

Vademecum bilansów handlowych spółek giełdowych



Akcje powinno wybierać się tak, jak wybiera się warzywa i owoce na targu, a nie tak, jak wybiera się perfumy w drogerii.

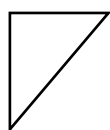


Po co czytać sprawozdania?

Kupując akcje danej firmy, kupujemy część biznesu, który ta firma prowadzi. Stajemy się właścicielem jej przychodów, jej zysków, jej zadłużenia. Pytanie tylko – czego jest więcej, długu czy zysków?

Kupując spółkę z dużym zadłużeniem, ze spadającymi przychodami, z ujemnym przepływem gotówki; spółkę, której nie stać na wypłaty wynagrodzeń, ponieważ w kasie znajduje się mniej gotówki niż wymaga tego sytuacja; i w końcu spółkę, która w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy nie będzie w stanie spłacić zaciągniętego kredytu – to kupując taką spółkę, na co liczymy? Na wzrost ceny akcji? Dlaczego akcje bankruta miałyby rosnąć?

Sztuka polega na tym, żeby tego bankruta zawczasu rozpoznać. Do tego służy bilans handlowy.



Budowa sprawozdania finansowego spółki



Income statement



Balance sheet



Cash-flow

Income statement

mówi o tym, ile firma zarobiła w odniesieniu do tego, ile w tym samym czasie wydała. Income statement pozwala więc sprawdzić czy spółka zarabia jakieś pieniądze "na czysto", czyli inaczej – czy generuje zysk netto.

A jeśli generuje zysk netto, to porównanie tych aktualnych danych z danymi z lat poprzednich pozwoli nam sprawdzić, czy zyski rosną czy spadają.

Nawet jeśli zyski cały czas rosną, to pozostaje pytanie o koszty – czy koszty prowadzenia działalności nie stają się coraz bardziej uciążliwe?

Najważniejsze jest to, aby przychody, zyski oraz marża spółki nieustannie rosły lub przynajmniej nie spadały.

Balance sheet

to bilans spółki, który pozwala porównać, ile spółka ma względem tego, ile w tym czasie jest komuś winna.

Po stronie swoich aktywów spółka może mieć, np. gotówkę, instrumenty finansowe, zakupione surowce do produkcji materiałów, linie produkcyjne, flotę samochodów, meble będące wyposażeniem biur etc.

Po stronie swoich pasywów spółka może mieć natomiast zobowiązania wobec poddostawców (faktury do zapłacenia), zobowiązania wobec pracowników (wynagrodzenia) i zobowiązania wobec banków (kredyty).

Istotne jest, aby aktywów było więcej niż pasywów.

Cash-flow statement

mówi o tym, ile pieniędzy w formie gotówki lub przelewów faktycznie wpływa do spółki i z jakiego tytułu.

To, że firma w momencie wystawienia faktury i wysyłki towaru księguje przychód, nie oznacza jeszcze, że za ten towar czy usługę kontrahent rzeczywiście zapłaci.

W przypadku spółek detalicznych konsument płaci od razu przy kasie, ale w przypadku, np. handlu pomiędzy hurtowniami terminy płatności są odroczone i tej pewności już nie ma.

Cash-flow statement pozwala też podejrzeć, co potem dzieje się z pieniędzmi, które wpłynęły do firmy.

Gdzie one się rozchodzą?

Income statement - zyskowność



Income statement zaczyna się od wykazania przychodu osiągniętego w danym roku, od którego następnie odejmowane są wszystkie koszty uzyskania tego przychodu oraz podatki, by na koniec ukazać, ile zysku netto zostało do dyspozycji spółki lub akcjonariuszy.

Total Revenue

Wszystkie przychody ze sprzedaży uzyskane przez firmę w danym roku rozliczeniowym. Jeśli firma produkuje wiadra, to będzie to łączna suma, za którą firmie udało się te wiadra sprzedać.

