

Strategie inwestowania na rynku papierów wartościowych

Wykład 4

Wybrane koncepcje inwestowania

- Analiza fundamentalna
- Analiza techniczna
- Analiza portfelowa
- Metody analizy behawioralnej
- Zależności sezonowe
- Porządek wszechświata

Analiza fundamentalna

Analiza fundamentalna jest metodą przewidywania przyszłych ruchów cen instrumentu finansowego na podstawie czynników i danych ekonomicznych, politycznych i środowiskowych, które w jakikolwiek sposób mogą wpłynąć na poziom popytu i podaży danego instrumentu.

Analiza fundamentalna jest metodą polegającą na prognozowaniu kierunku i zasięgu zmian cenowych na podstawie obecnych lub oczekiwanych relacji popytu i podaży.

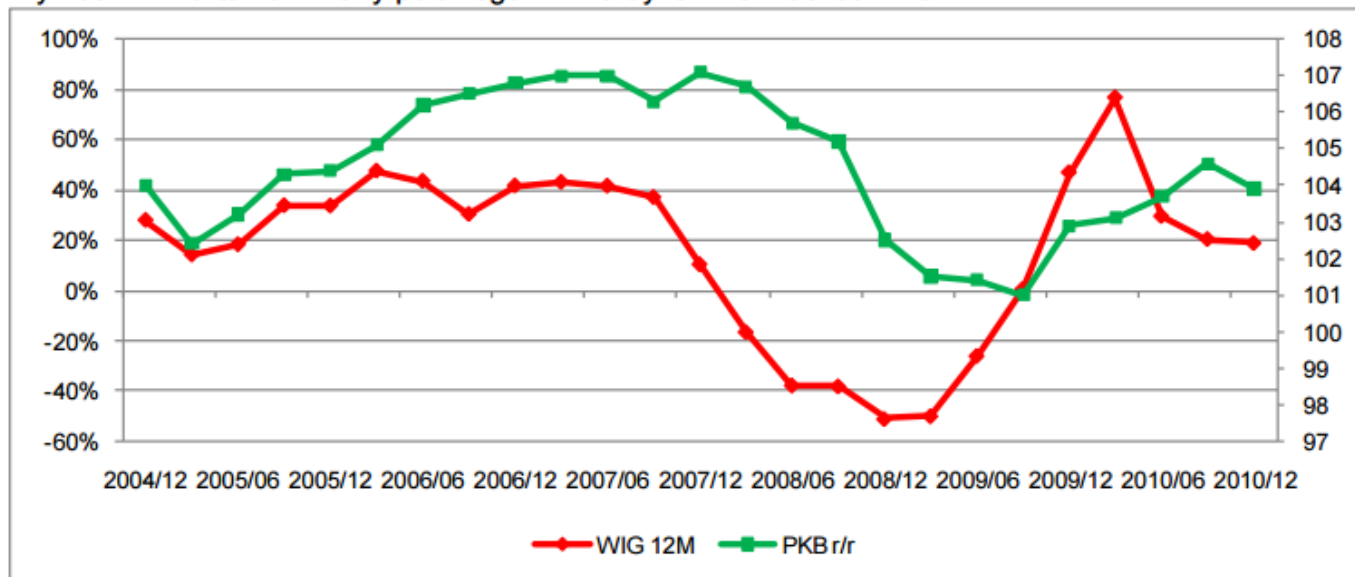
Polega na określeniu wartości wewnętrznej akcji.

