

Aleksandra Gąsior

WYKORZYSTANIE WSKAŹNIKA EPS W OCENIE SPÓŁKI GIEŁDOWEJ PRZEZ INWESTORÓW

Wstęp

Analiza finansowa wykorzystuje szeroką gamę wskaźników oceniających kondycję finansową przedsiębiorstw. Jedną z grup wskaźników, które można wyróżnić w analizie finansowej, są wskaźniki rynku kapitałowego. Często ocenianym wskaźnikiem w tej grupie jest wskaźnik zysku na akcję **EPS** (*Earnings per Share*). Przedstawienie tendencji tego wskaźnika pomaga inwestorom w podejmowaniu decyzji na przyszłość. Należy podkreślić, że giełda jest niejednokrotnie miejscem, w którym spółki poprawiają swoją kondycję finansową, pozycję na rynku, a bywa, że obecność właśnie na giełdzie otwiera im „drzwi” do kredytobiorców z racji poprawy wizerunku na zewnątrz.

Wiemy, gdzie najczęściej spotyka się inwestorów w celu korzystnego ulokowania długoterminowo swojego kapitału. Spółki natomiast wchodzą na giełdę w konkretnym cyklu swojego życia. Decydują się na to głównie dlatego, że wyczerpały dotychczasowe źródła pozyskania nowych kapitałów. Coraz większe utrudnienia w zaciąganiu długu nie przeszkadzają w dążeniu do dalszego finansowania. Prowadzi to do skorzystania z oferty rynku publicznego, dzięki któremu można wyjść z emisją papierów wartościowych przeznaczoną dla nieograniczonego kręgu

potencjalnych nabywców. Jest to dla spółek giełdowych szansa sukcesu emisji i pozyskania kapitałów potrzebnych na rozwój¹.

Spółki giełdowe wiążą się nierozzerwalnie z inwestorami, a inwestorzy, chcąc podjąć decyzje wymierne finansowo, szukają wiedzy, która pozwoliłaby im wytyczyć kierunek, w którym warto podążać. W artykule przejrzysto przedstawiono podejście potencjalnych akcjonariuszy do wybranych wyników finansowych osiągniętych przez spółki giełdowe na przykładzie wskaźnika EPS.

Struktura artykułu jest następująca: najpierw opisano teoretyczne podejście do wskaźnika EPS, a następnie zaprezentowano praktyczny przykład pokazujący tendencje wskaźnika w jednej ze spółek giełdowych w latach 2006–2009. Artykuł zakończono podsumowaniem.

1. Teoretyczne podejście do wskaźnika EPS

Do oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa wykorzystywana jest analiza wskaźnikowa. Jedną z wielu grup wskaźników są wskaźniki rynku kapitałowego. Przedstawiają one relacje ważne dla inwestorów, które są kształtowane pod wpływem ich decyzji bądź bezpośrednio oddziałują na atrakcyjność lokat inwestycyjnych. Informacje odczytywane za pomocą tych wskaźników są podstawą do podejmowania decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym. Wskaźniki rynku kapitałowego mierzą atrakcyjność przedsiębiorstwa jako miejsca przeprowadzenia inwestycji portfelowych. Tym samym do określenia poziomu atrakcyjności inwestycyjnej firmy w tej grupie wskaźników można zastosować następujące relacje²:

- zyski na akcję (EPS – *Earnings per Share*),
- wskaźniki dywidendy na akcję,
- wskaźniki cena akcji do zysku na akcję (C/Z – cena/zysk, PE – *Price Earnings Ratio*),
- wskaźniki cena akcji do sprzedaży na akcję (PSR – *Price per Share*),
- wskaźniki udziału dywidend w zysku (PR – *Payout Ratio*),
- wartość księgową na akcję (BVS – *Book Value per Share*),

¹ http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=spolki&k=191&i=/spolkigieldowe/droga_na_gielde/korzysci-&sky=1.

² A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2003, s. 81, 82, 94, 95.

- cenę rynkową akcji do wartości księgowej na akcję (MBV – *Market to Book Value*),
- wskaźnik Q-Tobina.

