2,431	2,999	2,371	2,478	2,010	2,296	2,128	2,360	1,579
4	BĘDZIN	1,196	1,167	0,991	0,828	1,823	1,880	1,779	1,012	2,420	2,476	2,452	2,470

Źródło: opracowanie własne na podstawie kwartalnych sprawozdań skonsolidowanych spółek energetycznych GPW za lata 2010–2012.

Podsumowując ocenę płynności finansowej badanych podmiotów, należy stwierdzić umiarkowane zróżnicowanie wskaźnika zarówno bieżącej, jak i szybkiej płynności finansowej. Wartości wskaźników świadczą, że większość jednostek nie miała kłopotów płatniczych. Cechą charakterystyczną badanych przedsiębiorstw, a jednocześnie całej branży energetycznej jest fakt, że analizowane jednostki mają niskie udziały zapasów. Wpływa to jednocześnie na małą różnicę między wartością wskaźników bieżącej i szybkiej płynności finansowej.

### 3. Rentowność

Do oceny rentowności sprzedaży wykorzystano wskaźniki oparte na zysku operacyjnym oraz zysku netto. Wynik operacyjny we wszystkich badanych podmiotach był dodatni (tabela 6). Grupa PGE, mająca ponad 40% udziału w rynku energetycznym, osiągała najwyższą rentowność sprzedaży, jednak zauważa się stopniowy jej spadek. Różnice w poziomie tej rentowności były znaczące zarówno przy porównaniu poszczególnych spółek między sobą, jak i poszczególnych okresów. Najniższą średnią rentownością sprzedaży w badanym okresie charakteryzowała się Grupa TAURON.

**Tabela 6**

Wskaźnik rentowności obrotu mierzony zyskiem operacyjnym w latach 2010–2012

Lp.	Nazwa spółki	2010				2011				2012			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1	PGE	0,257	0,237	0,218	0,203	0,217	0,204	0,194	0,147	0,231	0,208	0,199	0,127
2	TAURONPE	0,092	0,108	0,094	0,091	0,096	0,091	0,087	0,078	0,088	0,102	0,100	0,087
3	ENEA	0,112	0,100	0,105	0,091	0,114	0,092	0,108	0,087	0,108	0,106	0,101	0,084
4	BĘDZIN	0,255	0,220	0,139	0,103	0,274	0,182	0,067	0,089	0,239	0,141	0,073	0,075

Źródło: opracowanie własne na podstawie kwartalnych sprawozdań skonsolidowanych spółek energetycznych GPW za lata 2010–2012.

Kolejnym wskaźnikiem wykorzystanym przy ocenie rentowności obrotu jest wskaźnik rentowności sprzedaży mierzony zyskiem netto. Z uwagi na niskie koszty zadłużenia (odsetkowe) wynik netto we wszystkich badanych podmiotach był dodatni. Również zróżnicowanie tego wyniku niewiele się różniło w porównaniu z wynikiem operacyjnym. Dlatego zróżnicowanie rentowności sprzedaży mierzonej zyskiem netto było podobne jak przy zysku operacyjnym (zob. tabela 7).

**Tabela 7**

Wskaźnik rentowności obrotu mierzony zyskiem netto w latach 2010–2012

Lp.	Nazwa spółki	2010				2011				2012			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1	PGE	0,209	0,182	0,183	0,175	0,173	0,162	0,150	0,177	0,196	0,169	0,168	0,107
2	TAURONPE	0,066	0,079	0,068	0,064	0,073	0,070	0,067	0,060	0,062	0,072	0,076	0,062
3	ENEA	0,109	0,093	0,094	0,082	0,100	0,087	0,101	0,082	0,094	0,091	0,087	0,070
4	BĘDZIN	0,198	0,177	0,112	0,082	0,222	0,151	0,058	0,074	0,195	0,153	0,065	0,066

Źródło: opracowanie własne na podstawie kwartalnych sprawozdań skonsolidowanych spółek energetycznych GPW za lata 2010–2012.