Etapy analizy fundamentalnej

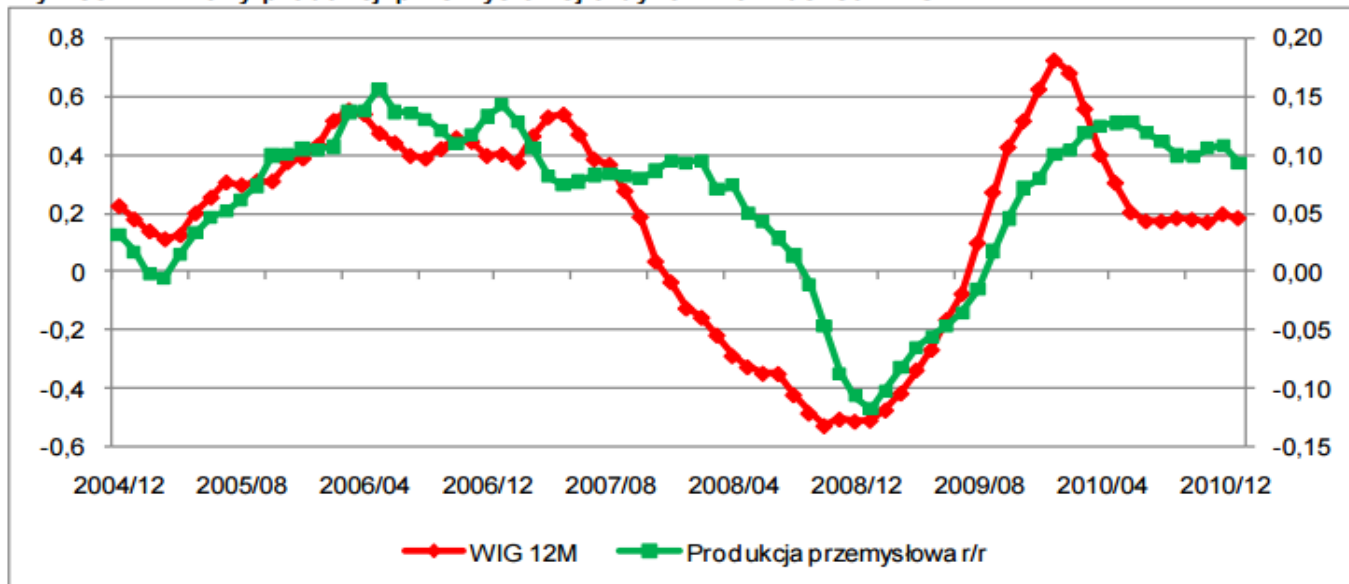
- Analiza makroekonomiczna
 - stan i wahania koniunktury gospodarczej,
 - ryzyko polityczne,
 - polityka pieniężna,
 - polityka fiskalna.

Powinna udzielić odpowiedzi na pytanie o opłacalność inwestowania na danym rynku.

Wykres 1. Kwartalne zmiany polskiego PKB a dynamika indeksu WIG



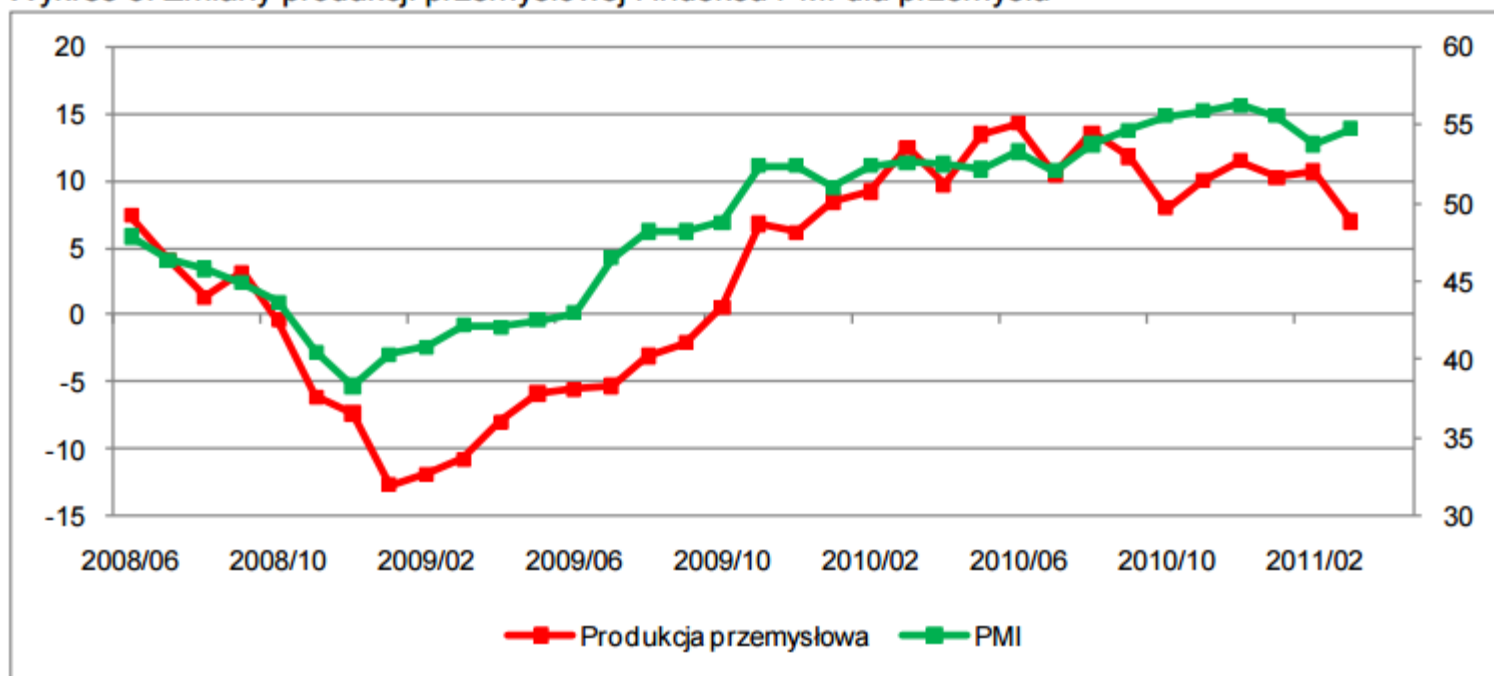
Wykres 2. Zmiany produkcji przemysłowej a dynamika indeksu WIG



