

**Elżbieta Ostrowska**

Uniwersytet Gdański

---

## FUNDAMENTALNE PODEJŚCIE DO INWESTOWANIA NA PRZYKŁADZIE AKCJI BANKÓW

---

**Streszczenie:** W opracowaniu w kontekście analizy fundamentalnej zaprezentowano koncepcję strategii inwestowania skoncentrowanego W. Buffetta oraz strategię inwestowania w wartość i we wzrost. Ponadto przedstawiono zastosowanie fundamentalnej analizy wskaźnikowej do oceny inwestowania w akcje banków.

**Słowa kluczowe:** analiza fundamentalna, inwestowanie skoncentrowane, inwestowanie w wartość i we wzrost, analiza wskaźnikowa.

### 1. Wstęp

Celem opracowania w ujęciu teoretycznym jest prezentacja kilku aspektów wykorzystania analizy fundamentalnej spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych. Niezależnie od tradycyjnego podejścia do analizy fundamentalnej jest to – związana z tą analizą – strategia inwestowania skoncentrowanego oraz strategia inwestowania w wartość i we wzrost. Natomiast w ujęciu empirycznym zaprezentowano wyniki fundamentalnej analizy wskaźnikowej na przykładzie czterech spółek bankowych, które w analizowanym okresie nieprzerwanie znajdowały się w portfelu indeksu giełdowego WIG20.

### 2. Klasyczne fundamentalne podejście do inwestowania w akcje

Analiza fundamentalna polega na ocenie ekonomiczno-finansowej danej spółki akcyjnej i jej otoczenia gospodarczo-społecznego w aspekcie określenia przyszłego kształtowania się cen jej akcji w dłuższym horyzoncie czasu. Ocena ta dotyczy kondycji ekonomiczno-finansowej spółki, jej pozycji na rynku i możliwości rozwoju. Zwolennicy analizy fundamentalnej uważają, że zdarzenia giełdowe nie są związane wyłącznie z giełdą, ale wynikają z sytuacji gospodarczej spółek i ich otoczenia. Zatem analitycy fundamentalni korzystają z informacji o oczekiwaniach w zakresie ogólnej sytuacji makroekonomicznej (globalnej) i w poszczególnych sektorach gospodarki, a także z informacji o spółkach (analiza sytuacyjna i finansowa oraz

wskaźnikowa) stanowiących podstawę prognozy zysków, dywidend i przyszłych kursów akcji badanej spółki. Celami analizy fundamentalnej są zatem, po pierwsze, przygotowanie informacji niezbędnych do ustalenia wartości spółki i oszacowanie wielkości jej zysków w przyszłości oraz określenie spodziewanej skali zmian cen akcji. Po drugie, ustalenie wewnętrznej rzeczywistej wartości akcji, która byłaby dla inwestora ceną odniesienia do notowanych kursów na giełdzie, czyli ustalenie stopnia przewartościowania lub niedowartościowania cen akcji. Po trzecie, ważna jest analiza konkurencyjnych spółek w celu ustalenia listy spółek trwale lepszych od analizowanej spółki. Ma to zapewnić inwestorowi większe zyski i wzrost atrakcyjności inwestowania w akcje bardziej konkurencyjnych spółek [Ostrowska 2007].

### **3. Strategia inwestowania skoncentrowanego Warrena Buffetta**

W wyborze akcji do portfela inwestycyjnego i decyzji inwestycyjnych duże znaczenie ma strategia inwestowania skoncentrowanego. Formułę inwestora skoncentrowanego opracował i stosował z powodzeniem w praktyce giełdowej W. Buffett. Jej istota polega na skupianiu się inwestora tylko na niewielkiej liczbie wyróżniających się spółek o największym prawdopodobieństwie ponadprzeciętnej efektywności w długim okresie i przeznaczeniu na zakup ich akcji większości środków przewidzianych na inwestycje, a także na posiadaniu odwagi zachowania akcji w czasie różnych krótkookresowych wahań ich kursów na giełdzie.

