



ŁUKASZ PELOWSKI

Aktywne inwestowanie w wartość i rynek tchórzliwego lwa

"Rynki w trendzie bocznym są jak niedowiarkowie
obdzierający spółki z religijnego blasku i związanej
z nim premii"

Vitaliy N. Katsenelson

Spis treści

Wstęp - jak zarabiać na rynku, który zmierza donikąd

1. Gdy na rynkach panuje trend boczny
2. Wskaźnik C/Z
3. Tchórzliwy lew i dywidendy
4. Prawdziwe inwestowanie w wartość
5. Kluczem do sukcesu jest proces
6. Bez jakości ani rusz
7. "W" jak wzrost!
8. Dlaczego wycena jest tak ważna?
9. Trzy składowe: jakość, wycena i wzrost
10. Jak inwestować w trendzie bocznym
11. Iść na przekór, czyli kilka słów o kontrarianiźmie
12. Kiedy sprzedawać akcje?
13. Kilka cennych wskazówek jak pokonać lwa

Podsumowanie

Bibliografia

Wstęp

Na kartach poprzednich opracowań przedstawiłem Wam strategię oparte o inwestowanie w przedsiębiorstwa otoczone fosami ekonomicznymi (tak przewagi konkurencyjne nazywał Warren Buffett) oraz spółki typu multibagger, czyli te, które przynoszą swoim akcjonariuszom wielokrotne zwroty (te natomiast uwielbiał Peter Lynch).

Tym razem zaprezentuję Wam strategię aktywnego inwestowania w wartość, propagowaną między innymi przez Vitaliya Katsenelsona, zarządzającego średniej wielkości funduszem Investment Management Associates (IMA).

Z większości opracowań staram się wyciągnąć lekcję dla siebie, "coś" co sprawi, że na koniec dnia będę lepszym inwestorem. Nie inaczej jest tym razem.

Aktywne inwestowanie w wartość poddaje (delikatnie mówiąc) w wątpliwość strategię "kup i zapomnij", a w jej miejsce proponuje podejście "kup i sprzedaj." Szczególnie użyteczne wtedy gdy pomimo chwilowych wahań kursów, w dłuższym terminie nie widać znaczących ruchów w górę czy w dół.

Inwestorzy powinni wówczas "polegać" na **dyscyplinie procesu inwestycyjnego** oraz **konserwatywnej wycenie**, a nie bieżącej cenie akcji i emocjonalnych zachowaniach szerokiego rynku.

Wierzę, że Wy również weźmiecie z tego ebooka coś cennego dla siebie.

Zapraszam do lektury.

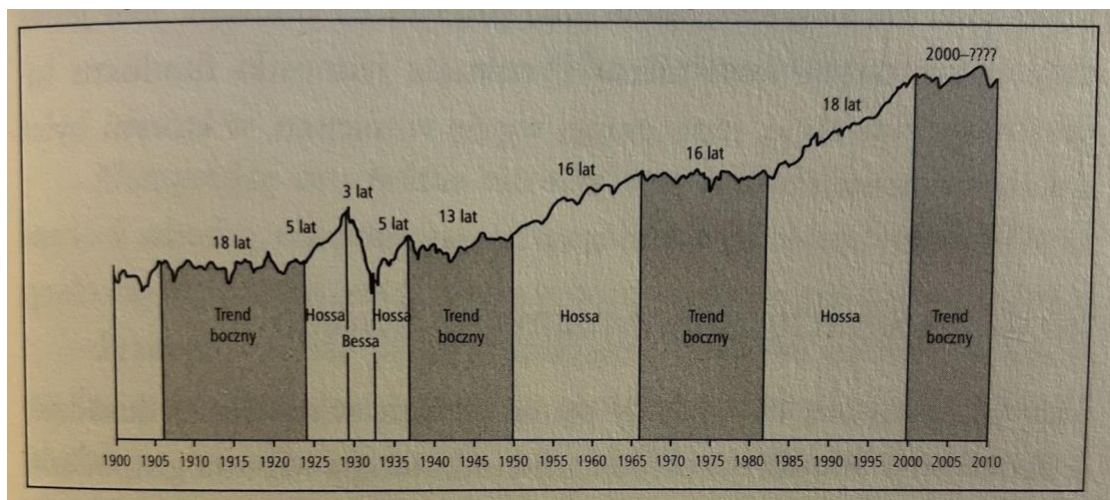
1. Gdy na rynkach panuje trend boczny

Rynkowa stagnacja jest jak gigantyczne szkło powiększające, które uwypukla wszystkie jego wady.