Costs of Revenue

Koszty, które firma musiała ponieść, żeby wyprodukować swój produkt czy dostarczyć usługę. W te koszty wchodzi wydatki bezpośrednio związane z wytworzeniem towaru, np. aluminium potrzebne do produkcji wiadra, wynagrodzenia pracowników, rachunek za prąd w fabryce etc.

Gross Profit

Kwota, która zostaje po odjęciu kosztów od uzyskanego przychodu. To pole jest istotne, ponieważ może wystąpić sytuacja, w której przychody firmy rosną cały czas, ale koszty uzyskania tych przychodów rosną jeszcze szybciej. W takim wypadku, w którymś momencie wyprodukowanie towaru będzie kosztowało więcej niż zysk z jego sprzedaży i spółka stanie się nierentowna.

Operating Expenses

Inne wydatki, które nie są bezpośrednio potrzebne, aby wyprodukować dany towar, ale są niezbędne, aby firma funkcjonowała poprawnie.

Najczęściej są to wydatki na marketing i reklamę, R&D, administrację spółki, obsługę prawną etc. Zatrudnienie sekretarki teoretycznie nie jest niezbędne, aby wyprodukować wiadro, ale bez niej firma nie będzie funkcjonowała poprawnie.

Costs of Revenue oraz **Operating Expenses** razem określane są mianem **Expenditures**.

Operating Income

Zysk operacyjny lub strata, która powstaje po odjęciu wszystkich kosztów (Expenditures) od uzyskanych wcześniej przychodów. Zysk operacyjny nie jest jeszcze zyskiem netto, ponieważ nie został od niego zapłacony podatek, ani odjęty koszt obsługi zadłużenia.

EBIT (Earnings Before Interests and Taxes)

Zysk operacyjny czasem określane jest skrótem EBIT, który oznacza, że jest to zysk wypracowany przez firmę przed zapłatą podatku i odsetek. EBIT to synonim zysku operacyjnego.

Interest Expense

Koszt obsługi zadłużenia, czyli wszystkie odsetki od zaciągniętych kredytów czy kupony od wyemitowanych obligacji, które spółka musiała spłacić w danym roku.

Income Tax Expense

Podatek dochodowy od zysku, który spółka musiała zapłacić w danym roku. Jest to jedna z głównych przyczyn tego, że młode spółki nie lubią wykazywać zbyt wysokich zysków na początku swojej działalności, aby jak największą część przychodów reinwestować w rozwój działalności, a nie oddawać na rzecz fiskusa.

Non-recurring Events / Discontinued Operations

Informacja o tym czy w danym roku wystąpiło jednorazowe wydarzenie, które wpłynęło na wysokość wypracowanego zysku. To może być, np. zakup nieruchomości czy koszty naprawy fabryki po katastrofie lub wypadku. Są to zdarzenia jednorazowe.

Net income / EPS

Zysk netto (lub zysk netto na jedną akcję), który wyliczony został jako przychód uzyskany przez spółkę w danym roku minus wszystkie inne pozostałe wydatki produkcyjne, pozaprodukcyjne, jednorazowe, odsetki i podatki. Czasem podawany jest tzw. **Adjusted Net Income/EPS**, który oznacza, że wyłączone zostały z niego zdarzenia jednorazowe, które zaburzyły wynik, ale więcej się już nie powtarzają.

Balance sheet - fundamenty



Balance sheet jest zrzutem stanu z jednego konkretnego dnia (zazwyczaj na koniec roku), który pokazuje, co spółka ma w swoich księgach, a co jest winna komuś innemu. Spółka, która posiada więcej niż jest dłużna, to dobra spółka o solidnych fundamentach.

