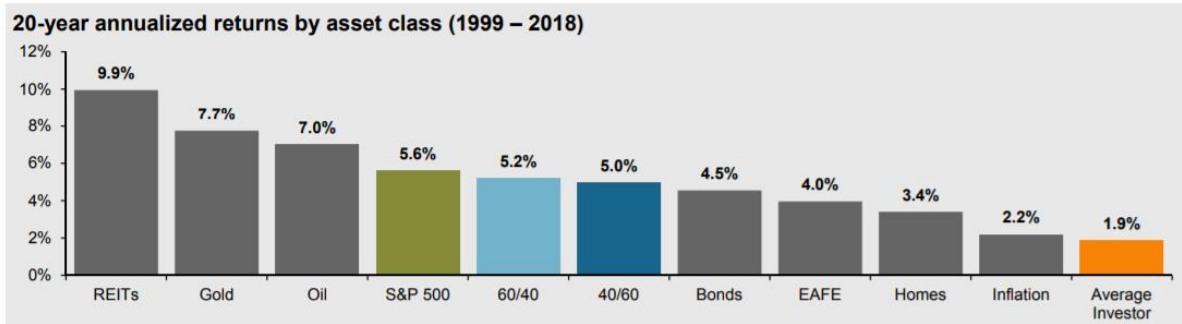


Założenia strategii inwestycyjnej:

100% zaangażowania w akcje przez cały czas trwania inwestycji. Nie stosowanie timingu rynkowego z wyłączeniem okresów rynkowej euforii.

Analizy poświęcone temu zagadnieniu pokazują, że próba timingu szerokiego rynku w większości przypadków się nie sprawdza. Badanie przygotowane przez J.P. Morgan pokazuje, że inwestor indywidualny osiąga wyniki znacznie gorsze od szerokiego rynku ze względu na fakt, że próbuje przewidzieć jak rynek zachowa się w przyszłości i w konsekwencji przez dużą część wzrostów pozostaje bez zaangażowania w akcje.



Source: J.P. Morgan Asset Management; (Top) Barclays, Bloomberg, FactSet, Standard & Poor's; (Bottom) Dalbar Inc. Indices used are as follows: REITs: NAREIT Equity REIT Index, EAFE: MSCI EAFE, Oil: WTI Index, Bonds: Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Index, Homes: median sale price of existing single-family homes, Gold: USD/troy oz., Inflation: CPI. 60/40: A balanced portfolio with 60% invested in S&P 500 Index and 40% invested in high-quality U.S. fixed income, represented by the Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Index. The portfolio is rebalanced annually. Average asset allocation investor return is based on an analysis by Dalbar Inc., which utilizes the net of aggregate mutual fund sales, redemptions and exchanges each month as a measure of investor behavior. Returns are annualized (and total return where applicable) and represent the 20-year period ending 12/31/18 to match Dalbar's most recent analysis. *Guide to the Markets – U.S.* Data are as of December 31, 2019.

J.P.Morgan
Asset Management

Można podnieść argument, że inwestor indywidualny osiąga wyniki gorsze od rynku, ponieważ brakuje mu umiejętności, doświadczenia, wiedzy, etc.. Badania przeprowadzone dla funduszy inwestycyjnych pokazują jednak dokładnie to samo. Przeciętny fundusz osiąga stopy zwrotu gorsze od rynkowych. W przypadku funduszy ten gorszy performance od benchmarku wynika oczywiście również z innych powodów jak chociażby ocena wyników większości zarządzających w krótkim terminie czy konieczność lokowania środków w płynne aktywa ze względu na potencjalne odpływy z funduszu ale zły timing rynkowy także jest ich słabością.

Za poparciem tego punktu stoi również inne badanie: *Analysts Are Good at Ranking Stocks* (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4495163), które pokazuje, że analitycy spółek giełdowych osiągają dobre wyniki w ocenie relatywnego zwrotu z danej spółki ale słabe wyniki w ocenie absolutnej stopy zwrotu. Chodzi o to, że prognozowa przez analityków stopa zwrotu z danych akcji ma niską sprawdzalność (stąd też wynika niska użyteczność cen docelowych w rekomendacjach) ale jednocześnie są oni dobrzy w określeniu tego, które spółki będą sobie radziły lepiej od innych. Jeśli zbierzemy wszystkie rekomendacje analityków i otworzymy pozycję długą na tych z najwyższym szacowanym potencjałem wzrostu oraz pozycję krótką na tych z najniższym potencjałem wzrostu to jak pokazuje badanie wynik takiego portfela będzie dodatni, a ponadto portfel taki pokona inne strategie wykorzystujące anomalie rynkowe.