Vitaliy Katsenelson proponuje rynki w trendzie bocznym nazywać rynkami **tchórzliwego lwa** - sporadyczne wybuchy jego odwagi powodują wzrosty cen akcji, lecz w ostatecznym rozrachunku rzeźzonego lwa ogarnia strach, który sprowadza je w dół.

W bardzo długiej perspektywie rynki rosną, problem w tym, że większość ludzi nie potrafi zostać na nich **wystarczająco długo**, by te wzrosty skapitalizować.

Według badań muszą nastąpić przynajmniej trzy negatywne zdarzenia, by ludzie dostrzegli zmianę sytuacji, przy czym najczęściej sytuacja jest już w tym momencie gotowa do zmiany na lepsze...



Długoterminowe trendy na wykresie DJIA - diagram z książki "Jak zarabiać na rynku, który zmierza donikąd" Vitaliy'a Katsenelsona

2. Wskaźnik C/Z

W długim terminie ceny akcji są kształtowane przez dwa czynniki - **wzrost zysków** oraz **zmiany w wycenie** (wskaźnik C/Z lub P/E). Po dodaniu przychodów z dywidendy otrzymujemy całkowity zwrot z inwestycji w akcje.

Całkowity zwrot z akcji = wzrost / spadek zysków + zmiana wskaźnika C/Z + stopa dywidendy

Na rynku byka dwie siły działają przeciwko sobie - korzyści ze wzrostu zysków zostają wyeliminowane przez obniżenie poziomu wskaźnika C/Z.

Przechodzenie wskaźnika C/Z z jednej skrajności w drugą jest mechanizmem wyjaśniającym powstawanie trendów bocznych i rynków byka. Podróż wskaźnika z dołu do góry powoduje hossę, a podróż w dół - giełdowy rollercoaster, czyli trend boczny.

Szacuje się, iż im wyższe wyceny akcji na początku rynku tchórzliwego lwa tym dłużej on będzie trwał.

Gdy spełniają się dwa warunki tworzące zabójczą kombinację - wysoki początkowy poziom C/Z i przedłużające się kłopoty gospodarcze - do głosu dochodzą niedźwiedzie.

W czasie bessy maleje zarówno wskaźnik C/Z jak i zyski, w trendzie bocznym tylko C/Z. Malejący wskaźnik wyceny jest zapłatą za zawyżone stopy zwrotu osiągnęte podczas rynku byka.

Każda cykliczna, średnioterminowa hossa jest postrzegana jako początek długoterminowego trendu byka, a każda bessa budzi obawy, że przed nami kolejny wielki kryzys.

Z czasem jednak akcje stają się tanie, a stopy zwrotu atrakcyjne (także dzięki dywidendom). Kończy się trend boczny i zaczyna rynek byka.

Jednym z najważniejszych i jednocześnie niedoszacowanych pojęć w inwestowaniu jest **powrót do średniej**.

Gdy do tendencji poruszania się w kierunku średniej dodamy **ludzkie emocje**, współczynnik C/Z będzie kołysał się jak wahadło od jednej skrajności do drugiej, spędzając niewiele czasu po środku.

Nie będzie żadnym zaskoczeniem ostrzeżenie, by do wartości Z (zysk) we wskaźniku C/Z podchodzić z ostrożnością. Zarówno w przypadku analizy pojedynczych spółek jak i całych indeksów.

Parametr ten często **wymaga normalizacji**. Zyski albowiem często zależą od zdarzeń jednorazowych, a także miejsca cyklu gospodarczego, w którym znajdujemy się w danej chwili.

W przypadku pojedynczych spółek lepszy może okazać się **zysk operacyjny, który** zawiera wynik tylko działalności podstawowej. Gdy wyceniamy cały rynek zaleca się zastosowanie kroczących średnich zysków rocznych z ostatnich 10 lat.