W artykule zaprezentowano jeden ze wskaźników – EPS. Jest on uznawany za jeden z podstawowych wskaźników rynku kapitałowego. Umożliwia ocenę prawdopodobnych korzyści właściciela akcji zarówno w postaci dywidendy, jak i wzrostu rynkowej akcji, co jest uzależnione od zysku generowanego przez spółkę w stosunku do jednej akcji³. Wynika z tego, że najbardziej zainteresowani zyskiem na akcję są inwestorzy, gdyż odzwierciedla on ich zysk na każdą posiadaną akcję⁴. Ma to kluczowe znaczenie w przypadku zmian kapitału akcyjnego, jego podwyższenia w wyniku emisji bądź obniżenia na skutek umorzenia akcji⁵. Wskaźnik ten jest relacją⁶:

$$\text{zysk na akcję} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{liczba akcji zwykłych}}.$$

Informuje, ile zysku wypracował zainwestowany przez akcjonariuszy kapitał. Wskaźnik ten jest stosowany do przedsiębiorstw będących spółką akcyjną, która emituje swoje akcje. Najczęściej wykorzystują go inwestorzy na giełdzie papierów wartościowych. Jego wielkość wskazuje rangę spółki na rynku kapitałowym⁷.

Na podstawie wskaźnika zysku na jedną akcję łatwiej ocenić zmiany poziomu zyskowności spółki. Zmiany w dłuższym okresie mogą wykazywać tendencje (np. rosnące, malejące lub stabilne), a dzięki temu informacje te mogą posłużyć do trafniejszej oceny przyszłości. Niestety, wskaźnik ten nie pozwala ocenić zyskowności firmy w porównaniu z zyskownością innych firm, ponieważ na ogół nominalne wartości akcji różnych emitentów są niejednakowe. Poza tym niedostatecznie umożliwia ocenę efektywności lokowania kapitałów w akcje danej spółki w porównaniu z lokatami w akcje innych firm⁸. Pomimo swoich wad, jest jednak, jak wspomniano, często stosowaną formułą.

³ W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2001, s. 115.

⁴ M.R. Tyran, *Wskaźniki finansowe*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2001, s. 48.

⁵ A. Rutkowski, *op.cit.*, s. 95.

⁶ Zaprezentowana formuła liczenia wskaźnika ESP jest najczęściej stosowana w obliczeniach. Znać są także inne formuły kalkulacji.

⁷ <http://www.investopedia.com/terms/e/eps.asp>.

⁸ W. Bień, *op.cit.*, s. 116.

2. Praktyczne podejście do wskaźnika EPS

Pewna ułomność prezentowanego wskaźnika, czyli pominięcie otoczenia rynkowego i ograniczenie ocen jedynie do porównań z ubiegłymi latami i wielkościami planowanymi, skutkuje brakiem pełnej wartości poznawczej⁹. Mimo to zaprezentowano wartości wskaźnika zysku na jedną akcję w okresie badawczym 2006–2009¹⁰ z pominięciem otoczenia rynkowego. Autorce zależy na wykazaniu tendencji wskaźnika w badanym przedsiębiorstwie i stwierdzeniu, czy dla akcjonariuszy wyliczone wartości mogą być satysfakcjonujące.

Aby przeprowadzić analizę wartości wskaźnika EPS, należy pokrótce scharakteryzować działalność i strategię przedsiębiorstwa¹¹. Pomoże to w bardziej precyzyjnej ocenie wyników.

Rok 2006, bo od tego momentu pokazano wyniki spółki, można zaliczyć do udanych. Firma stała się spółką publiczną, w omawianym czasie osiągnęła bardzo dobre wyniki finansowe i zakończyła główne inwestycje w dostosowanie sieci do wdrożenia nowoczesnych technologii. W listopadzie spółka zadebiutowała na Warszawskiej Gieldzie Papierów Wartościowych, co nie zostało bez echa na rynku kapitałowym. Dzięki ofercie akcji podwyższyła kapitał, co pozwoliło jej na spłacenie kredytu konsorcjalnego. Poza tym uzyskane środki umożliwiły realizację celów inwestycyjnych w ramach zapowiadanej konsolidacji sektora. Uważa się, że sprostanie nowym potrzebom technologicznym spowodowanym koniecznością oferowania nowoczesnych usług prowadzi w konsekwencji do przyśpieszenia procesu konsolidacji rynku.

Warunki makroekonomiczne i problemy na rynkach finansowych związane z ogólnoświatowym kryzysem spowodowały, że 2009 rok był trudny dla spółki. W badanym okresie w sposób wyważony stosowała strategię ograniczonego wzrostu. Głównym jej elementem było lepsze wykorzystanie posiadanych zasobów.

⁹ T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, FRR w Polsce, Warszawa 2002, s. 181.

¹⁰ Na wykresie 1 przedstawiono wartości EPS z pierwszego kwartału 2010 r. Ponieważ nie zakończył się jeszcze drugi kwartał 2010 r., więc badany okres ze względu na porównywalność obejmuje lata 2006–2009.

