

Wartość czy perspektywa dużych zysków? Jakie akcje wybierać?

24 kwietnia 2017

Benjamin Graham, autor słynnej książki „Inteligentny inwestor”, wyróżnił dwa typy spółek giełdowych. Pierwsze z nich charakteryzowały się dużą wartością wewnętrzną, natomiast drugie znaczącym potencjałem do wzrostu. Choć od tamtego czasu minęło niemal 100 lat, spostrzeżenia Grahama nie straciły na aktualności. Z kolei dane historyczne pozwalają nam określić, które z dwóch rodzajów spółek przyniosły inwestorom większe zyski.

PORÓWNANIE

Kluczową kwestią jest wskazanie różnic pomiędzy spółkami, które charakteryzują się tzw. wartością wewnętrzną (value), a tymi, które zwracają uwagę swoim potencjałem do wzrostu (growth). Poniższa tabela prezentuje dość obszerne porównanie.

RODZAJ SPÓŁKI

Spółki z wartością wewnętrzną to przedsiębiorstwa z dłuższą historią i ugruntowaną pozycją na rynku. Dla odmiany, spółki prozrostowe są stosunkowo młode, ale cieszą się dużym zainteresowaniem inwestorów.

GŁÓWNY ANALIZOWANY CZYNNIK

W przypadku spółek typu value wspomniana wartość wewnętrzna (jakość kadry pracowniczej, doświadczenie kierownictwa, renoma spółki itd.) jest najważniejszym analizowanym czynnikiem. Z kolei oceniając spółki typu growth, inwestorzy zwracają uwagę przede wszystkim na ich potencjał. Liczy się zatem to, co przedsiębiorstwo może osiągnąć w przyszłości ze względu na

unikatowe zasoby (np. posiadana technologia).

GŁÓWNE ŹRÓDŁO ZYSKÓW INWESTORA ORAZ HORYZONT INWESTYCYJNY

Jeśli chodzi o przedsiębiorstwa z dużą wartością wewnętrzną, w ich przypadku ważnym źródłem zysku są zarówno regularnie wypłacane dywidendy, jak i umiarkowany wzrost cen akcji. Należy zatem przyjąć, że inwestycja ma charakter długoterminowy.

Dla odmiany, młode i modne spółki potrzebują jak największą ilość kapitału, który w całości przeznaczają na rozwój. Nie wypłacają zatem dywidendy. W ich przypadku głównym źródłem zysków inwestora jest wyłącznie zmiana cen akcji. Z tego względu pozycje często zajmowane są na krótki okres – inwestorzy czekają na znaczny wzrost notowań, by następnie szybko wycofać kapitał.

POTENCJAŁ DO WZROSTU

Ze względu na dłuższą historię i stabilną pozycję rynkową spółek typu value, ich potencjał do wzrostu jest umiarkowany. Sytuacja wygląda lepiej w przypadku spółek pro wzrostowych. Jeśli młoda spółka opiera się na nowoczesnej technologii, a dział marketingu wykonuje swoje zadanie należycie, potencjał do wzrostu jest ogromny. Na pierwszy rzut oka większość spółek typu growth prezentuje się znakomicie, jednak w rzeczywistości duże zyski dotyczą 10% przedsiębiorstw z tej grupy.

PARAMETRY BRANE POD UWAGĘ PODCZAS ANALIZY

Dla przedsiębiorstw z dłuższą historią liczą się kryteria o których często wspominamy w artykułach. Bardzo istotne jest, aby wskaźniki finansowe, takie jak P/E, CAPE czy P/BV, znajdowały się na niskich poziomach. Na plus działa również regularnie wypłacana dywidenda oraz niski poziom zadłużenia.

W przypadku spółek typu growth, analiza opiera się przede wszystkim na oczekiwaniach związanych np. z wprowadzeniem

nowej technologii czy też perspektywami danej branży. Wskaźniki giełdowe nie mają większego znaczenia. Pomijane są również czynniki zewnętrzne, takie jak konkurencja, klienci czy zmiany prawne.

