

I Ty możesz zostać
WARRENEM BUFFETTEM,
czyli
**INWESTOWANIE
SKONCENTROWANE
NA GPW**

T O B I A S Z M A L I Ń S K I

*Patrz na rynkowe zmiany raczej jak na przyjaciela,
a nie wroga — korzystaj z szaleństwa,
ale nie bierz w nim udziału.*

WARREN BUFFETT



eBook
PDF

one EXCLUSIVE
BOOKS

X Raiffeisen
BANK
Raiffeisen Bank Polska S.A.

IDŹ DO:

- ▶ Spis treści
- ▶ Przykładowy rozdział

KATALOG KSIĄŻEK:

- ▶ Katalog online
- ▶ Bestsellery
- ▶ Nowe książki
- ▶ Zapowiedzi

CENNIK I INFORMACJE:

- ▶ Zamów informacje o nowościach
- ▶ Zamów cennik

CZYTELNIA:

- ▶ Fragmenty książek online

I Ty możesz zostać Warrenem Buffettem, czyli inwestowanie skoncentrowane na GPW

Autor: [Tobiasz Maliński](#)

ISBN: 978-83-246-2947-3

Format: PDF



Patrz na rynkowe zmiany raczej jak na przyjaciela, a nie wroga – korzystaj z szaleństwa, ale nie bierz w nim udziału

Warren Buffett

Inwestowanie dla ostrożnych i trochę leniwych

Z czym kojarzy Ci się gra giełdowa? Z wielkimi pieniędzmi, emocjami, czasem gorzkim smakiem porażki? Isaac Newton po niepowodzeniu inwestycyjnym, które spotkało go z powodu spadku akcji Kompanii Mórz Południowych, powiedział, że jest w stanie przewidzieć ruchy ciał niebieskich, ale nie szaleństwo ludzi. Jednak tak wcale nie musi być! Twoja obecność na GPW naprawdę może przypominać żeglowanie łódką po spokojnej tafli wody, przy akompaniamencie kojącego szumu fal. To tylko kwestia wyboru. . .

. . .Wyboru między spekulacjami a inwestycjami. Między rzucaniem się w wir szaleństwa przypominającego hazard a metodycznym analizowaniem sprawozdań finansowych. Między szukaniem po omacku przeróżnych źródeł wiedzy a skorzystaniem z tego kompendium dla początkującego inwestora.

Wracając do Newtona – zachowanie rynków przypomina zachowanie się obiektów zgodnie z trzecią zasadą dynamiki: akcji i reakcji. Jeśli rynek porusza się cały czas w górę, to w którymś momencie musi nastąpić przeciwny ruch o takiej samej sile i takim zasięgu. Polska hossa zakończona w lecie 2007 roku również została zniesiona w 100% spadkami. Mając świadomość takich działań, o ilez łatwiej odnaleźć się na giełdzie!

Podobne proste, ale i genialne zasady życia inwestora znajdziesz właśnie w tej książce. Dowiesz się, co jest najważniejsze podczas typowania spółek notowanych na rynkach regulowanych i nauczysz się dokonywać własnych trafnych wyborów. Zyskasz nie tylko wiedzę, ale także spokój ducha, czas i wymierne korzyści finansowe.

- Elementy sprawozdania finansowego decydujące o sukcesie inwestora
- Analiza pojedynczej spółki
- Najważniejsze pozycje aktywów i pasywów
- Specyfika spółek z rynku NewConnect
- Różne style inwestycyjne oparte na wartości
- Praktyczne studia przypadków

Do koszyka



Do przechowalni

Nowość

Promocja

ELITA CZYTA

BO

WIETRZY INTERES



Spis treści

Wstęp	7
1. Moja historia	11
2. Dylemat zaufania swojej wiedzy	27
3. Wykłady akademickie	41
4. ROE — najważniejszy wskaźnik dla inwestora	49
5. Bezpieczeństwo czy zyski?	63
6. Łączymy kryteria	73
7. Przepływy pieniężne	81
8. Środowisko działalności spółki	97
9. Jak analizować pojedynczą spółkę?	103
10. Jak określić wartość spółki?	127
11. Kondycja finansowa spółki	143
12. Najważniejsze pozycje aktywów i pasywów	151

13. Kapitał obrotowy netto	167
14. Płynność płatnicza spółki	173
15. Cykl konwersji gotówki	183
16. Zadłużenie spółki i wysokość marży	195
17. Analiza spółki KGHM	207
18. Analiza spółki Teresa Medica	221
19. Jak analizować spółki z rynku NewConnect?	229
20. Różne style inwestycyjne oparte na wartości	237
Podsumowanie	245
A Co łączy Keynesa z inwestycjami?	249
B Czy Legg Mason TFI rzeczywiście inwestuje w wartość?	257
Bibliografia	269

5.