3. Tchórzliwy lew i dywidendy

„Gdybym był dywidendą, byłbym zaniepokojony, ponieważ nigdy nie otrzymuję należnego szacunku, na jaki zasługuję - przez ponad sto lat dywidendy zapewniły blisko połowę stopy zwrotu z akcji.”

Vitaliy Katsenelson

Podczas trzech ostatnich trendów bocznych w Stanach Zjednoczonych dywidendy stanowiły 90% uzyskanej na giełdzie stopy zwrotu.

Przy spadających cenach akcji stopa dywidendy wzrasta, co przyciąga nowych inwestorów i może hamować dalsze spadki kursu. Spółki często nawet przy spadających zyskach starają się nie zmniejszać wskaźnika wypłaty dywidendy.

Dywidendy stanowią swoistą ochronę rynku w gorszych czasach i swoisty stabilizator portfela. Natomiast gdy akcje rosną, stanowią dodatkowe przyspieszenie wzrostu.

4. Prawdziwe inwestowanie w wartość

Inwestowanie w wartość polega na rzetelnej analizie spółki, ocenie związanego z nią ryzyka, oszacowaniu jej wartości i inwestycji z odpowiednim marginesem bezpieczeństwa.

Gdy na rynku panuje trend boczny i trudno o zyski kluczowa jest **rygorystyczna selekcja** spółek oraz **zdyscyplinowana strategia** "kup i sprzedaj".

Bardzo istotne jest oszacowanie wszystkich czynników tworzących i niszczących wartość.

Nie trzymaj akcji tylko po to, by być inwestorem. Gdy na rynku nie ma atrakcyjnych inwestycji, inne instrumenty lub gotówka są dobrą alternatywą dla przeciętnych spółek.

5. Kluczem do sukcesu jest proces

Czemu zawdzięczają sukces wielcy inwestorzy?

Przede wszystkim **dyscyplinie procesu** albo **szczęściu**. Tym czego potrzebujemy jest metoda i silna psychika potrzebna do jej stosowania. Należy skupić się na procesie, a nie wyniku inwestycji.

Im prostsza i bardziej zrozumiała Twoja metoda tym większa szansa, że wystarczy Ci dyscypliny, by ją utrzymać.

6. Bez jakości ani rusz

Jakość w kontekście przedsiębiorstwa oznacza zdolność do utrzymywania lub nawet zwiększania zysków przez długi okres czasu. To umiejętność wychodzenia z kryzysów bez szwanku lub wychodzenia jeszcze silniejszym.

"O jakości pamiętamy długo po tym jak zapominamy o cenie"

Aldo Gucci

Warren Buffet porównywał przewagi konkurencyjne do fosy otaczającej zamek. Vitaliy Katsenelson używa określenia kolczastego ogrodzenia pod wysokim napięciem.

Niezależnie od stosowanego nazewnictwa jeśli spółka wysokiej jakości nie będzie chroniona **przewagą konkurencyjną** prędej, czy później straci swoją zdolność do osiągnięcia wysokich zwrotów z zainwestowanego kapitału.

Stopa zwrotu z kapitału jest jednym z dwóch elementów formuły wzrostu zysków. Drugim składnikiem sekretnego sosu jest **możliwość wzrostu** sama w sobie. Im jest wyższa tym mniej kapitału spółka potrzebuje by się rozwijać.

Ostatecznie wysoka stopa zwrotu (dwucyfrowy ROIC) oznacza mniejsze ryzyko oraz większy margines bezpieczeństwa dla inwestora.

Innym parametrem charakteryzującym jakościowe spółki są **wolne przepływy pieniężne**. I choć na krótszą metę są mniej stabilne niż zyski, to one tak naprawdę świadczą o rentowności firmy.

To właśnie te przedsiębiorstwa, które generują duże ilości wolnej gotówki będą potrafiły (z mądrymi zarządami rzecz jasna!) wykorzystać rynki przerażonego lwa do skupu akcji własnych, gdy te będą odpowiednio tanie.

Firmy takie będą też potrzebowały mniej zewnętrznego kapitału, by finansować swoje inwestycje. W trudnych czasach to wolna gotówka może decydować kto przetrwa, a kto zniknie z rynku.

Powszechna definicja mówi, że o wartości aktywów stanowi zdyskontowana wartość ich przyszłych przepływów pieniężnych. Dodajmy jednak, że tylko tych, które zostaną zainwestowane ze stopą zwrotu większą niż koszt kapitału lub w postaci dywidendy czy skupu akcji własnych.