Źródło: www.dmbzwbk.pl

Za wskaźnik wyprzedzający w stosunku do zmian produkcji przemysłowej w Polsce uważany jest indeks PMI publikowany przez Markit Economics w pierwszy roboczy dzień miesiąca. Powstaje on na bazie ankiet przeprowadzanych wśród kadry kierowniczej przedsiębiorstw oceniającej zmiany produkcji, zamówień, zatrudnienia, zapasów czy cen. Wartością graniczną wskaźnika jest 50 pkt., powyżej której sygnalizowana jest poprawa w stosunku do ubiegłego miesiąca, a wartości niższe oznaczają pogorszenie sytuacji.

Wykres 3. Zmiany produkcji przemysłowej i indeksu PMI dla przemysłu



Źródło: www.dmbzwbk.pl

Etapy analizy fundamentalnej

- Analiza sektorowa, otoczenie rynkowe
 - opłacalność i ryzyko inwestowania w danej gałęzi,
 - perspektywy rozwoju gałęzi na tle całej gospodarki,
 - faza rozwoju rynku (początkowa, konsolidacji, dojrzała, schyłkowa)
 - sezonowość,
 - dynamika rozwoju.

Etapy analizy fundamentalnej

- Analiza sytuacyjna spółki
 - ocena spółki na tle całej gałęzi,
 - dokładne zapoznanie się z działalnością operacyjną, analiza finansowa,
 - aspekty pozafinansowe: jakość zarządzania, strategia rozwoju, analiza SWOT, analiza konkurencji

Analiza fundamentalna

- Analiza finansowa (sprawozdania finansowe, analiza wskaźnikowa: wskaźniki płynności, rentowności, zadłużenia, sprawności działania).
 - Bilans (majątek przedsiębiorstwa i źródła jego finansowania)
 - Rachunek zysków i strat (źródła wyniku finansowego)
 - Zysk brutto na sprzedaży
 - Zysk operacyjny
 - Zysk z działalności gospodarczej
 - Zysk brutto
 - Zysk netto
 - Rachunek przepływów pieniężnych
 - Zestawienie zmian w kapitale własnym
 - Noty objaśniające

Analiza fundamentalna

Rachunek przepływów pieniężnych

- Przepływy z działalności operacyjnej – przepływy wynikające z podstawowej działalności spółki tj. wpływy pieniężne ze sprzedaży i wypływy (wydatki), **nie uwzględnia się amortyzacji**
- Przepływy z działalności inwestycyjnej – sprzedaż lub nabycie składników aktywów trwałych
- Przepływy z działalności finansowej – przepływy wynikające z obrotu kapitałem (emisja akcji, dywidenda, zaciągnięcie kredytu, spłata kredytu)

Wycena akcji - metody

- Dochodowe (dywidendowa, zdyskontowanych przepływów pieniężnych),
- Porównawcze (porównanie wskaźników finansowych innych notowanych firm; np.: C/Z, C/WK),
- Majątkowe (przedsiębiorstwo jest warte tyle, ile jego majątek),
- Mieszane (dochodowo-majątkowe),
- Niekonwencjonalne (np.: wycena spółki w oparciu o teorię wyceny opcji)

Wycena akcji – podejście dochodowe

Kluczowy problem, jaki występuje przy wycenie akcji za pomocą metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych, to zdefiniowanie pojęcia przepływu pieniężnego z tytułu posiadania akcji.

