

WIESŁAW JANIK

ARTUR PAŹDZIOR

Politechnika Lubelska

KONDYCJA FINANSOWA I WARTOŚĆ RYNKOWA SPÓŁEK GIEŁDOWYCH SEKTORA ELEKTROENERGETYCZNEGO

Streszczenie

Celem artykułu jest ocena efektywności funkcjonowania i wartości rynkowej spółek energetycznych notowanych na GPW w Warszawie. Przedmiotem analizy były cztery spółki obecne na warszawskim pakiecie od 2008 roku. Wszystkie charakteryzują się dobrą kondycją finansową. Ich wartość rynkowa w badanym okresie ulegała różnokierunkowym zmianom, które były bardziej związane ze zmianami sytuacji makroekonomicznej niż kondycją ekonomiczną spółek.

Na podkreślenie zasługuje fakt, że najlepiej była postrzegana przez inwestorów spółka PEP SA, której głównym przedmiotem działalności są wdrożenia związane z innowacjami w produkcji energii elektrycznej oraz energooszczędnych technologii. Z uwagi na przestarzałość infrastruktury elektroenergetycznej w Polsce oraz politykę klimatyczną UE perspektywy rozwojowe tej spółki kształtują się bardzo korzystnie.

Słowa kluczowe: efektywność, rentowność kapitałów, wartość rynkowa, spółki energetyczne

Wprowadzenie

Z początkiem transformacji systemu gospodarczego w Polsce rozpoczęła się stopniowa przebudowa sektora elektroenergetycznego w kierunku tworzenia

rynku energii. Proces ten rozpoczął się od podziału sektora na trzy zasadnicze elementy: wytwarzanie energii elektrycznej, przesył i dystrybucję oraz handel energią. W rezultacie powstały po stronie podażowej trzy grupy podmiotów gospodarczych. Są to:

- a) wytwórcy energii (elektrownie, elektrociepłownie, producenci energii ze źródeł odnawialnych);
- b) przedsiębiorstwa zajmujące się przesyłaniem i dystrybucją energii (przedsiębiorstwa przesyłowe i dystrybucyjne);
- c) energią (podmioty gospodarcze dostarczające energię do końcowych odbiorców).

Energia elektryczna wytwarzana jest w 19 elektrowniach zawodowych (systemowych), około 50 elektrociepłowniach zlokalizowanych w dużych aglomeracjach wytwarzających ciepło i energię elektryczną oraz w około 160 elektrociepłowniach przemysłowych funkcjonujących przy dużych przedsiębiorstwach. Te pierwsze wytwarzają około 75% energii elektrycznej zużywanej w kraju. Druga grupa firm wytwarza około 16%, zaś grupa trzecia około 5% energii elektrycznej.

Przesyłem i dystrybucją energii elektrycznej zajmują się operatorzy systemu elektroenergetycznego, w jego ramach operator systemu przesyłowego, jakim są PSE – Operator oraz operatorzy systemów dystrybucyjnych (OSD). Do zadań PSE należy zarządzanie bieżącym funkcjonowaniem systemu przesyłowego, konserwacja, naprawy i rozwój sieci przesyłowej, zarządzanie rynkiem bilansującym oraz wymiana energii między systemem elektroenergetycznym Polski i krajów sąsiednich. Natomiast OSD zajmują się zarządzaniem bieżącym funkcjonowaniem sieci dystrybucyjnych, ich konserwacją, remontami i rozwojem. Obecnie funkcjonuje w Polsce 14 przedsiębiorstw zajmujących się dystrybucją energii elektrycznej. W wyniku rozdzielenia działalności handlowej i dystrybucyjnej powstało około 310 spółek sprzedających energię elektryczną bezpośrednim użytkownikom.

W dalszej kolejności następowały procesy restrukturyzacji i prywatyzacji. Trwały dość długo i były realizowane z różną skutecznością¹. W rezultacie tych procesów powstało siedem dużych koncernów energetycznych zintegrowanych pionowo, obejmujących zarówno producentów, dystrybutorów, jak i sprzedawców energii elektrycznej. Są to PGE, Enea, Energa, Tauron – Polska Energetyka,

¹ Szerzej na ten temat pisze P. Makaruk, *Stan i kierunki postępującej transformacji polskiego sektora elektroenergetycznego*, w: A. Chochołowski, F. Krawiec (red.), *Zarządzanie w energetyce*, Difin, Warszawa 2008, s. 70–96.