RELACJA CENY DO WARTOŚCI SPÓŁKI

Inwestowanie w wartość opiera się na wyszukiwaniu spółek niedowartościowanych. Przykładem takowej może być Gazprom, którego stosunek ceny do wartości księgowej wynosi obecnie 0,25, podczas gdy dla szalenie popularnego Netflixu jest to 21.

W przypadku modnych spółek, do zakupu dochodzi przy wysokiej lub umiarkowanej wysokiej wycenie. Wynika to z faktu, że ceny akcji takich spółek szybko osiągają stosunkowo wysokie poziomy pomimo niskich jeszcze zysków, a w niektórych przypadkach – notorycznie notowanych strat.

GŁÓWNY CZYNNIK RYZYKA

Podczas analizy spółek typu value głównym czynnikiem ryzyka jest błędne określenie obecnej wartości spółki. Z kolei oceniając spółki pro wzrostowe musimy liczyć się przede wszystkim z nieadekwatnym oszacowaniem ich przyszłych zysków.

JAK WYPADA PORÓWNANIE GROWTH I VALUE?

Być może część z Was zastanawia się teraz, który rodzaj spółek przynosił inwestorom większe zyski. Poniżej prezentujemy porównanie obejmujące lata 1927-2008. Niebieska linia pokazuje zachowanie spółek z tzw. wartością wewnętrzną. Czerwona linia odnosi się do spółek pro wzrostowych.

Jak widać, pierwsza z grup przynosiła średni zysk na poziomie 13% rocznie. W przypadku drugiej grupy było to jedynie 9%. Na przestrzeni roku różnica wyniosła zatem 4 punkty procentowe, jednak w perspektywie 80 lat uznane spółki z silną pozycją rynkową i regularną dywidendą przyniosły zyski niemal 20-

krotnie wyższe niż było to w przypadku młodych i modnych spółek.

Oczywiście mogą pojawić się wątpliwości dotyczące np. doboru spółek do obu porównywanych portfeli. Ostatecznie niecałe 100 lat temu na giełdzie w USA notowane były głównie duże, dobrze znane spółki.

Z tego powodu postanowiliśmy zamieścić również porównanie 1000 mniejszych spółek typu growth i value w USA za ostatnie 20 lat.

Także w tym przypadku większe, stabilne spółki przyniosły lepsze zyski. Uwagę zwraca zwłaszcza pierwsza część wykresu, obejmująca okres bańki technologicznej. Wówczas spółki typu growth były na głowę spółki typu value. Część inwestorów była w stanie wykorzystać ten moment i zarobić duże pieniądze. Większość jednak uległa chciwości i czekała na dalsze wzrosty notowań ekstremalnie przewartościowanych i niemal anonimowych spółek. Skończyło się, jak zwykle w przypadku baniek spekulacyjnych, załamaniem i paniką na rynku.

KTÓRE SPÓŁKI CIESZĄ SIĘ WIĘKSZĄ POPULARNOŚCIĄ W POSZCZEGÓLNYCH FAZACH CYKLU KONIUNKTURALNEGO?

W przypadku obu typów spółek mamy do czynienia ze zmiennym zainteresowaniem ze strony inwestorów. Najważniejszą rolę odgrywa w tym wypadku aktualna faza cyklu koniunkturalnego.

Na powyższym wykresie cykl koniunkturalny został podzielony na 5 faz. Pierwsza z nich obejmuje moment, w którym rynek osiąga dno. Sentyment do akcji jest skrajnie negatywny, a masy wciąż rozpamiętują ostatnie straty.

Następnie przechodzimy do fazy nr 2, którą można określić jako początek hossy. To etap, kiedy do akcji wkraczają najlepsi inwestorzy, skupiający się na niedowartościowanych spółkach z silną pozycją na rynku.