W tradycyjnym zarządzaniu portfelem inwestycyjnym trwają dyskusje między zwolennikami strategii inwestowania skoncentrowanego a konkurencyjnymi strategiami aktywnego lub indeksowego inwestowania.

W strategii aktywnego inwestowania menedżerowie zarządzający portfelem ciągle dokonują transakcji kupna i sprzedaży bardzo dużej liczby akcji. Chcą bowiem spełnić oczekiwania swoich klientów, czyli uzyskiwania na giełdzie lepszych od przeciętnych stóp zwrotu. Aktywni menedżerowie zatem – zawierający prognozom krótko- i średniookresowym – często zmieniają aktywa w portfelu charakteryzującym się dużym wskaźnikiem rotacji. Z kolei w strategii inwestowania indeksowego menedżerowie kupują akcje i zachowują je w portfelu, który jest zdywersyfikowany na podobieństwo konkretnego indeksu giełdowego.

Z jednej strony menedżerowie portfeli aktywnych twierdzą, że potrafią osiągnąć wyniki korzystniejsze niż indeksy giełdowe. Z drugiej strony menedżerowie stosujący strategię inwestowania indeksowego – nawet w najkorzystniejszych warunkach – osiągają wyniki zbieżne z całym rynkiem, czyli ani lepsze, ani gorsze od całej giełdy akcji. Z punktu widzenia inwestora mającego małą tolerancję ryzyka i posiadającego małą wiedzę o fundamentach ekonomicznych spółki w dłuższym okresie bardziej korzystna jest strategia inwestowania indeksowego.

W tym kontekście W. Buffett wskazał nową, alternatywną strategię aktywnego zarządzania portfelem, która daje znacznie większe prawdopodobieństwo uzyskania wyniku korzystniejszego w relacji do inwestowania indeksowego. Tą alternatywą

jest właśnie strategia inwestowania skoncentrowanego, oparta na zasadach Buffeta dotyczących czterech obszarów związanych z inwestowaniem w akcje (tab. 1). Zasady te – przybierające postać pytań – są pomocne w sprawdzaniu działalności konkretnych spółek i ułatwiają ich wybór do portfela. Są one ważne w aspekcie weryfikacji efektywności inwestycji, ponieważ miarą jej powinna być wartość i fundamenty ekonomiczne spółek tworzących portfel, a nie ceny ich akcji.

**Tabela 1.** Zasady W. Buffeta dotyczące strategii portfela skoncentrowanego

Zasady w obszarze
<p><b>Przedsiębiorstwa:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• czy prowadzi prostą i zrozumiałą działalność?</li> <li>• czy ma pomyślne perspektywy rozwoju?</li> <li>• czy prowadziło taki sam rodzaj działalności w przeszłości?</li> </ul> <p><b>Kierownictwa przedsiębiorstwa:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• czy działa racjonalnie?</li> <li>• czy jest otwarte wobec akcjonariuszy?</li> <li>• czy przeciwstawia się imperatywowi instytucjonalnemu?</li> </ul> <p><b>Finansów przedsiębiorstwa:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• koncentrować uwagę na stopie zysku z kapitału własnego, a nie na dochodach na jedną akcję;</li> <li>• szukać przedsiębiorstw o wysokich marżach zysku;</li> <li>• obliczać dochody dla właścicieli;</li> <li>• upewnić się, czy na każdą złotówkę (USD, euro) zysku niepodzielonego przedsiębiorstwo stworzyło wartość rynkową w wysokości co najmniej jednego złotego (USD, euro)?</li> </ul> <p><b>Rynku:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• jaka jest wartość przedsiębiorstwa?</li> <li>• czy można kupić przedsiębiorstwo za cenę istotnie niższą od jego wartości?</li> </ul>

Źródło: opracowano na podstawie: [Hagstrom 2001].