Vattenfall, PKP – Energetyka oraz RWE Stoen. Różnią się między sobą zasięgiem terytorialnym, liczbą podmiotów wewnętrznych oraz liczbą odbiorców. Na trzech głównych uczestników rynku energii (PGE, Tauron i Energia) przypada ponad połowę zainstalowanej mocy i ponad 75% obrotów energią na rynku hurtowym. Sama PGE dysponuje 36% mocy wytwórczej i ma prawie połowę udziału w hurtowym rynku energii elektrycznej. Tylko nieliczne spółki tego sektora są notowane na GPW w Warszawie.

Celem artykułu jest ocena efektywności funkcjonowania i wartości rynkowej spółek energetycznych notowanych na GPW w Warszawie. Szczególną uwagę zwrócono na rentowność i płynność finansową spółek w kontekście ich wartości rynkowej.

1. Spółki energetyczne na GPW w Warszawie

Przedmiotem analizy są cztery spółki, których akcje są notowane na GPW, a mianowicie: Elektrociepłownia „Będzin” SA, Grupa Kapitałowa ENEA SA, Grupa Kapitałowa Kogeneracja SA i Grupa Kapitałowa PEP SA. Przedmiot działalności badanych spółek jest podobny, aczkolwiek struktura tej działalności jest dość zróżnicowana. Działalność spółek Będzin SA i Kogeneracja SA jest skoncentrowana na produkcji energii cieplnej i elektrycznej. Spółka Enea zajmuje się produkcją, dystrybucją i handlem energią elektryczną, zaś spółka PEP SA zajmuje się wdrażaniem projektów w zakresie wytwarzania energii elektrycznej i cieplnej oraz produkcją paliw energetycznych.

Elektrociepłownia „Będzin” SA jest spółką giełdową notowaną na rynku podstawowym GPW w Warszawie. Głównym rynkiem zbytu jest Zagłębie Dąbrowskie. Historia spółki sięga 1909 roku, kiedy Towarzystwo Górniczo-Przemysłowe „Hrabia Renard” uzyskało koncesję na wytwarzanie i sprzedaż energii elektrycznej dla gospodarstw domowych i oświetlenia Sosnowca. Skutkiem tej decyzji było wybudowanie niewielkiej elektrowni na prąd stały. Głównym udziałowcem spółki jest niemiecka firma envia Mitteldeutsche Energie AG, w której posiadaniu jest obecnie 69,56% akcji Elektrociepłowni. Bank Gospodarstwa Krajowego dysponuje 9,89% akcji, zaś w rękach pozostałych akcjonariuszy jest obecnie 20,55% walorów spółki².

² www.ecbedzin.pl (28.04.2012).

Grupa ENEA SA ma blisko 16% udziału w polskim rynku energii elektrycznej. Sieć dystrybucyjna spółki obejmuje obszar około 20% powierzchni kraju. Jest to obszar zachodniej i północno-zachodniej Polski. Większość klientów (blisko 90%) spółki stanowią klienci biznesowi. W 2010 roku całkowita sprzedaż w ramach obrotu energią wyniosła 18,5 TWh. Wytwarzaniem energii elektrycznej w Grupie zajmuje się Elektrownia „Kozienice” SA, w której w 2010 roku wyprodukowano 12 318 172 MWh energii elektrycznej brutto. Mimo że historia spółki ENEA SA sięga połowy XX wieku, powstała 2 stycznia 2003 roku w wyniku połączenia pięciu spółek: Energetyki Poznańskiej SA, Energetyki Szczecińskiej SA, Zakładu Energetycznego Gorzów SA, Zielonogórskich Zakładów Energetycznych SA i Zakładu Energetycznego Bydgoszcz SA. Obecnie 51,61% akcji Grupy jest w posiadaniu Skarbu Państwa, 18,67% akcji należy do spółki Vattenfall AB, 29,72% jest w posiadaniu pozostałych akcjonariuszy³.

Kogeneracja SA zajmuje się produkcją ciepła i energii elektrycznej, głównie w układzie skojarzonym. W skład Zespołu Elektrociepłowni Wrocławskich Kogeneracja SA wchodzi trzy zakłady produkcyjne: EC Wrocław, EC Czechnica i EC Zawidawie. Łączna moc produkcyjna tych zakładów wynosi 363 MW energii elektrycznej oraz 1083,2 MWt energii cieplnej. Historia spółki sięga 1900 roku, natomiast 26 września 1999 roku utworzono spółkę Zespół Elektrociepłowni Wrocławskich Kogeneracja SA. Na warszawskiej GPW spółka zadebiutowała 26 maja 2000 roku – 17,74% akcji Grupy jest w posiadaniu EC Kraków SA, 16,67% należy do EDF International SA, 15,59% do EDF Investment III BV, 9,97% do OFE PZU „Złota Jesień”, 8,72% do OFE ING, 5,23% do Aviva OFE, 26,08% jest rękach pozostałych akcjonariuszy⁴.

