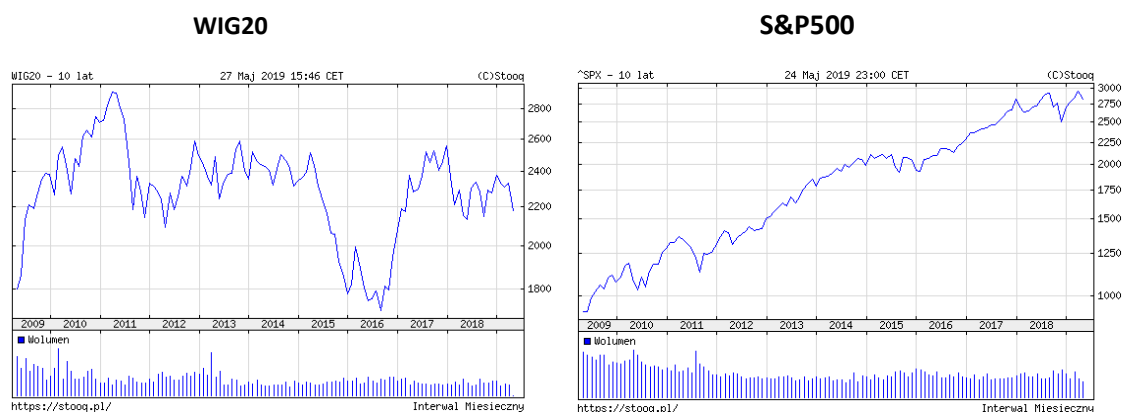


Dlaczego tak trudno zarobić na polskich akcjach?

Autorzy: Krzysztof Domosławski – Prezes Zarządu TFI AGRO S.A.
Adam Gospodarek, CFA – Zarządzający funduszami AGRO Obligacji i AGRO Rynku Pieniężnego

Przeprowadziliśmy proste porównanie, które każdy inwestor może zrobić w domu mając dostęp do darmowych serwisów informacyjnych. Sprawdziliśmy jaka była stopa zwrotu z akcji zgromadzonych w najbardziej reprezentatywnych indeksach dla giełdy polskiej i giełdy amerykańskiej. WIG20 i S&P500. Dlaczego te indeksy? Zdecydowało kryterium płynności notowanych spółek. W zasadzie poza spółkami z WIG20, często obrót na papierach na warszawskiej giełdzie jest sporadyczny. Niestety. Wybraliśmy ostatnie 10 lat, bo tyle mniej więcej trwa cykl dobrej koniunktury w gospodarce światowej od ostatniego poważnego kryzysu w latach 2007-2008. Poza tym, 10 lat to naprawdę wystarczający horyzont inwestycyjny zarówno dla inwestora indywidualnego jak i instytucjonalnego. Wyniki porównania wypadają bardzo blado dla nas. O ile index S&P500 wzrósł o ponad 210%, to WIG20 o tylko 20% w badanym okresie. Jeszcze gorzej wypada WIG20 w ujęciu dolarowym, w którym urósł tylko 1,48% przez 10lat! Tę dramatyczną różnicę między rynkiem amerykańskim, a polskim widać wyraźnie na poniższych wykresach:



WIG20 w ujęciu dolarowym



Z obserwacji powyższych wykresów można wysnuć następujący wniosek: O ile spółki notowane w ramach S&P500 nadają się do systematycznego oszczędzania, a tym przecież zajmują się głównie fundusze inwestycyjne, pozwalając drobnym inwestorom zarabiać na swoją emeryturę właśnie przez systematyczne odkładanie pieniędzy, o tyle spółki notowane w ramach WIG20 nadawały się tylko na okresową spekulację. W zasadzie zarobił na akcjach w Polsce tylko ten, kto „wskoczył” na rynek w okresie totalnego jego wyprzedania oraz największego pesymizmu i „wyskoczył” z akcji w okresie względnej stabilizacji. Przez większość czasu, przez te ostatnie 10 lat, nie opłacało się posiadać akcji i systematycznie w nich oszczędzać. Dlaczego w takim razie tak się działo i zapewne dalej będzie tak się dziać na warszawskim parkiecie mimo ogólnie dobrej, żeby nie powiedzieć bardzo dobrej koniunktury gospodarczej w kraju?

Odpowiedź wbrew pozorom nie jest taka trudna. Trzeba tylko popatrzeć jakie spółki znajdują się w WIG20 i amerykańskim S&P500 i co przez ostatnie 10 lat zrobiły w obszarze rozwoju swoich biznesów. Do indeksów amerykańskich zaliczamy, oprócz firm z tradycyjnych gałęzi gospodarki, które również systematycznie zdobywały nowe rynki, wypracowywały zyski i dzieliły się hojnie z akcjonariuszami, również całą gamę spółek z zakresu tzw. „nowej ekonomii” jak Google, Facebook, Apple, Amazon, czy nawet Tesla, a ostatnio Uber, które szturmem biorą nie tylko rynek amerykański ale też rynki azjatyckie, europejskie czy afrykańskie. Nasze spółki, poza pojedynczymi wyjątkami, w zasadzie „uprawiają” tylko poletko polskie i przez te 10 lat nie rozwinęły się ani globalnie, ani nawet regionalnie. Tak samo w teorii ekonomii jak i w praktyce, żeby inwestor otrzymywał wystarczającą nagrodę za ryzyko kapitału własnego, spółka musi zdobywać nowe rynki, przez co przepływają przez nią coraz większe przychody i na tych przychodach musi realizować coraz większe zyski. Nasze spółki giełdowe nawet jak realizują coraz większe przychody i nawet jak mają coraz większe zyski, to już nie koniecznie chcą lub nie mogą się rozwijać na rynkach poza Polską, albo po prostu nie dzielą się tymi zyskami z drobnymi akcjonariuszami w ogóle, bądź tylko w niewielkim stopniu.

