

## ANALIZA FUNDAMENTALNA

Wycena spółek i projektów, Analizy finansowe, Ocena efektywności, Koszt kapitału...

Poniższe opracowanie zawiera analizę fundamentalnych narzędzi stosowanych w procesie wyceny i oceny podmiotów gospodarczych oraz przedsięwzięć inwestycyjnych. Znajdą w nim Państwo zarówno opisy najpopularniejszych na rynku kapitałowym metod wyceny spółek, takich jak metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), analiza porównawcza, wielowymiarowa analiza porównawcza, jak również wiele innych metod i narzędzi przydatnych przy ocenie podmiotów gospodarczych. Opracowanie zawiera również charakterystykę kosztu kapitału i wskaźników finansowych.

## ANALIZA NA BAZIE ZDYSKONTOWANYCH PRZEPLÝWÓW PIENIĘŻNYCH (DCF)

Analiza na bazie zdyskontowanych przepływów pieniężnych to analiza opierająca się na strukturze oraz wielkości strumieni pieniężnych generowanych przez działalność operacyjną i zdarzenia nadzwyczajne jakie zachodzą w spółce. Możemy mieć tu do czynienia zarówno z prostymi modelami, których zadaniem jest głównie wskazanie przybliżonej wartości analizowanego podmiotu lub wstępnej wyceny rentowności rozważanego przedsięwzięcia, jak i z bardziej skomplikowanymi modelami starającymi się określić poziom „wartości wewnętrznej” analizowanego podmiotu lub przedsięwzięcia. Do przybliżonych form analizy potencjalnej wartości podmiotu zaliczyć można niektóre z metod spotykanych w literaturze, trzeba jednak pamiętać, że odnoszą się one głównie do podmiotów i rynków dojrzałych o wysokim stopniu stabilności. Należy uznać, że poziomy wyceny będące wynikiem zastosowania tych metod podobnie jak w przypadku bardziej rozwiniętych podejść odnoszą się do średniego stanu rynku, co oznacza że wyceny rynkowe w skrajnych stanach rynku (szczyt hossy, dno bessy) mogą znacząco odbiegać od powyższego poziomu. Istotne jest tu również, jak w przypadku pozostałych metod rodzaj prowadzonej przez spółkę działalności oraz poziom ryzyka jakim cechuje się dana działalność. Większość z opracowanych uniwersalnych metod została opracowana dla spółek produkcyjnych, w przypadku których czynnikiem najbardziej skorelowanym z wyceną podmiotu jest poziom generowanych przez podmiot wolnych przepływów pieniężnych, zysków operacyjnych, czy zysków netto. W przypadku wielu rodzajów podmiotów wyższy stopień korelacji mogą jednak posiadać inne czynniki. Jest to częste w przypadku podmiotów działających w niszach rynkowych, czy posiadających specyficzny model biznesowy. Mimo że poziom generowanych zysków i przepływów zawsze będzie cechował się wysoką korelacją z wartością podmiotu, to jednak w niektórych przypadkach lub okresach może nie stanowić on najlepszej bazy do ustalenia wyceny podmiotu. W przypadku spółek internetowych, takich jak portale społecznościowe zazwyczaj nie ma możliwości powiązania wyceny z poziomem generowanych zysków, a ważnym czynnikiem staje się liczba użytkowników, częstość odwiedzin portalu i średni czas przebywania użytkownika na portalu. Ponadto istotne jest tu jaką grupę stanowią użytkownicy i potencjał tej grupy jako konsumentów. Jak łatwo zauważyć są to czynniki, które niezwykle trudno przełożyć w sposób obiektywny na poziom wyceny podmiotu. Podobne czynniki specyficzne występują również w takich grupach jak podmioty opierające swoją działalność na wydobyciu surowców, gdzie spotykamy takie czynniki jak szacowana wielkość i specyfika złoża, oraz koszty ekologiczne, które w tym przypadku odgrywają niezwykle istotną rolę. Kolejną specyficzną branżą jest branża finansowa ze szczególnym uwzględnieniem podmiotów zarządzających aktywami, gdzie jednym z głównych czynników jest poziom aktywów pod zarządzaniem. Do dużych grup o odmiennej specyfice zaliczyć należy również operatorów infrastruktury i podmioty świadczące usługi komunalne, gdzie na znaczeniu zyskuje w porównaniu do pozostałych grup wartość posiadanych aktywów. Należy zatem mieć w świadomości fakt, że powszechnie stosowane metody oparte na generowanych przez podmiot przepływach pieniężnych zostały opracowane głównie na potrzeby wyceny podmiotów o klasycznym modelu biznesowym i wysokim stopniu stabilizacji. Dlatego też metody te mogą nie sprawdzać się najlepiej w przypadku bardziej specyficznych podmiotów czy przedsięwzięć. Mimo to należy jednak stwierdzić, że wycena na bazie metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych zalicza się do najbardziej uniwersalnych metod i przy odpowiednim zastosowaniu pozwala na ocenę szerokiego spektrum podmiotów. Wycena ta zalicza się również do najbardziej odpowiednich dla wyceny podmiotów przeżywających trudności finansowe lub proces restrukturyzacji, a także będących w trakcie zmiany modelu biznesowego. Istotne jest z tego powodu korzystanie co najmniej z kilku metod podczas wyceny poszczególnych podmiotów i pamiętanie, iż metody te z założenia cechują się wysokim poziomem braku precyzji.

Obecnie główną metodą analizy na bazie zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest model dwufazowy, który po początkowym okresie zmiennej dynamiki zakłada stabilizację przedsięwzięcia i stałą stopę wzrostu. Model ten uwzględnia również korektę o wartość aktywów nieoperacyjnych. Główną zaletą tej metody jest zastosowanie jako bazy wyceny przepływów pieniężnych zamiast zysków księgowych. Istnieje wiele zalet powyższego podejścia, do których zaliczyć należy lepsze oddanie poziomu gotówki generowanego przez dany podmiot, który to poziom najlepiej obrazuje wartość większości podmiotów oraz znacznie mniejszą podatność na manipulacje niż to ma miejsce w przypadku zysków księgowych. Istotne jest tu również reagowanie poziomu przepływów pieniężnych i zysków w kontekście zmian księgowych i regulacji podatkowych. Dla przykładu utworzenie rezerwy, która w następnych latach zostanie rozwiązana wpływa na obniżenie zysku w roku bieżącym i zwiększenie w przyszłym okresie, co ma odzwierciedlenie podatkowe. W kontekście większej wartości otrzymywanego pieniądza w okresie obecnym niż przyszłym w przypadku zysku mamy do czynienia z obniżeniem zysku bieżącego i zwiększeniem przyszłego. W kontekście przepływów zwiększamy bieżący przepływ przez zapłatę mniejszego podatku i zmniejszamy przyszły. Jak łatwo zauważyć na powyższym przykładzie to wartość przepływu pieniężnego lepiej oddaje wartość jaką otrzymuje inwestor.