Current Assets

Najbardziej płynne aktywa, które można zamienić na gotówkę w ciągu dwunastu miesięcy. W skład **current assets** wchodzi **cash** i ekwiwalenty, czyli gotówka, чеки etc., a także **short term investments**, czyli np. lokaty krótkoterminowe oraz **inventory** rozumiane jako wszystkie półprodukty potrzebne do wykonania towaru, które firma już nabyła, ale jeszcze ich nie wykorzystała lub już wyprodukowane towary, ale jeszcze nie sprzedane, czyli np. czekające w magazynie.

Receivables / Account Receivables

Odmienną kategorią niematerialnych aktywów krótkoterminowych są tzw. **receivables** rozumiane jako towary już wysłane do klientów, ale takie, za które jeszcze nie wpłynęły pieniądze i spółka dopiero na nie oczekuje. Mówiąc inaczej, są to należności do ściągnięcia od klientów, które spółka szacuje, że uda się pozyskać w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy.

Property, Plant and Equipment (PP&E)

Nieruchomości, linie produkcyjne, sprzęt potrzebny do produkcji oraz inne aktywa, które nie zostaną zamienione na gotówkę w ciągu roku. Zazwyczaj w spółkach produkcyjnych ta kategoria aktywów stanowi największą wartość.

Goodwill / Intangible assets

Wartości niematerialne, takie jak patenty, rozpoznawalne logo, zarejestrowane znaki towarowe etc. Szczególnym rodzajem wartości niematerialnych jest tzw. **goodwill**, który powstaje w momencie przejmowania innej spółki. Gdy firma nadrzędna przejmuje spółkę o wartości 100 mln płacąc za nią 120 mln, to kwota 20 mln trafia do rubryki **Goodwill**, rozumianej jako „przeplacenie za spółkę w dobrej wierze”. Dobra wiara polega na tym, że firma przejmująca oczekuje, iż fuzja wpłynie na zwiększenie jej zysków w przyszłości i dlatego warto jest przeplacić za połączenie. Problem pojawia się wtedy, gdy fuzja nie przynosi zamierzonego efektu i w pewnym momencie spółka matka musi zrobić tzw. odpis, czyli księgowo obniżyć wartość swoich aktywów zmniejszając ją w rubryce **Goodwill**.

Depreciation / Amortization

Spadek wartości majątku spółki w danym roku wynikający z upływu czasu oraz ze zużycia sprzętu. Jeśli **PP&E** wynosi 50 mln, a jego spadek wartości 10 mln, to oznacza, że po trzech latach wartość **PP&E** będzie wynosiła już tylko 20 mln.

-- **Total Assets (wszystkie aktywa łącznie)** --

Current Liabilities

Wszystkie wydatki, które firma będzie musiała ponieść w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy. **Accounts Payable** (otrzymane, ale jeszcze nie zapłacone faktury), **Accrued Expenses** (wynagrodzenia dla pracowników, podwykonawców, odsetki), **Current Portion of Long Term Debt** (ta część długoterminowego zadłużenia, która będzie do spłaty w nadchodzącym roku), **Income Tax Payable** (spodziewany podatek do zapłaty)

Long Term Debt

Zadłużenie, które będzie do spłaty w terminie dłuższym niż 12 miesięcy. Sam wzrost tego zadłużenia nie jest koniecznie złym sygnałem pod warunkiem, że zadłużenie nie rośnie szybciej niż zyski.

-- **Total Liabilities (wszystkie pasywa łącznie)** --

Shareholders' Equity

Wartość spółki netto z punktu widzenia akcjonariuszy, czyli **Total Assets** minus **Total Liabilities**. Wskazano, że wartość spółki netto cały czas rosła lub przynajmniej nie spadała.

Cash-flow - przepływy



Cash-flow Statement śledzi rzeczywisty przepływ gotówki, to znaczy pozwala określić, skąd ona pochodzi i dokąd potem wypływa. Śledzenie gotówki jest o tyle istotne, że papierowym zyskiem netto nie da się zapłacić raty kredytu, ani wypłacić wynagrodzenia pracownikom. Do tego potrzebna jest gotówka. **Cash-flow Statement** pokazuje, ile firma miała gotówki na początku roku raportowego (starting line), a także, co na przestrzeni tego roku działo się z tą gotówką oraz czy pojawiły się w tym czasie nowe wpływy i jak sytuacja wyglądała na koniec danego roku (ending line).