W dalszej kolejności rozpoczyna się faza nr 3, oznaczająca dojrzałą hossę. Na rynek wraca coraz więcej inwestorów, co sprawia, że wzrosty przybierają na sile. Wraz z napływem kolejnych inwestorów, zwiększa się udział osób, które dokonują decyzji inwestycyjnych pod wpływem emocji. Właśnie w tym momencie nowe spółki mają okazję by oczarować niedoświadczonych inwestorów swoim potencjałem do wzrostu. Spółki typu value ustępują miejsca spółkom typu growth.

Cykl koniunkturalny przechodzi do fazy nr 4, którą na blogu najczęściej określamy mianem manii. Wskaźniki giełdowe osiągają ekstremalnie wysokie poziomy, a większość rynku jest przekonana, że akcje mogą wyłącznie rosnać. Szczególna uwaga koncentruje się na grupie wyjątkowo modnych spółek.

Prędzej czy później przechodzimy do fazy nr 5, czyli załamania i paniki na rynku. Oczywiście indeksy giełdowe notują duże spadki, jednak to nic w porównaniu z modnymi spółkami, które spadają najszybciej.

Widzimy zatem, że spółki typu value cieszą się dużym zainteresowaniem inwestorów na początku i w środku hossy. Później następuje dominacja modnych spółek pro wzrostowych, które po załamaniu rynku niezwykle szybko tracą na wartości.

Inwestowanie w modne spółki w okresie manii może być zyskowne, jednak zdecydowanie odradzamy takie działania ze względu na zbyt duże ryzyko. Na potwierdzenie zamieszczamy stosunkowo świeży przykład pokazujący spadki notowań z początku 2016 roku. Czerwonym kolorem oznaczono zmiany indeksu S&P 500, natomiast niebieskim – notowania Tesli.

Jak widać, indeks obejmujący 500 największych amerykańskich spółek spadł o 8%. Z kolei uwielbiana przez tłumy Tesla straciła aż 36% w ciągu zaledwie półtorej miesiąca, spadając z 240 USD do nieco ponad 150 USD (obecna cena to ponad 300 USD). W przypadku prawdziwego załamania na rynku scenariusz będzie podobny – modne spółki stracą nieporównywalnie więcej niż

główne indeksy giełdowe.

JAK WYKORZYSTAĆ TĘ WIEDZĘ W DZISIEJSZYCH REALIACH?

Dzisiejszy rynek akcji jest silnie zniekształcony, w czym główna zasługa banków centralnych. Pomimo to, sporą część wiedzy zawartej w powyższym porównaniu można wykorzystać również w obecnych realiach.

Po pierwsze, inteligentny inwestor powinien unikać akcji takich jak Tesla, opierających się wyłącznie na marketingu. W razie wzrostu niepewności na rynku, właśnie od takich firm inwestorzy odchodzą w pierwszej kolejności. Dzieje się tak, ponieważ jedynym czynnikiem, który przyciągnął ich do danych akcji, była wiara w dalszy wzrost notowań.

Po drugie, jeśli mamy już doświadczenie inwestycyjne, a na rynku zauważalna jest mania, warto wykorzystać małą część kapitału do shortowania akcji. Zwracamy jednak uwagę na słowo „małą”, gdyż cały czas wisi nad nami scenariusz inflacyjny. Wysoka inflacja może sprawić, że akcje nie zanotują większych spadków w ujęciu nominalnym. Należy zatem wybierać do shortowania tylko te aktywa, w przypadku których wyceny są totalnie oderwane od rzeczywistości. W naszej opinii można tak określić obecną cenę Tesli, Netflixu, jak również poziom indeksu Russell 2000.

Po trzecie, pamiętajmy, że przy nastawieniu długoterminowym to wyszukiwanie niedowartościowanych (niskie P/E, CAPE, P/BV) spółek przynosi najlepsze rezultaty. Idealnie, jeśli spółki te regularnie wypłacają dywidendę.