Na podstawie powyższych danych można dojść do wniosku, że analizując spółki nie warto szukać swojej przewagi w próbie prognozowania absolutnej stopy zwrotu z danych akcji (to się statystycznemu analitykowi/zarządzającemu nie udaje), a lepiej skupić się na wyborze z szerokiego rynku podmiotów, które osiągną stopy zwrotu wyższe od benchmarku (w tym aspekcie analitycy mają wyższą skuteczność niż losowa).

Koncentracja portfela na spółkach o niskiej płynności.

Dokładnie chodzi o to, że płynność powinna być na tyle duża, żeby pozwolić otworzyć pozycję o co najmniej minimalnej wartości (np. 5% wartości portfela). Jeśli ten warunek jest spełniony i na danym walorze odbywa się handel to preferuję spółki o niższej płynności. Przykładowo preferuję otworzyć pozycję na spółce, na której mediana dziennego obrotu wynosi 30 tys. zł (taki poziom obrotów spokojnie pozwala mi otworzyć pozycję o co najmniej minimalnej wartości) niż na spółce na której mediana obrotu wynosi 300 tys. zł.

Dlaczego? Przecież wyższy obrót na danej spółce jest wyłącznie przywilejem.

Owszem, jest przywilejem ale za który sporo się płaci w postaci większej efektywności bardziej płynnego rynku.

Większe obroty na danym walorze przyciągają większą liczbę inwestorów instytucjonalnych, a w konsekwencji lepsze pokrycie analityczne. Przykładowo informacja o obniżce/podwyżce stóp procentowych zaczyna być dyskontowana przez kursy banków w sposób natychmiastowy tuż po jej opublikowaniu. Na spółkach mało płynnych czas, który jest potrzebny do pełnego zdyskontowania czynnika, który ma istotny wpływ na biznes spółki jest znacznie dłuższy, a całkowite zdyskontowanie nierzadko ma miejsce już po publikacji sprawozdania finansowego, kiedy spółka opisze co wpłynęło na jej poprawę wyników. Zdarzają się oczywiście również sytuacje, w których dana informacja niepubliczna jest dyskontowana przez rynek przed jej upublicznieniem. Takie zachowanie ma zdecydowanie częściej miejsce na spółkach mniej płynnych. Historia pokazuje jednak, że przed tym zjawiskiem można się w dużym stopniu uchronić, ponieważ handel insiderów z wykorzystaniem informacji poufnych ma najczęściej miejsce na tych samych podmiotach, na których zostało to zaobserwowane w przeszłości. Warto więc sprawdzić jak na danym walorze w przeszłości rynek dyskontował zaskakująco dobre (słabe) wyniki finansowe. Jeśli duża część wzrostów (spadków) miała miejsce w krótkim okresie przed publikacją sprawozdania to można założyć, że spółka nie będzie również szczelna w przyszłości.

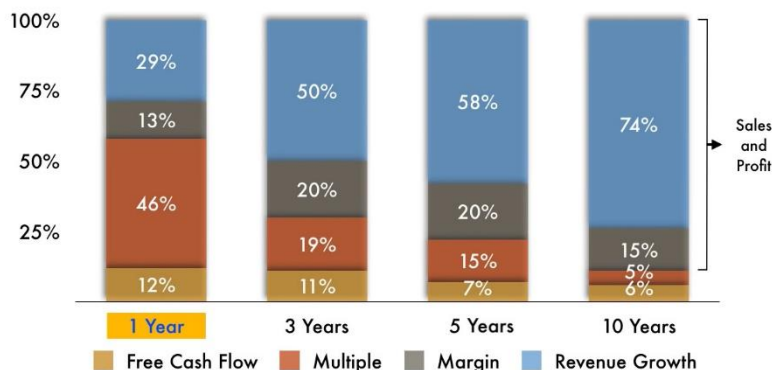
Dobór spółek, wobec których oczekuję poprawy wyników w przyszłości oraz wzrostu mnożników wyceny.

Wzrost wartości inwestycji może pochodzić z trzech rzeczy: wypłaty dywidendy, wzrostu mnożnika wyceny (np. C/Z lub EV/EBITDA) i poprawy wyników finansowych.