Operating Activities / Cash From Operations

Gotówka, która wpływa do spółki jako rezultat prowadzonej działalności operacyjnej. Nie ze sprzedaży majątku, nie z zaciągania kredytu, tylko z faktu prowadzenia takiej działalności, do jakiej spółka została powołana. Bardzo istotne jest, aby wpływy z działalności operacyjnej stanowiły większość pozyskiwanego kapitału i aby ten kapitał zwiększał się z roku na rok. Mówiąc inaczej, inwestorom powinno zależeć, żeby ich spółka generowała coraz więcej prawdziwych pieniędzy, a nie tylko nadmuchiwała papierowe zyski.

Investing Activities / Cash From Investments

Gotówka pochodząca (lub wydawana) na działalność inwestycyjną rozumianą najczęściej jako nabywanie lub zbywanie majątku. Nie jest to działalność inwestycyjna w rozumieniu kupowania i sprzedawania akcji na giełdzie. Wydatkiem na działalność inwestycyjną (kwota ujemna) może być, np. zakup nowego urządzenia na taśmę montażową czy moderniza-

cja linii produkcyjnej albo zakup ziemi pod budowę drugiej fabryki. W tej rubryce najczęściej pojawiają się kwoty ujemne, ponieważ firma zazwyczaj zarabia pieniądze na działalności operacyjnej i potem część tej gotówki przeznacza na inwestycje w dalszy rozwój działalności.

Czasem jednak zdarza się, iż pojawiają się tu kwoty dodatnie. Jest to wtedy gotówka wpływająca najczęściej z wyprzedaży majątku. Firma sprzedaje swoją ziemię, swoje nieruchomości, swoje maszyny i w ten sposób pozyskuje kapitał. Na dłuższą metę jest to sytuacja dość niebezpieczna, ponieważ każdy majątek kiedyś się kończy, a akcjonariusze woleliby jednak, aby firma generowała gotówkę z działalności operacyjnej, do której została powołana.

Financing Activities / Cash From Financing

Przepływy gotówkowe z działalności finansowej rozumianej jako emisja obligacji, emisja nowych serii akcji, wypłata dywidendy, skup akcji etc.

Każda firma może pozyskiwać gotówkę z trzech źródeł: z działalności operacyjnej, z wyprzedaży majątku lub z długu. Ta rubryka mówi o tym czy spółka zaciąga coraz więcej długu (kwoty dodatnie) czy spłaca ten już wyemitowany (kwoty ujemne).

Rubryki, które znajdują się w tej części to głównie: **dividends**, czyli wypłacone dywidendy; **stock issuance (retirement)**, czyli emisja nowych akcji lub umorzenie już istniejących oraz **debt issuance (retirement)**, czyli wypuszczenie nowych serii obligacji albo ich spłata, w zależności od tego, czy kwota jest ujemna czy dodatnia.

Dodatkowym polem często raportowanym oddzielnie jest **Interest Paid**, a więc odsetki zapłacone w danym roku od obsługi istniejącego zadłużenia.

Ending Cash / Ending Line

Informacja o tym, ile na koniec roku zostało gotówki w kasie. Idealną sytuacją jest, kiedy cash-flow jest pozytywny (**Net Change in Cash**), czyli na koniec roku zostaje w kasie więcej gotówki, niż było tam na początku.

