

## Na GPW jest kilkadziesiąt dobrych spółek

**Marcin Petelski** - kiedyś zarządzający dużym OFE, dziś funduszem zamkniętym Alphaset FIZ - opowiada dlaczego polski rynek akcji w ostatnich latach jest słaby i jak szuka na nim okazji inwestycyjnych

**Analizy.pl (AOL):** Trwa sezon wynikowy na GPW, a więc na pewno odbywa Pan mnóstwo spotkań z zarządami spółek publicznych. Czy jest jakiś wspólny mianownik tych wszystkich spotkań?

**Marcin Petelski (MP):** W każdej spółce jest trochę inaczej. Nie ma jednolitego przekazu, że jest lepiej lub gorzej, choć często pojawia się temat obaw o dynamikę rozwoju globalnej gospodarki. W tym naszego najważniejszego partnera handlowego, czyli Niemiec. Oni teraz są blisko technicznej recesji [PKB w 3 kwartale wyniósł +0,1% kw/kw, przyp.], ale wszyscy się zastanawiają, jak to będzie wyglądało w przyszłym roku. Szczególnie polscy eksporterzy.

**AOL: A kwestia wzrostu kosztów zatrudnienia?**

**MP:** To już nie jest świeży temat, ale jak najbardziej aktualny, bo planowane podwyżki płacy minimalnej spowodują oczywiście kolejną presję płacową. Przy okazji, to jest właśnie część odpowiedzi na pytanie, dlaczego polski rynek akcji od siedmiu lat jest „płaski”, pomimo jednej z najwyższych dynamik PKB w Europie. Większy wzrost PKB pozwala przecież spółkom generować większe zyski, ale w Polsce tak niestety nie było.

**AOL: Dlaczego?**

**MP:** PKB to suma wszystkich dochodów w gospodarce, czyli w uproszczeniu zysków firm, wynagrodzeń i transferów do budżetu. W ostatnich kilku latach środki z zysków spółek były przekierowywane do wynagrodzeń i do budżetu np. w postaci podatku bankowego. Niska dynamika zysków to jeden z powodów, dlaczego nasza giełda jest słabsza.

**AOL: Dlaczego jeszcze?**

**MP:** Kwestia płynności. Jeszcze przed samym demontażem OFE, Skarb Państwa

prowadził sporo prywatyzacji - sprzedawał udziały w największych spółkach energetycznych, ale nie tylko. OFE kupiły te spółki, potem została im zabrana połowa aktywów i ograniczono składkę. Więc nie dość, że zapchały się akcjami, to jeszcze przestał do nich płynąć szeroki strumień gotówki. Po drugie w 2018 r. mieliśmy kryzys w kilku TFI i duże odpływy kapitału z funduszy. Po trzecie samo przyspieszenie suwaka w OFE, związane z obniżeniem wieku emerytalnego, spowodowało konieczność przelania wcześniej środków z drugiego filara do ZUS.

**AOL: Wydaje się, że część z wymienionych problemów płynnościowych zniknie.**

**MP:** Płynność faktycznie powinna się poprawić. Mam nadal nadzieję, że przyczynią się do tego PPK. Nawet jeżeli zostanie tam 30-40% pracowników, to może oznaczać kilka miliardów złotych napływu na giełdę rocznie. Co prawda OFE dopiero po kilku latach miały wyraźny wpływ na GPW. Tak naprawdę dopiero w 2004 roku, pięć lat po uruchomieniu. Ale to były fundusze, które miały bardzo mały udział akcji w portfelu na początku działalności. PPK będą od razu sporo środków inwestować na giełdzie.

Dalej, mamy regulację MREL. To jest wymóg europejski, który spowoduje, że banki będą musiały w najbliższych trzech latach wyemitować ok. 50-100 mld zł obligacji. Dostaną więc 50-100 mld zł gotówki, której tak naprawdę nie potrzebują, bo już teraz sektor jest nadpłynny. Myślę, że w takiej sytuacji banki będą w końcu próbowały sprzedawać na szerszą skalę jakieś inne produkty, może inwestycyjne.

Płynność na rynku akcji powinna się poprawić, bo wydaje mi się, że kończy się możliwość zarabiania na rynku obligacji. Mamy mnóstwo ujemnie oprocentowanego długu w Europie, w Polsce 10-letnie obligacje skarbowe są oprocentowane na ok. 2%, a jeśli weźmiemy pod uwagę koszty funkcjonowania funduszy obligacji, to bez aktywnej polityki inwestycyjnej, możliwość do zarobku jest ograniczona. Myślę, że ci, co dziś kupują klasyczne fundusze obligacji, mogą być rozczarowani w perspektywie najbliższych dwóch lat i będą szukać innych form oszczędzania.

