



**Tomasz
Hońdo**

tomasz.hondo@parkiet.com

Inwestowanie w wartość wygrywa z rynkiem

Ostatnie miesiące to pole do popisu dla zwolenników strategii inwestowania w wartość (ang. value investing). Obliczany przez nas indeks „wartościowych” spółek dawno odrobił straty z jesiennej fali bessy, a od początku roku wzrósł o ponad 50 proc. Dzięki temu, że spadek kursów z powodu kryzysu na świecie był tak głęboki, nawet teraz znaleźć można jeszcze spółki o niskich wycenach i przyzwoitej kondycji finansowej

Wzeszłym tygodniu pisaliśmy o tym, że w tym roku notowania małych spółek zachowują się znacznie mocniej niż dużych, co jest efektem poprawy czynników fundamentalnych. To niejedyna prawidłowość, którą można zaobserwować w ostatnich miesiącach. Rostące oczekiwania dotyczące koniunktury gospodarczej (wspierane przez odczyty wskaźników, takich jak PMI czy nastroje konsumentów na Zachodzie) błyskawicznie windują również notowania grupy spółek wyróżnionej według innych – niż wielkość kapitalizacji czy obroty – kryteriów wartości.

Strategia inwestowania w wartość, na rozwiniętym rynku amerykańskim znana od dawna (patrz ramka), a na warszawskiej giełdzie raczej egzotyczna i zdecydowanie ustępująca pod względem popularności np. analizie technicznej, czy też spekulacji opartej na „intuicji”, polega (mówiąc w skrócie) na kupowaniu tych akcji, które cechują się wyceną rynkową zdecydowanie niższą od wartości fundamentalnej.

Jednym z najprostszych (co nie znaczy, że najmniej skutecznych) kryteriów określania wartości fundamentalnej jest wartość księgową.

Wartość księgową – nuda, ale skuteczna

Prac na temat skuteczności takiej konserwatywnej strategii, dotyczących głównie amerykańskiego rynku akcji, powstało na przestrzeni lat co najmniej kilkadziesiąt. Przykładowo w książce „What Works on Wall Street” („Co działa na Wall Street”) James O’Shaughnessy dowodził, że 10 tys. USD zainwestowane w 1951 r. w portfel 50 spółek o najniższych C/WK urosło do 22 mln USD do końca 2003 r. (przy założeniu, że na koniec każdego roku portfel był przebudowywany).

Z kolei te same 10 tys. USD zainwestowane w cały rynek akcji powiększyłoby się jedynie do 5,7 mln USD.

SPÓŁKI O NAJNIŻSZYCH WYCENACH I NIEWIELKIM ZADŁUŻENIU

SPÓŁKA	CENA/WARTOŚĆ KSIĘGOWA*	STOPA ZADŁUŻENIA** (PROC.)	KAPITALIZACJA* (MLN ZŁ)	ŚREDNIE DZIENNE OBROTY AKCIAMI*** (TYS. ZŁ)
IDMSA	0,25	33,0	156,0	1759
ZASTAL	0,36	13,8	29,3	71
TRION	0,40	32,5	35,6	354
WILBO	0,40	28,0	31,4	235
AZOTY TARNÓW	0,42	27,9	489,7	594
SANWIL	0,44	31,7	40,1	61
JUPITER NFI	0,48	4,8	75,6	305
BBI CAPITAL NFI	0,50	24,2	82,3	479
SKYLINE INVESTMENTS	0,50	16,9	22,3	32
ZACHODNI NFI	0,51	9,3	119,9	304

* NA PODSTAWIE DANYCH GPW; ** NA PODSTAWIE DANYCH NOTOWISZ SERWISU (RAPORTY ROCZNE SKONSOLIDOWANE); STOPA ZADŁUŻENIA = ZOBOWIĄZANIA I REZERWY/PASYWA; *** NA PODSTAWIE DANYCH PARKIET.COM (DANE Z OSTATNICH 3 MIESIĘCY)

Zazwyczaj jednak zwolennicy inwestowania w wartość nie porzyskają na samych wycenach. Starają się stosować dodatkowe kryteria, które pozwolą im uniknąć lokowania pieniędzy w tych przedsiębiorstwach, które są wyceniane skrajnie nisko z powodu oplakanej kondycji finansowej, grożącej niekiedy wręcz bankructwem. W dobie spowolnienia gospodarczego grono takich firm o wątpliwej przyszłości zawsze się powiększa.