Trzy najpopularniejsze możliwości prowadzą do trzech modeli wyceny akcji:

- model zdyskontowanych dywidend (ang. *Discounted Dividend Model*),
- model zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych (ang. *Discounted Free Flow Model*),
- model zysku rezydualnego (ang. *Residual Income Model*).

Model stałego tempa wzrostu dywidendy – model Gordona

Najprostszy i chyba najczęściej stosowany wariant. Zakłada się w nim, że stopa wzrostu dywidendy jest i pozostanie stała na zawsze.

$$P = \frac{D_1}{r - g} = \frac{D_0(1 + g)}{r - g}$$

gdzie: g – stopa wzrostu dywidendy; D_1 – dywidenda (na 1 akcję) wypłacona w następnym roku; D_0 – dywidenda wypłacona ostatnio, r – wymagana stopa zwrotu. W modelu tym należy przyjąć założenie, że $r > g$. Ponadto, g określana jest najczęściej przy zastosowaniu wzoru:

$$g = ROE \cdot f$$

gdzie: ROE – stopa wzrostu z kapitału własnego (ang. Return On Equity), określona na podstawie sprawozdania finansowego; f – wskaźnik zatrzymania, określony jako iloraz zysku zatrzymanego i zysku netto.

Jak posługiwać się analizą fundamentalną?

- Zanim ocenisz wymowę danej wiadomości powinieneś zdać sobie sprawę z dominujących oczekiwań i umieścić wiadomość w ich kontekście
- Poszukaj rynków, na których rośnie popyt
- Nie bój się wchodzić na rynki rozpoczynające ruch o dużym potencjale fundamentalnym (inwestorom brakuje odporności psychicznej i dyscypliny by wejść na rynek, który rozpoczął nowy trend)

Wskaźniki analizy fundamentalnej

- Cena/Zysk
- Cena/Wartość księgową
- Stopa dywidendy (dywidenda na akcję/rynkowa cena akcji)
- EV/EBITDA
- Dług netto/EBITDA

Wskaźnik cena/zysk

Obliczany jako relacja bieżącej ceny akcji i zysku na akcję z 4 ostatnich kwartałów.

Wartość wskaźnika odpowiada okresowi, po którym przedsiębiorstwo wypracuje zysk równy jego wartości rynkowej.

Odwrotność tego wskaźnika można traktować jako porównanie między atrakcyjnością rynku akcji a rynku pieniężnego (odwrotność przykładowego C/Z 20x to „zyskowność” w wysokości 5 proc.).