Klientami Grupa Polish Energy Partners PEP SA są przede wszystkim odbiorcy biznesowi działający w branżach odznaczających się wysoką energochłonnością procesu produkcji (np. przemysł papierniczy i chemiczny). Spółka PEP SA została powołana do życia w lipcu 1997 roku. Była to pierwsza w Polsce prywatna, niezależna firma energetyczna. W roku następnym spółka wybudowała pierwszą elektrociepłownię. W następnych latach realizowała kolejne projekty, w tym w ramach outsourcingu. Od 13 maja 2005 roku PEP SA jest spółką publiczną notowaną na GPW w Warszawie⁵ – 18,04% akcji spółki jest w posiadaniu Generali OFE, 10,65% należy do ING OFE, 10,64% do Pioneer Pekao Invest-

³ www.enea.pl (28.04.2012).

⁴ www.kogeneracja.com.pl (28.04.2012).

⁵ www.pepsa.com.pl (28.04.2012).

ment Management SA, 10,11% do Aviva OFE, 5,04% do Aviva Investors, 4,70% do Funduszy Quercus, 40,3% jest w posiadaniu pozostałych akcjonariuszy.

2. Zadłużenie i rentowność kapitałów (również EDF)

Teoretycznie cena akcji spółek giełdowych jest pochodną potencjalnych korzyści, jakie mogą mieć inwestorzy z tytułu udziałów w kapitałach własnych. Korzyści materializują się w pobieranych dywidendach i w wyższych cenach akcji. Ich źródłem są zyski generowane przez spółki i ich relacja do wartości zaangażowanych kapitałów. Wyżej scharakteryzowane spółki w badanych latach generowały zyski, zapewniające rentowność sprzedaży mierzoną zyskiem netto w 2011 roku na poziomie od 7,39% (Będzin) do 32,32% (PEP). Ten poziom zysku zapewnił rentowność z kapitałów własnych w wysokości od 7,86% (Enea) do 19,18% (PEP) (tabela 1).

Tabela 1

Rentowność sprzedaży, kapitałów i efekt dźwigni finansowej w 2011 roku (%)

Lp.	Wyszczególnienie	Będzin	Enea	Kogeneracja	PEP
1	Rentowność sprzedaży	7,39	8,26	11,48	32,31
2	Rentowność kapitałów własnych	14,05	7,86	11,47	19,19
3	Zadłużenie ogółem w %	39,00	24,00	42,00	64,00
4	Rentowność kapitałów ogółem	8,22	5,97	5,66	5,55
5	Efekt dźwigni finansowej	5,83	1,89	5,81	13,63

Źródło: opracowanie własne.

W analizowanym okresie wskaźniki te ulegały różnokierunkowym zmianom, aczkolwiek zmiany te w latach 2009–2011 były relatywnie niewielkie. Najniższe wartości badanych wskaźników zanotowano w roku 2008 (tabele 1 i 2). Różnice te w każdej z badanych spółek są nieco inne. Najmniejsze nastąpiły w poziomie zadłużenia. W okresie czterech lat poziom tego zadłużenia nieznacznie obniżył się we wszystkich badanych podmiotach gospodarczych. Nie można jednak tego faktu wiązać ze zmianą strategii finansowania spółek. Agresywną strategię stosuje spółka PEP, której poziom zadłużenia wynosi ponad 60%. W badanym okresie obniżył się zaledwie o 4 punkty procentowe. Strategię umiarkowaną stosują spółki Będzin i Kogeneracja, zaś strategię konserwatywną spółka Enea. W tej ostatniej

w badanym okresie zachowana była nie tylko złota reguła finansowa, lecz także złota reguła bilansowa. Cały majątek trwały w tej spółce finansowano kapitałami własnymi. W pozostałych spółkach zachowano złotą regułę finansową, lecz nie spełniają one złotej reguły finansowej. Pewną część majątku trwałego tych spółek finansuje się długoterminowymi kapitałami obcymi. Najwyższy udział tych kapitałów w finansowaniu aktywów trwałych miał miejsce w spółce PEP (46% w 2011), a najniższy spółce Będzin (11% w 2011). W spółce Kogeneracja udział ten wynosi 22%. Na podstawie powyższych danych można wysnuć wnioski, że trzy spośród analizowanych podmiotów gospodarczych traktują kapitał obcy jako jeden z czynników poprawy rentowności kapitałów własnych. Polityka była dość skuteczna, co potwierdza wielkość dodatniego efektu dźwigni finansowej. Spółki bardziej zadłużone w większym zakresie korzystały z tego efektu. Warto zwrócić uwagę na fakt, że poziom efektu dźwigni finansowej w badanym okresie był dodatnio skorelowany z poziomem zadłużenia spółek. Spółka PEP, najbardziej zadłużona, w każdym z badanych lat osiągała efekt dźwigni finansowej na poziomie od 15 do prawie 18 punktów procentowych. W spółkach mniej zadłużonych (Będzin, Kogeneracja) efekt ten kształtował się w granicach 5% do 10%, zaś w spółce najmniej zadłużonej poziome tego efektu nie przekroczył 2%.

