

CO WŁOŻYĆ DO PORTFELA?

BARTŁOMIEJ JABŁOŃSKI, TOMASZ NAWROCKI

Od początku istnienia rynków giełdowych inwestorzy usiłują stworzyć narzędzia, które wspomagałyby ich proces decyzyjny. Jak dotąd, mało skutecznie. Czy zatem w ogóle można ocenić atrakcyjność inwestycji w akcje poszczególnych przedsiębiorstw?

Problem dotyczy zasadniczo trafności oceny, a nie samych jej sposobów – tych wykształciło się bowiem mnóstwo. Jedną z bardziej popularnych jest metoda oparta na analizie wskaźników rynkowych notowanych na giełdzie przedsiębiorstw. Najogólniej mówiąc, obliczane są one jako ilorzec ceny rynkowej akcji danej firmy i różnych wielkości zawartych w publikowanych okresowo sprawozdaniach finansowych.

JAKIE WSKAŹNIKI?

Najczęściej stosuje się takie wskaźniki, jak cena/wartość księgowa – C/WK (ang. P/BV) i cena/zysk – C/Z (ang. P/E). Wskaźnik C/WK obrazuje relację wartości przedsiębiorstwa widzianej z perspektywy rynku do wartości bilansowej aktywów przedsiębiorstwa przypadających na akcjonariuszy (aktywa netto = wartość księgowa). Przedstawić to można za pomocą wzoru: $C/WK = \text{cena rynkowa jednej akcji} / \text{wartość księgowa na jedną akcję}$

Warto przy tym wiedzieć, że rynek w swojej wycenie ujmuje zarówno wartość majątku (aktywa netto) przedsiębiorstwa, jak i jego zdolność do generowania dochodu. Jeśli zatem wskaźnik C/WK jest równy jeden, można powiedzieć, że wyceniono je na równi z wartością jego aktywów netto, a zdolność do generowania dochodu na zero. Im wartości wyższe od jedynki przyjmuje wskaźnik C/WK, tym większe i bardziej optymistyczne są oczekiwania rynku co do przyszłych dochodów przedsiębiorstwa. Z kolei wartości poniżej jedynki informują o negatywnej ocenie perspektyw rozwoju firmy.



Drugi ze wskaźników – C/Z – informuje o tym, ile kosztuje jednostka bieżących zysków przedsiębiorstwa i oblicza się go według wzoru: $C/Z = \text{cena rynkowa jednej akcji} / \text{zysk (strata) netto przypadające na jedną akcję}$.

Mianownik tego wzoru – zysk (strata) netto spółki przypadające na jedną akcję (ZNA, ang. EPS), obliczany jest według wzoru: $ZNA = \text{zysk (strata) netto z czterech ostatnich kwartałów} / \text{liczba wyemitowanych akcji}$. Wskazuje on potencjalne korzyści, jakie wynikają z posiadania danego waloru. Nie daje jednak możliwości oceny zyskowności spółki w stosunku do innych, ponieważ liczby wyemitowanych przez firmy akcji często znacznie się różnią.

W zależności od notowań badanej spółki oraz jej zysku wypracowanego w ostatnich czterech kwartałach, wskaźnik C/Z może przyjmować wysokie lub niskie wartości. Te wysokie mogą oznaczać przewidywania znacznych zysków przedsiębiorstwa w przyszłości (zatem inwestorzy są skłonni kupować akcje po wysokich cenach) lub spadek zysku, który nie został jeszcze zdyskontowany spadkiem rynkowych cen akcji. Niskie wartości wskaźnika mogą oznaczać przewidywania pogorszenia zyskowności przedsiębiorstwa w przyszłości, przez co inwestorzy nie są zainteresowani nabywaniem jego akcji po wysokich cenach, lub wzrost zysku, który nie został jeszcze zdyskontowany wzrostem