Dlaczego w takim razie nasze spółki nie rozwijają się tak jak amerykańskie i dlaczego nie są doceniane przez akcjonariuszy poprzez coraz wyższe notowania swoich akcji? My widzimy dwa główne czynniki i jeżeli jesteśmy w stanie je poprawić, to będziemy mogli zobaczyć z powrotem długoterminową „hossę” na naszej giełdzie, a notowane na niej spółki wreszcie złączą prowadzić ekspansję rynkową na miarę naszych możliwości i ambicji.

- 1) Pierwszy czynnik to niski współczynnik faktycznej dywidendy (dywidenda + wykup cashowy akcji) w stosunku do akcji amerykańskich.
- 2) Drugi czynnik to nadmierna kontrola nad spółkami inwestorów „strategicznych” w stosunku do inwestorów finansowych i drobnych akcjonariuszy, która przekłada się na to, że nie drobni posiadacze akcji uzyskują korzyść z zysków spółki, tylko główni akcjonariusze powiązani z zarządami spółek, nawet jeżeli większość pieniędzy na kapitał własny włożyli właśnie ci drobni akcjonariusze, bądź to bezpośrednio, bądź pośrednio przez otwarte fundusze inwestycyjne. Handel akcjami na giełdzie staje się wtedy tylko „zabawą” bez realnego wpływu na władzę w spółce, bądź spekulacją z nadzieją na znalezienie innego, takiego samego inwestora jak ja, któremu sprzedam akcje po wyższej cenie.

W poniższej tabeli przedstawiamy porównanie wypłacanej dywidendy cashowej (powiększonej o wykup akcji) akcji amerykańskich i polskich. Widać wyraźnie, że wysoka dywidenda w polskich spółkach to mit, który często sami powielamy.

	Cash yield (Dividend + Buyback)	Cash yield (Dividend + Buyback)
Year	S&P500	WIG20
2009	3,36%	3,31%
2010	4,41%	2,85%
2011	5,67%	5,48%
2012	5,32%	6,58%
2013	4,77%	5,13%
2014	4,95%	4,10%
2015	5,30%	3,80%
2016	4,82%	2,80%
2017	4,11%	1,90%
2018	5,45%	1,90%
Average	4,82%	3,79%

W ostatnich dwóch latach dysproporcja między wypłatami na rzecz akcjonariuszy jest ogromna. W USA 4-5% w stosunku do rosnącej kapitalizacji (rynek był wzrostowy). W Polsce przy malejącej kapitalizacji ledwie 1,9%, a jak przełożymy to na poszczególne branże (tabela poniżej), to poza spółkami energetycznymi nasza stopa wypłat wygląda naprawdę blado. Przypomnijmy coś bardzo podstawowego dla każdego modelu wyceny akcji, czy każdego instrumentu finansowego: jego wartość jest wprost proporcjonalna do wynikających z niego przepływów finansowych!

Year	2018	2018	2018	2017	2017	2017	2016	2016	2016	2015	2015	2015
Industry Name	US Cash Yield	EU Cash Yield	Poland Cash Yield	US Cash Yield	EU Cash Yield	Poland Cash Yield	US Cash Yield	EU Cash Yield	Poland Cash Yield	US Cash Yield	EU Cash Yield	Poland Cash Yield
Bank	8,35%	2,18%	1,41%	4,36%	0,06%	1,90%	3,69%	0,98%	3,10%	3,61%	0,27%	1,70%
Coal	15,09%	0,46%	0,00%	3,41%	-2,17%	0,60%	2,63%	3,54%	0,00%	10,29%	-0,71%	0,00%
Oil/Gas	4,63%	5,51%	1,23%	3,56%	2,94%	2,70%	3,66%	2,41%	2,50%	5,64%	4,69%	3,00%
Power	2,44%	3,99%	2,85%	2,16%	1,87%	3,90%	2,26%	4,39%	6,00%	3,01%	4,03%	7,50%