W strategii portfela skoncentrowanego chodzi o to, aby myśleć o akcjach jak o przedsiębiorstwach i analizować ich fundamenty ekonomiczne, a nie notowania giełdowe. Zatem w analogii do sformułowanej przez W. Buffeta definicji tej strategii powstają pytania: jak rozpoznać ponadprzeciętne akcje spółek i co to znaczy niewielka ich liczba w portfelu oraz jak długo je trzymać w portfelu, a także co oznacza większość środków przeznaczonych na ich zakup?

Za akcje przynoszące zyski uznaje się akcje dobrze zarządzanych spółek osiągających dobre wyniki, o długiej historii i ze stabilnym kierownictwem. Oczekuje się, że ceny tych akcji będą z czasem odzwierciedlać rzeczywistą wartość spółki. W wyszukiwaniu wyróżniających się spółek o dużym prawdopodobieństwie ponadprzeciętnej efektywności pomagają zestaw zasad Buffeta i pewna intuicja. Według niego mniej – to więcej, czyli inwestorzy rozumiejący ekonomikę przedsiębiorstwa powinni wybrać tylko kilka spółek, najlepiej od 5 do 10 (mniej zorientowani do 15), i na każdą z nich przeznaczyć ok. 10% posiadanych środków inwestycyjnych.

W inwestowaniu skoncentrowanym nie zwraca się uwagi na efektywność w krótkim okresie i uważa się, że dbanie o krótkookresową efektywność pogarsza wyniki w długim okresie. Jest to zgodne z poglądami większości inwestorów i analityków badających wyniki funduszy, twierdzących, że nie ma zależności między efektywnością funduszu w przeszłości a efektywnością w przyszłości. Według W. Buffetta portfel skoncentrowany to przeciwieństwo portfela bardziej zdywersyfikowanego o dużej rotacji. Jednocześnie radzi „bądź cierpliwy” i zwraca uwagę, że w okresie od 5 do 10 lat celem nie jest dążenie do zaprzestania rotacji w portfelu skoncentrowanym, ponieważ należy korzystać z ewentualnej okazji zakupu akcji lepszych (efektywniejszych) spółek.

W zarządzaniu portfelem skoncentrowanym chodzi o osiąganie ponadprzeciętnych wyników (stóp zwrotu), a więc uzasadniona jest rada Buffetta „nie wpadaj w panikę z powodu zmian cen”. Inwestorzy skoncentrowani bowiem tolerują spadki kursów akcji, ponieważ są przekonani, iż w dłuższym horyzoncie czasu wyniki ekonomiczne spółek z istotną nadwyżką zrekompensują wszystkie krótkookresowe wahania cen. Jednocześnie uważają, że nadwyżki te będą wyższe niż w przypadku stosunkowo większej dywersyfikacji portfela indeksowego lub portfela aktywnego.

#### 4. Inwestowanie na giełdzie w wartość i we wzrost

Generalnie ustalenie strategii inwestowania zależy od trzech podstawowych kryteriów: wielkości kapitalizacji spółki, wskaźnika cena akcji/zysk na jedną akcję ( $P/E$ ) i wskaźnika cena akcji/wartość księgową akcji ( $P/B$ ). Kapitalizacja spółki jest utożsamiana z jej wartością rynkową oraz obliczana jako iloczyn liczby akcji danej spółki i obecnej ceny rynkowej akcji (akcje spółek o dużej, średniej lub małej kapitalizacji). W wyniku zmian na rynku ustalone przedziały kapitalizacji zmieniają się. Wskaźnik  $P/E$  (tzw. mnożnik) informuje, ile razy cena akcji przewyższa przypadający na nią zysk, a inaczej – ile inwestorzy płacą w danym momencie za 1 zł (1 euro, 1 USD) zysków spółki z jednego roku.  $P/E$  można również interpretować jako liczbę lat, tzn. ile lat trzeba czekać na zarobek z akcji. Z kolei wskaźnik  $P/B$  informuje, ile razy cena akcji przewyższa jej wartość księgową. Wartość księgową na jedną akcję jest ilorazem różnicy aktywów i pasywów spółki przez liczbę jej akcji. Zasadniczą różnicę w wysokości ceny rynkowej i wartości księgowej stanowią oczekiwania co do wzrostu cen akcji spółki w przyszłości. Od trafności tych oczekiwań bowiem będą zależały zwroty z akcji w przyszłości.