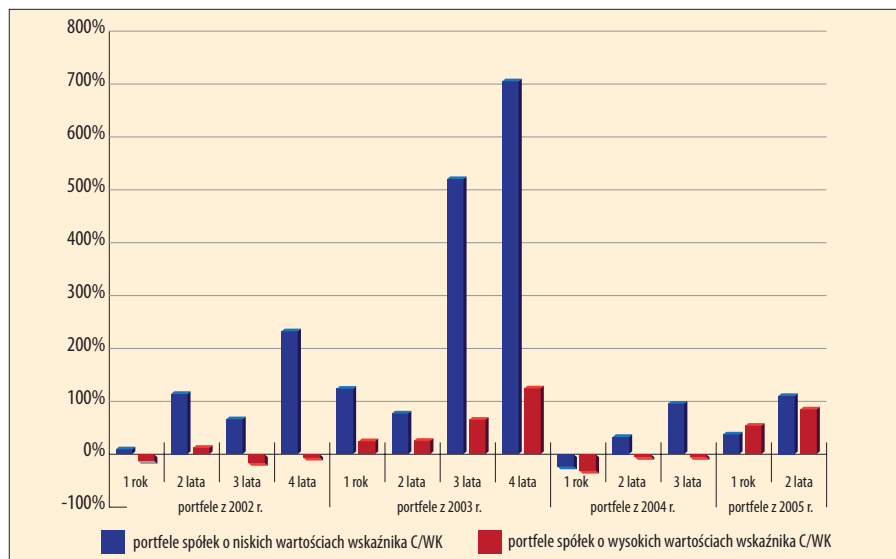
TABELA 1. WSKAŹNIKI C/WK DLA SPÓŁEK SEKTORA IT W LATACH 2002–2007

Nazwa spółki	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ABG-SterProjekt	1,81	2,49	1,65	1,04	2,84	2,30
ASSECOPOL (d. SOFTBANK)	1,80	3,18	3,36	1,85	3,29	2,82
ATM	x	x	x	1,80	3,34	4,79
BETACOM	x	x	x	1,53	1,68	1,95
COMARCH	2,28	1,80	3,42	3,22	4,95	6,59
COMP	x	x	x	2,30	2,49	3,66
COMPUTERLAND	5,62	3,47	4,32	3,44	3,51	1,96
CSS	1,62	1,60	2,08	1,78	2,41	4,29
ELZAB	0,41	0,31	0,64	0,54	1,19	2,17
EMAX	x	5,34	4,82	4,16	4,46	3,05
IBSYSTEM	-	-	-	-	-	5,22
IGROUP	0,96	0,62	2,52	1,98	15,14	19,69
MCLOGIC (d. MICROSOFT)	1,42	1,28	1,94	2,55	4,46	4,89
OPTIMUS	3,00	-	4,98	2,47	3,67	6,86
PCGUARD	x	x	x	x	4,65	35,28
PROKOM	4,32	2,90	11,27	1,82	2,11	2,38
SIMPLE	0,74	0,54	1,46	1,24	2,50	2,80
SPIN	x	1,34	1,89	1,88	1,54	1,47
TALEX	1,00	1,80	1,59	0,72	0,85	1,27
TECHMEX	x	x	x	1,14	1,04	2,39
TETA	x	x	x	x	5,95	5,66
WASKO (d. HOGA)	0,80	1,90	4,99	2,87	5,49	4,06

Źródło: Obliczenia własne na podstawie jednostkowych kwartalnych sprawozdań finansowych publikowanych przez spółki oraz notowań z GPW w Warszawie

rynkowych cen akcji. Jeśli suma wyniku finansowego (zysk lub strata netto) za ostatnie cztery kwartały daje wynik ujemny, wskaźnika C/Z nie oblicza się, a sam ten fakt jest oceniany negatywnie.

Dokonując oceny atrakcyjności inwestycyjnej akcji na podstawie wskaźników rynkowych, należy pamiętać, że różne sektory, a nawet podsektory charakteryzują się odmiennymi normami



Wykres 1 Roczne, dwu-, trzy-, cztero- i pięcioletnie stopy zwrotu z portfeli spółek IT o niskich i wysokich wartościach wskaźnika C/WK, stworzonych w latach 2002, 2003, 2004 i 2005

