

Strategia Inwestowania w wartość na podstawie strategii inwestycyjnej Warrena Buffetta

1. Wstęp

Warren Buffet, inwestor-legenda, trzeci najbogatszy człowiek świata wg. listy Forbesa (Frobes, 2016). Swój majątek zdobył kupując akcje i spółki poprzez Berkshire Hathaway, używając i rozwijając metody innego sławnego inwestora – Benjamina Grahama. Jego metoda inwestowania jest bardzo prosta w założeniach i najwyraźniej skuteczna gdyż Berkshire Hathaway osiągnął dwa razy lepszy wynik finansowy w latach 1965-2013 niż amerykański indeks giełdowy SP500, osiągając średni roczny wzrost wartości na poziomie 19,7% w porównaniu do 9,8% osiągniętego przez SP500 (Hathaway, 2013).

2. Podstawowe założenia

Inwestowanie w wartość jest zdecydowanie pasywnym modelem inwestowania. Polega ono, w dużym przybliżeniu, na zakupie akcji przedsiębiorstw z wysokim poziomem „wartości” w porównaniu do ceny i trzymaniu ich nieskończenie długo, zarabiając na dywidendach i inkrementalnych wzrostach wartości akcji w czasie. Oczywiście metoda ta będzie działać jedynie jeśli dobrze określimy „wartość” danego przedsiębiorstwa. Do tego używane są różne wskaźniki fundamentalne. W poznanej przeze mnie metodzie używane są następujące wskaźniki: kapitalizacja rynkowa, cena do zysku, cena do wartości księgowej, wskaźnik płynności bieżącej, dług długoterminowy do kapitału własnego (ostatni rok), zwrot z kapitału własnego (średnia z 5 lat), średnia wzrostu dochodu netto z ostatnich 5 lat, średnia wzrostu przychodów z ostatnich 10 lat, średnia wzrostu zysku na akcję z ostatnich 10 lat oraz pokrycie odsetek. Wszystkie te wskaźniki omówię w dalszej części referatu.

3. Omówienie wskaźników fundamentalnych

- a) Kapitalizacja rynkowa. Mówi nam jak rynek wycenia wartość danego przedsiębiorstwa. Oblicza się ją poprzez pomnożenie ceny jednej akcji danego przedsiębiorstwa i łącznej ilości wystawionych akcji.
- b) Cena do wartości księgowej (P/BV). Wskaźnik ten określa jaka jest cena akcji w porównaniu do wartości księgowej (aktywa odjąć zobowiązania) przypadającej na akcję. Określa margines bezpieczeństwa inwestycji gdyż w przypadku bankructwa spółki, akcjonariusze mogą liczyć na pokrycie ze sprzedaży aktywów (z uwzględnieniem, że najpierw pokrywane są długi przedsiębiorstwa). Kiedy współczynnik ma wartość 1, oznacza to, że każda złotówka zainwestowana pokryta jest przez złotówkę otrzymaną w przypadku likwidacji spółki. Im niższa wartość tego współczynnika tym lepiej.
- c) Zysk na akcję (EPS). Określa ile zysku osiągniętego przez przedsiębiorstwo przypada na jedną akcję tego przedsiębiorstwa. Dla przykładu $EPS = 2zł$ oznacza, że na każdą

swoją akcję przedsiębiorstwo zarobiło w zeszłym roku 2 zł. Im wyższy EPS tym lepiej, jednak sam EPS nie daje nam dużo informacji do porównywania przedsiębiorstw z powodu nieuwzględniania cen akcji przedsiębiorstwa.

- d) Cena do zysku (P/E). Wskaźnik ten określa jaka jest cena akcji w porównaniu do zysku przypadającego na akcję jakie uzyskało przedsiębiorstwo. Wzór na ten wskaźnik to $P/E = P/EPS$, naprawia więc wadę wskaźnika EPS. Dla przykładu, dla akcji o cenie 10zł i $EPS = 2zł$, P/E wynosi 5. Oznacza to, że możemy się spodziewać 1zł zarobku na każde 5zł zainwestowane w akcje tej spółki. Oczywiście im niższa wartość tego współczynnika tym lepiej.
- e) Wskaźnik płynności bierzącej (CR). Mówi jaki jest stosunek aktywów do pasywów. W dużym uproszczeniu informauje nas o stosunku przyływu kapitału do jego odpływu. Dla przykładu, $CR = 1,5$ oznacza, że przedsiębiorstwo posiada 1,5 zł aktywów na 1 zł pasywów i na każdą złotówkę odpływów pieniężnych powinno otrzymać 1,5 zł wpływów.
- f) Stosunek długu długoterminowego do kapitału własnego (LT Debt/Equity). Określa ile przedsiębiorstwo posiada długu długoterminowego w stosunku do jej kapitału. Dla przykładu $LTD/E = 0,5$ oznacza, że przedsiębiorstwo posiada 0,5 zł długu na każdą złotówkę kapitału własnego.
- g) Zwrot z kapitału własnego (ROE). Ten popularny wskaźnik mówi ile przedsiębiorstwo wypracowało przychodu netto do kapitału własnego. Określa jak efektywnie jest w stanie wykorzystać środki powierzone przedsiębiorstwu przez akcjonariuszy. W tym przypadku bierzemy średnią z 5 lat gdyż z powodu wahań gospodarczych, ROE może odstawać w danym roku w jedną lub w drugą stronę.
- h) Średnia wzrostu dochodu netto z ostatnich 5 lat. Złożony, średni, roczny wzrost dochodu netto z ostatnich 5 lat. Określa o ile procent, średnio, rośnie rocznie rocznie dochód netto przedsiębiorstwa.
- i) Średnia wzrostu przychodów z ostatnich 10 lat. Złożony, średni, roczny wzrost dochodów z ostatnich 10 lat. Określa o ile procent, średnio, rosną rocznie przychody przedsiębiorstwa.
- j) Średnia wzrostu zysku na akcję z ostatnich 10 lat. Złożony, średni, roczny wzrost EPS z ostatnich 10 lat. Określa o ile procent, średnio, rośnie rocznie EPS.