Podsumowując, można stwierdzić, że przeprowadzona analiza wskaźników rentowności sprzedaży wykazała dużą zmienność w badanych podmiotach gospodarczych. Wskaźnik zmienności kształtował się na poziomie 44%. W badanym okresie obserwowano stopniowy spadek tej rentowności.

Rentowność sprzedaży wpływa na stopę zwrotu z kapitałów, od której zależą korzyści właścicieli. We wszystkich analizowanych podmiotach rentowność kapitałów ogółem była dość zróżnicowana. Współczynnik zmienności wynosił 0,545. Najwyższą wartość wskaźnika odnotowano w spółce TAURONPE w IV kwartale 2012 (0,043), zaś najniższą w Elektrociepłowni Będzin w III kwartale 2012 (-0,069). W przeciwieństwie do rentowności sprzedaży rentowność kapitałów w badanych przedsiębiorstwach elektroenergetycznych była bardziej ustabilizowana. Największe wahania rocznej stopy zwrotu odnotowano w PGE. Najmniejsze zróżnicowanie miało miejsce w ENEA SA i w TAURONPE. W Elektrociepłowni Będzin stopa ta wahała się od 8,9% w 2011 do 11% w 2010 r. (tabela 8).

**Tabela 8**

Stopy zwrotu z kapitałów ogółem kapitałów ogółem w latach 2010–2012

Lp.	Nazwa spółki	2010				2011				2012			
		Kwartalnie				Rocznie				Rocznie			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1	PGE	0,020	0,015	0,015	0,023	0,024	0,020	0,018	0,038	0,025	0,017	0,021	-0,006
2	TAURONPE	0,041	-0,019	-0,017	0,039	0,017	0,016	0,014	0,010	0,014	0,019	-0,017	0,043
3	ENEA	0,018	0,013	0,015	0,008	0,019	0,013	0,025	0,006	0,018	0,017	0,014	0,007
4	BĘDZIN	0,089	0,033	-0,030	0,011	0,087	0,001	-0,052	0,042	0,072	0,042	-0,069	0,027
Lp.	Rocznie												
1	PGE	0,076				0,099				0,067			
2	TAURONPE	0,064				0,061				0,070			
3	ENEA	0,057				0,065				0,061			
4	BĘDZIN	0,110				0,089				0,104			

Źródło: opracowanie własne na podstawie kwartalnych sprawozdań skonsolidowanych spółek energetycznych GPW za lata 2010–2012.

Roczne stopy zwrotu z kapitałów ogółem w badanych spółkach były na ogół wyższe od oprocentowania 10-letnich obligacji (tabela 9). Jedynie w ENEA SA w 2010 r. roczna stopa zwrotu z aktywów była nieco niższa. Osiągany poziom rentowności kapitałów zapewniał określoną premię za ryzyko, związaną z inwestowaniem w działalność podmiotów energetycznych. Wysokość tej premii była jednak zróżnicowana w poszczególnych spółkach.

**Tabela 9**

Oprocentowanie inwestycji wolnych od ryzyka w latach 2010–2011

Lp.	Wyszczególnienie	2010	2011	2012
1	Obligacje 10-letnie	5,80	5,25	5,50
2	Średnia rentowność kapitałów ogółem	7,00	7,40	5,80

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych ([www.rynek.bizzone.pl](http://www.rynek.bizzone.pl), dostęp 15.10.2013).

Dla właścicieli przedsiębiorstw najbardziej interesująca jest stopa zwrotu z kapitałów własnych. Jej roczny poziom w badanych latach w analizowanych podmiotach wahał się od 6,6% (ENEA w latach 2011–2012) do 12,4% (PGE w 2011). Był on wyższy od stopy zwrotu z kapitałów ogółem. W TAURONPE rentowność kapitałów własnych z roku na rok

rosła, natomiast w Elektrociepłowni Będzin systematycznie spadała. W pozostałych spółkach wykazywała różnokierunkowe zmiany (tabela 10).