Źródło: Obliczenia własne

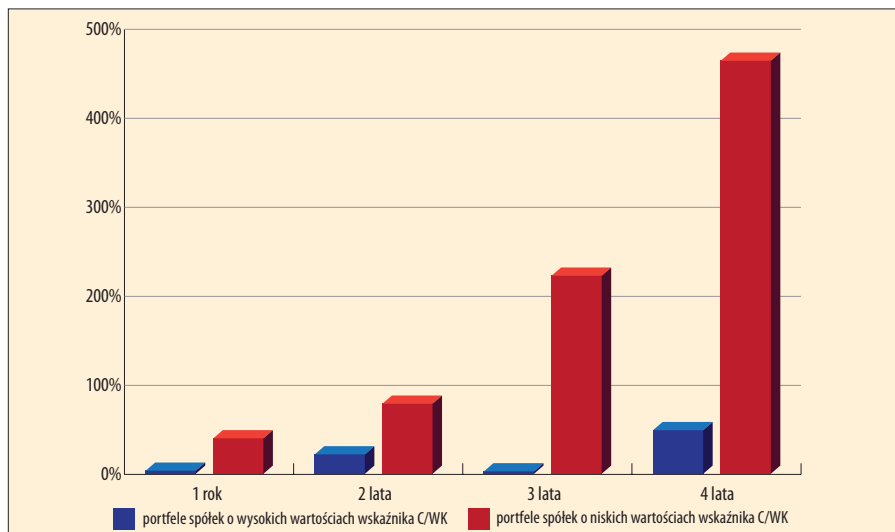
wartości tych wskaźników. Należy też zwracać uwagę na trend rozwojowy analizowanych przedsiębiorstw oraz możliwości osiągnięcia prognozowanych wyników. Dość często bowiem wartości wskaźników rynkowych są kreowane sztucznie. W takich wypadkach przytoczona wcześniej interpretacja wartości tych wskaźników traci sens.

ZAŁOŻENIA STRATEGII INWESTYCYJNEJ

W wielu artykułach prasowych i książkach z zakresu finansów i inwestycji kapitałowych pisze się o tym, że niskie wartości wskaźników C/Z i C/WK wskazują na niedowartościowanie akcji, wysokie zaś na ich przewartościowanie. Jak jednak pokazują notowania giełdowe, niejednokrotnie akcje o wysokich wskaźnikach rynkowych jeszcze przez wiele dni, a nawet miesięcy mogą zyskiwać na wartości, podczas gdy akcje o niskich wskaźnikach C/Z i C/WK nadal przynoszą straty. Rozwiązaniem tej zagadki zajął się Robert A. Haugen. Przeprowadził badania dla rynku amerykańskiego, w których analizował stopy zwrotu uzyskiwane z portfeli tzw. spółek wzrostowych i spółek o potencjale wartości.

Akcje wzrostowe to inaczej walory firm o wysokich wartościach wskaźników C/WK i C/Z, od których inwestorzy oczekują szybszego od przeciętnej wzrostu zysków. Z kolei akcje o potencjale wartości to papiery firm o niskich wartościach wskaźników C/WK i C/Z. Wynikają one z niewiary inwestorów w szybką poprawę wyników tych firm w przyszłości.

Jak zaznacza Haugen, głównym kryterium podziału spółek na wzrostowe i z potencjałem są wartości wskaźnika C/WK; C/Z jest traktowany jako kryterium pomocnicze. Wyniki badań potwierdziły, że bardziej opłacalną strategią inwestycyjną jest ta oparta na zakupie akcji firm o niskich wskaźnikach C/Z i C/WK. Zdaniem Haugena wynika to stąd, że spółki o potencjale wartości, a więc te, w które rynek „nie wierzy”, przeprowadzają reorganizację lub zostają przejęte i z czasem zaczynają poprawiać wyniki. Z kolei przed-



Wykres 2. Przeciętne roczne, dwu-, trzy- i czteroletnie stopy zwrotu z portfeli spółek IT o niskich i wysokich wartościach wskaźnika C/WK