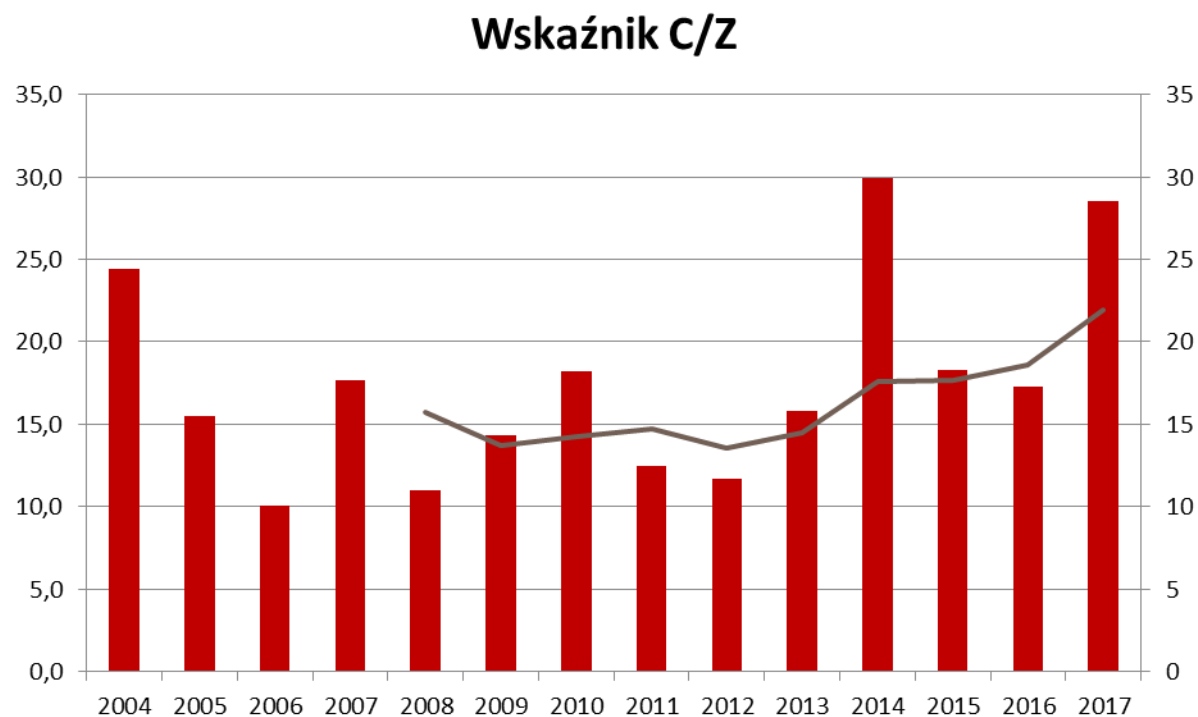
Wskaźnik cena/zysk

- Na poziomie poszczególnych sektorów bądź spółek na wartość C/Z największy wpływ mają tempo wzrostu zysków oraz ich powtarzalność (czy koniunktura gospodarcza ma wpływ na wysokość zysków).
- Spółki rozwijające się szybciej mają wyższy wskaźnik C/Z. Podobnie firmy, które podlegają w niewielkim stopniu koniunkturze gospodarczej, są zwykle notowane z wyższym wskaźnikiem niż tzw. spółki cykliczne.
- W przypadku spółek cyklicznych wskaźnik C/Z powinien być wysoki w okresie recesji, gdy zyski spółek są zaniżone, a niski pod koniec cyklu, gdy potencjał do poprawy wyników jest już wyczerpany.