**Tabela 10**

Stopy zwrotu z kapitałów własnych w latach 2010–2012

Lp.	Nazwa spółki	2010				2011				2012			
		Kwartalnie	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
1	PGE	0,028	0,019	0,023	0,022	0,032	0,026	0,022	0,046	0,036	0,023	0,028	-0,010
2	TAURONPE	0,063	-0,022	-0,022	0,049	0,025	0,022	0,019	0,014	0,024	0,030	-0,026	0,065
3	ENEA	0,023	0,015	0,019	0,009	0,024	0,016	0,030	0,007	0,023	0,019	0,017	0,006
4	BĘDZIN	0,139	0,053	-0,046	0,015	0,139	0,004	-0,084	0,068	0,113	0,029	-0,075	0,040
Lp. Rocznie													
1	PGE	0,092				0,124				0,078			
2	TAURONPE	0,067				0,078				0,093			
3	ENEA	0,066				0,077				0,066			
4	BĘDZIN	0,164				0,132				0,112			

Źródło: opracowanie własne na podstawie kwartalnych sprawozdań skonsolidowanych spółek energetycznych GPW za lata 2010–2012.

Na stopę zwrotu z kapitałów własnych duży wpływ miała dźwignia finansowa. Efekty tej dźwigni w poszczególnych kwartałach były dość zróżnicowane, o czym świadczy wysoka wartość współczynnika zmienności wynosząca aż 0,727. Natomiast w skali roku we wszystkich przypadkach wystąpił dodatni efekt dźwigni finansowej (tabela 11). Najwyższa jego wartość wystąpiła w PGE w 2011 r. (2,5%), zaś najniższa w TAURONPE w 2010 r. (0,3%).

**Tabela 11**

Efekt dźwigni finansowej w badanych spółkach w latach 2010–2012

Lp.	Nazwa spółki	2010				2011				2012			
		Kwartalnie	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
1	PGE	0,007	0,003	0,008	-0,002	0,008	0,006	0,004	0,008	0,011	0,007	0,008	-0,005
2	TAURONPE	0,023	-0,004	-0,005	0,010	0,008	0,006	0,005	0,004	0,010	0,011	-0,009	0,022
3	ENEA	0,005	0,003	0,004	0,001	0,005	0,004	0,005	0,001	0,005	0,003	0,003	-0,001
4	BĘDZIN	0,050	0,020	-0,017	0,004	0,052	0,002	-0,031	0,026	0,041	-0,013	-0,006	0,013
Lp. Rocznie													
1	PGE	0,016				0,025				0,012			
2	TAURONPE	0,003				0,017				0,023			
3	ENEA	0,009				0,012				0,005			
4	BĘDZIN	0,055				0,043				0,008			

Źródło: opracowanie własne na podstawie kwartalnych sprawozdań skonsolidowanych spółek energetycznych GPW za lata 2010–2012.



Warto zauważyć, że zmiany efektu dźwigni finansowej były większe w porównaniu ze zmianami poziomu zadłużenia. Współczynnik zmienności dla wskaźników długu wynosił 0,131, zaś dla efektów dźwigni finansowej 0,727. Wskazuje to na dość zróżnicowaną cenę kapitałów obcych, którymi współfinansowały się badane spółki.

#### 4. Sytuacja finansowa spółek i ceny ich akcji

Ceny akcji spółek giełdowych i ich wartość zależą do wielu czynników. Ich liczba jest dość zróżnicowana i nie zawsze powiązana z aktualną kondycją finansową przedsiębiorstw. W badanym okresie notowania cen akcji badanych spółek na GPW w Warszawie ulegały znaczącym zmianom. Ceny te rosły w 2010 do połowy roku 2011, po czym zaczęły systematycznie spadać osiągając najniższy średni poziom w IV kwartale 2012 r.