Do głównych założeń jakie wpływają w tej metodzie na poziom uzyskiwanej wyceny należą:

- poziom skali działalności w poszczególnych latach prognozy szczegółowej
- dynamika marż na głównych poziomach sprawozdawczych

- poziom wymaganych inwestycji
- dynamika cykli rotacji
- planowana i możliwa do uzyskania struktura finansowania
- poziom wzrostu w okresie rezydualnym

W celu przeprowadzenia wyceny metodą DCF należy dokonać kilku czynności. Po pierwsze należy obliczyć średni ważony koszt kapitału inwestowanego w przedsięwzięcie, który w późniejszych obliczeniach posłuży jako stopa dyskontowa. Następnie należy obliczyć poszczególne wartości przepływów pieniężnych generowanych przez dane przedsięwzięcie oraz wyestymować poziom stopy wzrostu, który posłuży do obliczeń odnoszących się do fazy stabilnego rozwoju. Wartość generowana przez fazę stabilnego wzrostu jest określana jako wartość rezydualna i w wielu przypadkach stanowi ona główny składnik wyceny, w szczególności jeżeli okres objęty szczegółową prognozą był krótki. Początkowy okres szczegółowej prognozy powinien w tym przypadku wahać się w przedziale 5-10 lat. Wartość spółki, obliczana na bazie metody zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych, jest wypadkową przyszłych, prognozowanych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej jakie zakłada dany podmiot, a także inwestycji związanych z ich uzyskaniem oraz ryzyka wyrażonego za pomocą średnioważonego kosztu kapitału. Istnieją dwa zasadnicze podejścia w zakresie obliczania poszczególnych wartości niezbędnych do wyliczenia przyszłych przepływów pieniężnych. Pierwszą i cieszącą się największą popularnością jest metoda oparta w dużej mierze na analizie jakościowej. W metodzie tej tworzony jest szczegółowy model opisujący poszczególne przyszłe pozycje bilansowe, zyski oraz przepływy pieniężne na bazie dokładnego zaprognozowania wszystkich głównych czynników wpływających na kształtowanie się powyższych pozycji, regularnie raportowanych przez podmiot. Drugie z podejść opierające się na bardziej zagregowanych miarach i statystycznym podejściu do powyższej analizy oparte jest głównie na ilościowych metodach statystycznych, z mniejszą wagą analizy jakościowej. Wybranie konkretnego podejścia jest w dużej mierze zależne od możliwości dotarcia do insiderów z danego podmiotu. W przypadku opracowywania analizy przy współpracy zarządu spółki w większości przypadków dominuje podejście rozbudowane oparte na analizie jakościowej. Podejścia uproszczone mają natomiast głównie zastosowanie w przypadku ograniczonego czasu analizy lub braku możliwości dotarcia do szczegółowych danych, dostępnych jedynie dla insiderów. Podczas przeprowadzania wyceny następuje dyskontowanie prognozowanych przepływów pieniężnych, które spółka będzie generować w celu uwzględnienia kosztu pieniądza w czasie oraz ryzyka związanego z działalnością podmiotu.

Kolejną zmienną uwzględnianą w wycenie DCF jest wartość rezydualna. Oprócz przepływów generowanych w okresie szczegółowej prognozy, to właśnie ona stanowi o wartości przedsiębiorstwa. Należy zatem przyjąć założenie odnośnie przyszłej działalności oraz dynamiki FCF generowanych przez dane przedsiębiorstwo po okresie szczegółowej prognozy. Należy tu pamiętać o standaryzacji przepływu stanowiącego bazę do obliczania wartości rezydualnej tak aby wyeliminowane zostały z niego wartości o charakterze nadzwyczajnym oraz aby wielkość amortyzacji została zrównana z poziomem inwestycji odtworzeniowych. FCF osiągną w kolejnych latach projekcji jest dyskontowany przez stopę dyskonta powstałą na bazie WACC w celu uzyskania ich bieżącej wartości. Podobnie dyskontowana jest również wartość rezydualna w celu wyrażenia jej w wartościach bieżących. Należy jednak pamiętać, że sporządzone projekcje bazują na szeregu szczegółowych założeń, których realizacja powiązana jest z ryzykiem typowym dla prognoz. Należy pamiętać również, że istnieją przedsięwzięcia i podmioty cechujące się ujemną dynamiką w okresie rezydualnym, czasami również zasadne jest wydzielenie osobnego składnika wzoru na obliczenie wartości podmiotu w postaci niezbędnych kosztów związanych z likwidacją podmiotu w przypadku jeżeli nie zakładamy jego funkcjonowania w nieskończoność, jak w podstawowym wariancie. Przykładem takich podmiotów są spółki operujące na złożach surowców. W takim przypadku często uwzględniane jest wygasanie złoża oraz koszty likwidacji związane z wymogami środowiskowymi i rekultywacją terenu. Niezależnie od rodzaju analizowanego podmiotu należy jednak pamiętać, że realność dokonanej wyceny jest bezpośrednio zależna od realizacji przyjętych założeń odnośnie wielkości przepływów generowanych przez podmiot oraz pozostałych zmiennych. Wszystko to sprawia, że wskazane jest dokonywanie powyższej wyceny na bazie podejścia scenariuszowego. Obecnie jednak z uwagi na interes własny jaki posiada wykonawca wyceny rzadko spotkać można zastosowanie podejścia scenariuszowego, lub mimo jego opracowania publicznie prezentowane są tylko wybrane warianty stanu natury. Sytuacja ta znajduje proste uzasadnienie w tym, iż wykonanie prognozy z uwagi na jej koszty oraz czas niezbędny do jej wykonania następuje zwykle w związku z określonym zamówieniem. Stronami zlecającymi zwykle jest potencjalny sprzedawca lub nabywca, którzy z uwagi na własne interesy nie są zainteresowani przedstawieniem środkowego wariantu stanów natury lub ich spektrum, a jedynie pesymistycznymi lub optymistycznymi stanami. Nie zmienia to jednak faktu, iż dla obiektywnej prezentacji wskazane jest prezentowanie wariantów wyceny i przedstawiania samej wyceny w postaci przedziału z uwzględnieniem prawdopodobieństwa osiągnięcia poszczególnych poziomów oraz zaznaczeniem głównych czynników decydujących o osiągnięciu poszczególnych poziomów.

## ANALIZA PORÓWNAWCZA

Analiza porównawcza to proces polegający na porównaniu wielkości jakie możemy zaobserwować w badanym podmiocie z wartościami spotykanymi w szerszej grupie podmiotów o zbliżonej specyfice. Celem tej analizy jest wyznaczenie relatywnej pozycji podmiotu względem grupy odniesienia oraz estymacja wskaźnika nie obserwowanego lub badanego u analizowanego podmiotu, który występuje w grupie pozostałych wskaźników. Takim niewystępującym lub badanym wskaźnikiem jest zwykle wycena rynkowa. Wycena porównawcza w swojej jednowymiarowej podstawowej odmianie ze względu na łatwość jej zastosowania jest jedną z najczęstszych metod przeprowadzania wycen analizowanych podmiotów. Bazuje ona głównie na analizie podstawowych wskaźników finansowych charakteryzujących dane przedsięwzięcie oraz wycenach i wartościach wskaźników finansowych przedsięwzięć wchodzących w skład średniej lub