¹¹ Prezentacja spółki jest oparta na raportach rocznych dostępnych na jej stronach internetowych. Jednak z uwagi na posiadanie również danych niepublikowanych oficjalnie na stronie internetowej spółki, autorka nie podaje nazwy przedsiębiorstwa.

Przeprowadzono program inwestycyjny, który umożliwił utrzymanie dynamiki działalności spółki, a równocześnie nie wymagał angażowania nadmiernych środków wypracowanych z działalności operacyjnej. Było to możliwe głównie dzięki wysokim inwestycjom poczynionym w ubiegłych latach. W przyszłości spółka ma zamiar koncentrowania się na stałym obniżaniu nakładów inwestycyjnych w relacji do generowanych przychodów.

W roku 2009 spółka zaprzestała agresywnej polityki akwizycyjnej, ponieważ dostępne projekty akwizycyjne charakteryzowały się małą pojemnością sieci i nieatrakcyjnymi cenami. Spółka wciąż dąży do zdobycia pozycji lidera konsolidacji. Zmierza do uelastycznienia struktury zadłużenia, co w przyszłości pozwoli na szybkie reagowanie, gdy pojawią się szanse rynkowe.

Celem strategicznym spółki jest wzrost wartości firmy dla akcjonariuszy. Jest to spowodowane niedoszacowaniem jej wartości akcji w ostatnich latach.

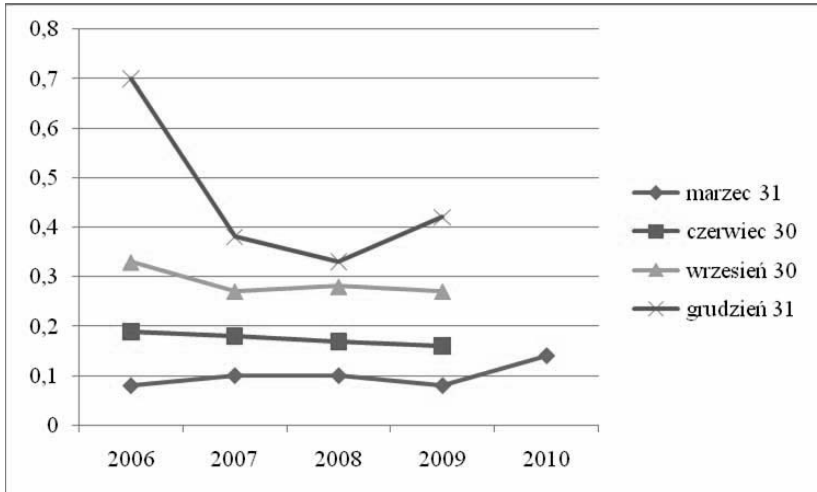
Charakteryzowana spółka jest uważana za jedną z większych firm, które zajmują znaczącą pozycję na rynku. Mimo to wciąż zabiega o swoją pozycję, dążąc do konsolidacji rynku. Dbając o swoje położenie, również zabiega o zadowolenie swoich akcjonariuszy. Czy aby na pewno?

Wielkości EPS zaprezentowano na koniec kwartałów w czteroletnim okresie badawczym. Najpierw zaprezentowano zestawienie, w którym pokazano, jak zmieniają się wartości EPS w badanym okresie w poszczególnych kwartałach (wykres 1).

Największe wartości wskaźnik EPS osiągnął w ostatnim kwartale – w 2006 roku miał największą wartość w całym badanym okresie. Niestety, w 2007 roku nastąpił bardzo znaczny spadek jego wielkości. Dopiero w 2009 roku pojawił się widoczny wzrost wartości wskaźnika. Najgorzej wypadł drugi kwartał, w którym wielkości wskaźnika miały w całym badanym okresie tendencję spadkową. Do bardziej stabilnych można zaliczyć pierwszy kwartał. Wielkość EPS początkowo ulegała zwiększeniu, w 2008 roku się nie zmieniła, a w 2009 roku wróciła do punktu wyjścia.

Pocieszające jest, że w 2010 roku pierwszy kwartał charakteryzował się tendencją wzrostową wskaźnika EPS. Zapowiada to utrzymanie się tendencji w kolejnych kwartałach.

Wykres 1. Zysk na akcję w przekroju kwartalnym w okresie 2006–2009



Źródło: opracowanie własne.

Oceniając tendencje wskaźnika zysku na akcję w badanym okresie, można stwierdzić, że drugi kwartał charakteryzował się systematycznym spadkiem. Był on niewielki i można uznać, że na tym samym poziomie – z roku 2006 na 2007 o 5%, a w kolejnych latach o 6%.