Bezpieczeństwo czy zyski?

Uważny czytelnik zauważył, że w poprzednim rozdziale spółkami, które uznałem za warte inwestycji pod względem wartości ROE, były spółki spoza sektora finansowego. A gdzie banki i ubezpieczalnie? W trakcie moich poszukiwań analizowałem również banki jako odrębną kategorię inwestycyjną. Na kolejnych etapach analizy zajmowałem się przepływami pieniężnymi. W przypadku banków otrzymałem dziwne wyniki, to znaczy banki wykazują bardzo zmienne salda przepływów pieniężnych. Poza tym wartość wskaźnika kapitałów własnych do aktywów kształtuje się w granicach 10%, a nie jak w przypadku innych spółek nawet na poziomie 90%. Postanowiłem skonsultować moje obserwacje z prowadzącą zajęcia w ramach finansów przedsiębiorstw. Po wykładzie podszedłem, by porozmawiać.

— Mam do pani pytanie odnośnie do poprzedniego wykładu...

— Słucham.

— Dokonałem analizy płynności spółek giełdowych w oparciu o poznane tydzień temu możliwe kombinacje przepływów pieniężnych i zaobserwowałem dziwne zjawisko. Chodzi mi o banki.

— Banki to jest w ogóle odrębna kategoria podmiotów, nie należy ich analizować dokładnie w taki sam sposób, w jaki analizuje się inne przedsiębiorstwa — odpowiedziała wykładowczyni, uśmiechając się nieznacznie.

— Zauważyłem właśnie, że banki posiadają bardzo duże wahania salda przepływów pieniężnych. Na podstawie przepływów z jednego roku można by powiedzieć, że bank znajduje się na skraju bankructwa, natomiast już w następnym roku widać, że bank radzi sobie bardzo dobrze.

— W przypadku banków analiza przepływów pieniężnych, taka jak w przypadku innych spółek, się nie sprawdza — powtórzyła z naciskiem. — W przypadku banków należy zwracać uwagę w szczególności na ich zobowiązania względem banku centralnego.

— No właśnie... — ciągnąłem dalej — przecież przepływy pieniężne, które wykazują banki, rozłożyłyby spółki niefinansowe, tymczasem bankom to nie szkodzi.

— Tak właśnie jest — stwierdziła moja rozmówczyni. — Poza tym instytucje finansowe takie jak banki i zakłady ubezpieczeniowe są odrębną kategorią spółek, w których przypadku zwraca się uwagę na trochę inne rzeczy.

Nie zatrzymywałem dłużej wyraźnie śpieszącej się pani doktor, i tak dowiedziałem się wiele. Po tej rozmowie zarzuciłem na jakiś czas analizowanie instytucji finansowych notowanych na warszawskim parkiecie. Najpierw wolałem ugruntować swoją wiedzę finansową w odniesieniu do innych podmiotów. Wyjaśnia to, dlaczego w poprzednim rozdziale w analizie ROE nie uwzględniłem banków. Również w tym rozdziale nie będę tego robił. Banki jak na razie nie znajdują się w centrum mojego zainteresowania. Poza tym charakteryzują się wyższym niż inne przedsiębiorstwa niefinansowe stopniem ryzyka operacyjnego. Skoro można kupić akcje dobrej spółki niebędącej bankiem, a osiągającej wspaniałe wyniki, po co podejmować większe ryzyko za cenę być może wyższych zysków? Ostatnio oglądam regularnie amerykańską wersję programu *Dragon's Den, czyli jak zostać milionerem?* — zwracam w nim szczególną uwagę na kryteria, jakimi posługują się wybrani do progra-

mu inwestorzy analizujący możliwość inwestycji. Zapadło mi w pamięć stwierdzenie jednego z nich:

Liczą się zyski przy możliwie niskim poziomie ryzyka.