Topline Growth the Long-Run Driver of Stock Performance

Sales growth is the key driver of long-term stock performance
Source of Top Shareholder Return for Top-Quartile Performers

S&P 500 (1990 - 2009)



W krótkim terminie (ok. roku) głównymi czynnikami stojącymi za stopą zwrotu z danej inwestycji są: zmiana mnożnika wyceny oraz zmiana przychodów.

W swojej strategii chcę więc dobierać do portfela spółki, wobec których oczekuję wzrostu przychodów w przyszłości. Wyniki przeszłych okresów nie są same w sobie istotne ale mogą pomóc w prognozowaniu dynamik wzrostu w przyszłości. Dodatkowym plusem jest jeśli spodziewam się, że dana spółka poprawi równocześnie marżowość ale nie jest to obligatoryjne. W przypadku marży można zaobserwować długoterminowy efekt powrotu do średniej. W segmentach danej branży, w których podmioty osiągają wyższe marże z czasem pojawia się większa konkurencja co powoduje w konsekwencji powrót marż do średniej.

Wzrost mnożników wyceny jest najtrudniejszy do przewidzenia, ponieważ w sposób istotny zależy od sentymentu. Ekspansję mnożników najczęściej można zaobserwować jeśli spółka regularnie raportuje wyniki lepsze od oczekiwań rynkowych. Rynek w takiej sytuacji z czasem zacznie oczekiwać wyższych dynamik i w konsekwencji zacznie wyceniać spółkę na wyższych mnożnikach.

Ekspansja mnożników może mieć również inne podłoże niż wzrost oczekiwanego przyszłego rozwoju spółki. Przykładowe to poprawa komunikacji spółki z rynkiem, zwiększenie free float, wyjście z akcjonariatu „kłopotliwego” akcjonariusza, wygaśnięcie kluczowego ryzyka dla spółki etc..

Dobór spółek, wobec których spodziewam się przyszłych wyników lepszych od oczekiwań rynkowych.

Dość intuicyjnie wiadomo, że kursy spółek, które zaraportują wyniki lepsze od konsensusu rynkowego rosną po publikacji raportu, a przynajmniej zachowują się lepiej od szerokiego rynku. Dokładnie skalę tego zjawiska dla polskiego rynku zbadał Marek Sojka w przedstawionym badaniu:

https://bankikredyt.nbp.pl/content/2021/02/BIK_02_2021_03.pdf.

Najważniejsze wyniki badania przedstawiono w poniższej tabeli:

Tabela 5

Wyniki badania PEAD na polskim rynku (w %)

Okres inwestycji	Rentowność portfela neutralnego			
	PAPESPI	PAP Konsensusy	100 największych firm	Małe spółki
0 – dzień ogłoszenia wyników				
-60–11	3,67	3,11	3,58	4,37
-10–1	3,54	3,75	3,12	3,85
0	2,31	2,82	2,85	2,37
1–10	1,31	1,55	1,94	0,82
11–30	0,45	1,55	2,00	-0,28
31–60	0,94	0,37	0,87	1,00
61–90	0,30	1,28	3,51	0,25

Portfel neutralny przedstawiony w badaniu odpowiada zajęciu długiej pozycji w pierwszym decylu spółek, które swoimi wynikami najbardziej zaskoczyły rynek „in plus” oraz krótkiej pozycji w ostatnim decylu spółek, które swoimi wynikami najmocniej zaskoczyły „in minus”. Mamy więc hipotetycznego inwestora, który dokładnie wie jakie wyniki zaraportują spółki i gra na wzrosty tych, które najmocniej zaskoczą rynek „in plus” oraz na spadki tych, które najmocniej zaskoczą „in minus”. Gdyby taki inwestor inwestował swoje pieniądze w spółki 10 dni przed publikacją wyników i sprzedawał je dzień po publikacji wyników (drugi wiersz) osiągnąłby na małych spółkach (te będą omawiał, ponieważ mają one największe znaczenie dla mojej strategii) średnią stopę zwrotu w tym okresie w wysokości 3,85% co przełożyłoby się na średnioroczne stopę zwrotu przekraczającą 300%.