Tabela 2

Rentowność sprzedaży, kapitałów i efekt dźwigni finansowej w 2008 (%)

Lp.	Wyszczególnienie	Będzin	Enea	Kogeneracja	PEP
1	Rentowność sprzedaży	5,47	3,50	7,21	34,85
2	Rentowność kapitałów własnych	9,65	2,39	7,39	18,48
3	Zadłużenie ogółem w %	46,00	25,00	46,00	68,00
4	Rentowność kapitałów ogółem	4,59	1,69	2,55	3,40
5	Efekt dźwigni finansowej	5,06	0,70	4,84	15,07

Źródło: opracowanie własne.

Wszystkie analizowane podmioty generowały dodatni wynik finansowy (zarówno wynik operacyjny, jak i wynik netto), poziom rentowności sprzedaży był jednak bardzo zróżnicowany. Rentowność sprzedaży mierzona zyskiem netto w spółce PEP była prawie dziesięciokrotnie wyższa niż w spółce Enea. Podobne różnice występowały w rentowności sprzedaży mierzonej zyskiem operacyjnym. Wysoką rentowność sprzedaży osiągała również spółka Kogeneracja. W zależności od badanego roku była to rentowność wyższa od prawie 30% (w 2011)

do ponad 300% (2008). Zbliżony poziom rentowności sprzedaży odnotowano w spółce Będzin i Enea. Najwyższa różnica miała miejsce w roku 2008, kiedy rentowność sprzedaży w spółce Będzin była o 56% wyższa niż w spółce Enea, zaś najmniejsza różnica wystąpiła w 2010 roku, kiedy poziom tej rentowności w obu spółkach był prawie taki sam i wynosił nieco ponad 8%.

Istotne wpływ na stopę zwrotu z kapitałów własnych ma aktywność gospodarcza spółek. Do jej oceny wykorzystano wskaźniki obrotowości kapitałów (produktywności aktywów) mierzone przychodami ze sprzedaży netto oraz cykl operacyjny i cykl konwersji gotówki (tabela 3).

Tabela 3

Obrotowość aktywów, cykl operacyjny i cykl konwersji gotówki w 2011 roku

Lp.	Wyszczególnienie	Będzin	Enea	Kogeneracja	PEP
1	Obrotowość aktywów	1,13	0,73	0,57	0,22
2	Cykl operacyjny w dniach	83	54	119	366
3	Cykl konwersji gotówki w dniach	18	-9	-21	65
4	Cykl zobowiązań bieżących (dni)	65	63	140	301

Źródło: opracowanie własne.

Badane spółki różnią się znacząco aktywnością gospodarczą. Najkorzystniejsza sytuacja występowała w spółce Będzin. Produktywność aktywów była kilkakrotnie wyższa niż w PEP. Sytuacja taka miała miejsce we wszystkich badanych latach. Również w pozostałych spółkach produktywność aktywów była znacząco niższa niż w Będzinie. W 2011 roku przychody ze sprzedaży netto z jednej złotówki aktywów w spółce Enea były niższe o 55% niż w Będzinie, zaś w spółce Kogeneracja różnica na korzyść Będzina wynosiła 98%. Podobne relacje występowały we wszystkich badanych latach.

Istotne różnice występują również w długości cykli operacyjnych i cykli konwersji gotówki. Szczególnie długi cykl operacyjny odnotowano w PEP. We wszystkich badanych latach był równy lub zbliżony do jednego roku. Długi cykl operacyjny, aczkolwiek trzykrotnie krótszy, miał miejsce w spółce Kogeneracja. Najkrótszy był w spółce Enea – najdłuższy był w 2008 roku i wynosił 63 dni. W 2011 roku został skrócony do 54 dni. Była to wielkość prawie dziewięciokrotnie niższa niż w PEP.