Z tego powodu uważam, że na początek lepiej nie zajmować się podmiotami działającymi na rynku finansowym. Lepiej najpierw zapoznać się z innymi, dobrze rokującymi na przyszłość spółkami.

Wróćmy do analiz: nadszedł czas na etap drugi selekcji spółek. Tym razem wszystkie spółki, które posiadały stabilne ROE, niekoniecznie powyżej 10%, przebadałem pod kątem kolejnego kryterium. Jako że serwis Bankier.pl nie udostępnia informacji o wielkości kapitałów własnych, postanowiłem skorzystać z działu giełdowego serwisu Onet.pl¹. Dla 48 spółek obliczyłem wartości wskaźnika obrazującego stosunek kapitału własnego do aktywów dla danych dostępnych z różnych lat. Wyniki pogrupowałem w arkuszu kalkulacyjnym.

Postanowiłem zająć się wspomnianym wskaźnikiem z kilku powodów. Peter Lynch w książce *Pokonać giełdę* zaleca, aby ten wskaźnik był wysoki. Poniżej formuła obliczania wskaźnika.

$$Kw/A = \frac{\text{kapitał własny}}{\text{aktywa}} \times 100\%$$

Wzór 5.1. *Kw/A, czyli stosunek kapitału własnego do aktywów*

Wystarczy do licznika wstawić wartości kapitału własnego (w złotych), do mianownika wartość aktywów (w złotych) i pomnożyć wszystko przez 100%. Jeżeli rośnie wartość aktywów, a nie wzrasta wartość kapitału własnego, wskaźnik wykazuje niższe wartości, co prawdopodobnie oznacza finansowanie aktywów kapitałem obcym. Aby poznać szczegóły, należy zatem zerknąć do bilansu. Po co obliczać taki wskaźnik? Są osoby, które uważają, że nie posiada on żadnej wartości poznawczej, ja jednak sądzę inaczej. Wskaźnik ten pokazuje, w jakim stopniu kapitały własne

¹ <http://giełda.onet.pl/akcje-ciagle,18648,501,lista-profilu>.

finansują aktywa. Za zadowalającą uważam wartość na poziomie minimum 60%².

W celu wyznaczenia poziomu finansowania aktywów kapitałami obcymi i własnymi teoretycy używają dwóch reguł znanych jako złote reguły: finansowa i bilansowa.

Złota reguła bilansowa mówi, że aktywa trwałe powinny być finansowane kapitałem własnym. Jest to uzasadnione, ponieważ aktywa trwałe, takie jak budynki, budowle, grunty, maszyny i urządzenia, służą wytwarzaniu wartości w przedsiębiorstwie. Jeśli finansowane są kapitałem własnym, przedsiębiorstwo ma pewność, że żaden wierzyciel nie utrudni mu w tym zakresie działalności. Gdyby aktywa trwałe były finansowane zobowiązaniami, w przypadku zachwiania płynności oraz wypowiedzenia przez wierzyciela na przykład umowy kredytowej konieczna byłaby sprzedaż takich aktywów. Jeśli przedsiębiorstwo zaczyna sprzedawać aktywa trwałe, czyli swój majątek produkcyjny, może to oznaczać, że sprzedaje go celem regulacji swoich zobowiązań. Bywa też tak, że spółka posiada zbyt dużo majątku i postanawia dokonać jego rewizji, a ostatecznie postanawia pozbyć się jego nadmiaru. Dokładne wyjaśnienie powinno znajdować się w sprawozdaniu finansowym, do którego inwestor powinien w takiej sytuacji zerknąć.

