



FAKTY A OPINIE

NA CO ZWRACAĆ UWAGĘ PRZY INWESTOWANIU W AKCJE SPÓŁEK

„Kupuj plotkę, a sprzedawaj fakt” głosi stare giełdowe porzekadło. Wskazuje ono na fakt, że kursy akcji mają szansę rosnąć w okresach niesprawdzonych informacji (plotek) - a w momencie, gdy dana plotka staje się faktem - kurs zazwyczaj spada, a nie rośnie. Dzieje się tak dlatego, że jest on już na tyle wysoko, że pomimo tego, że sam potwierdzony fakt jest dla spółki pozytywny, to inwestorzy przystępują już do realizacji zysków. Samo upublicznienie pozytywnej dla spółki wiadomości powoduje najczęściej wzrost zainteresowania inwestorów słabo znających tę spółkę. Posiadacze akcji tej spółki uzyskują natomiast szansę sprzedaży akcji po atrakcyjnych cenach dzięki wysokim obrotom.

Ostatnie miesiące ewidentnie pokazują podatność kursów na pojawiające się skrajnie optymistyczne wobec spółek oczekiwania dotyczące ich przyszłości. Zresztą sami inwestorzy niekiedy biorą udział w ich kreowaniu. Wielu inwestorów próbuje polegać na prostej analizie technicznej wykresu notowań zakładając kontynuację trendu wzrostowego, podczas gdy sytuacja „nieoczekiwanie” ulega zmianie i trend spada.

Prędzej czy później wszystkie zapowiedzi spółki czy oczekiwania inwestorów czeka konfrontacja z rzeczywistością, dlatego tak ważne jest aby odróżniać fakty od opinii.

Tabela 1. Przykłady opinii oraz faktów z życia spółek.

Opinie	Fakty
Spółka ma innowacyjną technologię / pracuje nad atrakcyjnym produktem.	Spółka potrzebuje kapitału (np. emisji akcji lub obligacji) na sfinansowanie badań lub wdrożeń. Wzrost liczby wyemitowanych akcji zmniejszy udział majątku czy przyszłych zysków przypadających na akcję (emisja obligacji czy zaciągnięcie długu spowoduje wzrost kosztów finansowych).
Spółka prognozuje X zł zysku.	W celu prognozy zysku spółka przyjęła konkretne założenia dotyczące przyszłości, które niekoniecznie muszą się spełnić.
Spółka nie wyklucza dywidendy.	Spółka osiąga lub osiągnęła określony poziom zysku, ale do dywidendy jeszcze daleka droga. Po pierwsze zysk nie jest tożsamy z gotówką będącą do dyspozycji spółki. Po drugie, aby dywidenda została wypłacona, zatwierdzić musi ją Walne Zgromadzenia Akcjonariuszy. Większość głosujących (np. akcjonariusz większościowy) może nie chcieć dzielić się z zyskami z akcjonariuszami mniejszościowymi i zatrzymywać zyski w spółce pod pretekstem np. dalszych obiecujących inwestycji.
Spółka rozgląda się za celem do przejęć.	Spółka może za chwilę wydać większą kwotę lub wyemitować akcje na inwestycję, której ocena opłacalności będzie odłożona w czasie. Zainwestowane środki mogą do spółki nie wrócić w perspektywie kilku najbliższych lat. Ewentualne „rozwodnienie akcjonariatu” spowodować może pogorszenie się wskaźników zysku czy majątku spółki na akcję.

Nie należy także zapominać, że za każdą transakcją kupna akcji kryje się sprzedający. Dlatego warto zastanowić się jakie argumenty mogą kierować drugą stroną. Czy aby na pewno uwzględniliśmy pełen wachlarz dostępnych informacji i znanych ryzyk. Osobie sprzedającej może zależeć na zawyżeniu kursu akcji poprzez dystrybucję optymistycznych prognoz, oczekiwań, wpisach na forach itp.

Same spółki też mogą korzystać z wyspecjalizowanych podmiotów zewnętrznych, których celem jest zwiększanie zasięgu komunikacji z inwestorami. Miarą sukcesu takiej komunikacji jest wzrost kursu akcji spółki - tylko na skutek umiejętnie prowadzonej polityki informacyjnej. Spółki mogą dobierać do współpracy znane medialne osoby, które firmując działania spółek swoim nazwiskiem będą dawać jej szeroki rozgłos. Jednak na koniec warto oddzielić warstwę medialną - komunikacyjną - od podstawowej działalności spółki, na której ma zarabiać i pomnażać majątek akcjonariuszy.