**Tabela 12**

Notowania cen badanych spółek na GPW w Warszawie w latach 2010–2012

Lp.	Nazwa spółki	2010				2011				2012			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1	PGE	22,87	21,39	22,83	22,53	22,81	24,19	21,10	20,56	19,88	18,94	18,03	17,95
2	TAURONPE	-	5,05	5,53	6,43	6,25	6,46	5,63	5,44	5,19	4,51	4,79	4,50
3	ENEA	18,56	18,12	19,80	23,85	21,90	19,07	17,48	18,63	17,26	16,17	16,14	15,58
4	BĘDZIN	30,75	30,72	28,67	41,33	36,94	40,85	33,50	26,43	28,05	26,63	25,52	25,12

Źródło: opracowanie własne na notowań GPW ([www.bossa.pl](http://www.bossa.pl), dostęp 15.10.2013).

Zmiany cen akcji analizowanych spółek były średnio skorelowane z podstawowymi wskaźnikami ich sytuacji finansowej (tabela 14). Do najslabiej skorelowanych należą wskaźniki zadłużenia i płynności finansowej. Znacznie wyższe wartości współczynników korelacji odnotowano w przypadkach rentowności kapitałów i sprzedaży. Może to wskazywać na zainteresowanie inwestorów giełdowych w badanych latach głównie krótkookresowymi korzyściami, które wydaje się charakterystyczne dla kapitału spekulacyjnego.

**Tabela 13**

Współczynniki korelacji cen akcji ze wskaźnikami sytuacji finansowej badanych spółek

Lp.	Współczynnik korelacji	Wartość
1	Wskaźnik zadłużenia ogółem	-0,058
2	Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	-0,232
3	Wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego	0,232
4	Wskaźnik szybkiej płynności finansowej	0,252
5	Wskaźnik rentowności sprzedaży mierzonej zyskiem operacyjnym	0,460
6	Wskaźnik rentowności sprzedaży mierzonej zyskiem netto	0,511
7	Wskaźnik rentowności kapitałów własnych	0,657
8	Wskaźnik rentowności kapitałów ogółem	0,661

Źródło: opracowanie własne na podstawie kwartalnych sprawozdań skonsolidowanych spółek energetycznych GPW za lata 2010–2012.

Oceniając tę sytuację, trzeba mieć na uwadze fakt, że inwestorzy w swoich decyzjach kierują się nie tylko informacjami o bieżącej sytuacji finansowej spółek, lecz także zwracają uwagę na perspektywy rozwojowe branży i ogólne tendencje rynkowe. Kryzys mógł wpłynąć na zmianę zachowań inwestorów i skierować ich uwagę głównie na korzyści krótkoterminowe. Jest to prawdopodobne, jeżeli uwzględni się, że przyszłe kierunki rozwoju polskiej elektroenergetyki charakteryzują się wysoką niepewnością. Z tego powodu niektóre z badanych spółek zapowiadają weryfikację swoich strategii<sup>2</sup>.

Istnieją również inne czynniki zwiększające ryzyko w tym sektorze. Są związane z jednej strony z zapowiadanymi zmianami w prawie energetycznym (ciągle nie wiadomo, jaki przyjmie ono kształt) oraz z drugiej strony z polityką klimatyczną UE, zmierzająca do istotnego ograniczenia emisji CO<sub>2</sub>. Polska coraz bardziej sprzeciwia się tej polityce, jednak ciągle nie wiadomo, na ile ten sprzeciw będzie skuteczny. Gdyby polityka ta stała się obowiązująca w zakresie proponowanym przez Komisję Europejską, koszty produkcji energii elektrycznej w Polsce uległyby istotnemu wzrostowi. Polskie elektrownie pracują bowiem głównie na bazie węgla kamiennego i brunatnego i emitują duże ilości CO<sub>2</sub>. Wprowadzenie czystych technologii węglowych wymaga z kolei wysokich nakładów inwestycyjnych, podobnie jak ewentualna decyzja rządu o budowie elektrowni jądrowej. Jak zauważyła „Gazeta Prawna”, część wykonawców kotłów i turbin może sporo zapłacić za eksperymentowanie z nowymi technologiami (*Inwestycje w energetykę...* 2012, dostęp 9.08.2012).