Finansiści dopuszczają możliwość finansowania aktywów trwałych nie tylko kapitałem własnym, ale również długoterminowym kapitałem obcym. Złota reguła finansowa mówi więc o tym, że majątek trwały powinien być finansowany kapitałem stałym, czyli sumą kapitałów własnych

² Każdy inwestor powinien ustalić swój własny próg tolerancji stopnia pokrycia aktywów kapitałem własnym — ja to zrobiłem na poziomie 60%, ponieważ zastanawiałem się, przy jakim stopniu pokrycia kapitałem własnym aktywów będę czuł się komfortowo, posiadając akcje danej spółki. Nie chciałem, aby 50% było finansowane kapitałem obcym, gdyż w przypadku kłopotów to wierzyciele będą mieli kontrolę nad majątkiem spółki. Stąd przyjąłem więcej niż 50%. W rzeczywistości preferuję wartość tego wskaźnika na poziomie przynajmniej 75%, jednak są spółki warte zainteresowania, dla których wartość tego wskaźnika znajduje się poniżej 75%, a nawet w okolicach 60%.

oraz długoterminowych kapitałów obcych. Jest to jednak sytuacja bardziej ryzykowna niż w przypadku złotej reguły bilansowej.

Dwie powyższe zasady mają jedną wadę — ukazują tylko stopień finansowania kapitałami własnymi lub stałymi jedynie majątku trwałego. A co z majątkiem obrotowym? Teoretycznie może on być finansowany w całości zobowiązaniami i w praktyce jest w ten sposób finansowany. Uważam jednak, że rozpatrywanie stopnia finansowania kapitałem własnym jedynie majątku trwałego jest niewystarczające, dlatego używam właśnie wskaźnika Kw/A .

Przyjrząwszy się kryzysowi z lat 2007 – 2009, zauważyłem, że spółki, które przesadziły z ekspansją na krótko przed kryzysem, miały później problemy. Przykładem jest Monnari. Zarząd zakroił na zbyt szeroką skalę inwestycje w nowe punkty sprzedaży odzieży, które miały być finansowane kredytami. W momencie kryzysu, gdy zaostrzyły się kryteria przyznawania kredytów, okazało się, że Monnari w opinii banków nie posiada wystarczającej zdolności kredytowej. Zaczęły się problemy ze spłatą zadłużenia, banki straszyły wypowiedzeniem umów kredytowych, a wszystko skończyło się w sądzie, kiedy jeden z wierzycieli złożył wniosek o ogłoszenie upadłości spółki Monnari.

Spółka Monnari nie dysponowała wystarczająco do swoich potrzeb wielkością kapitału własnego dlatego popadła w kłopoty. Ważne jest zatem, aby spółki, które staną się inwestycjami na lata, posiadały solidne wsparcie kapitałowe. Walter Schloss twierdzi, że jeśli spółka nie jest zadłużona, to jest coś warta. Ja natomiast sądzę, że spółka korzystająca z zadłużenia zwiększa swoje szanse na rozwój, jednak powinna to czynić z ostrożnością. Musi więc posiadać odpowiednie zasoby, na wypadek gdyby inwestycje nie przyniosły oczekiwanych zysków. Zadłużenie zwiększa efekt dźwigni finansowej, co przekłada się na większą rentowność spółki, ale również na wzrost ryzyka finansowego jednostki. W przypadku korzystania z długu występuje wiele czynników, z którymi spółka może sobie nie poradzić, jeśli nadmiernie szarżuje z zadłużeniem lub jeśli nie posiada wystarczającej wielkości kapitałów własnych. W skrajnych sytuacjach wystarczy tylko, by denominowany w walucie obcej kredyt zmienił swoją wartość w konsekwencji zmian notowań na rynku walutowym, żeby

nieostrożna spółka zaczęła mieć problemy, szczególnie podczas kryzysów gospodarczych. Potencjalny wzrost oprocentowania kredytu jest niebezpieczny dla nierozsądnie zarządzanych podmiotów.

Finansiści twierdzą, że kapitały własne cechują się wyższym kosztem niż kapitały obce. I co z tego? Niebezpieczeństwo potencjalnego bankructwa w związku z niewystarczającymi zasobami kapitałowymi stanowi o wiele wyższy koszt, dlatego jestem zwolennikiem przedsiębiorstw nie wykorzystujących nadmiernie zadłużenia, a tym bardziej nie potrafiących dopasować jego poziomu do swojej kondycji finansowej. Być może inni inwestorzy okażą się mniej konserwatywni — i mają do tego prawo. Mnie nie przekonuje spółka, która osiąga zyski, mocno się zadłużając i nie zważając na zabezpieczenia, jednak nie mam nic przeciwko zadłużaniu, jeżeli podmiot posiada odpowiednie zasoby na wypadek niepowodzenia.