Wszystkie spółki w znaczącym stopniu finansowały swój majątek obrotowy zobowiązaniami krótkookresowymi. Świadczą o tym duże różnice między

cyklami operacyjnymi a cyklami konwersji gotówki. W spółce PEP zobowiązania bieżące w 2011 roku były regulowane średnio po upływie 10 miesięcy. Nieco szybciej zobowiązania krótkoterminowe regulowała spółka Kogeneracja, średnio po czterech i pół miesiącach. W najmniejszym zakresie tymi zobowiązaniami finansowały swój majątek obrotowy spółki Enea i Będzin. Okres tego finansowania w 2011 roku wynosił średnio dwa miesiące. Warto podkreślić, że w tych ostatnich spółkach w badanym okresie cykl rotacyjny zobowiązań krótkookresowych ulegał systematycznemu spadkowi. W spółce PEP występowały znaczące różnice w długości tego cyklu. Najkrótszy był w 2010 roku i wynosił 202 dni. Natomiast w Kogeneracji utrzymywał się na w miarę stałym poziomie (130–140 dni).

Przyczyny tego zróżnicowania w poszczególnych spółkach mogą być inne. Można tak sądzić na podstawie wskaźników płynności finansowej (tabela 4).

Tabela 4

Wskaźniki płynności finansowej w 2011 roku

Lp.	Wyszczególnienie	Będzin	Enea	Kogeneracja	PEP
1	Wskaźnik płynności bieżący	1,67	2,37	1,12	1,62
2	Wskaźnik płynności szybki	1,10	2,17	0,74	1,35
3	Wskaźnik płynności natychmiastowej	0,23	1,40	0,23	0,56

Źródło: opracowanie własne.

3. Bezpośrednie czynniki rentowności kapitałów własnych

Rentowność przedsiębiorstwa jest kształtowana pod wpływem czynników o charakterze endo- i egzogenicznym. Do czynników egzogenicznych zaliczyć można m.in. stopień innowacyjności i tempo postępu technicznego, siłę przetargową nabywców i dostawców oraz tempo wzrostu rynku⁶. Jako inne czynniki tej grupy można jeszcze wymienić sytuację makroekonomiczną, politykę fiskalną oraz socjalną państwa. W przypadku spółek energetycznych istotnym czynnikiem są również decyzje Komisji Europejskiej w zakresie limitów emisji CO₂ oraz promocji tzw. czystej energii⁷.

⁶ Zob. G. Hawanini, C. Viallet, *Finanse menedżerskie*, PWE, Warszawa 2007, s. 182.

⁷ Zob. *Nie wiadomo, czy polski rząd zaskarży decyzje KE w sprawie obliczania darmowych pozwoleń emisji CO₂*, www.biznes.gazetaprawna.pl (27.04.2012); *Energetyczna mapa drogową 2050*, www.reo.pl (27.04.2012).

W przeciwieństwie do czynników zewnętrznych, powstających pod wpływem decyzji niezależnych od przedsiębiorstwa, na rentowność firmy oddziałują również czynniki endogeniczne, kształtowane w wyniku decyzji menedżerskich. Do tych czynników zaliczyć można pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa, jakość wytwarzanych produktów (usług), jakość obsługi, strukturę kosztów oraz strukturę majątkową i kapitałową⁸.

Wszelkie decyzje biznesowe opierają się na znalezieniu odpowiedniego kompromisu między oczekiwaną stopą zwrotu z zaangażowanego kapitału a ryzykiem inwestycyjnym. Oczekiwana stopa zwrotu nierzadko jest wyznaczana na podstawie stóp zwrotu zrealizowanych w przeszłości, czyli poprzez analizę rentowności kapitału własnego. Odpowiednim narzędziem do analizy czynników kształtujących tę rentowność jest schemat DuPonta, w którym przyjmuje się, że na zyskowność zaangażowanego kapitału własnego wpływają bezpośrednio trzy czynniki: produktywność majątku, rentowność sprzedaży oraz struktura kapitału⁹. Model ten wykorzystano w celu określenia wpływu czynników bezpośrednich na osiąganą przez analizowane spółki energetyczne stopę zwrotu z kapitału własnego. Analizę tę przeprowadzono dla lat 2009–2011.

Głównym czynnikiem zmian w poziomie rentowności kapitałów własnych w latach 2009–2011 była zmiana rentowności sprzedaży. Kierunek tego wpływu był w poszczególnych spółkach i w kolejnych latach dość zróżnicowany. Najsilniejszy wpływ tego czynnika we wszystkich badanych latach wystąpił w spółkach PEP i Kogeneracja, przy czym w roku 2009 był dodatni, zaś w pozostałych latach ujemny. W pozostałych dwóch spółkach zmiana rentowności sprzedaży w największym stopniu wpłynęła na zmianę ROE w dwóch z trzech badanych lat. We wszystkich badanych spółkach relatywnie mały wpływ na zmianę ROE wpływała zmiana produktywności aktywów. Największy wpływ na zmianę stopy zwrotu z kapitałów własnych ten czynnik miał w spółce PEP w 2010 roku (+8,55%) i w 2011 (–1,88%). W spółce Będzin ten wpływ był największy w 2009 roku (+1,68%), a w spółce Enea w 2011 (+1,11%). Natomiast w spółce Kogeneracja wpływ tego czynnika miał mniejsze znaczenie. Zmiana struktury kapitałów wywierała najmniejszy wpływ na zmianę ROE we wszystkich spółkach i we wszystkich badanych latach.