Po czwarte, jeśli przedsiębiorstwo regularnie dzielące się zyskiem z akcjonariuszami nagle rezygnuje z tej praktyki, powinniśmy potraktować to jako ostrzeżenie. Należy taką sytuację sprawdzić. Jeśli spółka nie przeprowadziła żadnych istotnych inwestycji, a powodem rezygnacji z dywidendy są słabsze wyniki finansowe, to mamy powody do niepokoju. W takiej sytuacji kierownictwo powinno w pierwszej kolejności

postawić na redukcję kosztów, a nie rezygnować z dywidendy będącej wyznacznikiem stabilności (niektóre spółki value mają ponad 40-letnią historię dywidend). Jeśli spółka reaguje w nieodpowiedni sposób, może być to znak, że priorytety zarządu zostały skierowane w złą stronę.

Po piąte, regularnie wypłacana dywidenda robi ogromną różnicę w długoterminowych wynikach. Poniżej zamieszczamy porównanie indeksu WIG20 oraz WIG20TR (uwzględniającego dywidendy) za ostatnie 10 lat.

Wykres obejmuje okres od szczytu hossy z 2007 roku aż do dnia dzisiejszego. Fioletowa linia oznacza WIG20TR, uwzględniający dywidendy. W analizowanym okresie przyniósł on stratę rzędu 6% co jest wynikiem słabym, jednak po odcięciu dywidend strata wyniosłaby niemal 40%.

ELASTYCZNOŚĆ

Wiedza i zasady wywodzące się z inwestowania w wartość wciąż są w cenie, ale ich zastosowanie wymaga od nas pewnej elastyczności.

Po pierwsze, nie każda dobra spółka wypłaca dywidendę. Istnieją przedsiębiorstwa, które funkcjonują w branżach wymagających dużych nakładów inwestycyjnych. W innym przypadku grozi im zniknięcie z rynku.

Po drugie, nie musimy ograniczać się wyłącznie do modelowych, najsilniejszych spółek. Jeśli firma nie trafiła z inwestycją przez co zanotowała straty finansowe i doznała potężnej przeceny, ale nadal ma duży udział w rynku, to niewykluczone że mamy do czynienia z okazją inwestycyjną. Warunkiem koniecznym jest tutaj jednak dogłębne poznanie spółki: analiza najsilniejszych konkurentów, kierownictwa spółki oraz poznanie specyfiki danej branży.

Po trzecie, rynki finansowe na przestrzeni dekad mocno się zmieniły. Niektórzy twierdzą nawet, że nie mamy już rynków, a

jedynie decyzje banków centralnych. Jest w tym sporo racji. Nie możemy zatem nastawiać się, że rynki będą reagować zgodnie z jakimkolwiek schematem. Najlepszym dowodem jest obecna, najdłuższa w historii hossa na rynku akcji.

Po czwarte, jeśli posiadamy akcje spółki ze stabilną pozycją w branży, warto od czasu do czasu zwrócić uwagę na przyszłość samej branży. Ostatecznie stale jesteśmy świadkami wprowadzania nowych technologii, które sprawiają że inne sektory tracą na znaczeniu.

Po piąte, należy ostrożnie interpretować wskaźniki giełdowe. Dla przykładu, akceptowany poziom wskaźnika P/BV różni się w zależności od rodzaju spółki. Jeśli przedsiębiorstwo działa w przemyśle i dużą wartość stanowią aktywa trwałe, to wskaźnik może oscylować w granicach 0,4 – 2,0. W przypadku spółek technologicznych mogą pojawiać się wartości wyższe, np. P/BV = 5.

Na koniec przypominamy, że analizowanie poszczególnych spółek jest niesamowicie czasochłonne i wymaga sporej wiedzy. Jeśli nie jesteśmy w stanie poświęcić na to odpowiedniej ilości czasu, zdecydowanie bezpieczniej jest inwestować w ETFy dające ekspozycje na niedowartościowane rynki bądź sektory. W ten sposób możemy zmniejszyć ryzyko związane z ewentualnymi problemami finansowymi poszczególnych spółek.

Autorstwo: Zespół „Independent Trader”

Źródła: IndependentTrader.pl, WolneMedia.net