mediany z grupy służącej jako punkt odniesienia do przeprowadzanej analizy. Wycena na bazie metody porównawczej w jej podstawowym wydaniu polega na porównaniu kształtowania się wyceny rynkowej spółki na tle podmiotów porównywalnych pod względem branży, wielkości, a także innych parametrów charakteryzujących spółkę. Wszystkie te parametry można podzielić na dwie podstawowe grupy. Pierwsza grupa parametrów odnosi się do ryzyka jakim cechuje się dany podmiot. Istotne są tu poziomy dźwigni finansowej i operacyjnej, struktura zadłużenia, poziomy płynności i wypłacalności podmiotu jak również inne parametry decydujące o poziomie ryzyka i możliwości kontynuacji działalności w przyszłych okresach. Niewskazane jest zatem porównywanie ze sobą podmiotów o znacząco różnych strukturach finansowych i ratingach kredytowych. Druga grupa parametrów to czynniki decydujące o perspektywach podmiotu i potencjalnym tempie wzrostu w przyszłych okresach. Istotną rolę odgrywa tu zarówno posiadany model biznesowy, jak i pozycja konkurencyjna spółki. W przypadku ujęcia w grupie podmiotów porównywalnych podmiotów o różnych przewidywanych dynamikach wzrostu, co jest niewskazane jednak w wielu przypadkach na skutek braku wystarczającej liczby podmiotów o porównywalnych parametrach koniecznym wymogiem powinno być przedstawianie oprócz podstawowego wariantu analizy także wariantu również odmiany zmodyfikowanej o szacowane tempo wzrostu poszczególnych podmiotów w celu pełniejszego i wierniejszego zobrazowania poziomu wyceny analizowanego podmiotu. Przydatnym narzędziem do oceny stopnia porównywalności poszczególnych podmiotów jest analiza wskaźnikowa, która w dużym stopniu pozwala w szybki i prosty sposób dokonać porównania poszczególnych podmiotów i głównych parametrów o charakterze ilościowym cechujących ich działalność. Szukając odpowiednich podmiotów należy jednak zachować pewien stopień elastyczności podczas doboru spółek do grupy porównywalnej. W przypadku braku odpowiedniej ilości spółek o zbliżonych parametrach do analizowanego podmiotu dopuszczalne jest uwzględnienie podmiotów o mniej zbieżnych parametrach i wzbogacenie procesu doboru spółek o przypisanie poszczególnym podmiotom wag powiązanych ze stopniem ich porównywalności. Przeprowadzane porównanie powinno odnosić się do notowanych na giełdach papierów wartościowych zarówno w kraju, jak i na rynkach zagranicznych. Ponadto powinno również odnosić się do wycen i parametrów spółek w transakcjach na rynku prywatnym. Wydzielona została może także podgrupa odnosząca się do transakcji pakietowych na rynku publicznym. Istotne jest tu aby pamiętać, iż w przypadku wycen z rynku publicznego nie jest zazwyczaj uwzględniana premia za przejęcie kontroli, chyba że miało miejsce wezwanie skutkujące przejęciem kontroli lub znacząca transakcja pakietowa albo przejęcie kontroli przez skup akcji z rynku. W przypadku transakcji na rynku prywatnym w wielu przypadkach mamy natomiast do czynienia z uwzględnieniem w poziomie wyceny premii za przejęcie kontroli. Na bazie powyższej metody wartość przedsiębiorstwa jest iloczynem bazy wyceny i mnożnika charakterystycznego dla grupy podmiotów porównywalnych.

Bazą wyceny mogą być różne parametry spółki. Najczęściej używane do tego celu są zysk netto, wolne przepływy pieniężne (FCF), zysk operacyjny (EBIT) oraz zysk operacyjny powiększony o amortyzację (EBITDA). Należy tu pamiętać o ewentualnych korektach wynikających ze zdarzeń o charakterze nadzwyczajnym, jakie mogą wpłynąć na wyniki spółek z grupy porównawczej. Wskazane jest w takim przypadku wykluczenie spółki w stosunku do której zdarzenie zaszło lub skorygowanie jej wyników o wpływ tego zdarzenia na wyniki podmiotu. Należy również pamiętać, że obecnie powszechnie praktykowane są trzy podejścia odnoszące się do przyjmowanej bazy wyceny. Do najpowszechniejszych zaliczyć należy przyjmowanie jako podstawy wyceny do przeprowadzenia prognoz na najbliższe 2 lub 3 lata. Kolejną powszechną metodą jest przyjmowanie jako bazy wyceny wartości bieżących lub średnich wartości za okres historyczny. W przypadku specyficznych branż należy również używać innych parametrów, adekwatnych dla danej branży i umożliwiających wycenę danego podmiotu. Mamy tu do czynienia z analogiczną sytuacją jak w przypadku opisywanej powyżej metody dyskontowej, gdzie została zwrócona uwaga na konieczność odniesienia się do stopnia korelacji bazy wyceny z wartością podmiotu. Również w przypadku tego typu wyceny należy zwracać szczególną uwagę na to czy podstawowe wskaźniki takie jak zyski z poszczególnych poziomów rachunku wyników czy przepływy pieniężne są wysoce skorelowane z poziomem obserwowanych wycen, czy może należy skupić większą uwagę na wskaźnikach specyficznych dla spółek o określonym modelu biznesowym. Wyliczenie mnożników powinno polegać na wyliczeniu wskaźników dla porównywalnych podmiotów gospodarczych, będących stosunkiem ich wartości rynkowej (P – wartość rynkowa kapitałów własnych) lub wartości całego przedsiębiorstwa (EV – suma rynkowej wartości kapitałów własnych oraz rynkowej wartości długu netto) do danego parametru charakteryzującego spółkę. Odpowiednim parametrem może być wielkość, która ma bezpośredni związek z wartością wycenianego podmiotu. Mnożniki dla porównywalnych przedsiębiorstw powinny mieć zbliżone względem siebie wartości. W przeciwnym razie, kiedy rozbieżności pomiędzy ich wartościami są duże, wskazuje to na błędne dobranie podmiotów porównywalnych albo na konieczność dostosowania bazy wyceny. Pamiętać należy, że w poszczególnych okresach historycznych mamy do czynienia z występowaniem dominujących wskaźników. Oznacza to, że z biegiem czasu zmieniają się uwarunkowania zewnętrzne wpływające na preferencje inwestorów, co z kolei sprawia, że w danym okresie pewna grupa wskaźników odznacza się znacząco wyższą korelacją z poziomem wyceny podmiotów niż inne wskaźniki oraz niż dany wskaźnik w innych okresach historycznych. Jest to szczególnie istotne jeżeli przeprowadzana analiza porównawcza odnosi się do momentu bieżącego. Znaczenie tego faktu obniża się natomiast gdy bazą wyceny nie jest wartość z jednego okresu ale średnia za dłuższy okres. Ponadto w przypadku konstrukcji wskaźników opartych na wartości całego przedsiębiorstwa należy pamiętać o dokonaniu korekty wyceny o wartość rynkową zadłużenia przedsiębiorstwa. Do głównych wskaźników na bazie jakich dokonywana jest wycena, należy: Wartość Przedsiębiorstwa (Enterprise Value - EV) do EBITDA (EV/EBITDA) oraz Wartość Rynkowa do zysku netto (P/E).