Źródło: Obliczenia własne

siębiorstwa wzrostowe muszą cały czas walczyć z konkurentami, którzy starają się powielać ich rozwiązania i w rezultacie coraz trudniej jest im wypracowywać wyniki zgodne z wygórowanymi oczekiwaniami inwestorów. Poza tym wiara inwestorów w spółki wzro-

stowe opiera się zdaniem Haugena na błędnym przekonaniu, że firmy, które powiększały zyski szybciej od innych w przeszłości, będą to robić również w przyszłości. W podobny sposób można uzasadnić niewiarę rynku w przedsiębiorstwa o niskich wskaźnikach

TABELA 2. WSKAŹNIKI C/Z DLA SPÓŁEK SEKTORA IT W LATACH 2002–2007

Nazwa spółki	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ABG-SterProjekt	-	15,62	2441,67	-	24,85	20,40
ASSECOPOL (d. SOFTBANK)	-	-	104,78	17,00	18,40	33,51
ATM	x	x	x	15,55	12,54	19,51
BETACOM	x	x	x	9,54	18,86	14,46
COMARCH	69,19	48,84	32,63	31,52	22,79	35,08
COMP	x	x	x	16,69	25,26	20,44
COMPUTERLAND	31,23	104,73	64,43	49,85	106,10	-
CSS	-	16,09	17,54	23,06	-	23,28
ELZAB	-	31,12	-	37,90	9,29	13,96
EMAX	x	14,87	49,97	24,24	29,23	-
IBSYSTEM	-	0,04	3,16	-	-	19,35
IGROUP	-	-	-	-	-	-
MCLOGIC (d. MACROSOFT)	-	-	11,25	13,55	20,59	26,53
OPTIMUS	-	-	1,76	9,79	-	-
PCGUARD	x	x	x	x	21,23	184,60
PROKOM	31,72	31,18	25,66	71,55	19,33	25,10
SIMPLE	-	-	-	106,12	36,23	-
SPIN	x	9,43	-	32,36	59,65	100,03
TALEX	9,53	9,09	52,33	-	31,92	49,30
TECHMEX	x	x	x	44,62	16,68	70,15
TETA	x	x	x	x	22,39	29,32
WASKO (d. HOGA)	-	-	-	15,88	-	264,76

Źródło: Obliczenia własne na podstawie jednostkowych kwartalnych sprawozdań finansowych publikowanych przez spółki oraz notowań z GPW w Warszawie

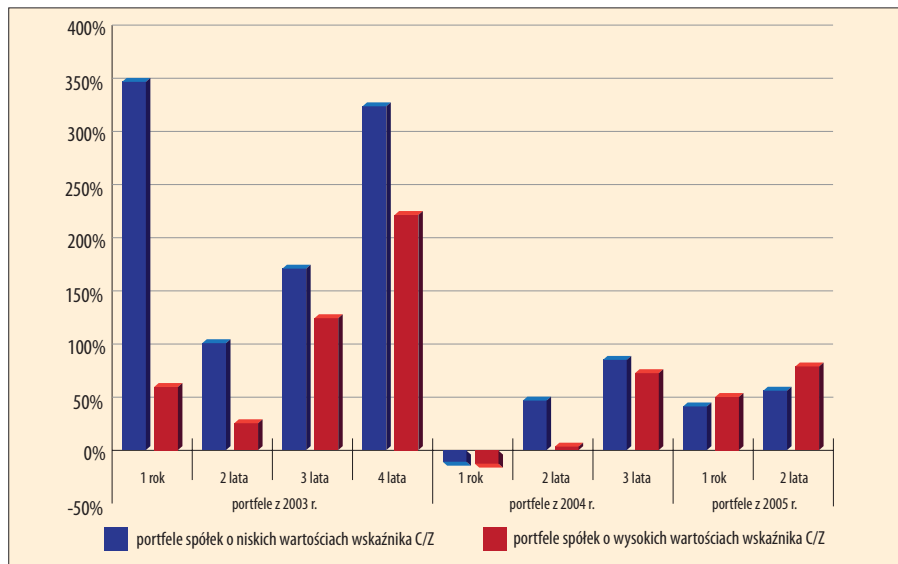
C/Z i C/WK. Ogólnie rzecz biorąc, po walorach spółek wzrostowych oczekuje się wiele, dużo za wiele, a po papierach spółek o potencjale wartości nie oczekuje się niczego specjalnego. W rezultacie to, co dobre i to, co złe staje się średnie szybciej, niż rynek jest to sobie w stanie uświadomić.