Niske zadłużenie dodatkowym kryterium

Kompromisowym rozwiązaniem jest stworzenie portfela akcji, które obok kryterium niskiej wyceny, spełniają również kryterium niskiego zadłużenia. Okazuje się, że oparcie selekcji walorów na tych parametrach przynosi w ostatnich miesiącach doskonałe rezultaty.

Aby nadać analizie szerszy kontekst, cofnijmy się do sierpnia 2008 r. Właśnie wtedy – zanim jeszcze doszło do dramatyicznej wyprzedaży na jesieni, spowodowanej eskalacją kryzysu finansowego na świecie – zaczęliśmy obliczać indeks 10 spółek spełniających dwa kryteria: wskaźnik C/WK poniżej 0,66 (kryterium wyceny) oraz stopa zadłużenia nieprzekraczająca 33 proc. (kryterium fundamentalne).

Od tego czasu na koniec każdego miesiąca dokonujemy ewentualnej rewizji indeksu, wykluczając spółki, które prze-

stały spełniać któreś z kryteriów, i zastępujemy je firmami o niskich C/WK i niskim zadłużeniu.

Dla tego indeksu bessa to przeszłość

Na wykresie przedstawiliśmy kurs takiego indeksu. Jak widać, jedynie w czasie jesiennej paniki portfel zgodny z filozofią inwestowania w wartość nie wyróżniał się niczym szczególnym w porównaniu z całym rynkiem akcji, lecącym na łeb na szyję. Na przełomie roku coś jednak drgnęło. Indeks „wartościowych” spółek najpierw mocno się odbił, później w styczniu nie chciał spadać tak mocno, jak WIG, a wreszcie od marca z impetem wystrzelił w górę – znacznie szybciej niż cały rynek akcji. Podczas gdy WIG ledwie powrócił do poziomu z połowy października 2008 r., to indeks spółek wartościowych z nawiązką odrobił całe jesienne straty, sięgając wartości nigdy jeszcze nienotowanych w okresie objętym naszą analizą.

Spekulacja czy fundamenty?

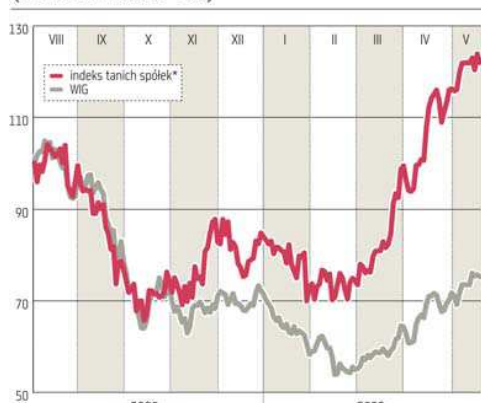
Z czego wynika ten fenomen? Najprostsze wytłumaczenie jest takie, że najtańsze spółki są ulubionym obiektem zainteresowania kapitału spekulacyjnego. Kiedy tylko nastroje na giełdzie nieco się poprawiły, spekulanci rzucili się do kupowania ryzykownych, ale za to cechujących się dużą zmiennością notowań, papierów.

Wydaje się jednak, że teza o spekulacyjnym popycie na akcje najtańszych spółek jest powierzchowna. Przecież gdyby trzymać się twierdzenia o tym, że to spekulanci decydują o kursach walorów, to nie musi to oznaczać, że obecnie nie kierują się oni żadnymi fundamentalnymi przesłankami, kupując akcje. Równie dobrze może to oznaczać, że irracjonalne były ich decyzje w trakcie bessy, kiedy sprowadzili wyceny do skrajnie niskich poziomów.