- k) Pokrycie odsetek. Stosunek zysku przed opłaceniem odsetek i podatków do kosztu odsetek. Pomaga określić koszt długu firmy i jak bardzo jest ona zadłużona.

4. Wartości wskaźników

Pan Warren Buffett nie podaje niestety dokładnej kompozycji i wartości wskaźników na jakie zwraca uwagę. Dlatego skorzystałem z opracowania portalu westudybillionaires.com (westudybillionaires.com), który badał strategię inwestycyjną Warrena Buffetta. Według tegoż portalu wartości danych wskaźników powinny wyglądać następująco:

- a) Market Cap > \$500 Milion
- b) P/E Ration < 15
- c) Price to Book < 1.5
- d) Current Ratio > 1.5
- e) LT Debt/Equity (Recent Year) < 0.5
- f) Return on Equity (5 year average) (%) > 8
- g) 5Y Net Income Growth Rate (%) > 5
- h) 10Y Revenue Growth Rate (%) > 5
- i) 10Y EPS Growth Rate (%) > 5
- j) Interest Coverage > 6.0

Te wartości są podane i dopasowane do amerykańskich realiów. Polska giełda (GPW) jest w dużo gorszym stanie niż te amerykańskie z powodu dużo mniejszej gospodarki i innych realiów finansowania inwestycji (przewaga kredytów bankowych nad finansowaniem giełdowym). Wartości te są również jedynie przykładowymi wartościami, trzeba je dopasować do aktualnych realiów rynkowych, tj. czy jesteśmy na etapie tuż pokryzysowym, wzrostu czy też przegrzania. W zależności od tego powinny się zmieniać wymagane przez nas wartości.

By wyszukać spółki z interesującymi nas cechami, możemy wykorzystać market screenery typu Stock Screener od Yahoo! lub Google Finance.

5. Dodatkowe informacje o spółce

Po wyszukaniu interesującej nas grupy spółek z odpowiednimi wartościami wskaźników (i odrzuceniu całej reszty), należy znaleźć bardziej szczegółowe informacje na ich temat. Należy się zastanowić czy przedsiębiorstwo:

- Jest stabilne
- Ma dobry, efektywny zarząd
- Ma dobre perspektywy na przyszłość
- Czy się rozwija
- Jak sobie radzi na tle konkurencji

Warren Buffett sugeruje również szukanie przedsiębiorstw mających określone przewagi nad swoją konkurencją. Danymi przewagami mogą być: marka, prawnie zastrzeżone technologie, patenty, nowoczesność produktu (pomyśl o Kodaku) czy też to jak produkty danego przedsiębiorstwa podobają się klientom.

6. Oszacowanie wartości spółki

Metod szacowania wartości rzeczywistej (intrinsic value) jest wiele, jedną z prostrzych jest metoda wolnych przepływów pieniężnych, która wyrażona jest wzorem

$$DPV = \sum_{t=0}^n \frac{FV_t}{(1+d)^t},$$

gdzie DPV - zdyskontowana wartość bieżąca przyszłego przepływu pieniężnego, FV – nominalna wartość przyszłego przepływu pieniężnego, n – liczba okresów dyskontowania, d – stopa dyskonta. Stopą dyskonta jest alternatywna inwestycja o podobnym poziomie ryzyka, np. obligacje państwowe lub korporacyjne, natomiast FV możemy obliczyć stosując aktualną wartość księgową danych akcji i obliczając jej średni wzrost w ostatnich 10 latach. Nie należy również zapominać o dywidendach jeśli je dana spółka stosuje. (wikipedia.pl)

W aktualnych warunkach, stopa dyskonta jako inwestycja w obligacje państwowe jest bardzo niska, obligacje nie są więc zazwyczaj dobrą inwestycją alternatywną. Jeśli jednak stopy zaczną rosnać (w przeszłości bywało, że rosły nawet do kilkudziesięciu procent), może to oznaczać, że inwestycja w obligacje jest lepsza niż inwestycja na giełdzie.