Często spotykane jest również zastępowanie bazy wyceny będącej średnią lub medianą z grupy podmiotów porównywalnych parametrem przyjętym arbitralnie przez dokonującego analizę. W tym wypadku relatywność wyceny ustępuje miejsca dokonywaniu próby oszacowania wartości podmiotu przy stanie natury określonym przez badającego jako wzorcowy. Działanie takie może posłużyć do określenia długoterminowej wartości potencjalnej podmiotu w przypadku przyjęcia parametru będącego medianą rynkową dla długiego okresu. W takim przypadku parametr taki powinien obrazować średnie stany rynku. W przypadku tym analiza porównawcza może posłużyć również do określenia stopnia niedowartościowania lub przewartościowania podmiotu przez rynek w bieżącym stanie natury. Ponadto często spotykane jest przyjmowanie arbitralnie wartości skrajnych, działania takie mają za cel określenie granicznych wartości podmiotu. Przyjmując bazę wyceny w okolicach minimalnych stanów natury spotykanych w okresie historycznym inwestor zwykle stara się określić poziom wartości podmiotu przy którym występuje najwyższy potencjał wzrostowy i najniższe ryzyko poniesienia strat na potencjalnej inwestycji. Analogicznie sytuacja ma się w przypadku przyjęcia arbitralnie wartości obrazujących maksymalne stany natury. Należy zatem stwierdzić, że podstawowa analiza porównawcza jest prostym narzędziem nie wymagającym dużych nakładów czasu na jej przeprowadzenie i dającym szerokie możliwości dokonania wstępnej analizy. Tak więc jest ona narzędziem doskonale sprawdzającym się do przeszukiwania rynku w celu wykrycia

podmiotów, w których przypadku zasadne jest przeprowadzenie dogłębnej analizy. Ponadto analiza porównawcza jest również przydatnym narzędziem do dokonywania analiz szerokiego rynku i określania jego stanu na podstawie średnich lub median dla całego rynku lub jego istotnej części. Mimo wysokiej elastyczności powyższej metody umożliwiającej jej zastosowanie do większości grup analizowanych podmiotów, to jednak występują grupy, dla których występują duże trudności zastosowania powyższej metody. Główną grupą dla której analiza ta napotyka poważne trudności w jej zastosowaniu są spółki przeżywające trudności finansowe i notujące straty lub podmioty przechodzące poważne procesy restrukturyzacyjne, lub zmieniające model biznesowy. W powyższych przypadkach najbardziej zasadne jest stosowanie jako bazy wyceny prognoz na kolejne lata, jednak z uwagi na wysoki stopień ryzyka takich analiz oraz krótki horyzont czasowy prognoz metoda ta napotyka w powyższych przypadkach na poważne trudności w jej stosowaniu. Analizy takie w powyższym przypadku obarczone są także ponadprzeciętnym poziomem ryzyka.

## WIELOWYMIAROWA ANALIZA PORÓWNAWCZA

W ostatnim czasie możemy zaobserwować coraz większy wzrost zainteresowania metodami opartymi na wielopłaszczyznowej analizie porównawczej, których idea jest tworzenie zagregowanych wskaźników uwzględniających wiele aspektów funkcjonowania podmiotu. W metodach tych brane są pod uwagę zarówno czynniki odnoszące się bezpośrednio do badanego podmiotu, jak i do jego otoczenia rynkowego oraz makroekonomicznego. Powyższe wskaźniki w zależności od okoliczności przeprowadzania analiz mogą przybierać postać względną lub bezwzględną. W przypadku wielowymiarowej analizy porównawczej mamy do czynienia z konstrukcją zagregowanego wskaźnika bazującego na kilku grupach wskaźników podstawowych odnoszących się zarówno do samego podmiotu, jak i jego otoczenia. W przypadku konstrukcji o charakterze względnym odnoszącym się do grupy podmiotów porównywalnych wskaźniki tego typu służą głównie uszeregowaniu podmiotów względem siebie. W przypadku konstrukcji wskaźników o charakterze bezwzględnym możemy natomiast mówić zarówno o uszeregowaniu podmiotów względem siebie jak również o odniesieniu aktualnej sytuacji do sytuacji w okresach historycznych lub do przyjętego wzorca. Aby skonstruować tego typu wskaźniki wskazane jest zastosowanie wskaźników podstawowych z różnych grup pozwalających na scharakteryzowanie wielowymiarowości funkcjonowania podmiotów gospodarczych oraz złożoności jego otoczenia. Do grup tych należą między innymi:

- Wskaźniki rentowności (Rentowność na poziomie FCF, EBITDA, EBIT, Zysku Netto...)
- Wskaźniki efektywności wykorzystania majątku (ROE, ROA...)
- Wskaźniki zadłużenia (Pasywa/Aktywa, Dług netto/Kapitał własny, Dług netto/EBITDA...)
- Wskaźniki płynności (Bieżącej, Szybkiej, Natychmiastowej, EBITDA/Odsetki...)
- Wskaźniki odnoszące się do poziomów wycen (EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E...)
- Wskaźniki makroekonomiczne (Dynamika PKB, Poziom stóp procentowych, Stopa bezrobocia, Dynamika sprzedaży detalicznej, Dynamika produkcji przemysłowej...)
- Wskaźniki techniczne (Wolumenowe, Cenowe, Zmienności...)

Następnie po wybraniu i opracowaniu określonych wskaźników podstawowych należy stworzyć wskaźnik zagregowany poprzez przypisanie wskaźnikom podstawowym określonych wag. Należy tu pamiętać, że zastosowanie jak największej liczby wskaźników nie koniecznie musi prowadzić do wzrostu efektywności skonstruowanego wskaźnika zagregowanego. Należy tu raczej kierować się wyborem najlepszych wskaźników spośród poszczególnych grup. Często spotykane jest stosowanie do obliczeń w powyższym typie analizy wielkości ustandaryzowanych, czy też posługiwanie się metodami taksonomicznymi. Jako wzorcową metodę prezentacji stworzonych wskaźników należy uznać prezentację zarówno wersji względnej jak i bezwzględnej z analityką pozwalającą na ocenę uzyskanego poziomu w poszczególnych grupach wskaźników podstawowych oraz z wyszczególnieniem miejsc przekroczenia ustalonych poziomów krytycznych wskaźników cząstkowych. Pozwala to zarówno na łatwe uszeregowanie podmiotów i dokonanie generalnej oceny na podstawie łatwo porównywalnych wskaźników zagregowanych w postaci dwóch wartości (względnej i bezwzględnej), jak również na uzyskanie informacji o generalnych źródłach zaobserwowanej wartości i na wykrycie zagrożeń dyskwalifikujących dany podmiot jako cel inwestycyjny. Metoda ta mimo, iż obarczona wysokimi nakładami pracy niezbędnymi do przeprowadzenia analizy jest jednak jedną z najlepszych metod do dokonywania analiz szerokiego rynku zarówno pod kątem wyszukiwania potencjalnych celów inwestycyjnych i ich dalszej dogłębnej analizy, jak również pod kątem dokonywania ogólnej oceny sytuacji rynkowej i segmentacji podmiotów działających na rynku. Należy jednak pamiętać że o sukcesie tej metody decyduje w równym stopniu skupienie uwagi na optymalizacji konstrukcji zarówno samego wskaźnika zagregowanego i procesu jego budowy, jak również na odpowiednim sposobie prezentacji wyniku dającym odpowiednią ilość informacji analitycznych przy jednoczesnym zachowaniu wysokiego stopnia przejrzystości i porównywalności opracowanych danych.