Tabela 1. Dynamika zysku na akcję w przekroju kwartalnym w okresie 2006–2009

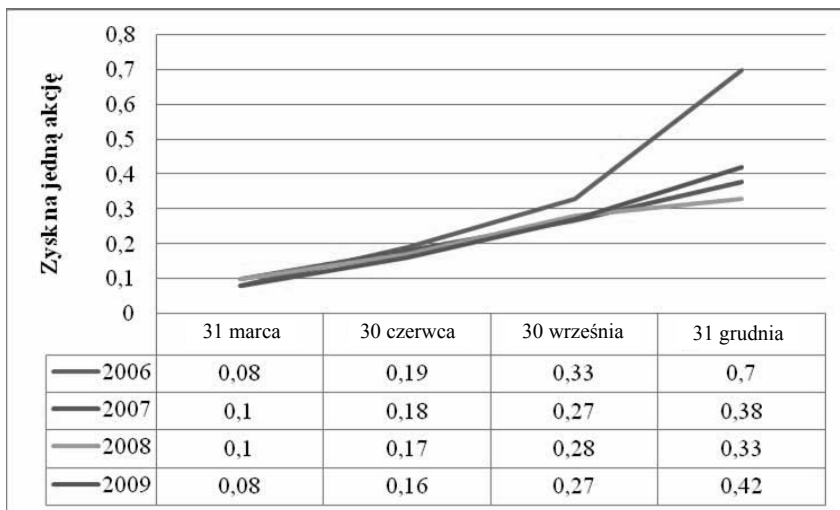
Dynamika	31 marca	30 czerwca	30 września	31 grudnia
2007 : 2006	1,25	0,95	0,82	0,54
2008 : 2007	1,00	0,94	1,04	0,87
2009 : 2008	0,80	0,94	0,96	1,27

Źródło: opracowanie własne.

Dynamiczna zmiana nastąpiła w ostatnim kwartale 2006 roku. Wartość wskaźnika zmniejszyła się o 46%, następnie o 13%, a w końcowym badanym roku nastąpił wzrost o 27%. Ostatni kwartał charakteryzował się największymi skokami wielkości wskaźnika EPS.

Inne spojrzenie na wartości wskaźnika EPS zaprezentowano na wykresie 2. Przedstawiono na nim wielkości wskaźnika na koniec czterech kwartałów w poszczególnych latach. Dla akcjonariuszy najlepszy był 2006 rok, zwłaszcza jego końcowy okres.

Wykres 2. Zysk na jedną akcję dla lat 2006, 2007, 2008, 2009



Źródło: opracowanie własne.

Najslabiej wypadł w tym samym kwartale 2008 rok, trochę lepiej 2007 rok, a najlepiej 2009 rok. Wygenerowana wielkość EPS nasuwa następującą konkluzję: dwa pierwsze kwartały we wszystkich latach charakteryzowały się bardzo zbliżoną wielkością wskaźnika EPS. W trzecim kwartale wyłamał się 2006 rok, a w ostatnim kwartale wskaźnik miał wielkości daleko odbiegające od osiągniętych w pozostałych badanych latach. W latach 2007, 2008 i 2009 do trzeciego kwartału wskaźnik miał bardzo podobne wielkości, a dopiero w ostatnim kwartale nastąpiły istotne różnice.

Uwzględniając w charakterystyce dynamikę EPS na koniec czterech kwartałów dla poszczególnych lat (tabela 2), należy podkreślić, że we wszystkich badanych latach w większym bądź mniejszym stopniu następował systematyczny wzrost war-

tości wskaźnika. Tym samym do najlepszych można zaliczyć 2006 rok, a po nim należy umieścić 2009 rok. W obu tych okresach widoczny był największy dynamiczny wzrost zysku na akcję.