Stosując wskaźniki  $P/E$  i  $P/B$ , dokonuje się podziału akcji na przeszacowane i niedoszacowane [Lowe 1999].

1. Akcje przeszacowane (akcje *growth, expensive*) to akcje sprzedawane według cen rynkowych wyższych od ceny księgowej ustalonej w stosunku do aktualnych przepływów finansowych, dywidend i wartości księgowej. Akcje te są przecenione wskutek nadmiernej reakcji inwestorów na wyniki spółek w przeszłości i charakteryzują się wysokim wskaźnikiem  $P/E$  i wysokimi stopami zwrotu z kapitału. Spółki

te mają np. wysoką dynamikę wzrostu sprzedaży, zysku, udziału w rynku i nie płacą wszystkich dywidend (ze względu na duże możliwości inwestycyjne rozwijające spółkę). Menedżerowie, preferując inwestowanie w akcje spółek typu *growth*, przewidują, iż gwałtowny wzrost ich sprzedaży i zysków spowoduje wzrost cen ich akcji.

2. Akcje niedoszacowane (akcje *value*, *cheap*) to akcje sprzedawane według cen rynkowych niższych od ceny księgowej, ustalonej w relacji do obecnych przepływów finansowych, dywidend i wartości księgowej. Zatem są to akcje spółek o niskich wartościach wskaźnika *P/E*, z wolną dynamiką lub brakiem sprzedaży o niekorzystnych wynikach finansowych i niskim zwrotem z kapitału. Spółki te nie mają optymistycznych perspektyw rozwoju i ich kierownictwo nie ma koncepcji pobudzenia ich rozwoju, stąd wiele z nich posiadając niski wskaźnik *P/E* decyduje się na wypłatę dywidend. Dlatego ryzyko ich niepowodzenia na rynku jest wyższe w porównaniu do spółek rozwijających się. Menedżerowie, uważając inwestowanie w spółki typu *value* za korzystne, przewidują, że spółki te – chociaż nie przyciągają tak samo inwestorów jak spółki *growth* – zapewniają stabilny wzrost, a wysokie dywidendy są rodzajem zabezpieczenia przed negatywnymi cechami tych akcji.

W podziale strategii inwestowania uwzględnia się kapitalizację spółki i obliczone dla niej wskaźniki *P/B* i *P/E*. Główne wymieniane strategie to według pierwszego kryterium inwestowanie w akcje małych, średnich i dużych spółek, natomiast według drugiego kryterium to inwestowanie w akcje charakteryzujące się niskim *P/E* (czyli w tanie i niedowartościowane akcje *value*) i w akcje o wysokim *P/E* (czyli w drogie i przewartościowane akcje *growth* o dużym wzroście zysków na akcję). Zatem inwestowanie we wzrost (*growth investing*) jest przeciwstawne do inwestowania w wartość (*value investing*).

Wyróżnienie strategii inwestowania ze względu na wielkość kapitalizacji i *P/E* umożliwia przeprowadzenie empirycznych badań pomocnych w ustaleniu, które akcje są bardziej efektywne: małych, średnich lub dużych spółek oraz akcje *value* lub *growth*. Rezultatem tych badań mogą być odpowiedzi na pytania, czy aktywne inwestowanie w wyróżnione grupy akcji jest szansą na pokonanie rynku, a zatem czy opłaca się stosować poszczególne strategie inwestowania i czy dane historyczne dotyczące wyników stosowania poszczególnych strategii stanowią cenną wskazówkę dla inwestorów. Przyczyną istniejących różnic w ocenie wyników wybranych strategii inwestowania może być przyjęcie innych horyzontów czasowych inwestycji, a także bardziej złożonych czynników. Jednak pomimo tych różnic można uznać, iż według większości inwestorów kierowanie się w decyzjach inwestycyjnych poziomem kapitalizacji spółek i wskaźnika *P/E* jest efektywne. Alokacja między strategiami inwestowania może mieć takie samo znaczenie jak alokacja między klasami aktywów. Mając na uwadze wynik analizy akcji typu *value* i *growth*, możliwe jest na rynku osiągnięcie przez akcje o najniższym ryzyku najwyższych stóp zwrotu dzięki niedoskonałości rynku i nadmiernym reakcjom inwestorów w kwestii wyceny akcji.