⁸ Zob. G. Hawanini, C. Viallet, *Finanse...*, s. 182.

⁹ Zob. S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstwa*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 1999, s. 85–87; W. Janik, A. Paździor, *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie*, Politechnika Lubelska, Lublin 2011, s. 102–106.

Tabela 5

Wpływ bezpośrednich czynników na zmianę rentowności kapitałów własnych
w badanych spółkach w latach 2009–2011 (%)

Lp.	Wyszczególnienie	2009	2010	2011
I	Spółka Będzin SA			
	Wpływ zmian produktywności majątku	1,68	1,03	-1,09
	Wpływ zmian rentowności sprzedaży	0,72	5,42	-1,73
	Wpływ zmian w strukturze kapitału	-0,09	-0,72	-3,63
II	Spółka Enea SA			
	Wpływ zmian produktywności majątku	0,36	0,31	1,11
	Wpływ zmian rentowności sprzedaży	2,88	0,82	0,10
	Wpływ zmian w strukturze kapitału	-0,05	-0,07	0,001
III	Spółka Kogeneracja SA			
	Wpływ zmian produktywności majątku	0,62	-1,10	0,20
	Wpływ zmian rentowności sprzedaży	10,73	-3,55	-1,64
	Wpływ zmian w strukturze kapitału	0,25	-0,31	-0,63
IV	Spółka PEP SA			
	Wpływ zmian produktywności majątku	0,25	8,55	-1,88
	Wpływ zmian rentowności sprzedaży	5,03	-6,44	-1,64
	Wpływ zmian w strukturze kapitału	-1,23	-1,78	-0,15

Źródło: opracowanie własne.

Z przeprowadzonej analizy wynika, że najistotniejszym czynnikiem zmian w rentowności kapitałów własnych była zmiana rentowności sprzedaży. Można przypuszczać, że pełne uwolnienie cen energii oraz przewidywane zamiany w zakresie funkcjonowania rynku energii wpłyną na dalszy wzrost tego czynnika. Dla zachowania wysokiego poziomu rentowności sprzedaży spółki będą musiały większą uwagę przywiązywać do kontroli kosztów i wyzwania tkwiących w nich rezerw. Jest to jednak zadanie dość trudne zarówno ze względu na strukturę źródeł pozyskiwania energii elektrycznej w Polsce, jak i polityką klimatyczną UE¹⁰. W tej sytuacji konieczne będzie zwrócenie większej uwagi na produktywność aktywów, która w badanych spółkach była dość zróżnicowana (tabela 3). Z tym czynnikiem wydają się związane duże rezerwy efektywnościowe, w szczególności w takich spółkach, jak PEP i Kogeneracja oraz Enea.

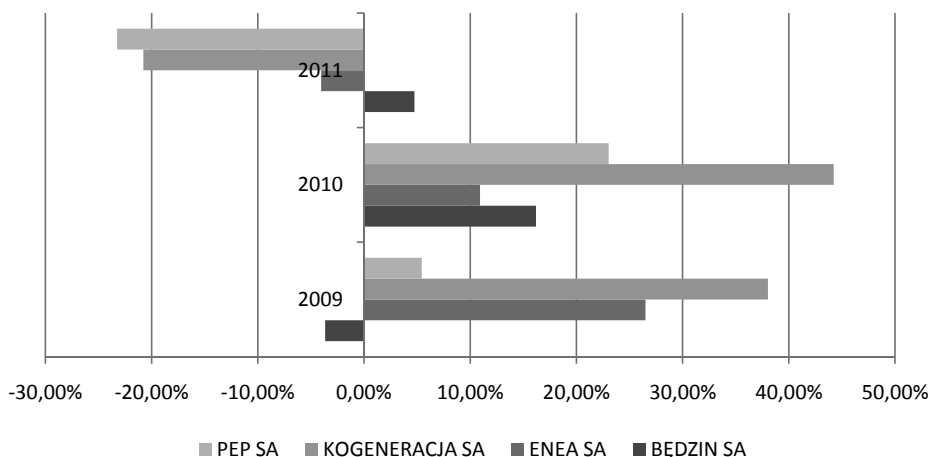
¹⁰ Szerzej na ten temat W. Janik, K. Gałązka, *Determinanty wartości przedsiębiorstw wytwarzających energię elektryczną*, art. na XII Międzynarodową Konferencję Naukową „Zarządzanie Wartością Przedsiębiorstwa”, Szczecin 2012.