Jeśli chodzi o jakość - **nie ma miejsca na kompromisy**.

Trwała przewaga konkurencyjna, uczciwi i kompetentni zarządzający, wysoka stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału do tego znaczące wolne przepływy pieniężne i mocny bilans - tego **oczekuj od spółek**, w które chcesz zainwestować.

7. "W" jak wzrost!

Wzrost inwestycji może przejawiać się na kilka sposobów:

- wzrost rentowności, czyli wyższe zyski i przepływy pieniężne
- wzrost dywidendy

Środki, które spółka wypłaca w formie dywidendy są rekompensatą za okres oczekiwania na moment, gdy wycena zrówna się (lub przewyższy) wartość wewnętrzną spółki.

Rosnące zyski są natomiast jak ściśnięta sprężyna, która kiedyś się rozwinie, a wraz z nią wycena (wskaźnik C/Z).

Z perspektywy inwestora kluczowe jest poznanie **źródeł wzrostu przedsiębiorstwa**, takich jak:

- rosnące przychody
- wzrost zysku netto
- wolne przepływy pieniężne
- wolne przepływy na akcję

Wartość może powstawać na wielu poziomach operacyjnych spółki, dlatego tak ważne jest poznanie czynników ją kreujących (ale też niszczących):

- przychody rosnące szybciej niż koszty, spowodują wzrost rentowności netto
- wzrost przychodów bez dużych inwestycji w infrastrukturę lub zapasy może sprawić iż wolne przepływy pieniężne będą wyższe niż zyski
- zwiększenie marży poprzez zwiększoną wydajność operacyjną lub ekonomikę skali

a. Jak spółki mogą zwiększać swoje przychody?

- sprzedając więcej produktów i usług
- wchodząc na nowe rynki
- podnosząc ceny
- obniżając ceny, by zwiększyć wolumen

b. Rozwój przez zwiększenie marży

“Marże należą prawdopodobnie do tych finansowych parametrów, które najczęściej powracają do średniej.”

Jeremy Grantham

Ponadprzeciętne marże zwykle nie są trwałe w dłuższym terminie. Atrakcyjne (z punktu widzenia spółki) produkty, usługi, czy technologie przyciągają konkurencję, co finalnie prowadzi do obniżenia marży. Ostatecznymi beneficjentami są konsumenci kupujący w niższych cenach.

Redukcja kosztów zawsze ma swoje granice, warto też sprawdzić, czy nie dzieje się to nomen omen kosztem przyszłego wzrostu.

c. Trwalszy wzrost można osiągnąć dzięki ekonomii skali, przy czym muszą być spełnione dwa warunki - odpowiednio wysoki stosunek kosztów stałych do zmiennych oraz znaczący wzrost przychodów.

d. Skup akcji własnych jako kreator wartości dla akcjonariuszy.

Analizując wykupy akcji inwestor powinien odpowiedzieć sobie na następujące pytania:

- czy skupowane akcje są niedoszacowane?
- dlaczego zarząd zdecydował się przeprowadzić skup?
- czy spółka musi się zadłużyć, by dokonać skupu?
- czy kapitał poświęcony na skup można było lepiej zainwestować?

Menedżerowie, często zbyt mocno związani z firmą, zwykle nie są dobrymi inwestorami. Rzadko kiedy kupują aktywa po zaniżonej wartości - a tak właśnie zachowują się prawdziwi inwestorzy w wartość.

8. Dlaczego wycena jest tak ważna?

“Nawet jeśli ulubionym narzędziem cieśli jest młotek... do pracy zabiera ze sobą całą skrzynkę narzędzi.”

Vitaliy Katsenelson

Spółkę wyceniać można na dwa sposoby - za pomocą **wskaźników względnych** oraz metodami **wyceny bezwzględnej**. Gdy rynki znajdują się w trendach bocznych ten drugi sposób powinien mieć większe znaczenie dla inwestorów.

Zacznijmy jednak od prostszego (teoretycznie) tematu - wyceny wskaźnikowej.

Analiza **wskaźnika C/Z** pozwala zobaczyć jak dana spółka jest wyceniana na tle konkurencji oraz względem średniej w branży. Dzięki niej możemy się też przekonać jak rynek wyceniał przedsiębiorstwo w przeszłości.