## 5. Fundamentalna analiza wskaźnikowa w ocenie inwestowania w akcje banków

W zastosowaniu analizy fundamentalnej do oceny atrakcyjności inwestowania w sektor bankowy wybrano cztery banki z portfela indeksu giełdowego WIG20, a więc akcje spółek giełdowych charakteryzujące się stosunkowo wysoką kapitalizacją i dużym wolumenem obrotu. Wybrane banki przez cały okres analizy były składnikami portfela WIG20. W ramach analizy porównawczej wskaźniki finansowe obliczone dla wybranych spółek bankowych (informujące o sile lub słabości ich fundamentów) w okresie 2006-2008 skonfrontowano z ich wycenami giełdowymi w 2009 r. W badaniu chodziło o próbę wykazania, czy analiza fundamentalna była właściwą metodą oceny atrakcyjności inwestycyjnej dla inwestora giełdowego (tab. 2 i 3).

W badanym okresie wyraźnie najwyższy poziom wskaźnika zysku na jedną akcję zwykłą wystąpił w BRE Banku SA, a najniższy w PKO BP. Mogło to wynikać z tego, że BRE Bank SA spośród czterech analizowanych spółek miał najmniejszą liczbę akcji zwykłych notowanych na rynku giełdowym, a przykładowo Pekao SA w tymże okresie powiększył liczbę akcji o ponad 50%. Jednocześnie BRE Bank SA charakteryzował się największą dynamiką wzrostu zysku na akcję.

Wskaźnik ceny rynkowej do zysku z akcji jest bezpośrednio związany z wyceną spółki na giełdzie (informuje, o ile więcej inwestorzy są skłonni zapłacić za akcję w porównaniu do poprzedniego okresu). Jego stosunkowo niska wartość sugeruje niedowartościowanie spółki. Na koniec 2008 r. najniższą wartość tego wskaźnika zanotowano dla PKO BP i Pekao SA. W przypadku Pekao SA wystąpił spadek jego poziomu o ponad 14%, co mogło świadczyć o tym, że rynek zauważył istotne przewartościowanie akcji tego banku. Natomiast wzrost wartości tego wskaźnika dla BRE Banku SA w tymże okresie o prawie 7% ujawnił optymizm inwestorów odnośnie do solidności fundamentów tego banku.

Wartość rynkowa do wartości księgowej na akcję informuje o aktualnej wycenie księgowej wartości majątku przez rynek, a w rezultacie informuje o przewartościowaniu lub niedowartościowaniu akcji. W analizowanym okresie trzech lat w BRE Banku SA najbardziej wzrosła wycena giełdowa w relacji do posiadanego majątku (podobnie jak wskaźnik ceny do zysku), co dawało sygnał o przewartościowaniu akcji tego banku. Z kolei największe obniżenie wartości rynkowej do wartości księgowej wystąpiło w BZ WBK (z jednoczesnym najniższym poziomem tego wskaźnika na koniec 2008 r.). Stąd ten bank mógł być najbardziej atrakcyjną spółką do inwestowania.

Wskaźnik rentowności sprzedaży – informujący o udziale zysku (straty) netto spółki w osiągniętych uprzednio przychodach – daje sygnał w przypadku jego wzrostu o nasileniu konkurencyjności spółki wskutek generowania większego zysku przy mniejszych przychodach. W badanym okresie tylko Pekao SA uzyskał wzrost tego wskaźnika o 9,6%, natomiast w przypadku BZ WBK wskaźnik ten spadł aż o ponad 34%. Jednocześnie Pekao SA na koniec 2008 r. osiągnął najwyższy poziom rentowności sprzedaży, który był o 60% wyższy niż dla PKO BP.