Kluczowe w wyjaśnieniu fenomenu tanich spółek jest to, że powody, dla których ich wyceny były niskie (czyli np. słabe wyniki finansowe) nie są na ogół stałe w czasie.

Innymi słowy, czynniki te zmieniają się w zależności od fazy cyklu koniunkturalnego. Kiepska sytuacja w gospodarce skłania inwestorów do wyceniania akcji poniżej wartości księgowej, ale czy koniunktura gospodarcza jest dana raz na zawsze? Warto zwrócić uwagę na to, że akcje spółek „wartościowych” przynoszą pokazne zyski, mimo że przy ich selekcji nie braliśmy pod uwagę wielu kryte-

SPÓŁKI „WARTOŚCIOWE” WYGRYWAJĄ Z RYNKIEM (27 SIERPNI 2008 R. = 100)



Źródło: obliczenia własne, Bloomberg; * spełniających 2 kryteria: C/WK poniżej 0,66 oraz stopa zadłużenia nie większa niż 33 proc.

riów finansowych, które stanowią rdzeń tradycyjnej analizy fundamentalnej. Dla składu omówionego indeksu nie są ważne takie parametry, jak zysk netto czy rentowność. Głównie

dlatego, że zmieniają się one wraz z koniunkturą gospodarczą. Wiele z „wartościowych” spółek ma bieżące problemy z zyskami, ale wcale nie zmienia to faktu, że są tanie.

Benjamin Graham, Warren Buffett, Walter Schloss i inni – czyli szkoła inwestowania w wartość

Za ojca koncepcji inwestowania w wartość powszechnie uznaje się Benjamina Grahama. Napisał on książki („Security Analysis” z 1934 r. i „Intelligent Investor” z 1949 r.) do czegoś się wielu edycji i uznawane są za fundament tej filozofii pomnażania pieniędzy. Jak mówił Graham, aby strategia pozwalała pokonać rynek, powinna być niepopularna. Taka właśnie jest koncepcja inwestowania w wartość – trzeba mieć mocne nerwy, by kupować gwałtownie taniejące akcje, wtedy gdy inni masowo się ich pozbawiają. Od czasów Grahama inwestowanie w wartość przeszło długą ewolucję. Najbardziej znany uczeń legendarnego mentora, najbogatszy inwestor świata Warren Buffett z czasem wypracował oryginalną filozofię, stawiającą nie tyle na klasyczne inwestowanie w spółki o niskich wycenach, lecz starając się raczej kupować za rozsądną cenę przedsiębiorstwa o dużym potencjale rozwoju, regularnie generujące gotówkę (co nie zmienia faktu, że najwyższe stopy zwrotu osiągał w początkowym okresie swojej kariery). Jednej z najprost-

szych wersji inwestowania w wartość, omówionej w niniejszym artykule, wierny pozostał za to inny uczeń Grahama – Walter Schloss (obecnie już nieaktywny zawodowo – swój fundusz zamknął w 2000 r., przed pęknięciem bańki internetowej, gdy nie mógł znaleźć tanich akcji). Jest on zdecydowanie mniej znany niż Buffett (zarządzane przez niego spółki nie urosły do rozmiarów takich, jak imperium Buffetta głównie dlatego, że zyski wypłacał na ogół w postaci dywidend, nie akumulując ich), ale osiągnięte przez niego wyniki są imponujące. Inwestując w akcje wyceniane poniżej wartości księgowej i o niewielkim zadłużeniu, przez pół wieku wypracował średnią roczną stopę zwrotu przekraczającą 15 proc., podczas gdy indeks S&P 500 rósł w tym okresie przeciętnie zaledwie 10 proc. rocznie. Mechanizm procentu składanego sprawił, że zainwestowane początkowo 100 USD urosłyby dzięki Schlossowi aż do 108 tys. USD, podczas gdy ta sama kwota ulokowana w spółkach z S&P 500 powiększyłaby się zaledwie do 11,7 tys. USD.