Trzeba mieć jednak na względzie ograniczenia wskaźnika C/Z:

- zdarzenia z przeszłości mogą się nie powtórzyć, a historyczne poziomy wskaźnika mogą odnosić się do skrajnych wartości
- branża mogła ulec zmianie, co sprawi, że inwestorzy zupełnie inaczej spojrzą na jej reprezentantów
- porównywanie aktualnych wskaźników z jej historycznymi poziomami z okresu hossy lub początków trendu bocznego może sugerować fałszywe sygnały kupna

Gdy odkryjemy, że dana spółka jest wyceniana z dyskontem w stosunku do konkurentów **warto zastanowić się** z czego ta różnica w wycenie wynika.

Może udało nam się znaleźć potencjalny cel inwestycyjny z odpowiednim marginesem bezpieczeństwa? A może jednak rynek **słusznie dyskontuje** wartość tego przedsiębiorstwa z powodu wolniejszego tempa wzrostu, niższej stopy zwrotu lub braku przewagi konkurencyjnej?

Wycena zdyskontowanych przepływów pieniężnych, czyli “ulubione” narzędzie analityków.

Praktycy **DCF** (*discounted cash flow*), parafrazując klasyka twierdzą, że dzięki racjonalnemu wykorzystaniu tego narzędzia mogą “nieprecyzyjnie mieć rację”.

Dodatkowo praca z tym modelem pozwala zrozumieć **czynniki budujące** (i niszczące) wartość analizowanego przedsiębiorstwa.

Jest on szczególnie przydatny, gdy wycena osiąga poziomy skrajne i pozwala odnaleźć spółki mające duży potencjał do wzrostu, a chwilowo będące w niełasce inwestorów.

Niezależnie od tego jaką metodę wyceny zastosujesz zawsze pamiętaj o **marginiesie bezpieczeństwa**. Owszem, trudniej będzie Ci znaleźć inwestycyjne okazje, ale dzięki niemu w trudniejszych czasach ochronisz kapitał.

9. Trzy składniki sukcesu: jakość, wycena i wzrost.

Musisz zdać sobie sprawę, że znalezienie spółki, która spełni jednocześnie wszystkie trzy kryteria będzie **niezwykle trudne**. Czy powinieneś jednak iść na kompromis i zainwestować w spółkę, która nie przeszła Twojej rygorystycznej oceny?

- a. jeśli analizowana spółka spełnia tylko jedno z kryteriów - **odpuść ją sobie** i szukaj kolejnej inwestycji

Wysoka jakość nie zapewni Ci zysków, gdy firma jest wyceniana wysoko i nie ma przed sobą perspektyw do wzrostu.

Miejsce "taniej" spółki o niskiej jakości i stałych parametrach wzrostu prędzej, czy później zajmie mocniejszy konkurent.

Nie daj się też zwieść szybko rosnącym przedsiębiorstwom, których wycena "zawiera" już przyszłe sukcesy, a nie chroni ich żadna fosa. Oczywiście mają szansę, że ich tempo wzrostu sprawi, że wycena stanie się kiedyś atrakcyjna. Rynkowa nieprzewidywalność sprawia jednak, że ryzyko takiej inwestycji jest zbyt duże.

- b. gdy przedsiębiorstwo "przechodzi" przez dwa filtry oceny możesz rozważyć inwestycję, ale tylko gdy potencjalna stopa zwrotu znacząco przewyższa ryzyka takiego zakupu (ponownie kłania się margines bezpieczeństwa).

Najczęściej jest tak, że spółki o wysokiej jakości i zadowalającym (a tym bardziej ponadprzeciętnym) tempie wzrostu **są wyceniane wysoko**.

Inwestorzy popełniają błąd myląc wspaniałe przedsiębiorstwa ze wspaniałymi inwestycjami.

Niestety jeśli wzrost zysków nie będzie odpowiednio wysoki (a bądźmy pewni, że nie będzie trwał wiecznie) to luka w wycenie się nie zamknie. Zakup takich akcji nie przyniesie nam zwrotu lub będziemy czekać na niego bardzo (za) długo.