JAK TO JEST ZE STRATEGIAMI?

Aby sprawdzić, czy te poglądy na temat strategii inwestycyjnych opartych na wskaźnikach C/Z i C/WK znajdują potwierdzenie również na warszawskim parkiecie, poddaliśmy analizie sektor IT w latach 2002–2007. Do obliczeń wskaźników C/WK i C/Z wykorzystaliśmy raporty kwartalne publikowane przez spółki oraz notowania ich akcji na koniec maja każdego roku (po publikacji wyników za I kwartał). Na podstawie tak policzonych wskaźników stworzyliśmy w każdym z lat portfel spółek o potencjale wartości – wybierając trzy o najniższych wskaźnikach (kolor żółty) oraz portfel spółek wzrostowych – wybierając trzy o najwyższych wskaźnikach C/WK i C/Z (kolor pomarańczowy). Jeśli jakaś spółka posiadała ujemne kapitały własne lub suma zysków netto z ostatnich czterech kwartałów była ujemna, danego wskaźnika nie liczyliśmy i wpisywaliśmy zamiast tego „-”, a firmę wykluczaliśmy z badania. Z kolei symbol „x” oznacza, że spółka w maju danego roku nie była jeszcze notowana na GPW w Warszawie. W celu sprawdzenia, czy strategię oparte na wskaźniku C/WK dają podobne, czy też różne rezultaty w stosunku do strategii opartych na wskaźniku C/Z badanie przeprowadziliśmy osobno dla każdego z nich.

Następnie dla stworzonych portfeli policzyliśmy stopy zwrotu, jakie można było uzyskać w okresie roku, dwu, trzech i czterech lat. Uzyskane wyniki przedstawiamy na wykresie 1.

Jak wynika z wykresu 1, portfele spółek o niskich wartościach wskaźnika C/WK niezależnie od długości analizowanego okresu oraz momentu tworzenia przyniosły znacząco wyższe stopy zwrotu niż portfele spółek o najwyższych wartościach wskaźnika C/WK. Jedyny wyjątek od tej reguły stanowił portfel



Wykres 3. Roczne, dwu-, trzy-, cztero- i pięcioletnie stopy zwrotu z portfeli spółek IT o niskich i wysokich wartościach wskaźnika C/Z, stworzonych w latach 2003, 2004 i 2005

Źródło: Obliczenia własne

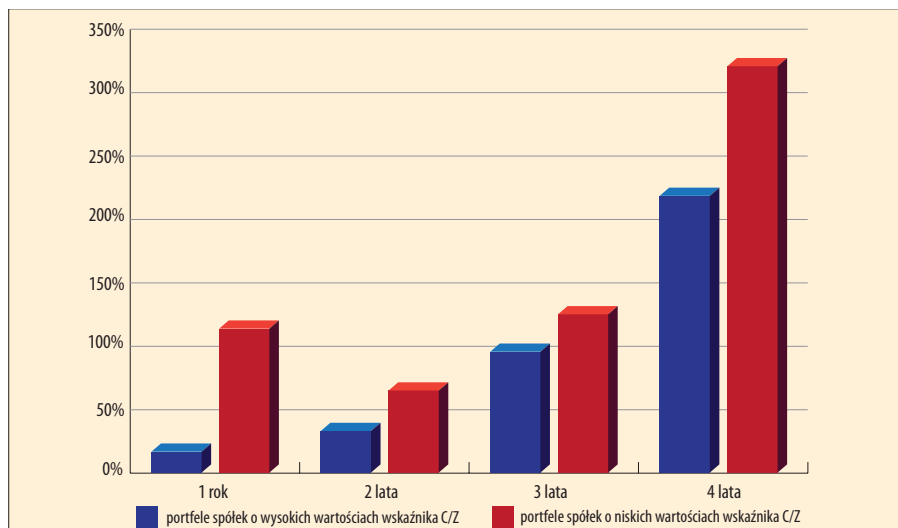
stworzony w 2005 roku, i to tylko w przypadku rocznej stopy zwrotu.