Pułapki wskaźnika C/Z

- Zyski nadzwyczajne – zdarzenia jednorazowe (sprzedaż majątku powyżej wartości księgowej, wygrana procesu sądowego, rozwiązanie rezerw)
- Umorzenie długów – zysk z działalności finansowej

Wartość wskaźnika C/Z na GPW w Warszawie



Źródło: www.gpw.pl

Cena / Wartość księgową

Obliczany jako relacja ceny rynkowej i wartości księgowej przypadającej na 1 akcję.

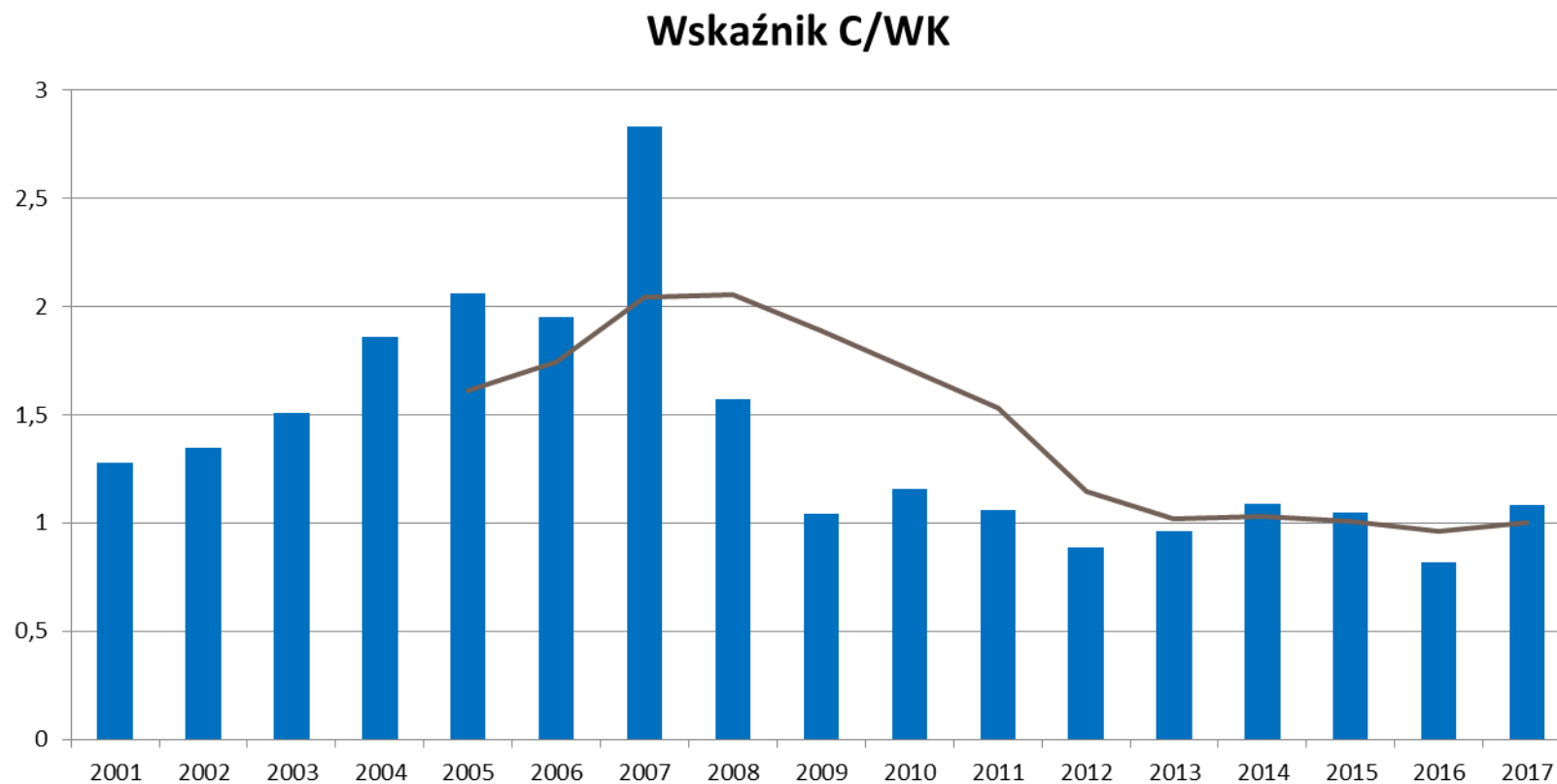
Wartość księgową to aktywa pomniejszone o zobowiązania.