Drugi interesujący wniosek z tego badania jest jednak taki, że granie na wzrost spółek, które zaskoczyły wynikami pozytywnie oraz na spadek tych, które zaskoczyły negatywnie **już po publikacji zaskakujących wyników** również pozwala osiągnąć rynkową alfę. Portfel neutralny, do którego spółki (zarówno pozycje długie jak i krótkie) wchodziłyby jeden dzień po publikacji wyników i wychodziły z niego 90 dni po raporcie osiągnąłby w tym okresie stopę zwrotu w wysokości 1,80%. Portfele neutralne rynkowo z definicji powinny osiągać zerową stopę zwrotu więc przedstawiony wynik wskazuje na anomalię rynkową. Inne badania częściowo tłumaczą tę anomalię w ten sposób, że inwestorzy po tym jak spółka opublikowała zaskakująco dobre wyniki w poprzednim kwartale zaczynają kupować jej akcje przed kolejnym raportem kwartalnym oczekując ponownie pobicia konsensusu rynkowego. Wzmożony popyt przed publikacją raportu powoduje, że spółki te zachowują się lepiej od rynku.

Stąd też można wyciągnąć prosty wniosek, że warto mieć w portfelu spółki, wobec których spodziewamy się przyszłych wyników lepszych od oczekiwań rynkowych i statystycznie nie warto sprzedawać tych spółek kilka dni po tym jak wyniki rzeczywiście zaskoczyły rynek „in plus”.

Poszukiwanie spółek mało popularnych wśród inwestorów indywidualnych.

Nie jest to punkt obowiązkowy ale jeśli mam wątpliwości odnośnie danej inwestycji to jest to aspekt, który może zaważyć o obecności spółki w portfelu. Wychodzę z założenia, że jeśli spółka jest popularna wśród inwestorów indywidualnych to przyszła oczekiwana przeze mnie poprawa wyników jest już w dużej mierze w cenach, ponieważ pozostali uczestnicy rynku również jej oczekują. Przykładem może być moja inwestycja w Sunex. Kiedy kupowałem akcje w sierpniu i wrześniu 2021 r. a potem w maju 2022 r. spółka była właściwie zapomniana. Obroty były za niskie dla inwestorów instytucjonalnych, a inwestorzy indywidualni nie interesowali się tym podmiotem. Kiedy spółka zaczęła raportować bardzo dobre wyniki w sierpniu i wrześniu 2022 r. wzrosło zainteresowanie inwestorów indywidualnych i jednocześnie uformował się szczyt, który do dzisiaj nie został pobity.

Popularność spółki mierzę: liczbą wpisów w temacie danego podmiotu na forach inwestycyjnych, frekwencją inwestorów na konferencjach wynikowych oraz innych wydarzeniach związanych ze spółką, a także popularnością danej spółki w skanerach giełdowych.

Unikanie komfortowych inwestycji. Nie dążenie do tego, żeby każda inwestycja była zyskowna.

Znalezienie bardzo dobrej spółki ze świetnymi perspektywami jest stosunku prostym zadaniem. Problem polega na tym, że inni uczestnicy rynku również o tym wiedzą i wspomniane dobre perspektywy znajdują swoje odzwierciedlenie w wysokiej wycenie. Howard Marks w swojej książce „Najważniejsza rzecz” pisze między innymi o tym, że w momencie, w którym na rynku zaczyna zanikać niepewność, a kupowanie danych aktywów ponownie zaczyna być komfortowe, ich cena jest już na tyle wysoka, że przestaje być atrakcyjna. Stąd kupowanie akcji w komfortowych momentach (dobra sytuacja makroekonomiczna, niska niepewność odnośnie przyszłości) jest nierozzerwalnie związane z płaceniem wysokich cen.

Na giełdzie za większość zwrotów z indeksu odpowiada mały odsetek bardzo dobrze performujących spółek. Kursy większości podmiotów zachowują się gorzej od rynku. Rozkład stóp zwrotu spółek wchodzących w skład danego indeksu jest daleki od normalnego. Inwestycje, które mają bardzo korzystny stosunek zysku do ryzyka to często inwestycje bardzo dalekie od komfortowych. Takie spółki mają w danym momencie złą prasę, wiszą nad nimi istotne ryzyka lub występują inne powody, które powodują, że są nisko wyceniane. Historia moich inwestycji pokazuje mi, że podejmowanie takich decyzji ma znacznie wyższą wartość oczekiwaną pomimo faktu, że częściej niż komfortowe decyzje okazują się one stratne (w sytuacjach gdy mam rację stopy zwrotu rekompensują porażki z nadwyżką). Stąd z mojego punktu widzenia kierowanie się maksymalizacją liczby zyskownych transakcji prowadzi do mniejszej liczby niekomfortowych decyzji i w konsekwencji obniżenia oczekiwanej stopy zwrotu z portfela. Oczekuję, że rozkład stóp zwrotu spółek znajdujących się w portfelu nie będzie normalny. Jedna lub dwie spółki na dziesięć powinny odpowiadać za większą część stóp zwrotu z portfela. To rozumowanie prowadzi również do wniosku, że spadek liczby stratnych transakcji w portfelu może oznaczać, że podejmuję zbyt wiele komfortowych inwestycji.