**Tabela 2.** Fundamentalne wskaźniki finansowe dla banków w latach 2006-2008

Banki	Lata			Wskaźnik dynamiki (2006 = 100%)
	2006	2007	2008	
Zysk na akcję				
Pekao SA	10,7	12,7	13,5	126,1
PKO BP	2,2	2,9	3,1	140,9
BRE Bank SA	13,1	21,1	24,5	187,0
BZ WBK	10,4	13,1	11,7	112,5
Cena rynkowa do zysku na akcję				
Pekao SA	16,1	19,2	13,8	85,7
PKO BP	13,6	15,3	13,1	96,3
BRE Bank SA	14,7	22,1	15,7	106,8
BZ WBK	15,2	19,5	15,3	100,6
Wartość rynkowa do wartości księgowej na akcję				
Pekao SA	3,2	2,8	3,1	96,9
PKO BP	2,7	3,7	2,9	107,4
BRE Bank SA	2,2	4,2	2,9	131,8
BZ WBK	2,9	4,3	2,6	89,6
Rentowność sprzedaży (zysk netto do sprzedaży)				
Pekao SA	38,7	40,2	42,4	109,6
PKO BP	28,1	44,1	25,6	91,1
BRE Bank SA	16,9	19,9	16,2	95,8
BZ WBK	26,8	24,6	17,6	65,7
Rentowność aktywów (zysk netto do aktywów)				
Pekao SA	2,6	1,6	2,7	103,8
PKO BP	2,1	2,7	2,3	109,5
BRE Bank SA	0,9	1,1	0,9	100,0
BZ WBK	2,3	2,3	1,5	65,2
Stopa zwrotu z kapitału własnego (zysk netto do kapitału własnego)				
Pekao SA	19,5	13,7	22,1	113,3
PKO BP	21,3	24,4	22,4	105,2
BRE Bank SA	15,2	18,8	18,7	123,0
BZ WBK	19,2	22,0	17,3	90,1
Zadłużenie kapitału własnego (zobowiązania do kapitału własnego)				
Pekao SA	7,6	8,5	8,3	109,2
PKO BP	9,1	8,1	8,6	94,5
BRE Bank SA	15,1	15,3	19,4	128,5
BZ WBK	7,1	8,0	10,6	149,3

Źródło: opracowano na podstawie raportów finansowych grupy: Pekao SA, PKO BP, BRE Bank SA i BZ WBK w latach 2006-2008.

**Tabela 3.** Kursy giełdowe akcji banków w latach 2006-2009

Daty	Pekao SA	PKO BP	BRE Bank SA	BZ WBK
2.01.2006	158,8	24,5	170,5	133,2
2.01.2007	216,9	41,3	343,0	220,7
2.01.2008	209,6	44,6	500,0	245,2
31.12.2008	126,5	31,7	196,5	110,8
Wskaźnik dynamiki 2.01.2006 = 100%	79,6	129,4	115,2	83,2
5.01.2009	132,5	32,7	183,2	114,2
1.04.2009	81,5	19,2	90,4	67,3
1.07.2009	113,1	23,4	152,3	88,9
31.12.2009	158,9	38,0	229,5	186,5
Wskaźnik dynamiki 5.01.2009 = 100%	119,9	116,2	125,3	163,3

Źródło: [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl).

Wskaźnik rentowności aktywów objaśnia, jaki jest zysk netto z każdej złotówki skierowanej na finansowanie aktywów, a zatem wraz ze wzrostem tej rentowności poprawia się efektywność gospodarowania majątkiem spółki. Ten wskaźnik na koniec 2008 r. najkorzystniejszy był dla banku Pekao SA oraz PKO BP i tylko one charakteryzowały się jego wzrostem. Natomiast relatywnie duży spadek rentowności aktywów dotyczył BZ WBK (podobnie jak rentowności sprzedaży). Równocześnie najniższa wartość wskaźnika rentowności aktywów na koniec analizowanego okresu wystąpiła w BRE Banku SA.