Istnieje wiele metod analizy odnoszących się do pomiaru wartości majątku podmiotu. Najprostszą metodą jest tu oczywiście metoda bilansowa nie skorygowana. Metoda ta będąca najprostszą jest zarazem mało dokładna gdyż w wielu wypadkach wartości bilansowe znacznie odbiegają od wartości rynkowych, co jest wynikiem zarówno uwzględniania poziomu amortyzacji wynikającego tylko z aspektów podatkowych jak również kosztu historycznego a nie wartości rynkowej. Metoda ta ma jednak zaletę w postaci minimalnego czasu i nakładu pracy jakiej wymaga zastosowanie tej metody. Często spotykanymi metodami o charakterze majątkowym są również wycena na bazie wartości likwidacyjnej i wartości odtworzeniowej. Metody te oraz ich stosowanie jest jednak głównie wynikiem określonego zapotrzebowania i szczególnych sytuacji, w jakich znalazł się podmiot. Ich stosowanie podczas wyceny podmiotów kontynuujących działalność i o stabilnej pozycji jest jednak mniej popularne. Obecnie do głównych analiz na bazie metod majątkowych zalicza się wycena metodą skorygowanych aktywów netto. Opiera się ona przede wszystkim na sumie dotychczas poniesionych nakładów (wartości majątku przedsiębiorstwa) z równoczesnym przeszacowaniem ich wartości do wartości rynkowych, przy założeniu, że składniki te są nadal składnikami mogącymi pełnić funkcje operacyjne lub zdadnymi do sprzedaży, co jest równoznaczne ze stwierdzeniem, że mają one użyteczność dla firmy jako niezbędny składnik do prowadzenia działalności spółki lub posiadają określoną wartość rynkową i istnieje rynek dla tych aktywów. Przeszacowanie do wartości rynkowych jest wynikiem faktu, iż wycena aktywów i pasywów na potrzeby bilansu wielokrotnie odbiega od wyceny rynkowej tych wielkości. Podczas wyceny metodą skorygowanych aktywów netto w celu uzyskania realnej wartości podmiotu, dokonuje się korekt pozycji bilansowych polegających na przeszacowaniu poszczególnych składników aktywów i pasywów do wartości rynkowej lub wartości zbliżonej do rynkowej czyli tzw. wartości godziwej. W szczególnie uzasadnionych przypadkach można również posłużyć się wartością likwidacyjną składnika majątku. Ostatecznie wycena podmiotu jest ustalana jako różnica sumy skorygowanych wartości poszczególnych aktywów i pasywów znajdujących się w posiadaniu spółki. W celu przeprowadzenia powyższej wyceny należy zbadać, czy wszystkie pozycje majątku spółki są właściwie odzwierciedlone w bilansie. Możliwa jest bowiem sytuacja, w której dany składnik majątku istnieje jedynie w postaci pozycji bilansowych. Należy również sprawdzić czy dany składnik odznacza się charakterystyką jaką powinien on posiadać, to znaczy czy jego właściwości sprawiają że nadaje się on do użytku lub zbycia. Możliwe jest, że podmiot posiada i wykorzystuje majątek, który w księgach jest już całkowicie w kosztach. Możliwa jest też sytuacja odwrotna, czyli pozycje umieszczone w bilansie nie mają pokrycia w rzeczywistości. Ważne jest tu aby bilans stanowiący podstawę wyceny był jak najbardziej aktualny i uwzględniał inwentaryzację składników majątku spółki. Jedną z pozycji podlegających ocenie są wartości niematerialne i prawne. Z reguły wyceniane są one w wartości rynkowej. Należy tu pamiętać, że większość kosztów prac rozwojowych może nie być aktywowana, co może skutkować koniecznością dokonania nawet istotnych korekt tej pozycji. Ponadto w przypadku wielu wartości niematerialnych i prawnych istotne korekty mogą powstać w wyniku przeprowadzenia testu na utratę wartości, których spółki często nie przeprowadzają z niezbędną częstotliwością. Istotna jest tu głównie wycena marki, która często mimo tego że podmiot nie przynosi zysków od wielu lat w bilansie nadal stanowi istotną pozycję, gdyż nie dokonywano testu na utratę wartości. Kolejną grupą są rzeczowe aktywa trwałe. Ważną rolę w tej grupie odgrywają grunty wraz z budynkami, które są zazwyczaj wyceniane w sposób zaniżony - a urealnienie ich wartości do wartości rynkowych powoduje oczywisty wzrost wartości wyceny podmiotu. Jeżeli występuje rynek wtórny dla danych elementów rzeczowych aktywów trwałych, należy uwzględnić cenę rynkową tych aktywów, co jest wynikiem częstego obrazowania przez stosowaną amortyzację jedynie podatkowego wymiaru stawek amortyzacyjnych, a nie faktycznego zużycia aktywów. Istotna jest przy tym świadomość, iż wyceny rynkowe nierzadko znacznie zmieniają się w zależności od aktualnej sytuacji rynkowej. Z istotnymi korektami możemy mieć również do czynienia w przypadku należności, które mogą wynikać z niewystarczającego poziomu rezerw na należności. Istotne jest również, czy istnieją w spółce należności pozabilansowe nieujęte w bilansie na dzień jego sporządzenia. Należności te również powinny zostać uwzględnione podczas opracowywania wyceny na bazie powyższej metody. W przypadku kiedy nie istnieje aktywny rynek na aktywa finansowe lub nie są one ujęte w wartościach rynkowych powinno się dokonać ich przeszacowania do wartości godziwej. W tym celu należy posłużyć się wyceną aktywów dokonanych przez podmiot posiadający odpowiednie kompetencje. Również rozliczenia międzyokresowe mogą wymagać korekt. Należy określić, czy ich alokacja w czasie jest prawidłowa i dokonać ewentualnych korekt z tego tytułu. Konieczna jest również inwentaryzacja i wycena zapasów oraz innych składników aktywów obrotowych w celu ustalenia aktualnej wyceny rynkowej tych składników majątku spółki, szczególnie istotne jest tu również oszacowanie jakości tych składników oraz ich zgodności faktycznej z zapisami księgowymi. Fundamentalną kwestią jest również sprawdzenie ewentualnego niedoszacowania poziomu zobowiązań podmiotu. Istotne jest tu występowanie zobowiązań pozabilansowych oraz możliwości ich wystąpienia. Będą one dodatkowo pomniejszały wartość wyceny jednostki. Możliwymi źródłami zobowiązań mogą tu być zobowiązania z tytułu roszczeń, spraw sądowych, czy poręczeń. Jak łatwo zauważyć większość pozycji bilansowych może mieć znacząco różne wartości od spotykanych w księgach spółki. Należy jednak pamiętać, że wycena tego typu jest niezwykle podatna na poziom aktualnych cen rynkowych. Sytuacja taka jest powszechna w przypadku stosowania wycen na bazie wartości rynkowej lub godziwej. Zaletą tej wyceny jest jednak niewątpliwie możliwość zestawienia „wartości wewnętrznej” lub „wartości relatywnej” jaką uzyskujemy na bazie innego metod z wartością bieżącą składników aktywów, która ze względu na jej wysoką zbieżność z wartością odtworzeniową jest dobrym punktem odniesienia dla analizy wartości niesionych przez inne wyceny. Podczas przeprowadzania analizy na bazie skorygowanych aktywów netto wskazane jest również wykonanie analizy na bazie wartości odtworzeniowej i likwidacyjnej. Jest to szczególnie istotne w przypadku braku aktywnego rynku na niektóre grupy aktywów. W takich przypadkach może występować bowiem istotny poziom różnic w zakresie tych trzech typów wycen. Mogą być one wywołane brakiem możliwości zakupu składników o podobnym stopniu zamortyzowania i koniecznością zastąpienia ich nowymi, droższymi składnikami majątku podczas procesu odtwarzania majątku podmiotu. Z podobną sytuacją możemy mieć do czynienia podczas upływniania składników majątku. Brak aktywnego rynku może w tym przypadku skutkować przy przyjęciu sztywnych ram czasowych koniecznością upływnienia majątku znacznie poniżej jego wyceny bilansowej. W powyższych sytuacjach poziom wyceny na bazie wartości rynkowej i godziwej może znacząco odbiegać od poziomu wartości likwidacyjnej i odtworzeniowej. W większości przypadków rozbieżności te nie przybierają jednak istotnych wielkości w odniesieniu do całego majątku spółki. W obecnych czasach wyceny rynkowe podmiotów często znacznie odbiegają od poziomów wynikających z wartości uzyskanych na bazie metod majątkowych. Występują jednak grupy podmiotów dla których ten rodzaj wyceny cechuje się wysokim poziomem korelacji z poziomami wycen rynkowych. Grupami takimi są w dużej mierze spółki użyteczności publicznej, spółki będące głównie operatorami infrastruktury, a także spółki w przypadku których głównym elementem budującym wartość podmiotu jest złożo naturalne i jego wycena. Pomijając