4. Wartość rynkowa a wartość księgowa (porównanie i wnioski)

Zmiany cen akcji badanych spółek kształtowały się bardziej pod wpływem ogólnej sytuacji na GPW w Warszawie niż pod wpływem zmian ich sytuacji finansowej. W latach 2009–2010 średnioroczne ceny akcji wszystkich badanych spółek wzrosły, aczkolwiek wzrost ten był dość zróżnicowany. Najszybciej w tym okresie wzrosły ceny akcji spółki Kogeneracja (rysunek 1). Stopa zwrotu z kapitałów własnych w tej spółce w tych latach była wysoka i kształtowała się na poziomie 19% w 2009 i 14% w 2010 roku. W tym samym okresie ceny akcji tej spółki wzrosły o prawie 39% w 2009 i o prawie 45% w 2010 roku. Znacząco wzrosły również ceny akcji spółki Enea (o 27% w 2009 i o 11% w 2010). Rentowność kapitałów własnych w tej spółce w badanym okresie była najniższa, chociaż systematycznie rosła (tabele 1 i 2). Rosły również ceny akcji spółki PEP (w 2009 o 6% i w 2010 o 23%). Rentowność kapitałów własnych w tych spółkach była najwyższa ze wszystkich analizowanych podmiotów i oscylowała granicach 18% i 23%. Natomiast w spółce Będzin w 2009 roku średni poziom cen akcji spadł o około 5% w stosunku do poprzedniego roku, zaś w 2010 wzrósł o 17% w stosunku do roku 2009. W tych samych latach rentowność kapitałów własnych kształtowała się na poziomie 12% (2009) i prawie 18% (2010). Natomiast w 2011 roku średnie ceny giełdowe akcji wszystkich spółek (z wyjątkiem Będzina SA) spadły średnio od prawie 5% (Enea SA) do ponad 20% (PEP SA). W tym samym roku w spółkach Kogeneracja SA i PEP SA odnotowano około trzyprocentowy spadek ROE, natomiast w spółce Enea SA rentowność tych kapitałów wzrosła o ponad 1%. Jedynie w spółce Będzin SA miał miejsce przyrost cen akcji (około 5%), któremu towarzyszył spadek rentowności kapitałów własnych o ponad 3%.

Po zawirowaniach związanych z kryzysem finansowym, jakie miały miejsce przede wszystkim w 2008 roku, ceny rynkowe akcji analizowanych spółek giełdowych z sektora energetycznego w szybkim tempie zyskiwały na wartości. Widoczne jest to przede wszystkim w przypadku spółki Kogeneracja SA, której ceny akcji w latach 2009–2010 wzrastały w tempie powyżej 35%. W pozostałych spółkach tempo zmian było wyraźnie niższe. W 2011 roku doszło do załamania tych pozytywnych tendencji. Przyczyn takiego stanu rzeczy nie należy jednak upatrywać w diametralnej zmianie sytuacji finansowej badanych podmiotów. Osłabienie cen akcji było spowodowane sytuacją makroekonomiczną, związaną z wydarzeniami w Grecji i innych państwach Europy Południowej. Momentem kulminacyjnym było sierpniowe obniżenie ratingu kredytowego

USA, co wywołała falę dynamicznych spadków na wszystkich giełdach świata, w tym na GPW w Warszawie¹¹.



Rysunek 1. Zmiany cen rynkowych akcji analizowanych spółek w latach 2009–2011

Źródło: opracowanie własne.

Dokładniejszej informacji o postrzeganiu poszczególnych spółek przez inwestorów giełdowych dostarcza wskaźnik relacji ceny akcji do ich wartości księgowej (tabela 6).

Tabela 6

Relacja cen rynkowych do wartości księgowej akcji badanych spółek w latach 2009–2011

Lp.	Wyszczególnienie	2009	2010	2011
1	Spółka Będzin SA	1,27	1,32	1,29
2	Spółka Enea SA	0,57	0,85	0,90
3	Spółka Kogeneracja SA	1,16	1,54	1,15
4	Spółka PEP SA	2,27	2,23	1,31

Źródło: opracowanie własne.

¹¹ Zob. *Agencja S&P obniżyła rating USA do AA+*, www.bankier.pl (28.04.2102).