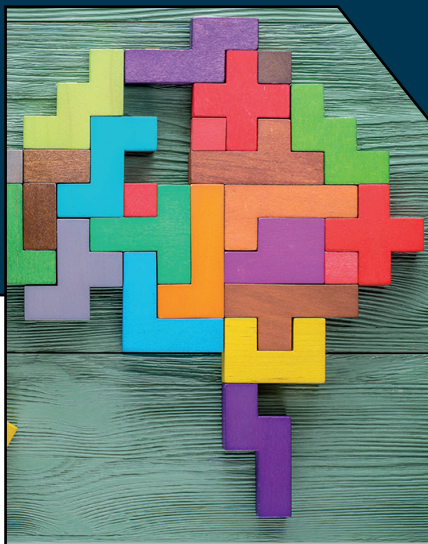
Drugim pozytywnym sygnałem jest sytuacja, w której zdecydowana większość gotówki generowana jest z działalności operacyjnej, a nie finansowej czy inwestycyjnej oraz taka, gdzie firma nie emituje nowego zadłużenia, a raczej spłaca dotychczasowo zaciągnięte zobowiązania.

Jak należy czytać sprawozdania finansowe?



Sama wartość liczbową to za mało

Sprawozdań finansowych nie można traktować dosłownie. Sam fakt, że spółka zwiększa zadłużenie to jeszcze za mało, żeby uznać ją za ryzykowną. Być może pomimo wzrostu, w dalszym ciągu jest to najniższe zadłużenie w całym sektorze albo pomimo wzrostu zadłużenia o 10%, zyski spółki wzrosły w tym czasie o 20%. Każdy odczyt należy więc odsnieść do czegoś innego.



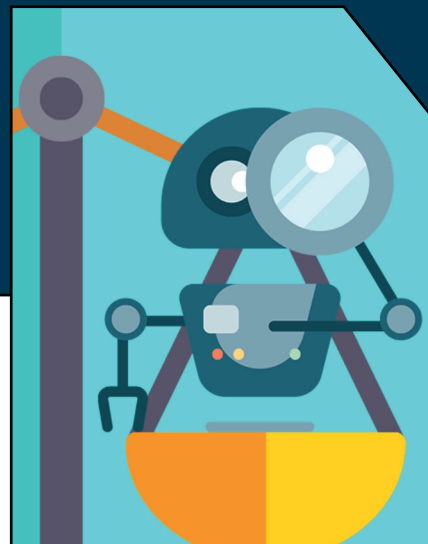
Metoda krzyżowa

Porównujemy wyniki danej firmy do innych spółek działających w tej samej branży. Badając sprawozdania finansowe nie można wyciągać zbyt pochopnych wniosków, ponieważ każda branża ma swoją specyfikę. W jednej koszty są bardzo wysokie, a marże niskie, natomiast w innej nie ma kosztów, za to marże są ogromne. Dlatego każdy zbadany wynik należy odnieść do szerszego kontekstu. Pomocna w tym będzie zwłaszcza porównawcza metoda wskaźnikowa.



Metoda historyczna

Badamy sprawozdania finansowe tej samej spółki na przestrzeni ostatnich lat. W ten sposób staramy się rozpoznać wzorzec zachowań w danej dziedzinie i rozpoznać trend (pozytywny albo negatywny). Porównujemy więc rok po roku czy przychody, koszty oraz zyski rosną czy spadają? Czy spółka generuje coraz więcej gotówki z działalności operacyjnej? Czy zadłużenie nie rośnie szybciej niż przychody/zyski? Czy firma nie zaczyna wyprzedawać majątku?



Metoda wskaźnikowa

Porównujemy ze sobą poszczególne rubryki tego samego sprawozdania finansowego tworząc wskaźniki. Current Assets porównujemy z Current Liabilities, żeby sprawdzić czy spółka posiada odpowiednią płynność finansową (w taki sposób otrzymamy tzw. Current Ratio). Porównujemy EBIT z Interest Expense, żeby zobaczyć jak wiele lat firma będzie w stanie spłacać swoje zadłużenie przy wykorzystaniu jednorocznego zysku netto (Interest Coverage) i tak dalej.