Prędzej, czy później natrafisz na spółkę zarządzaną przez kompetentnych i zaangażowanych ludzi („skin in the game”), mocnym bilansie i bardzo atrakcyjnej wycenie.

Problemem będzie jednak udział w rynku, który od dłuższego czasu już nie rośnie. W takim przypadku postaw tej potencjalnej inwestycji dwa warunki:

- odpowiednio wysoki margines bezpieczeństwa, który pozwoli Ci czekać aż rynek właściwie wyceni akcje
- znajdź katalizator (nowy produkt, restrukturyzacja, udane przejęcie, wejście na nowy rynek), który sprawi, że zainteresowanie inwestorów przywróci wycenę do wartości godziwej

Jedną z **najgroźniejszych kombinacji** może być inwestycja w spółkę szybko rosnącą o atrakcyjnej wycenie, ale niskiej jakości (która tą wycenę najczęściej uzasadnia).

Brak przewagi konkurencyjnej, zbyt wysokie zadłużenie, brak regularnych przychodów – każdy z tych parametrów może przyczynić się do zatrzymania wzrostu i zniszczyć wartość dla akcjonariuszy.

Każdy z trzech wymiarów (**jakość, wycena i wzrost**) jest istotny z punktu widzenia akcjonariusza. Nigdy (powtórzę – nigdy) nie idź na kompromis w sprawie więcej niż jednego z tych parametrów, a gdy spółka spełnia dwa z nich zawsze **dbaj o odpowiednio wysoki** margines bezpieczeństwa, który zrekompensuje brakujący element.

10. Jak inwestować w trendzie bocznym?

O ile w czasach długiej hossy strategia kup i trzymaj („buy and hold”) ma szansę przynieść inwestorom solidne zwroty, to na rynku tchórzliwego lwa konieczne jest zastosowanie innego, **aktywnego podejścia** – kupowania spółek niedoszacowanych (z marginesem bezpieczeństwa) i sprzedawania ich, gdy cena zbliża się do konserwatywnie oszacowanej wartości godziwej.

Receptą na sukces podczas dużej zmienności może być **rygorystyczne trzymanie** się kryteriów kupna i sprzedaży.

Przeanalizuj dokładnie spółkę pod kątem jakości i możliwości wzrostu, a jej akcje pod względem wyceny.

Pamiętaj, że wycena jest najmniej stabilnym ogniwem spółki. Może się zmienić w mgnieniu oka, podczas gdy jakość i wzrost potrzebują więcej czasu, by się pogorszyć (lub polepszyć).

Po takiej analizie **odpowiedz sobie na pytania:**

- czy to przedsiębiorstwo jest naprawdę dobre?
- czy zakup akcji tej spółki to dobry pomysł inwestycyjny?

Jeśli nie lub nie jesteś pewny, to odpuść sobie i szukaj dalej. Wyjątek mogą stanowić spółki, które spełniają kryteria wzrostu i jakości, ale obecnie są zbyt drogie – obserwuj je i bądź gotowy do inwestycji, gdy rynek zaoferuje Ci zakup z odpowiednio wysokim marginesem bezpieczeństwa.

Gotówka lub obligacje **będą najlepszym wyborem** gdy na rynku (szczególnie podczas trendów bocznych) nie znajdujesz żadnej okazji.

Gdy masz dobrze skonstruowany proces inwestycyjny, to momencie, gdy kursy akcji wędrują w górę i w dół, łatwiej Ci będzie siedzieć spokojnie i nie dokonywać transakcji pod wpływem emocji, czy chwilowych kaprysów (rządu).

Musisz cierpliwie czekać na prawdziwe okazje.

11. Iść na przekór, czyli kilka słów o kontrarianizmie

Inwestor powinien myśleć i działać **samodzielnie**, niezależnie od tego co mówią i robią pozostali uczestnicy rynku - znajomi, profesjonalni zarządzający, analitycy, czy tzw. tłum.

Nie ma znaczenia, czy podąża za większością, czy w przeciwnym kierunku. Ważne, by miał **własne zdanie** i nie akceptował bezwarunkowo rynkowych mądrości.

Kontrariańskie cechy potrzebne będą szczególnie wtedy, gdy wszyscy będą fascynować się wzrostowymi spółkami, a ich wyceny zbliżą się do wartości godziwej i wbrew naturze trzeba będzie się takich akcji pozbyć.