**AOL: Płynność powinna się poprawić, a co z zyskami spółek?**

**MP:** Tego nie wiem, to będzie zależało od cyklu koniunkturalnego i od tego, jak firmy będą zarządzane. Tu kolejna uwaga odnośnie tego, dlaczego nasza giełda była słaba. Bo największe firmy były słabe. Problem jest taki, że menadżerowie w

Polsce nauczyli się jak zarządzać zyskiem firmy, jak kontrolować koszty, jak zrobić dobry produkt, natomiast częstym grzechem jest, że nie potrafią zarządzać kapitałem. Wiele firm inwestowało i inwestuje w projekty, w które nie powinno. O niskich stopach zwrotu. Zamiast oddawać wygenerowaną gotówkę inwestorom, przeznaczają ją na nierentowne inwestycje.

### **AOL: Czy na polskim rynku akcji jest tanio?**

**MP:** Żeby to ocenić, patrzę na wskaźnik cena do wartości księgowej. On nie zależy od zysków firm, tylko od historycznego kosztu wytworzenia kapitału, jest więc niepodatny na cykliczność. Przed likwidacją OFE wskaźnik był na poziomie ok. 1,25-1,30, a teraz jest w okolicach jedności. Mamy więc obniżenie wyceny giełdowej polskich spółek o ok. 25% w ostatnich kilku latach. Jest wyjątkowo tanio. To są takie poziomy, które zazwyczaj na polskim rynku były blisko kryzysowych. Podobnie było np. w 2009 roku. Mamy teraz nietypową sytuację, że na rynku publicznym wyceny są niższe niż na rynku niepublicznym. Porównywalne spółki fundusze *private equity* kupują drożej niż na giełdzie. To prowadzi do tego, że na GPW nie mamy prawie w ogóle debiutów. Mamy za to ściąganie spółek z parkietu.

### **AOL: Cena do wartości księgowej to wskaźnik, którego Pan używa do oceny całego rynku, a na co patrzy Pan oceniając konkretne spółki?**

**MP:** Wiele osób na rynku ocenia firmy na podstawie EBITDA. Ten wskaźnik często jest wpisywany do programów motywacyjnych dla zarządów, firmy rozwijane są pod niego. Ja zgadzam się, że to *bullshit earnings*. EBITDA można w miarę łatwo wygenerować po prostu kupując aktywa, bądź też inwestując w nowe maszyny, zakłady itd. Na przykład firmy energetyczne czy telekomunikacyjne latami wydawały za dużo na inwestycje, nie potrafiąc dobrze policzyć ich stóp zwrotu. Kiepskie spółki są w stanie wygenerować wzrost EBITDA, ale jeśli zwrot na kapitale jest niski, wysokie wydatki inwestycyjne pociągają za sobą jeszcze większy wzrost zadłużenia. Słabe zarządzanie kapitałem powoduje, że w takich firmach nie rośnie wartość wewnętrzna. Dlatego dla mnie najlepszym wskaźnikiem do oceny spółki jest ROCE, czyli return on *capital employed*. Pokazuje on, jak przedsiębiorstwo zarządza kapitałem, nie tylko własnym, ale i pożyczonym. Pokazuje, jaka jest faktyczna efektywność firmy.

### **AOL: Przez lata zarządy największych spółek nieefektywnie zarządzały kapitałem. Czy zauważa Pan zmiany na lepsze?**

**MP:** Jedna podstawowa zmiana, jaka się dokonała, to skład WIG20. Wypadło z

niego kilka spółek energetycznych. Dla nich wskaźnik ROCE są naprawdę niskie. Realizowane przez lata projekty inwestycyjne miały na celu raczej zapewnienie nam bezpieczeństwa energetycznego, niż stóp zwrotu inwestorom. Gdy inwestuje się w nierentowne przedsięwzięcia, to siłą rzeczy rośnie zadłużenie. Z punktu widzenia akcjonariuszy, te spółki przepaliły środki. One teraz znalazły się w mWIG40. Paradoksalnie, bo kiedyś to właśnie spółki z tego indeksu były motorem napędowym giełdy. W WIG20 znalazły się za to takie spółki, jak CD Projekt, Dino czy LPP. To dobrze dla tego indeksu i dla całej warszawskiej giełdy.