jednak stopień prawidłowości odwzorowania przez metody majątkowe poziomu wyceny rynkowej danego podmiotu są one dobrym narzędziem do porównania wartości rynkowej z poziomem nakładów jakich inwestor musiałby dokonać tworząc podmiot od podstaw. Różnice wynikające z poziomu wyceny rynkowej oraz wyceny majątkowej są wynikiem zarówno kapitału organizacyjnego jaki tworzy dany podmiot, a więc wartości jaką do wyceny wnosi sposób zarządzania spółką, know how będący w posiadaniu podmiotu jak i sprawność funkcjonowania całej struktury podmiotu. Zbyt duża różnica w poziomach powyższych wycen, której nie można racjonalnie wytłumaczyć na bazie wartości kapitału organizacyjnego i know how będącego w posiadaniu podmiotu może w tym przypadku wskazywać na przeszacowanie wartości rynkowej lub godziwej. Zaletą tej wyceny jest jednak niewątpliwie możliwość zestawienia „wartości wewnętrznej” lub „wartości relatywnej” jaką uzyskujemy na bazie innych metod z wartością bieżącą składników aktywów, która ze względu na jej wysoką zbieżność z wartością odtworzeniową jest dobrym punktem odniesienia dla analizy wartości niesionych przez inne wyceny. Podczas przeprowadzania analizy na bazie skorygowanych aktywów netto wskazane jest również wykonanie analizy na bazie wartości odtworzeniowej i likwidacyjnej. Jest to szczególnie istotne w przypadku braku aktywnego rynku na niektóre grupy aktywów. W takich przypadkach może występować bowiem istotny poziom różnic w zakresie tych trzech typów wycen. Mogą być one wywołane brakiem możliwości zakupu składników o podobnym stopniu zamortyzowania i koniecznością zastąpienia ich nowymi, droższymi składnikami majątku podczas procesu odtwarzania majątku podmiotu. Z podobną sytuacją możemy mieć do czynienia podczas upłyniania składników majątku. Brak aktywnego rynku w tym przypadku skutkować przy przyjęciu sztywnych ram czasowych koniecznością upłynnienia majątku znacznie poniżej jego wyceny bilansowej. W powyższych sytuacjach poziom wyceny na bazie wartości rynkowej i godziwej może znacząco odbiegać od poziomu wartości likwidacyjnej i odtworzeniowej. W większości przypadków rozbieżności te nie przybierają jednak istotnych wielkości w odniesieniu do całego majątku spółki. W obecnych czasach wyceny rynkowe podmiotów często znacznie odbiegają od poziomów wynikających z wartości uzyskanych na bazie metod majątkowych. Występują jednak grupy podmiotów dla których ten rodzaj wyceny cechuje się wysokim poziomem korelacji z poziomami wycen rynkowych. Grupami takimi są w dużej mierze spółki użyteczności publicznej, spółki będące głównie operatorami infrastruktury, a także spółki w przypadku których głównym elementem budującym wartość podmiotu jest złoże naturalne i jego wycena. Pomijając jednak stopień prawidłowości odwzorowania przez metody majątkowe poziomu wyceny rynkowej danego podmiotu są one dobrym narzędziem do porównania wartości rynkowej z poziomem nakładów jakich inwestor musiałby dokonać tworząc podmiot od podstaw. Różnice wynikające z poziomu wyceny rynkowej oraz wyceny majątkowej są wynikiem zarówno kapitału organizacyjnego jaki tworzy dany podmiot, a więc wartości jaką do wyceny wnosi sposób zarządzania spółką, know how będący w posiadaniu podmiotu jak i sprawność funkcjonowania całej struktury podmiotu. Zbyt duża różnica w poziomach powyższych wycen, której nie można racjonalnie wytłumaczyć na bazie wartości kapitału organizacyjnego i know how będącego w posiadaniu podmiotu może w tym przypadku wskazywać na przeszacowanie wartości podmiotu przez rynek. Sytuacja odwrotna, w której wycena majątkowa przewyższa wycenę rynkową może natomiast wskazywać przy założeniu poprawności wyceny majątkowej zarówno na niedoszacowanie wartości podmiotu przez rynek, jak i na oczekiwania inwestorów mówiące o wysokim prawdopodobieństwie generowania przez podmiot strat w przyszłych okresach lub zysku skutkującego rentownością poniżej kosztu kapitału jakim dysponuje podmiot. To właśnie prognozy inwestorów odnośnie przyszłego poziomu zysku podmiotów są głównym powodem dla którego często spotkać można na rynku podmioty wyceniane poniżej swojej wartości wynikającej z skorygowanej wartości aktywów netto. Przypadków takich można spotkać znacznie więcej odnosząc poziom wyceny rynkowej do nieskorygowanej wartości majątku spółki. W tym przypadku jednak rozbieżność ta jest często wynikiem nieprawidłowego oddawania wartości składników majątku spółki przez ich wartości bilansowe. Z punktu widzenia przesłanek inwestycyjnych opracowanie wycen majątkowych może okazać się niezwykle przydatne dla procesu inwestycyjnego. Mimo iż należy uznać, szukaniu podmiotów do dogłębnej analizy na bazie bardziej zaawansowanych metod. O wiele silniejszą przesłanką jest natomiast utrzymywanie się wyceny rynkowej podmiotu poniżej poziomu wynikającego z poziomu wyceny na bazie skorygowanych aktywów netto lub metody likwidacyjnej, szczególnie jeżeli analizowany podmiot odznacza się stabilnym poziomem dodatnich wyników finansowych. Za najmocniejszy na bazie wycen majątkowych czynnik mówiący o atrakcyjności inwestycyjnej podmiotu uznaje się natomiast utrzymywanie się poziomu wyceny rynkowej poniżej poziomu wynikającego z poziomu obrazowanego przez skorygowaną wycenę aktywów obrotowych netto. Istotne jest tu podobnie jak w powyższym przypadku osiągnięcie przez spółkę stabilnych wyników finansowych, lub duże prawdopodobieństwo uzyskania przez podmiot takich wyników w przyszłych okresach. Mimo iż znalezienie takich podmiotów nie jest rzeczą prostą i obserwować można stopniowe zmniejszanie się ilości potencjalnych celów inwestycyjnych wyszukiwanych na bazie tej metody, to jednak w okresach silnych spadków poziomów cen rynkowych podobne okazje inwestycyjne nadal pojawiają się a okres ich utrzymywania się i poziom rozbieżności wycen należy uznać za wystarczający do przeprowadzenia procesu inwestycyjnego.