Kolejnym argumentem finansistów przeciwko stosowaniu nadmiernej ilości kapitałów własnych jest obniżona rentowność. Im więcej kapitału własnego posiada spółka, tym niższa będzie jej rentowność mierzona choćby za pomocą ROE. Im więcej posiada kapitałów obcych, na przykład długu, tym jej rentowność będzie wyższa. Wynika to ze specyfiki obliczania rentowności ROE. Wzór zaprezentowany w poprzednim rozdziale nie uwzględnia kapitałów obcych, wyłącznie własne. Z tego powodu zwiększenie finansowania kapitałami obcymi nie znajdzie odzwierciedlenia w ROE, a będzie widoczne na podstawie wartości wskaźnika Kw/A . Zatem odwiecznym dylematem przedsiębiorców jest wybór pomiędzy płynnością a zyskownością. Już za chwilę okaże się, że spółki cechujące się wysokim poziomem kapitałów własnych mogą cechować się wysoką rentownością. Za „wysoką rentowność” uważam ROE przekraczające poziom 20%. Najczęściej spółki dysponujące dużą ilością kapitału własnego wykazują ROE w granicach od 15% do 20%. Mam tu jednak na myśli dojrzałe podmioty, ponieważ przedsiębiorstwa rozwijające się przy wysokim poziomie kapitału własnego często generują rentowność niższą niż podana.

Uwzględniwszy wysokość kapitałów własnych, poszukiwałem takich spółek, których wartość omawianego wskaźnika kształtowała się w da-

nym okresie na jednakowym poziomie bądź wykazywała początkowo tendencję rosnącą. Spółki cechujące się poziomem kapitału własnego w stosunku do aktywów niższym niż 60% nie przeszły tego etapu.

Tabela 5.1. *Spółki posiadające pożądaną wskaźnik Kw/A*

Spółka	Kw/A³	ROE⁴
Lubawa	82,85%	7,27%
Teresa Medica	81,23%	33,02%
PGF	81,16%	21,24%
Mennica	78,41%	10,20%
Sanok	70,96%	12,73%
Mostostal Płock	68,79%	12,87%
MCLogic	67,12%	17,18%
Dębica	66,29%	11,18%
Netmedia	63,04%	13,64%
Kęty	62,49%	12,78%
Świecie	73,01%	17,40%
Novitus	61,22%	16,76%
KGHM	60,88%	15,39%
Wawel	60,43%	7,80%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek.

Umyślnie zestawilem w tabeli 5.1 wartość wskaźnika Kw/A z rentownością kapitału własnego. Widać, że wysokiemu poziomowi kapitału własnego nie zawsze musi towarzyszyć obniżona rentowność. Sztandarowym zaprzeczeniem tej tezy jest spółka Teresa Medica, która przy poziomie ponad 80% wartości wskaźnika Kw/A cechuje się średnią rentownością na poziomie ponad 30%⁵! Nie zawsze więc spółka staje przed koniecznością rezygnacji ze zwiększonej płynności w zamian za cenę wyższej rentowności.

³ Wartość średnia.

⁴ Wartość średnia.

⁵ Stan po zakończeniu 2009 roku.

W tabeli 5.2 przedstawiłem pięć spółek o najwyższym poziomie wskaźnika Kw/A, aby zaprezentować wartości wskaźnika w poszczególnych latach. Niegdyś spoglądałem wyłącznie na kilka ostatnich, najbardziej aktualnych lat z działalności spółki, a pomijałem lata pozostałe. Tymczasem należy objąć analizą dane ze wszystkich dostępnych lat. Podobnie jak w przypadku ROE, również stabilna wartość wskaźnika Kw/A mnie zadowala, ale przy średnim poziomie powyżej 60%. W tym przypadku obliczenie średniej jest przydatne, jednak można oszacować na oko różne tendencje w kształtowaniu się wartości omawianego wskaźnika. Metoda „na oko”, którą często stosuję, służy mi jedynie do wstępnej oceny różnych wartości. W przypadku wielu spółek już na pierwszy rzut oka widać, że pewne dane liczbowe przyjmują dużą rozpiętość wartości lub wykazują systematycznie niższe wartości. stąd wiem, które spółki odrzucić bez zagłębiania się w szczegóły. Każdy z nas ma ograniczoną ilość czasu, dlatego inwestor powinien wybierać te spółki, których kondycja finansowa jest obiecująca, a nie tracić czasu na podmioty, które już z daleka wyglądają mizernie. Nie chciałem, aby spółki, które przeszły do drugiego etapu selekcji, charakteryzowały się niestabilnością wskaźnika Kw/A, jego niskimi lub trwale zniżkującymi wartościami. Odrzucam spółki, które wykazują takie cechy wskaźnika Kw/A — przykłady przedstawiłem w tabeli 5.3.