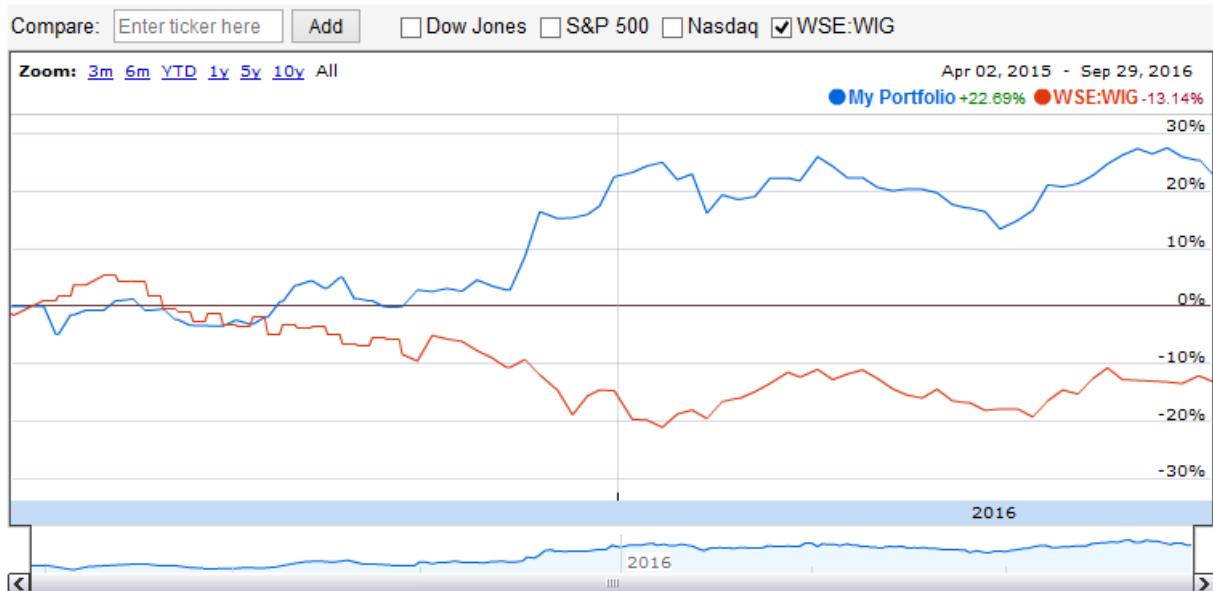
7. Decyzja

Po ustaleniu wszystkich zmiennych mogących wpłynąć na akcje dane spółki, wybranej spośród wielu z powodu jej odpowiednich wskaźników fundamentalnych i po porównaniu inwestycji w nią z inwestycjami w inne aktywa o porównywalnym poziomie ryzyka, nadszedł czas na podjęcie decyzji. Jeśli rzeczywista wartość spółki jest wyższa od aktualnej wyceny rynkowej, spółka ma dobre perspektywy na przyszłość a jej wskaźniki są odpowiednie, oznacza to, że jest to najprawdopodobniej dobra inwestycja.

8. Wyniki

2 kwietnia 2015 roku stworzyłem wirtualne portfolio używając wyżej wymienionej strategii. Zainwestowałem (wirtualne pieniądze) w 4 spółki: Asseco Central Europe as (ACS), Berling SA (BRG), Energoaparatura SA (ENP) oraz Grupa Azoty Zakłady Azotowe Puławy SA (ZAP). Kupiłem równowartość 300zł akcji każdej z tych spółek. Portfel osiągnął całkiem niezły

wynik, uzyskując wzrost 22,69% w porównaniu ze stratą indeksu WIG -13,14% (stan na 29.09.2016r.). W ujęciu rocznym daje to zysk ponad 15%. Oczywiście, zarówno wielkość próbki jak i niski przedział czasowy oznaczają małą wiarygodność testu, daje on jednak pewne pole do optymizmu.



Works Cited

Forbes. (2016). Retrieved 2016, from <http://www.forbes.com/billionaires/list/#version:static>

Hathaway, B. (2013). *Berkshire's Corporate Performance vs. the S&P 500*. Retrieved 2016, from <http://www.berkshirehathaway.com/letters/2013ltr.pdf>

westudybillionaires.com. (n.d.). <http://www.westudybillionaires.com/wp-content/uploads/2016/02/Preston-and-Stigs-stock-selecting-checklist.pdf>

wikipedia.pl. (n.d.). Retrieved from https://pl.wikipedia.org/wiki/Zdyskontowane_przep%C5%82ywy_pieni%C4%99%C5%BCne