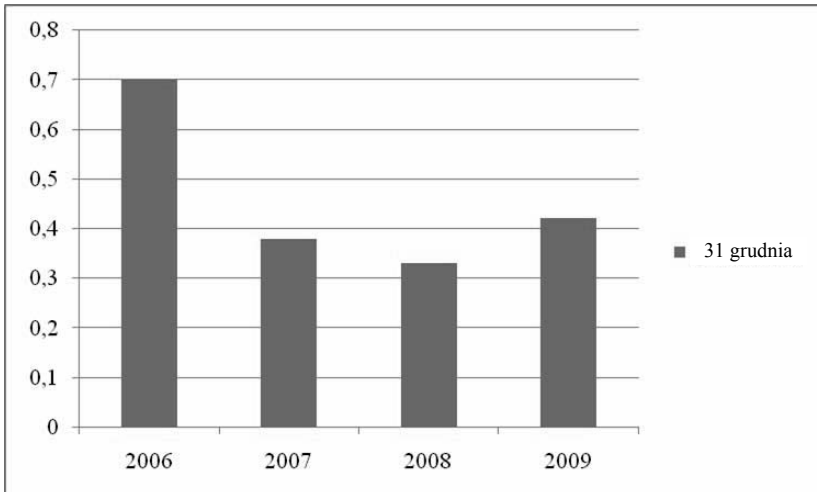
Tabela 2. Dynamika zysku na jedną akcję w latach 2006, 2007, 2008, 2009

Dynamika	Czerwiec : marzec	Wrzesień : czerwiec	Grudzień : wrzesień
2006	2,38	1,74	2,12
2007	1,80	1,50	1,41
2008	1,70	1,65	1,18
2009	2,00	1,69	1,56

Źródło: opracowanie własne.

Dla wyrazistszego zaprezentowania wartości wskaźnika EPS spółki na koniec każdego roku obrotowego, przedstawiono go na wykresie 3. Jak widać, najlepszym okresem dla akcjonariuszy był 2006 rok. W kolejnych latach EPS charakteryzował się tendencją spadkową, a pod koniec okresu uległ zwiększeniu.

Wykres 3. Zysk na jedną akcję na koniec roku obrotowego w badanym okresie 2006–2009



Źródło: opracowanie własne.

Jak wspomniano, prezentacja wyników wskaźnika EPS jest nacechowana pewnym błędem wynikającym z braku porównania z otoczeniem rynkowym. Dla zminimalizowania błędu zaprezentowano przyszłe wartości EPS¹² (tabela 3). Są to prognozy sporządzone przez analityków Beskidzkiego Domu Maklerskiego SA, wskazują na dość powściągliwą tendencję wzrostową, jako że przewidziany przyrost EPS w latach od 2012 do 2014, a następnie od 2016 do 2017 jest utrzymany na tym samym poziomie.

Tabela 3. Prognoza zysku na akcję do 2019 roku

Dane finansowe	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
EPS	0,4	0,6	0,7	0,9	0,9	0,9	1	1,2	1,2	1,3	1,4

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski SA, *Multimedia_Polska_Raport_Analityczny_09.03.2010[1].pdf*, <http://www.bdm.com.pl/analizy>.

Dynamiczny wzrost wartości wskaźnika z czwartego kwartału 2009 roku i pierwszego kwartału 2010 roku sugerowałyby, że prognozowane wielkości EPS są realne do osiągnięcia, a przy utrzymaniu tendencji z pierwszego kwartału 2010 roku mogły przyjąć wartości znacznie większe niż zaplanowano.

Podsumowanie

Przyjęto, że na podstawie wartości wskaźnika EPS łatwiej jest ocenić zmiany poziomu zyskowności spółki. W dłuższym okresie zmiany mogą wykazywać tendencje, zatem informacje te mogą być użyte do bardziej precyzyjnej oceny przyszłości. Prowadzi to wprost do akcjonariuszy, którzy dzięki wynikom prezentowanym przez spółki na giełdzie mogą odczytać tendencje wskaźnika EPS.

Należy zauważyć, że wskaźnik EPS prezentowanej spółki ma w badanym okresie tendencje wzrostowe w obrębie swoich kwartałów. Trzeba jednak przyznać, że ostatni kwartał wykazywał w latach 2006–2008 tendencję spadkową. Można przyjąć, że jest to wynikiem niedoszacowania wartości akcji spółki w tych latach. Do-

¹² <http://www.bdm.com.pl/analizy>.

datkową przyczyną zmniejszania się poziomu EPS może być światowy kryzys na rynkach finansowych.

USE OF THE EPS FACTOR IN INVESTORS' EVALUATION OF STOCK EXCHANGE'S COMPANIES

Summary

The financial analysis uses a wide range of indicators for assessing the financial condition of companies. One of them group that can be distinguished in the financial analysis are capital market's indicators. Often used one is earnings per share (EPS) in this group. Presentation of the index's trend helps investors in making decisions for the future. It should be emphasized that the stock exchange is often the place where the company improve: its financial strength, market position, and sometimes just by their presence on the stock market opens them the "door" to borrowers because of improving the image of the outside.

Translated by Aleksandra Gąsior