

Jak z zyskiem przejść przez krach, czyli strategia F-Score

7 lipca 2017

Wskaźniki finansowe, takie jak stosunek ceny akcji do zysku czy ceny akcji do wartości księgowej, są już dobrze znane stałym czytelnikom bloga. Tym razem postanowiliśmy wprowadzić do obiegu kolejne narzędzie analizy fundamentalnej, a mianowicie F-Score. Jest to wskaźnik opracowany przez Josepha Piotroskiego, profesora z Uniwersytetu Stanforda.

Główna idea przyświecająca Piotroskiemu przy tworzeniu wskaźnika była bardzo prosta. Chodziło o wyszukanie atrakcyjnie wycenionych spółek giełdowych, które jednocześnie znajdują się w dobrej sytuacji finansowej.

O ile sam wskaźnik został opracowany w 2000 roku, to naprawdę głośno zrobiło się o nim dopiero po kryzysie z 2008 roku. Amerykańskie Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych opublikowało wówczas stopy zwrotu wygenerowane przez 56 różnych strategii giełdowych. Okazało się, że tylko jedna z nich wypracowała zysk w 2008 roku. Była to strategia oparta na wskaźniku F-Score. Mało tego, jej stopa zwrotu sięgnęła 32,6%, podczas gdy mediana dla pozostałych strategii wyniosła -41,7%!

Zwróćcie uwagę na fakt, że F-Score świetnie poradził sobie podczas załamania na giełdzie, a w chwili obecnej mamy za sobą aż 8 lat hossy. To dobry moment, by przyjrzeć się bliżej wskaźnikowi Piotroskiego.

METODOLOGIA

Selekcjonowanie spółek za pomocą F-Score dzieli się na 2 etapy. Pierwszy z nich jest banalnie prosty. Sprawdzamy spółki pod kątem stosunku ceny akcji do wartości księgowej, a

następnie odrzucamy 80% z najwyższymi wskaźnikami C/WK. Pozostałe 20% najatrakcyjniej wycenionych przechodzi do dalszej analizy.

W jej trakcie spółki oceniane są pod kątem 9 kryteriów. Za spełnienie każdego z nich uzyskują po 1 punkt, a zatem łączna maksymalna liczba punktów to 9.

Spółka uzyskuje punkt jeśli:

- wypracowała zysk netto w trakcie ostatniego roku;
- zanotowała dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w ostatnim roku;
- poprawiła poziom rentowności aktywów w porównaniu z wcześniejszym rokiem;
- wartość przepływów z działalności operacyjnej była w ostatnim roku większa od zysku netto;
- w ostatnim roku zmniejszył się stosunek zadłużenia długoterminowego do wartości aktywów spółki;
- stosunek aktywów obrotowych do zadłużenia krótkoterminowego jest wyższy niż w poprzednim roku;
- liczba wyemitowanych akcji nie wzrosła w porównaniu do poprzedniego roku;
- marża na sprzedaży poprawiła się w porównaniu z poprzednim rokiem;
- wartość wskaźnika rotacji aktywów jest wyższa niż przed rokiem.

Ostatecznie przy tworzeniu portfela Piotroski brał pod uwagę wyłącznie te spółki, które uzyskały 8 lub 9 punktów.

ZALETY

Już pierwszy etap selekcji spółek pokazuje, że Piotroski prowadzi nas w kierunku niedowartościowanych akcji. Ostatecznie pod uwagę brane jest tylko 20% przedsiębiorstw o najniższym wskaźniku C/WK. Takie założenie idealnie uzupełnia się z jedną z głównych zasad przekazywanych przez Tradera²¹ od samego początku, czyli „kupuj tanio, sprzedawaj drogo”. Wbrew pozorom, to hasło nie przemawia do większości inwestorów.

Kolejną zaletą F-Score jest fakt, że wśród kryteriów uwzględnia również przepływy z działalności operacyjnej. Sam zysk netto może być w łatwy sposób manipulowany. Z kolei przepływy pieniężne są znacznie bardziej odporne na kreatywną księgowość i mówią nam więcej o faktycznej sytuacji finansowej spółki.

Bardzo ważny jest również fakt, że spółki wyselekcjonowane na podstawie zasad Piotroskiego charakteryzują się stosunkowo niskim poziomem ryzyka. Nawet w trakcie załamania na rynku w 2008 roku spółki wyselekcjonowane za pomocą F-Score potrafiły wypracować wysoki zysk. To nie przypadek – biorąc pod uwagę wyłącznie spółki o niskim wskaźniku C/WK, automatycznie wykluczamy przedsiębiorstwa, których ceny są „napompowane” i mogą zaliczyć dużą przecenę.

WADY

F-Score nie jest oczywiście pozbawiony wad. Strategia Piotroskiego jest stosunkowo trudna do stosowania w przypadku polskiej giełdy. Spółki z niskim poziomem C/WK oraz wysokim F-Score można policzyć na palcach jednej ręki.

Samo stosowanie wskaźnika C/WK również może budzić wątpliwości. Wszystko dlatego, że w przypadku spółek technologicznych wskaźnik ten z natury jest wyższy, co automatycznie wyklucza większość tego typu przedsiębiorstw. Z tego samego względu porównywanie poziomu C/WK np. dla giełdy w Rosji i Korei Południowej absolutnie mija się z celem.

Istotną wadą F-Score jest również fakt, iż niektóre kryteria

koncentrują się na samej poprawie w danym obszarze. Przykład: spółka może mieć gigantyczne zadłużenie, które w danym roku minimalnie zmniejszyło się w stosunku do wartości aktywów i takie przedsiębiorstwo, zgodnie z założeniami Piotroskiego, dostaje dodatkowy punkt.

GDZIE SZUKAĆ INFORMACJI?

Samodzielne liczenie F-Score dla poszczególnych spółek wymagałoby ogromnej ilości pracy i czasu. Na szczęście są strony, które oferują nam darmowy dostęp do wyników spółek notowanych zarówno w Polsce, jak i USA.

W przypadku naszego kraju z pomocą przychodzi strona Biznesradar.pl. Wystarczy skorzystać z wyszukiwarki, wpisać spółkę, a następnie naszym oczom ukażą się dane finansowe i wskaźniki, z F-Score włącznie. Poniżej przykład spółki z maksymalnym wynikiem – Staleexport Autostrady.

Oczywiście poziom C/WK musimy sprawdzić samodzielnie. W przypadku powyższej spółki wynosi on 1,6, co oznacza umiarkowaną wartość.

Jeśli chodzi o giełdę w Stanach Zjednoczonych, to tutaj warto skorzystać ze strony Gurufocus.com. Strona nie podaje F-Score dla wszystkich spółek, jednak w przypadku większych przedsiębiorstw nie ma problemów z pozyskaniem informacji. Maksymalnym wynikiem może pochwalić się m.in. Rio Tinto.

Wśród najpopularniejszych obecnie spółek na Wall Street, F-Score waha się zazwyczaj pomiędzy 4 a 6.

PODSUMOWANIE

Jak widać, źródła zawierające F-Score są łatwo dostępne, dlatego też warto wiedzieć co dokładnie kryje się za tym wskaźnikiem. Mimo wszystko, ze względu na wymienione wady, przestrzegamy przed traktowaniem F-Score w kategoriach metody na stworzenie portfela inwestycyjnego. Powinno to być raczej

dodatkowe narzędzie, które może utwierdzić nas w przekonaniu że inwestycja w daną spółkę to słuszny wybór.

Autorstwo: Zespół „Independent Trader”

Źródła: IndependentTrader.pl, WolneMedia.net