## KOSZT KAPITAŁU

Koszt kapitału to współczynnik obrazujący zarówno strukturę kapitału, koszt jego poszczególnych składników, jak i poziom ryzyka związanego z danym przedsięwzięciem. Jako koszt kapitału należy stosować minimalną stopę zwrotu jakiej wymaga dany dawca kapitału. Średnioważony koszt kapitału jakim dysponuje spółka (WACC) jest wypadkową kosztu kapitału własnego oraz kosztu kapitałów obcych. Koszt ten w przypadku kosztu kapitału własnego determinowany jest przez koszt alternatywnych możliwości wykorzystania kapitału i wyliczany jest powszechnie na podstawie modelu CAMP (Capital Asset Pricing Model). Często również dokonuje się tu podziału kapitału własnego na kapitał zwykły i kapitał uprzywilejowany jeżeli w podmiocie spotykamy tego typu udziały. W takim przypadku dokonuje się modyfikacji poniżej przedstawionego wzoru o rozbieżności części odnoszącej się do kapitału własnego na dwie grupy. Natomiast w przypadku kosztu kapitału obcego mamy do czynienia z kosztem o charakterze księgowym wynikającym z poziomu oczekiwań dawcy kapitału oraz aktualnych warunków rynkowych. Koszt kapitału własnego na bazie CAMP jest opisywany przez koszt wykorzystania kapitału własnego w alternatywnych zastosowaniach odznaczających się pewnym poziomem rentowności. Należy zatem uznać, że koszt kapitału odzwierciedla w tym przypadku koszt utraconych możliwości, z jakich rezygnujemy decydując się na alternatywę, jaką jest dany projekt gospodarczy.

Wzór wyliczenia kosztu kapitału własnego przedstawia się następująco.

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_r - R_f)$$

gdzie:

$K_e$  – koszt kapitału własnego,

$R_f$  – stopa zwrotu z lokat wolnych od ryzyka,

$\beta$  – współczynnik beta,

$R_r$  – stopa zwrotu z portfela rynkowego,

$(R_r - R_f)$  – rynkowa premia za ryzyko.

Koszt kapitału obcego (długu) – jest to koszt obejmujący odsetki od zaciągniętego długu. Należy tu pamiętać, iż odsetki te zwiększając koszty uzyskania przychodu, zmniejszają zysk brutto, co skutkuje powstaniem oszczędności zwanych „tarczą podatkową”. Należy również pamiętać, iż mimo że koszt ten jest zazwyczaj mniejszy od kosztu kapitału własnego, to jednak w miarę zwiększania udziału kapitałów obcych w strukturze finansowania koszt ten rośnie za sprawą wzrostu ryzyka utraty płynności i bankructwa, które to ryzyko od pewnego poziomu nie jest niwelowane przez korzyści skali (rozumiane jako poprawa pozycji negocjacyjnej względem dawcy kapitału) widoczne w początkowej fazie wzrostu zadłużenia. WACC (średnioważony koszt kapitału) jest to miara kosztu kapitału jakim dysponuje spółka. Jest to ważony wartościami rynkowymi koszt wynikający ze struktury finansowania, na którą składa się dług netto i finansowanie kapitałem własnym. Należy przy tym pamiętać o uwzględnianiu tarczy podatkowej jaka towarzyszy finansowaniu dłużnemu. Formuła liczenia WACC przedstawia się następująco:

$$WACC = D/(D+E) \cdot (1-T) \cdot K_d + E/(D+E) \cdot K_e$$

gdzie:

WACC – średni ważony koszt kapitału,

$K_e$  – koszt kapitału własnego,

$K_d$  – koszt długu bez uwzględnienia tarczy podatkowej,

T – rzeczywista stopa podatku dochodowego,

E – rynkowa wartość kapitału,

D – rynkowa wartość długu.

Poziom stopy WACC determinują następujące zmienne:

- stopa zwrotu wolna od ryzyka – ustalana na podstawie stopy zwrotu osiągniętej ze skarbowych papierów dłużnych
- premia za ryzyko – określająca poziom zysku rekompensującego ryzyko inwestora przy inwestycji w akcje
- współczynnik Beta - jest to miara zmiany stopy zwrotu z danego papieru wartościowego w stosunku do zmian stopy zwrotu z portfela rynkowego
- struktura finansowania – określająca proporcje pomiędzy finansowaniem dłużnym a kapitałem własnym
- koszt długu – określający koszt finansowania dłużnego skorygowany o tarczę podatkową

Pierwsze trzy wymienione czynniki służą do wyliczenia na podstawie modelu CAMP kosztu kapitału typu equity. Mimo iż z punktu widzenia potencjalnych poziomów wyceny jako optymalne działanie należy uznać minimalizację poziomu średnioważonego kosztu kapitału, to jednak z punktu widzenia działań operacyjnych często spółki decydują się na utrzymywanie poziomu WACC na wyższych poziomach, nie zwiększając poziomu zadłużenia i pozostawiając spółce większy poziom elastyczności. Sytuację taką należy uznać za zasadną, gdyż zmniejszeniu poziomu wyceny na bazie metod dyskontowych towarzyszy tu obniżenie poziomu ryzyka prowadzenia działalności związane ze spadkiem poziomu dźwigni finansowej oraz pojawia się potencjał do uzyskania pożytków wynikających z możliwości wykorzystania okazji rynkowych wymagających uzyskania szybkiego finansowania.

## ANALIZA WSKAŹNIKOWA - WSKAŹNIKI FINANSOWE

Istnieje wiele wskaźników finansowych, które są niezwykle pomocne w ocenie kondycji finansowej analizowanego podmiotu. Pozwalają one zarówno na ocenę poziomu rentowności danego przedsięwzięcia jak również wykrycie potencjalnych zagrożeń, co do możliwości kontynuacji przedsięwzięcia w przyszłości. Analiza wskaźnikowa pomaga również w ocenie jakości zarządzania oraz wydajności wykorzystania poszczególnych składników majątku spółki. Analiza ta w przypadku dłuższych szeregów czasowych pozwala również na analizę tendencji zachodzących w danym podmiocie oraz określenie stopnia w jakim działalność podmiotu charakteryzuje się cyklicznością zarówno jeżeli chodzi o okres roczny jak i dłuższe cykle wpływające na funkcjonowanie podmiotu. Kolejną bardzo istotną cechą analizy wskaźnikowej jest możliwość jej zastosowania w celu uzyskania porównania z inną spółką, lub odniesienia jej wyników do średniej sektorowej. Do podstawowych grup wskaźników cechujących się największym stopniem istotności dla spółki należy zaliczyć:

Wskaźniki rentowności. Ta grupa wskaźników odnosi poziomy zysków osiągniętych przez podmiot na poszczególnych poziomach rachunku zysków i strat oraz bardziej rozbudowane miary wielkości zysków do poziomu przychodów generowanych przez podmiot. Odniesienie to może mieć charakter globalny jak również w ramach poszerzonej analityki spotykane jest obliczanie poniższych wskaźników w podziale na poszczególne segmenty działalności spółki. Do podstawowych wskaźników z tej grupy zaliczamy:

- Wskaźnik rentowności brutto na sprzedaży:  $\text{Zysk brutto na sprzedaży} / \text{Przychody ze sprzedaży}$
- Wskaźnik rentowności EBITDA:  $\text{EBITDA (EBIT + Amortyzacja)} / \text{Przychody ze sprzedaży}$
- Wskaźnik rentowności EBIT:  $\text{EBIT (Zysk z działalności operacyjnej)} / \text{Przychody ze sprzedaży}$
- Wskaźnik rentowności na poziomie NOPLAT:  $\text{NOPLAT (EBIT - Podatek)} / \text{Przychody ze sprzedaży}$
- Wskaźnik rentowności na poziomie FCF:  $\text{FCF (Wolne przepływy pieniężne)} / \text{Przychody ze sprzedaży}$
- Wskaźnik rentowności brutto:  $\text{Zysk brutto} / \text{Przychody ze sprzedaży}$
- Wskaźnik rentowności netto:  $\text{Zysk netto} / \text{Przychody ze sprzedaży}$

Wskaźniki efektywności. Grupa ta odnosi się zasadniczo do trzech frakcji wskaźników. Pierwszą grupą są wskaźniki badające efektywność wykorzystania aktywów będących w posiadaniu spółki. Drugą grupą są wskaźniki obrazujące efektywność wykorzystania kapitałów własnych. Ostatnią grupą są wskaźniki specyficzne dla konkretnego sektora lub branży. Do podstawowych wskaźników z tej grupy zaliczamy:

- Wskaźnik efektywności aktywów:  $\text{Przychody ze sprzedaży} / \text{Aktywa}$
- Wskaźnik efektywności kapitału własnego:  $\text{Przychody ze sprzedaży} / \text{Kapitał własny}$
- Wskaźnik rentowności aktywów (ROA):  $\text{Zysk netto} / \text{Aktywa}$
- Wskaźnik rentowności kapitałów własnych (ROE):  $\text{Zysk netto} / \text{Kapitał własny}$
- Wskaźnik rentowności aktywów na poziomie EBITDA:  $\text{EBITDA (EBIT + Amortyzacja)} / \text{Aktywa}$
- Wskaźnik rentowności kapitałów własnych na poziomie EBITDA:  $\text{EBITDA (EBIT + Amortyzacja)} / \text{Kapitał własny}$
- Wskaźnik rentowności aktywów na poziomie EBIT:  $\text{EBIT (Zysk z działalności operacyjnej)} / \text{Aktywa}$
- Wskaźnik rentowności kapitałów własnych na poziomie EBIT:  $\text{EBIT (Zysk z działalności operacyjnej)} / \text{Kapitał własny}$
- Wskaźnik rentowności aktywów na poziomie FCF:  $\text{FCF (Wolne przepływy pieniężne)} / \text{Aktywa}$
- Wskaźnik rentowności kapitałów własnych na poziomie FCF:  $\text{FCF (Wolne przepływy pieniężne)} / \text{Kapitał własny}$

Ponadto w ramach wskaźników specyficznych często Aktywa lub Kapitał własny zastępowane są w powyższych wzorach specyficznymi dla danej branży punktami odniesienia. Takim punktem odniesienia mogą być na przykład: Liczba pracowników, Liczba klientów, Liczba oddziałów, czy inny czynnik będący istotnym punktem odniesienia w obrębie danego sektora czy modelu biznesowego.

Wskaźniki zadłużenia. Wskaźniki z tej grupy są niezwykle istotne z punktu widzenia oceny stabilności funkcjonowania podmiotu i poziomu ryzyka, jakim cechuje się dane przedsięwzięcie gospodarcze. Ponadto grupa ta obrazuje również elastyczność, jaką cechuje się prowadzona działalność w kontekście struktury finansowania działalności. Do podstawowych wskaźników z tej grupy zaliczamy:

- Wskaźnik zadłużenia:  $\text{Zobowiązania} / \text{Aktywa}$
- Wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych:  $\text{Zobowiązania} / \text{Kapitał własny}$
- Wskaźnik zadłużenia oprocentowanego:  $\text{Zobowiązania oprocentowane} / \text{Aktywa}$

- Wskaźnik zadłużenia oprocentowanego kapitałów własnych: Zobowiązania oprocentowane / Kapitał własny
- Wskaźnik zadłużenia netto: Dług netto / Aktywa
- Wskaźnik zadłużenia netto kapitałów własnych: Dług netto / Kapitał własny
- Wskaźnik zadłużenia netto w stosunku do zysków EBITDA: Dług netto / EBITDA
- Wskaźnik zadłużenia netto w stosunku do zysków EBIT: Dług netto / EBIT
- Wskaźnik zadłużenia netto w stosunku do FCF: Dług netto / FCF

Wskaźniki płynności. Wskaźniki z tej grupy odnoszą się głównie do analizy poziomu ryzyka związanego z prowadzoną działalnością i określenia perspektyw w zakresie możliwości kontynuacji działalności przez podmiot w przyszłości. Ponadto grupa ta obrazuje również elastyczność jaką cechuje się prowadzona działalność w kontekście zmieniających się warunków zewnętrznych. Do podstawowych wskaźników z tej grupy zaliczamy:

- Wskaźnik płynności bieżącej: Aktywa obrotowe / Zobowiązania krótkoterminowe
- Wskaźnik płynności szybkiej: (Środki pieniężne + Papiery wartościowe + Należności) / Zobowiązania krótkoterminowe
- Wskaźnik płynności natychmiastowej: (Środki pieniężne + Papiery wartościowe krótkoterminowe) / Zobowiązania krótkoterminowe
- Wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem EBITDA: EBITDA / Odsetki
- Wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem EBIT: EBIT / Odsetki
- Wskaźnik pokrycia odsetek przez FCF: FCF / Odsetki

Wskaźniki rotacji. Analiza wskaźników z tej grupy pozwala na stwierdzenie czy spółka jest dawcą kredytu kupieckiego czy jego biorcą. Ponadto dzięki tym wskaźnikom możliwa jest analiza adekwatności utrzymywania określonych poziomów wybranych pozycji bilansowych. Do podstawowych wskaźników z tej grupy zaliczamy:

- Wskaźnik rotacji zapasów: Średni poziom zapasów w okresie / Wartość sprzedanych towarów, materiałów i usług \* 365
- Wskaźnik rotacji należności: Średni poziom należności w okresie / Przychody ze sprzedaży
- Wskaźnik rotacji zobowiązań: Średni poziom zobowiązań w okresie / Wartość sprzedanych towarów, materiałów i usług \* 365
- Wskaźnik rotacji kapitału obrotowego: (Aktywa obrotowe – Zobowiązania krótkoterminowe) / Średnio w okresie / Przychody ze sprzedaży \* 365
- Wskaźnik konwersji gotówki: Wskaźnik rotacji zapasów + Wskaźnik rotacji należności - Wskaźnik rotacji **zobowiązań**

Istotną kwestią w analizie wskaźnikowej jest również analiza poziomu dźwigni finansowej i operacyjnej oraz poziomu progu rentowności.

- Próg rentowności ilościowy: Koszty stałe / (Cena jednostkowa – Koszt jednostkowy zmienny)
- Próg rentowności wartościowy: Próg rentowności ilościowy \* Cena jednostkowa
- Dźwignia operacyjna: (Przychody ze sprzedaży – Koszty zmienne) / (Przychody ze sprzedaży – Koszty razem)
- Dźwignia finansowa: EBIT / EBIT - Odsetki