Year	2014	2014	2014	2013	2013	2013	2013	2013	2013	Average	Average	Average
Industry Name	US Cash Yield	EU Cash Yield	Poland Cash Yield	US Cash Yield	EU Cash Yield	Poland Cash Yield	US Cash Yield	EU Cash Yield	Poland Cash Yield	US Cash Yield	EU Cash Yield	Poland Cash Yield
Bank	2,67%	-0,17%	1,30%	4,67%	2,66%	2,40%	3,80%	0,76%	2,08%	4,45%	1,12%	1,98%
Coal	1,36%	-1,94%	0,00%	3,00%	2,52%	0,00%	4,14%	0,25%	0,12%	5,71%	0,32%	0,10%
Oil/Gas	6,50%	5,83%	3,40%	5,55%	4,84%	2,70%	4,98%	4,14%	2,70%	4,93%	5,06%	2,60%
Power	2,55%	4,30%	5,70%	4,34%	3,71%	6,10%	2,86%	3,66%	5,84%	2,80%	4,32%	5,41%

Cash yield = dividends + buybacks

Drugi czynnik wpływający na słabe stopy zwrotu z polskich akcji to dominacja inwestorów strategicznych (ang. Inside holdings) i bardzo mały udział instytucji finansowych (funduszy inwestycyjnych, które kumulują na giełdzie oszczędności emerytalne Polaków). W przeciwieństwie jednak do S&P500, gdzie udział instytucji finansowych wynosi prawie 50%¹, w Polsce odsetek ten oscyluje w okolicach 25%. Dominujący akcjonariat spółek z WIG20 stanowią tzw. „insider holdings”²

¹ Dane za 2018r.

² Włączając w to Skarb Państwa

posiadający średnio niecałe 45% udziałów. Jest to wartość trzykrotnie większa, niż na rynku amerykańskim. Wynika to z obliczeń przedstawionych w poniższych dwóch tabelach:

Poland				
Name	Sector	Treasury*	Institutional Holdings	Insider Holdings**
CCC	Apparel		36,94%	33,45%
LPP	Apparel		27,93%	29,45%
Pekao	Banks	32,80%	32,98%	
Alior	Banks	31,91%	45,86%	
Mbank	Banks		21,32%	69,33%
PKO BP	Banks	29,43%	33,68%	
Santander PL	Banks		5,44%	49,47%
JSW	Coal & Related Energy	55,17%	12,22%	
PZU	Insurance	34,19%	22,86%	
KGHM	Metals & Mining	31,79%	31,80%	
Lotos	Oil and Gas	53,19%	18,94%	
PGNIG	Oil and Gas	71,88%	11,43%	
PKN	Oil and Gas	27,52%	33,22%	
PGE	Power	57,39%	17,56%	
Tauron	Power	40,45%	17,99%	
Dino Polska	Reatil		13,00%	51,00%
CD Projekt	Software		35,30%	29,93%
Cyfrowy Polsat	Telecom		20,23%	57,34%
Orange PL	Telecom		21,18%	50,67%
Play	Telecom		23,61%	59,24%
WIG20		23,29%	24,17%	24,25%

*indirect control included

** without Treasury

Country	POLAND WIG20	POLAND WIG20	USA S&P50	USA S&P50
Sector	Institutional Holdings	Insider Holdings*	Institutional Holdings	Insider Holdings
Apparel	32,44%	31,45%	53,42%	20,46%
Banks	27,86%	42,59%	34,89%	14,46%
Coal & Related Energy	12,22%	55,17%	33,59%	12,03%
Insurance	22,86%	34,19%	63,74%	13,50%
Metals & Mining	31,80%	31,79%	18,41%	18,50%
Oil and Gas	21,20%	50,86%	52,94%	8,26%
Power	35,55%	48,92%	67,36%	5,16%
Reatil	13,00%	51,00%	47,82%	25,42%
Software	35,30%	29,93%	68,37%	8,20%
Telecom	21,67%	55,75%	40,51%	8,11%
Index	24,17%	44,78%	48,32%	14,81%

* controlled by Treasury included

Dlaczego wpływ instytucji finansowych (funduszy inwestycyjnych) przyczynia się do takiej różnicy w obrazie rynku zarówno w długim jak i w krótkim horyzoncie inwestycyjnym? Dlatego, że tylko fundusze inwestycyjne, które dorobiły się najlepiej dopracowanej legislacji i nadzoru nad rynkiem kapitałowym w krajach wysokorozwiniętych, potrafią przełożyć wolę rzeszy drobnych inwestorów, angażujących oszczędności często swojego życia, w praktyczny język decyzji korporacyjnych spółek, w których posiadają jako branża większościowe udziały. Tylko współdziałanie instytucjonalnych inwestorów finansowych oraz drobnych inwestorów indywidualnych potrafi ochronić zaangażowane przez ich pieniądze w akcje spółek od niekorzystnego rozporządzenia majątkiem spółek przez ich management, a niestety życie gospodarcze i biznesowe nie składa się tylko z łatwych i przyjemnych decyzji, ale wręcz odwrotnie z trudnych, ryzykownych i wymagających wyrzeczeń.

Podsumowując niniejszą analizę, jeżeli wspólnie nie wypracujemy jako branża zasad koordynacji i wspólnego wpływania na działania spółek, w które inwestujemy powierzone środki, to zmarnujemy kolejne 10 lat, a rynek nadal nie będzie miejscem do systematycznego oszczędzania, tylko do gwałtownej spekulacji, która na dłuższą metę nie służy większości społeczeństwa.