**AOL: Profil naszych spółek to również powód, dla którego GPW nie uczestniczy w globalnej hossie?**

**MP:** Rynki wschodzące, do których wciąż zaliczam Polskę, są oparte w dużej mierze na spółkach starej ekonomii – spółkach przemysłowych i wydobywczych. Pamiętamy tę hossę 2005-2007, gdzie nasz rynek bardzo szybko rósł, dlatego bo rosły surowce. W naszych indeksach było sporo KGHM, PKN, Lotosu. One korzystały na tej koniunkturze. Obecna hossa jest zupełnie inna, bo napędzana przez spółki technologiczne. Skład indeksu WIG20 uległ zmianie, doszedł CD Projekt, ale wciąż jest w nim sporo spółek starej ekonomii. W takim środowisku nie radzą sobie klasyczne fundusze akcji polskich. One ścigają się z benchmarkiem. Odchylają się składem portfela w jedną czy w drugą stronę, ale siłą rzeczy kupują spółki „najcięższe” z WIG20, które latami były słabe. Natomiast jest kilkadziesiąt firm na naszej giełdzie, które mają wysokie stopy zwrotu na kapitale, uczciwy zarząd, który szanuje akcjonariuszy mniejszościowych, generują *cash flows* i mają dobre produkty. One przez lata przynosiły inwestorom ponadprzeciętne stopy zwrotu.

**AOL: Kilkadziesiąt to całkiem dużo, ale jak ich szukać? Powiedział Pan o ROCE, ale jakich jeszcze wskaźników używa Pan do odfiltrowania interesujących spółek?**

**MP:** ROCE pomaga odróżnić dobry biznes od złego, ale nic nie mówi o cenie, po której kupujemy firmę. Żeby dobrze zarobić, najlepiej kupić spółkę po cenie poniżej wartości wewnętrznej. Moim ulubionym wskaźnikiem jest relacja wolnych przepływów pieniężnych do wartości rynkowej przedsiębiorstwa (*free cash flow to enterprise value*). Wolę patrzeć na gotówkę, którą firma generuje, niż na EBITDA czy na zysk netto. To jest prosta filozofia – inwestuję tylko w aktywa, które mają wartość wewnętrzną i według mojej oceny trwale ją zwiększają.

**AOL: Jak rozumieć wartość wewnętrzną?**

**MP:** To jest wartość zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Nie interesuje mnie więc złoto, bo nie generuje przepływów pieniężnych. Podobnie ropa naftowa, bitcoin itd.

Jeśli zainwestujemy środki w aktywa, które nie mają wartości wewnętrznej, to żeby zarobić musimy trafnie przewidzieć zachowania innych inwestorów. To jest bardzo trudne. Jeśli mamy aktywo, które generuje *cash flow*, to możemy z tego *cash flow* czerpać korzyści latami. Jeśli firma potrafi wygenerowaną gotówkę dobrze zainwestować, to dodatkowo zwiększa wartość naszej inwestycji. Dobre firmy, które posiadają trwałe przewagi konkurencyjne są w stanie utrzymywać wysokie ROCE i szybkie tempo wzrostu wartości wewnętrznej latami. Wartość wewnętrzną możemy oszacować i śledzić czy rośnie, czy spada. Kupowanie aktywów bez wartości wewnętrznej, to nie inwestycja, a spekulacja oparta na próbie przewidzenia przyszłych wydarzeń rynkowych. Jak dotąd nie spotkałem nikogo, komu by się ta sztuka konsekwentnie udawała.

*Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie edukacyjno - informacyjny / promocyjny i stanowi on wyraz własnych ocen, przemyśleń i opinii autora (autorów). Niniejszy materiał nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podane informacje nie mogą być traktowane jako usługa doradztwa inwestycyjnego lub innego typu doradztwa, w tym świadczenia pomocy prawno - podatkowej. Podane informacje nie stanowią oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego ani publicznego proponowania w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej.*

*Autor (autorzy) niniejszej publikacji oraz Quercus TFI S.A. dołożyli należytej staranności w celu zapewnienia, aby zawarte w niej informacje były rzetelne i oparte na wiarygodnych źródłach. Niemniej jednak autor (autorzy) niniejszej publikacji oraz Quercus TFI S.A. nie ponoszą odpowiedzialności za jej prawdziwość i kompletność informacji, ani za wszelkie szkody mogące powstać w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.*

*Quercus TFI S.A. posiada zezwolenie na prowadzenie działalności udzielone przez Komisję Nadzoru Finansowego, będącą dla Quercus TFI S.A. organem nadzoru.*

*Quercus TFI S.A. udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie. Quercus TFI S.A. informuje, że z każdą inwestycją związane jest ryzyko.*

- [Drukuj](#)
- [PDF](#)
- 136 odsłon

[Wszystkie komentarze zarządzającego](#)