W zasadzie wszystkie stwierdzenia dotyczące przyszłości płynące ze strony przedstawicieli spółek są obarczone dozą niepewności. Indywidualnemu inwestorowi może być trudno ją oszacować. Inwestowanie zgodnie z dominującym trendem może wydawać się słuszne, ale dla spółek z długą historią dodatnich wyników finansowych. Gwałtowne załamania kursów nie zdarzają się rzadko, zwłaszcza przy stromych trendach wzrostowych oraz w odniesieniu do młodych spółek lub dla których wzrost zysku czy przychodów nie był historycznie tendencją stałą.

Nawet jeśli spółki publikują oficjalne prognozy finansowe, zazwyczaj odnoszą się do poszczególnych pozycji sprawozdań finansowych w sposób wyrywkowy. Ma to miejsce przeważnie w odniesieniu do przychodów i zysków netto, które są pozycjami niepieniężnymi. Tymczasem inwestorów nie tyle powinien interesować zysk, co faktyczny przepływ kapitału. Czyli, ile spółka generuje środków pieniężnych oraz jaka część kapitału spółki może wrócić do inwestorów w formie wypłaty dywidend bądź skupu akcji własnych. W wielu przypadkach nawet faktycznie wysokie raportowane zyski nie mają pokrycia w generowanych przepływach pieniężnych.

Wysokie kursy akcji mogą skłaniać spółki do emisji akcji i to zarówno w celu pozyskania gotówki (wówczas kluczowa cena emisyjna w odniesieniu do bieżącego kursu), jak również w innych celach, jak np. potrącenie wierzytelności, programu motywacyjnego dla kadry kierowniczej itp. Akcje są niejako walutą danej spółki. Lampki ostrzegawcze inwestorom powinny zapalać sytuacje, w których emisje kierowane są do dotychczasowych akcjonariuszy lub podmiotów powiązanych. Za wyjątkiem tych sytuacji gdy są opłacane gotówką a cena emisyjna powyżej rynkowej - co jednak zdarza się rzadko - lub też kierowane są dla

zarządu (w formie kapitału docelowego) przy braku ambitnych celów finansowych do spełnienia (inaczej nie można mówić o funkcji motywacyjnej).

W powyższym kontekście, warto zwrócić uwagę na strukturę akcjonariatu spółki. Dominujący udział większościowego akcjonariusza na Walnym Zgromadzeniu powoduje, że ma on w pełni władzę w spółce. Decydować może chociażby o obsadzeniu organów spółki takich jak rada nadzorcza - a pośrednio także zarządu - decydowania o wysokości wypłaty dywidendy, tak istotnej dla inwestorów indywidualnych. W przypadku znaczącej dominacji, na poziomie 75% + 1 akcja, taki właściciel może dosłownie wszystko, łącznie ze zmianą profilu działalności, co już w historii GPW miało miejsce.

Podsumowanie

- trend jest Twoim przyjacielem, ale zbyt strome trendy wzrostowe są trudne do utrzymania;
- ryzyko korekty lub zmiany trendu rośnie im trend jest bardziej zaawansowany;
- ewentualna zmiana trendu zmienia układ sił: akcje kupione „na górze” mogą już nigdy nie wrócić do swojej wartości, nawet jeśli wartość firmy w przyszłości będzie taka sama (rozwodnienia kapitału, emisje akcji);
- większość stwierdzeń dotyczących przyszłości to opinie, które wcale nie muszą się zrealizować;
- istotą inwestowania w akcje jest „kupowanie przyszłości firmy”, ale nie ogranicza się tylko do tego, ważne są też - a może przede wszystkim - dotychczasowe dokonania spółki, jej stan majątkowy itp.;
- wszystkie opinie, zapowiedzi, oczekiwania spółek prędzej czy później zostaną skonfrontowane z rzeczywistością.

Warto pamiętać także, że nie ma złych czy dobrych spółek, są tylko źle lub dobrze wycenione (kurs nawet najszabszej spółki może notować okresy gwałtownego wzrostu, a nawet najlepsza spółka okresy gwałtownych spadków kursu akcji). Co prawda Warren Buffet mawiał, że lepiej kupić w przeciętnej cenie akcje spółki dobrej, aniżeli w dobrej cenie akcje spółki przeciętnej, ale już na pewno nie warto kupować akcji spółki przeciętnej lub złej w złej cenie.

Zbigniew Obara
Menedżer ds. Analiz