Nie stosuję stop lossów. Biorąc to pod uwagę oraz punkt o unikaniu komfortowych inwestycji wynika z tego konieczność stosowania dywersyfikacji.

Aktualny limit dla nowo otwartych pozycji wynosi 20% udziału w portfelu. Dla pozycji, które już są w portfelu limit ten wynosi 40%. Duża różnica pomiędzy tymi dwoma limitami wynika z faktu, że jeśli już znajdę inwestycję odnośnie której uważam, że stosunek zysku do ryzyka jest korzystny to chcę, żeby miała przestrzeń do wzrostu. W myśl zasady: „pozwól zyskom rosnąć”.

Liczba polskich spółek w portfelu mieści się przeważnie w przedziale 7-10. Liczba zagranicznych spółek wynosi natomiast ok. 5 co oznacza, że łączna liczba spółek w portfelu przez większość czasu nie przekracza 15.

Kryteria wyjścia z inwestycji można w mojej strategii skrócić do dwóch punktów: pogorszenie się perspektyw spółki lub wzrost wyceny, przy którym dalszy potencjał wzrostu według mnie jest zbyt niski. Oba te punkty odnoszą się do już opisanych założeń strategii. Pierwszy z nich nawiązuje do zasady zgodnie z którą inwestuję w spółki wobec których oczekuję poprawy wyników w przyszłości. Drugi z nich odnosi się do zasady; „Dobór spółek, wobec których spodziewam się przyszłych wyników lepszych od oczekiwań rynkowych”. Wzrost wyceny wiąże się bowiem z wyższymi oczekiwaniami rynku odnośnie przyszłych wyników. Jeśli spodziewam się, że spółce nie uda się pobić wymagającego konsensusu to decyduję się na zamknięcie pozycji.

Koncentracja portfela na spółkach z wysokim ROIC.

Wzrost wartości przedsiębiorstwa bierze się z podejmowania przez spółkę inwestycji, dla których ROIC (zwrot z zainwestowanego kapitału) jest wyższy od WACC (koszt kapitału). Jeśli spółka angażuje się w inwestycje dla których ROIC jest niższe niż WACC to de facto niszczy wartość dla akcjonariuszy i lepiej by zrobiła jeśli zwróciłaby te środki do akcjonariuszy w postaci dywidendy. Część spółek wydaje się o tym zapominać. Takie podmioty stawiają wzrost skali na pierwszym miejscu, nie analizując jaką stopę zwrotu przyniesie dana inwestycja.

Do portfela staram się dobierać spółki z jak najwyższym ROIC. Jednocześnie ważniejsze jest jednak to czy spółka może w przyszłości inwestować dalej kapitał przy zbliżonym ROIC. Unikam podmiotów, dla których historyczny ROIC jest wysoki, ale nie są w stanie realizować kolejnych projektów inwestycyjnych przynoszących wysokie stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału.

***Dodatkowy argument za koncentracją portfela na spółkach z niską kapitalizacją.**

Spółki z mniejszą kapitalizacją mają niższą korelację z benchmarkiem. Przykładowo korelacja spółek wchodzących w skład WIG20 z indeksem WIG20 jest wyższa niż korelacja spółek wchodzących w skład SWIG80 z indeksem SWIG80. Nie znalazłem co prawda dokładnych badań dla rynku polskiego, ale efekt niższej korelacji z benchmarkiem dla mniejszych spółek jest obserwowany na innych rynkach. Podejrzewam, że na rynku polskim jest podobnie.

Mniejsza korelacja spółek z indeksem daje większą przestrzeń do wygenerowania rynkowej alphy (osiągnięcia stóp zwrotu wyższych od benchmarku). Mówiąc prościej, w przypadku mniejszych spółek mamy częściej do czynienia z sytuacją kiedy akcje jednej spółki rosną podczas gdy innej spadają co stwarza okazję do relokacji kapitału pomiędzy spółkami.

Autor: Kamil Rogalski, MPW, DI, CIAA, analityk Longterm.pl