Dla lepszego zobrazowania przewagi portfeli spółek o niskich wartościach wskaźnika C/WK nad spółkami o wysokich wartościach tego wskaźnika na wykresie 2 przedstawiliśmy przeciętne stopy zwrotu z tych portfeli w okresie roku, dwóch, trzech i czterech lat od momentu ich stworzenia.

Jak więc widać, otrzymane wyniki dla strategii opartych na wskaźniku C/WK są zbieżne z wynikami, jakie w swoich badaniach uzyskał Haugen.

W dalszej kolejności należałoby sprawdzić, czy podobne wyniki otrzymamy dla strategii inwestycyjnych opartych na wskaźniku C/Z (tabela 2).

Podobnie jak to miało miejsce wcześniej, dla stworzonych na podstawie wskaźnika C/Z portfeli spółek policzyliśmy stopy zwrotu, jakie można było uzyskać w okresie roku, dwu, trzech i czterech lat. Uzyskane wyniki przedstawiliśmy na wykresie 3. Z racji tego, że w roku 2002 tylko cztery firmy posiadały dodatnią wartość wskaźnika C/Z, pominęliśmy go w badaniach.



Wykres 4. Przeciętne roczne, dwu-, trzy- i czteroletnie stopy zwrotu z portfeli spółek IT o niskich i wysokich wartościach wskaźnika C/Z

Źródło: Obliczenia własne

Jak widać na wykresie 3, stopy zwrotu uzyskane w różnych okresach przez portfele spółek zbudowane na podstawie wskaźnika C/Z, potwierdzają wyniki otrzymane wcześniej przy okazji podobnej analizy w oparciu o wskaźnik C/WK. Co prawda pomiędzy uzyskiwanymi stopami zwrotu z portfeli spółek o wysokich i niskich wartościach wskaźnika C/Z dysproporcja jest mniejsza niż w podobnej analizie na bazie wskaźnika C/WK, ale wyraźnie widać, że portfele spółek o niskich wskaźnikach C/Z charakteryzują się wyższymi stopami zwrotu niezależnie od długości okresu inwestycji, czy też momentu tworzenia portfela. Wyjątek stanowi ostatni ten z 2005 roku, gdzie nieznaczną przewagę mają spółki charakteryzujące się wysokimi wartościami wskaźnika C/Z.

Aby potwierdzić przewagę portfeli spółek o niskich wartościach wskaźnika C/Z nad spółkami o wysokich wartościach tego wskaźnika na wykresie 4 przedstawiamy przeciętne stopy zwrotu z tych portfeli w okresie roku, dwu, trzech i czterech lat od momentu ich stworzenia.

CO Z TEGO WYNIKA?

Badanie potwierdza wyższość portfeli złożonych ze spółek o niskich wartościach wskaźników C/Z i C/WK (czyli tzw. firm o potencjale wzrostu) nad portfelami złożonymi ze spółek o wysokich ich wartościach (czyli wzrostowych). Warto jednak pamiętać, że przedstawiona analiza miała charakter czysto porównawczy i nie analizowaliśmy w niej przyczyn zmian wartości wskaźników C/Z i C/WK dla poszczególnych spółek. Tymczasem ich zbadanie pomogłoby zidentyfikować np. spółki wzrostowe, przed którymi faktycznie rysuje się optymistyczna przyszłość, czy też spółki o potencjale wzrostu, które nazwano tak na wyrost, gdyż ich niska wycena rynkowa jest w pełni uzasadniona. ■

Bartłomiej Jabłoński jest wiceprezesa firmy FINANSE Kancelaria Usług Gospodarczych i Finansowych Sp. z o.o. Pisze pracę doktorską na Akademii Ekonomicznej im. Karola Adameckiego w Katowicach. Tomasz Nawrocki jest doktorantem w Katedrze Ekonomii i Finansów na Wydziale Organizacji i Zarządzania Politechniki Śląskiej w Gliwicach. Prezentowane analizy są poglądami autorów i nie mogą być traktowane jako rekomendacja czy zalecenie podjęcia określonych działań inwestycyjnych