Wskaźnik stopy zwrotu z kapitału własnego ilustruje poziom zysku netto z zaangażowanego kapitału własnego. Największą dynamiką wzrostu tego wskaźnika cechował się BRE Bank SA (wzrost o 23%) w ciągu badanych lat. Tylko w BZ WBK nastąpił spadek stopy zwrotu z kapitału własnego. Na koniec 2008 r. najwyższe wartości tego wskaźnika wystąpiły w banku Pekao SA i PKO BP. Jednak pierwszy z nich miał znacznie większą dynamikę wzrostu (ponad 13%), co wskazywało na możliwość wypłacania dywidendy z wypracowanej nadwyżki finansowej.

Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego to relacja zobowiązań do kapitału własnego. Banki – ze względu na swoją specyfikę funkcjonowania posiadając nieduży kapitał własny w stosunku do sektora niefinansowego – księgują duże zobowiązania. W analizowanym okresie wystąpił duży wzrost zadłużenia kapitału własnego w BZ WBK (o prawie 50%) i w BRE Banku SA (o ponad 28%), a więc w tym pierwszym do poziomu istotnie wyższego niż w BRE Banku SA. Natomiast tylko w banku PKO BP wskaźnik ten obniżył się (o 5,5%). Znaczący wzrost zadłużenia kapitału własnego w BZ WBK mógł wynikać z jego agresywnej polityki zarządzania, co miało przełożyć się na korzystniejsze jego wyniki finansowe w przyszłości. Z kolei



na koniec 2008 r. najniższy wskaźnik zadłużenia kapitału własnego był w dwóch największych bankach Pekao SA i PKO BP, co sugeruje dalsze szanse wzrostu na rynku wobec konkurencji.

Analiza wskaźnika spółek giełdowych powinna stanowić ważną podstawę identyfikacji najbardziej atrakcyjnych akcji. Jednakże należy wziąć pod uwagę wyraźne różnice między bankami Pekao SA i PKO BP, a BRE Bank SA i BZ WBK. Pierwsze dwa charakteryzują się dużo większą kapitalizacją i osiąganymi zyskami, co w praktyce ma przełożenie na psychologiczne aspekty inwestowania w ich akcje (potencjalne straty i ich odrabianie). Dane fundamentalne wskazują, że potencjalne stopy zwrotu mogą być znacznie wyższe dla mniejszych podmiotów w porównaniu ze spółkami o dużo większej kapitalizacji.

Na podstawie obliczonych wskaźników finansowych należy uznać, że dla inwestorów najlepszym bankiem był Pekao SA, a potem PKO BP. Natomiast wskaźniki te dla BZ WBK i BRE Bank SA były znacznie mniej korzystne, co było związane z ich odmienną pozycją na rynku bankowym.

W latach 2006-2008 akcje dwóch analizowanych banków osiągnęły ujemną stopę zwrotu. W tym okresie przecena akcji Pekao SA o ponad 20% może być traktowana jako korekta urealnijająca kurs giełdowy wskutek wcześniejszego przewartościowania akcji tego banku. Oczywiście takie obniżki stóp zwrotu mogą stanowić dla inwestorów przesłankę do kupna akcji, ale pod warunkiem że takie obniżki nie wynikały z niekorzystnych wskaźników fundamentalnych lub niekorzystnych i nieuzasadnionych informacji o działalności spółki. Taka sytuacja dotyczyła właśnie obniżki wyceny akcji Pekao SA, ponieważ nie miała ona uzasadnienia w fundamentach finansowych tego banku. To właśnie mogło być istotną przesłanką, że akcje tego banku były bardziej atrakcyjne dla inwestorów w porównaniu z akcjami banku PKO BP, pomimo że wzrosły one znacząco (prawie o 30%) nawet w warunkach turbulencji na rynku giełdowym.