Podobnie będzie, gdy wszyscy będą uciekać w popłochu, a spółki z Twojej listy "zbyt drogie" zaoferują Ci zakup z dużym dyskontem. Potrzeba sporej **odwagi i dyscypliny** by kupować, gdy inni sprzedają.

Inwestorów z kontrariańskimi cechami interesują branże, które znajdują się daleko od swoich historycznych szczytów.

Co pewien czas dochodzi do sytuacji, gdy szeroki rynek zachowuje się **irracjonalnie**, a podążanie za nim (pomimo komfortu bycia razem) może przynieść straty. Właśnie wtedy inwestor kontrarianin pójdzie pewnie swoją drogą.

12. Kiedy sprzedawać akcje?

"W czasie hossy, gdy ceny rosną nawet rynkowe kundelki zaczynają wyglądać jak rodowodowe charty, sprzedają tylko frajerzy."

Vitaliy Katsenelson

Wielu **długoterminowym inwestorom** marzy się strategia typu kup, zapomnij i trzymaj przez całe życie.

Niestety (a może stety?) dzisiejszy świat wygląda inaczej - akcje powinieneś trzymać tylko wtedy, gdy uznasz, że **przyszła stopa zwrotu to uzasadnia**.

Kiedy zamykać pozycje?

- a. gdy cena akcji zbliżyła się do wyznaczonej wartości godziwej i tym samym skurczył się margines bezpieczeństwa
- b. gdy zmieniła się sytuacja fundamentalna przedsiębiorstwa (pogorszyła się jakość lub przestrzeń do wzrostu)

Akcje przynoszące zysk powinieneś sprzedać, gdy osiągną założoną przez Ciebie wycenę - **nie próbuj tego robić na przysłowiowym szczycie**. Takie podejście działa tylko w analizie historycznej!

Gdy zamykasz pozycję, która przynosi Ci stratę nie myśl o powrocie do ceny zakupu. Decyzja ta musi być **niezależna** od ceny, po której kupiłeś akcje.

Skup się na fundamentach - wzroście przychodów, marży netto, stopie zwrotu z kapitału, czy innym czynnikiem specyficznym dla danej branży. Jeśli ulegają pogorszeniu zacznij się bacznie przyglądać spółce, a gdy okażą się trwałe to już wiesz, że nadszedł czas pozbyć się inwestycji.

Nikt nie lubi tracić pieniędzy, dlatego przy realizacji straty Twoim **największym wrogiem** będziesz Ty i Twoje emocje.

Jasno określone **kryteria sprzedaży** są jednym z kluczowych elementów w zarządzaniu ryzykiem. Tuż obok doboru spółek, dywersyfikacji i konserwatywnej wyceny. To dzięki nim Twój portfel będzie lepszej jakości i **pozbędziesz się słabych ogniw**.

13. Kilka cennych wskazówek, by pokonać lwa

- szukaj spółek, których zarządzający są w stanie utrzymać orientację na długoterminowe cele i nie podejmować decyzji zagrażających przewadze konkurencyjnej
- firmy, których klienci muszą stale kupować ich produkt lub usługę zwykle cechują się mniejszą zmiennością zysków, a co za tym idzie mniejszym ryzykiem dla inwestora
- zawsze zadawaj sobie pytanie - co zarząd zrobi z wolną gotówką?