Ryzyko związane z inwestycjami w elektroenergetykę w Polsce wzrosło na skutek kryzysu gospodarczego, który przyczynił się do spadku zapotrzebowania na energię elektryczną (*Wyprzedaż...* 2013; Piszczatowska 2013). Równocześnie brak jednoznacznego stanowiska rządu odnośnie do kierunków rozwoju jej źródeł wytwórczych to ryzyko bardziej uwypuklił.

## Podsumowanie

W badanym okresie ceny akcji spółek elektroenergetycznych na GPW w Warszawie były najbardziej skorelowane z rentownością sprzedaży oraz rentownością kapitałów. Niewielką korelację wykazywały z pozostałymi wskaźnikami kondycji finansowej spółek. Dotyczyło to w szczególności zadłużenia i płynności finansowej. Taka sytuacja może oznaczać, że akcje tych spółek były przedmiotem zainteresowania kapitału spekulacyjnego, który kieruje się krótkookresowymi korzyściami. Wyjaśnienie wydaje się tym bardziej prawdopodobne, że odnośnie do przyszłości polskiej elektroenergetyki występuje dużo znaków zapytania. Związane są one zarówno z polityką klimatyczną UE, jak i brakiem jednoznacznego stanowiska rządu RP w zakresie kierunków rozwoju tego sektora.

Do tej pory nie uchwalono jeszcze zapowiadanej nowelizacji prawa energetycznego. Nieznane jest stanowisko rządu w zakresie rozwoju OZE, jak również rozwoju energetyki jądrowej. W tej sytuacji niepewne są dotychczasowe strategie rozwoju spółek energetycznych. Decyzje inwestorów giełdowych opierają się na niepewnych przesłankach, dlatego mogą być ukierunkowane na krótkookresowe korzyści.

<sup>2</sup> Ostatnio poinformowała o tym PGE (zob. *Inwestycja PGE...* 2013).

## **Literatura**

- Inwestycja PGE w Opolu za 9,4 mld zł pod znakiem zapytania* (2013), „*Ekonomia & Rynek*”, dodatek do „*Rzeczpospolitej*” z 4.04.2013.
- Inwestycje w energetykę podniosą ceny energii?* (2012), [ww.inzynierpv.pl/08/09/inwestycje-w-energetyce-podnios-a-ceny-energii/#.UyFtQixOXDc](http://ww.inzynierpv.pl/08/09/inwestycje-w-energetyce-podnios-a-ceny-energii/#.UyFtQixOXDc)
- Piszczatowska J. (2013), *Energetyka walczy o klientów technologią*, „*Ekonomia & Rynek*”, dodatek do „*Rzeczpospolitej*” z 14.03.2013.
- Sierpińska M., Jachna T. (2004), *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Stradomski M., (2010), *Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*, PWE, Warszawa
- Wypzedaż w RWE przez niższe zyski* (2013), „*Ekonomia & Rynek*”, dodatek do „*Rzeczpospolitej*” z 7.03.2013.
- [www.bossa.pl](http://www.bossa.pl)
- [www.rynek.bizzone.pl](http://www.rynek.bizzone.pl)

## **FINANCIAL AND MARKET PRICES OF SHARES UNDER THE COMPANIES ELECTRICAL CRISIS**

**Abstract:** The economic crisis, whose impact is felt on the Polish economy did not escape the sector. power. The financial situation of the largest companies involved in the production, distribution and trading of electricity traded on the Warsaw Stock Exchange has not yet significantly deteriorated. However, many symptoms indicative of increased uncertainty, ie: the demand for electricity, the price drop, drop in profitability of sales, the market price of shares of listed companies in the sector. This uncertainty adds to the risks arising from the EU's climate policy and the lack of a clear energy policy of the Polish government. The result of this situation include falling market prices of shares of companies in the sector listed on the Warsaw Stock Exchange.

**Keywords:** financial crisis, profitability, liquidity, debt, equity prices, electricity companies

**Translated by** Karolina Gałązka