W przypadku BRE Banku SA i BZ WBK trudno było – na podstawie wskaźników fundamentalnych – rozstrzygnąć, które akcje miały większą atrakcyjność inwestycyjną, i należało odnieść się do zmian ich kursów. W latach 2006-2008 akcje BZ WBK zmniejszyły swoją wartość o ok. 17%, a akcje BRE Banku SA zwiększyły o ponad 15%. Zatem można było domniemać, że BZ WBK był bardziej atrakcyjny dla inwestorów ze względu na możliwość podniesienia wyceny jego akcji w przyszłości.

Ogólnie na podstawie obliczonych wskaźników analizy fundamentalnej można było wskazać, że Pekao SA miał najbardziej solidne fundamenty finansowe, a wskutek strat jego wartości rynkowej w badanym okresie miał szansę na przyszłą większą stopę zwrotu akcji w porównaniu do PKO BP umacniającego swoją pozycję na rynku. Ponadto spośród czterech analizowanych podmiotów mógł być również wybrany BZ WBK będący bankiem o dużo mniejszej kapitalizacji i mniejszej skali działalności oraz trudniejszym do porównania z dużym bankiem PKO SA.

Wyniki zmian kursów akcji w 2009 r. potwierdzają sugestię wskaźnikowej analizy fundamentalnej. Faktycznie akcje Pekao SA uzyskały większą stopę zwrotu od akcji PKO BP, czyli banku mającego gorsze poziomy wskaźników finansowych. Jednakże różnice te nie były duże i w pełni nie dawały podstaw do kierowania się wyłącznie wynikami analizy fundamentalnej w wyborze bardziej atrakcyjnej inwestycyjnie spółki.

Natomiast różnica stóp zwrotu akcji dla BRE Bank SA i BZ WBK była znacznie bardziej istotna (dla pierwszego z nich stopa zwrotu wynosiła ok. 25%, a dla drugiego aż 63%). Należy podkreślić, iż inwestorzy mogli uznać akcje BZ WBK za bardziej atrakcyjne wskutek wcześniejszej dużej utraty ich wartości rynkowej. Ponadto stopa zwrotu z akcji BZ WBK była znacznie większa niż dla akcji Pekao SA, a więc można stwierdzić, że te dwa banki trudno było ze sobą porównać.

W pełnej ocenie przydatności analizy fundamentalnej do ustalenia atrakcyjności inwestycyjnej banków (ustalenia potencjału wzrostowego) należy również uwzględnić uwarunkowania makro- i mezogospodarcze, a także istotne zróżnicowanie badanych banków (głównie pod względem ich kapitalizacji, pozycji na rynku i możliwości rozwoju). Oczywiście istotne znaczenie mogą mieć również uwarunkowania psychologiczne na giełdzie papierów wartościowych. Należy podkreślić, iż w latach 2006-2008, uogólniając, polska gospodarka była w dobrej kondycji ekonomicznej, a sektor bankowy generował duże zyski. Dopiero w roku 2008 r. wystąpiły pierwsze symptomy turbulencji w sektorze finansowym, które odzwierciedliły się w dużych spadkach wycen spółek giełdowych.

## Literatura

Hagstrom R.G., *Portfel Warrena Buffetta*, WNT, Warszawa 2001.

Lowe J., *Inwestowanie w wartość. Klasyczna strategia inwestycyjna Benjamina Grahama dla każdego*, K.E. Liber, Warszawa 1999.

Ostrowska E., *Rynek kapitałowy. Funkcjonowanie i metody oceny*, PWE, Warszawa 2007.  
www.gpw.pl.

## FUNDAMENTAL APPROACH TO INVESTMENT ON THE EXAMPLE OF BANKING SHARES

**Summary:** In the context of fundamental analysis, we present the concept of focus investment strategy of W. Buffett and the strategy of investment in value and growth. Apart from them the article presents the use of index fundamental analysis to the evaluation of the investment in bank shares.