Informuje, ile razy wartość spółki na rynku jest większa (mniejsza) od jej wartości księgowej.

Cena / Wartość księgową

- Niska wartość wskaźnika oznacza z reguły, że spółka osiąga małe zyski bieżące i jej majątek nie jest w pełni wykorzystywany. Może także świadczyć o kłopotach spółki, spowodowanych złą strukturą majątku.
- Wysoka wartość P/BV może oznaczać, że akcje są przewartościowane.
- Przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych ważna jest obserwacja zmian wskaźnika w czasie i porównywanie go z innymi spółkami danej branży.

Cena / Wartość księgową na GPW w Warszawie



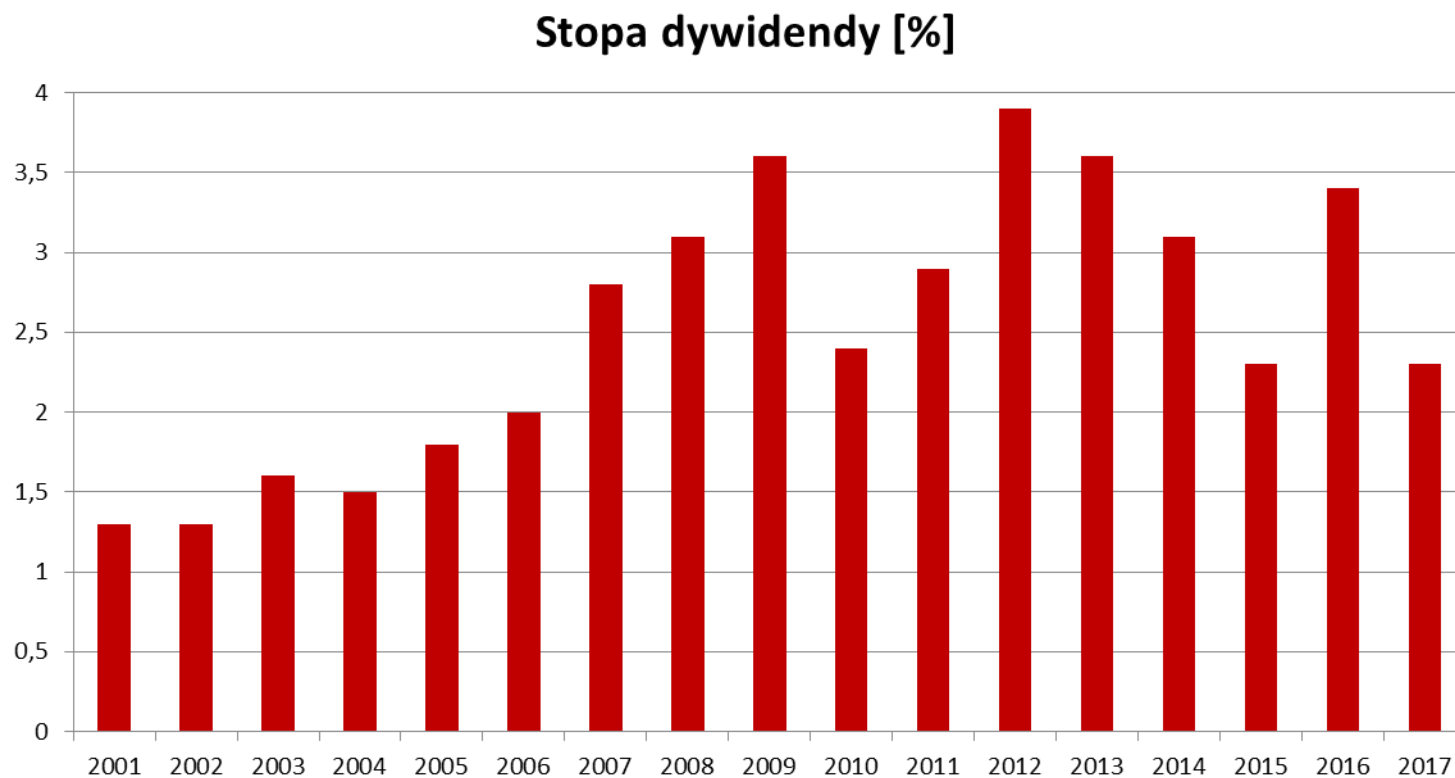
Źródło: www.gpw.pl

Stopa dywidendy

Stopa dywidendy (ang. *dividend yield*) iloraz dywidendy przypadającej na jedną akcję i ceny rynkowej akcji.

Im wyższa wartość tego wskaźnika, tym większy dochód z zainwestowanego kapitału uzyskuje akcjonariusz.

Stopa dywidendy



Źródło: www.gpw.pl

EV/EBITDA

EV (*enterprise value*) – wartość rynkowa wszystkich akcji + wartość zadłużenia – środki pieniężne.

EV interpretuje się jako teoretyczny koszt przejęcia firmy i spłaty długów.

EBITDA – zysk operacyjny + amortyzacja

Wskaźnik bierze pod uwagę zadłużenie.

Atrakcyjne spółki o niskiej wartości wskaźnika na tle rynku, branży lub danych historycznych.

Dług netto / EBITDA

Dług netto = zobowiązania – środki pieniężne i ich ekwiwalenty

Wskaźnik stosowany w celu oceny możliwości spłaty zobowiązań przez przedsiębiorstwo.

W normalnych warunkach wartość wskaźnika nie powinna przekraczać 3.

Wskaźniki analizy fundamentalnej

- Przychody netto ze sprzedaży na akcję
- *Cash flow* na akcję – suma zysku netto i amortyzacji podzielona przez liczbę wyemitowanych akcji
- Wskaźnik finansowania majątku kapitałem własnym – relacja kapitału własnego do majątku trwałego

Wybór spółek do inwestycji

- Rentowność
- Bezpieczeństwo (aktywa w 60% pokryte kapitałem własnym)
- Gotówka (najwyższe dodatnie przepływy operacyjne)
- Niska wycena rynkowa (C/Z i C/WK poniżej średniej dla indeksu WIG)

Zależności sezonowe

Ma na celu przewidywanie przyszłych ruchów cen na podstawie uwarunkowań i zdarzeń powtarzających się cyklicznie każdego roku.

Metoda obserwacji zależności sezonowych ma pewne ograniczenia; inwestor musi zwrócić uwagę na określenie momentu zwrotu i na antycykliczne ruchy cen.

Zależności sezonowe należy wykorzystywać w połączeniu ze wskaźnikami analizy technicznej lub odwołując się do znajomości sytuacji fundamentalnej.

Zależności sezonowe

- Sezon huraganów w USA (od VI do XI, kulminacja od VIII do X)
- Olej opałowy
- Benzyna
- Produkty typowo sezonowe
- Produkcja rolnicza