- potencjalnych inwestycji szukaj wśród dostawców wyposażenia dla spółek wydających dużo kapitału na inwestycje
- pamiętaj, że czas jest przyjacielem inwestora, gdy rosną zyski lub spółka wypłaca dywidendy, natomiast staje się jego wrogiem, gdy tak się nie dzieje
- ryzyko podwyższonej zmienności zysków powinno być zrekompensowane silnym bilansem spółki i większym marginesem bezpieczeństwa
- wynagrodzenia menedżerów często powiązane są z zyskiem na akcję, co może ich motywować do dokonywania skupu akcji własnych po zawyżonej wartości
- szukaj spółek dysponujących kilkoma czynnikami wzrostu, co znacząco zmniejszy ryzyko Twojej inwestycji
- w trakcie trendów bocznych, spółki z "wymagającymi" wycenami odnotowują największy spadek wskaźnika C/Z spowodowany spadkiem kursu
- nie próbuj przewidywać punktów zwrotnych na rynku - oznacza to, że musisz mieć rację (trafić) dwa razy - w momencie zakupu i sprzedaży. To bardzo trudne, by nie powiedzieć niemożliwe.
- spółkom o słabszych fundamentach dawaj krótki czas na poprawę, tak by zdążyć je sprzedać nim problemy eskalują
- w gorszych momentach weź swój dziennik i wróć do inwestycji, na których zarobiłeś dużo pieniędzy lub do tych, które sprzedałeś w odpowiednim momencie i ochroniłeś równie duży kapitał
- podczas euforii rynku byka zrób to samo tylko wróć do tych transakcji, na których straciłeś kapitał
- zapisuj motywy wszystkich podejmowanych decyzji, oczekiwania wobec spółek oraz czynniki tworzące i niszczące ich wartość
- trzymaj się swojego zakresu wiedzy i kompetencji - zredukujesz w ten sposób ryzyko przypadkowości swoich inwestycji

- czas wolny od dokonywania transakcji wykorzystaj na naukę, a przede wszystkim poszukiwanie i analizy kolejnych spółek. Gdy znajdziesz te spełniające wyśrubowane kryteria wpisz je na listę oczekujących (najczęściej "zbyt drogie") i gdy osiągną właściwą cenę bądź gotowy do ataku

Podsumowanie

"Nie płać nam za działania, ale za to, że mamy rację."

Warren Buffett

Tak jak w przypadku strategii prezentowanych w poprzednich opracowaniach, z **aktywnego inwestowania w wartość** również można "zabrać" coś dla siebie.

Na koniec dnia pewnie ciężko polemizować z cytowanym wyżej Warrenem Buffetem, uważam jednak, że właśnie w tych działaniach (a dokładniej zdyscyplinowanym procesie inwestycyjnym) tkwi recepta na sukces, czyli rzeczoną "rację".

Inwestorzy, którzy poświęcają dużo czasu na analizę i wycenę spółek często przywiązują się do nich, "lubią je", a czas spędzony z nimi sprawia, że przestają być krytyczni i obiektywni.

Zaproponowane dziś, jasno określone kryteria oceny przedsiębiorstwa pod kątem jakości i wzrostu ułatwią podejmowanie racjonalnych decyzji oraz **uwolnią od emocjonalnego przywiązania**.

Podobnie określenie konserwatywnych poziomów wyceny (względnej i bezwzględnej) zarówno dla kupna jak i sprzedaży pomoże stawać w kontrze do szerokiego rynku i **trzymać się zasad**, gdy na rynkach będzie panował tchórzliwy lew.

Niezależnie od stosowanego podejścia pamiętajmy, że podstawowym celem inwestora jest **ochrona kapitału**. Drugim jest zarabianie pieniędzy przy rozsądnym (akceptowalnym) **poziomie ryzyka**.

Bibliografia

- Vitaliy Katsenelson - Active Value Investing
- Vitaliy Katsenelson - The Little Book of Sideways Markets
- Seth Klarman - Margin of Safety
- Pat Dorsey - The Five Rules for Successful Stock Investing
- Luc Kreoze - The Art of Quality Investing
- Mohnish Pabrai - The Dhandho Investor

ŁUKASZ PEŁOWSKI

OKIEMSTRATEGA.PL



Inwestor giełdowy specjalizujący się w analizie fundamentalnej i inwestowaniu w wartość oraz przedsiębiorca z ponad 20 letnim doświadczeniem w budowaniu małych i średnich przedsiębiorstw.

Ukończył studia z zakresu Wyceny przedsiębiorstw i modelowania finansowego. Doktorant wydziału Zarządzania Akademii Leona Koźmińskiego, obszarem prowadzonych badań są strategię wzrostu firm i przewagi konkurencyjne.

Poświęcił tysiące godzin na zgłębianie wiedzy dotyczącej analizy fundamentalnej, strategii przedsiębiorstw, ekonomii, a przede wszystkim inwestowania w wartość.

Jego pasją jest ciągła nauka, zdobywanie doświadczeń i dzielenie się nimi.



**INWESTOWANIE
W WARTOŚĆ**

• STRATEGIE • ANALIZY • INWESTYCJE