Najgorzej ocenianą spółką była Enea SA. Cena rynkowa jej akcji była niższa od ich wartości rynkowej. Najkorzystniejszą relacją charakteryzowały się akcje spółki PEP. Uwzględniając charakter działalności tej spółki, można przypuszczać, że miała ona istotne znaczenie dla zachowania inwestorów. Konieczne zmiany w polskiej energetyce, wymuszane chociażby przez politykę energetyczną UE, stwarzają dla tej spółki dobre perspektywy rozwoju. Zapotrzebowanie na jej produkty ze strony przedsiębiorstw (zarówno wytwarzających i dystrybuujących energię elektryczną, jak i ją użytkujących) będzie w perspektywie najbliższych co najmniej kilkunastu lat rosło.

Podsumowanie

W niniejszej analizie wykorzystano spółki sektora energetycznego, które są notowane na GPW w Warszawie co najmniej od 2008 roku. Takich spółek jest cztery. Pozostałe weszły na giełdę po 2008 roku. Wszystkie badane spółki charakteryzują się dobrą, aczkolwiek zróżnicowaną kondycją finansową. Wszystkie podmioty generowały dodatni wynik finansowy (zarówno wynik operacyjny, jak i wynik netto). Poziom rentowności sprzedaży był jednak bardzo zróżnicowany. Najwyższą rentowność osiągała spółka PEP zajmująca się głównie innowacjami w zakresie produkcji i wykorzystania energii elektrycznej.

Cechą charakterystyczną wszystkich badanych spółek z branży energetycznej, niezależnie od przedmiotu ich działalności, są długie cykle operacyjne. Szczególnie długi był w spółce PEP SA – kształtował się na poziomie powyżej 300 dni. Równocześnie wszędzie odnotowano dość krótkie cykle konwersji gotówki. Oznacza to, że badane spółki w dużym stopniu wykorzystywały zobowiązania wobec dostawców do finansowania bieżącej działalności.

W badanym okresie wszystkie badane podmioty osiągały dodatnią stopę zwrotu z kapitałów własnych. Była znacząco wyższa od stopy korzyści z inwestycji o najniższym ryzyku (obligacji skarbowych). Wyjątek stanowiła spółka Enea, w której ROE było zbliżone do oprocentowania długoterminowych obligacji skarbowych. Świadczy to o uzyskiwaniu przez te spółki znacznej premii z tytułu ponoszonego ryzyka.

Badane spółki w różnym zakresie wykorzystywały dźwignię finansową. Można zauważyć wyraźną dodatnią korelację między poziomem zadłużenia a efektem dźwigni finansowej. Najwyższy jej poziom zaobserwowano w PEP SA,

której zadłużenie było najwyższe i wynosiło ponad 60%. Zmiany zachodzące w poziomie stopy zwrotu z kapitałów własnych w kolejnych latach były powodowane w największym stopniu przez zmiany w poziomie rentowności sprzedaży. W mniejszym stopniu związane z produktywnością aktywów, która kształtowała się na dość niskim poziomie.

Ocena zmian wartości rynkowych badanych spółek wykazała, że w latach 2009–2010 poziom cen giełdowych akcji wzrastał w wysokim tempie. Sytuacja zmieniła się dopiero w 2011 roku, nie było to jednak spowodowane czynnikami fundamentalnymi, lecz przede wszystkim sytuacją makroekonomiczną związaną z kryzysem w niektórych państwach strefy euro oraz obniżeniem ratingu USA.

Literatura

- Chochowski A., Krawiec F. (red.), *Zarządzanie w energetyce*, Difin, Warszawa 2008.
- Hawanini G., Viallet C., *Finanse menedżerskie*, PWE, Warszawa 2007.
- Janik W., Paździor A., *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie*, Politechnika Lubelska, Lublin 2011.
- Krawiec F. (red.), *Odnawialne źródła energii w świetle globalnego kryzysu energetycznego*, Difin, Warszawa 2010.
- Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D., *Finanse przedsiębiorstwa*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 1999.
- Zużycie paliw i energii w 2010 roku*, GUS, Warszawa 2010.

FINANCIAL STANDING AND MARKET VALUE OF PUBLIC COMPANIES FROM THE ENERGY SECTOR

Summary

This article aims to evaluate the effectiveness and the market value of the energy companies listed on Warsaw Stock Exchange (WSE). The analysis consisted of four companies listed in the WSE since 2008. All of them characterized by good financial standing. Their market value during the analyzed period underwent multidirectional changes. These changes were more related to changes in macroeconomic conditions than the financial standing of companies.

It is worth emphasizing that company PEP was the best perceived by investors. It's a company whose main activities are related to the implementation of innovations in the production of electricity and energy-saving technologies. Because of outdated electricity infrastructure in Poland and the EU climate policy, development prospects of this company is very positive.

Keywords: efficiency, profitability of capital, market value, energy companies

Translated by Wiesław Janik, Artur Paździor