Spółki Żywiec oraz Cyfrowy Polsat agresywnie korzystają z kapitału obcego do finansowania swojej działalności, co znajduje odzwierciedlenie w niskich wartościach wskaźnika Kw/A. Ponadto wskaźnik ten przyjmuje nawet wartości ujemne, co spowodowane jest, podobnie jak w przypadku ujemnego ROE, ujemnym kapitałem własnym. Obie spółki nie zyskałyby zainteresowania z mojej strony z dwóch powodów — po pierwsze wartości zarówno Kw/A, jak i ROE charakteryzują się bardzo dużymi wahaniami, a po drugie poziom wskaźnika Kw/A w ujęciu rocznym oraz średnim nie osiąga nawet poziomu 60%! ROE na poziomie prawie 200% może imponować, ale według mnie nie jest to powód do dumy, jeśli zestawzić jego wartość z poziomem kapitału własnego.

W ten sposób kończy się drugi etap selekcji. Dotychczas wybrałem 25 spółek spośród ponad 300 notowanych na warszawskiej GPW oraz obliczyłem dla nich stosunki kapitału własnego do aktywów i ROE. Pozostał wybór spółek spełniających oba kryteria.

Tabela 5.2. Pięć spółek o najwyższym poziomie wskaźnika Kw/A

Lata	Lubawa	Teresa Medica	PGF	Mennica	Sanok
1997	79,74%	Brak	Brak	89,56%	87,59%
1998	80,15%	Brak	85,57%	92,73%	89,33%
1999	84,26%	Brak	85,85%	76,21%	85,60%
2000	80,09%	Brak	86,55%	66,84%	79,75%
2001	75,69%	Brak	85,60%	68,60%	85,89%
2002	76,45%	Brak	85,92%	75,20%	84,37%
2003	85,41%	Brak	78,19%	76,95%	43,15%
2004	81,91%	89,55%	82,91%	85,49%	60,34%
2005	87,27%	89,23%	76,26%	76,65%	59,34%
2006	83,56%	64,75%	80,11%	78,53%	61,74%
2007	86,00%	73,73%	75,40%	76,93%	67,50%
2008	87,62%	84,51%	57,40%	73,50%	56,30%
2009	88,92%	85,62%	94,18%	82,16%	61,63%
Średnia	82,85%	81,23%	81,16%	78,41%	70,96%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek.

Tabela 5.3. *Żaden konserwatywny inwestor nie chce, aby jego spółki wykazywały takie wartości Kw/A i ROE*

Lata	Żywiec		Cyfrowy Polsat	
	Kw/A	ROE	Kw/A	ROE
1997	71,53%	17,02%	Brak	Brak
1998	-53,81%	128,82%	Brak	Brak
1999	36,16%	11,81%	Brak	Brak
2000	27,57%	-88,94%	Brak	Brak
2001	53,72%	-10,01%	Brak	Brak
2002	59,24%	7,01%	Brak	Brak
2003	54,41%	18,65%	Brak	Brak
2004	52,74%	23,49%	-36,46%	-28,31%
2005	50,41%	27,75%	-48,95%	29,14%
2006	38,73%	36,63%	-17,74%	-88,93%
2007	32,24%	53,24%	10,27%	185,51%
2008	28,04%	57,38%	38,74%	91,96%
2009	25,96%	52,52%	42,59%	72,10%
Średnia	36,39%	25,80%	-1,93%	43,58%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych spółek.