

# Co ma indeks do pogrzebu

ANDRZEJ FILIPEK

**Ciekawe wnioski można wyciągnąć z korelacji zachowania indeksów giełdowych z przychodami i zyskami domów pogrzebowych**

Z każdej strony rynku dobiegają informacje, że gospodarka amerykańska jest w głębokim kryzysie. Niektórzy analitycy z chęcią zaistnienia w środkach masowego przekazu zaczynają snuć pesymistyczne wizje co do dalszego rozwoju sytuacji. Jeśli jest tak źle, to zapewne będą ofiary. W niektórych przypadkach śmiertelne, które powstaną w sytuacji gdy co bardziej nerwowi inwestorzy postanowią odebrać sobie życie. Każdego roku na największych targach domów pogrzebowych odbywających się w Nowym Orleanie można spotkać firmy takie jak Matthews Int. Corp. (Nasdaq: MATW) czy Service Corp. Int. (NYSE: SCI). Na dodatek można też przyjrzyć się innym firmom z sektora (specjalistyczne usługi dla ludności), w którym działają wspomniane spółki. A jak ktoś jest dociekliwy, to może dojść do bardzo ciekawych spostrzeżeń. Jednym z nich może być wniosek jaki można wyciągnąć z korelacji zachowania indeksów giełdowych z przychodami i zyskami domów pogrzebowych. Wystarczy dokonać porównania wyników jakie osiągają najbardziej charakterystyczne firmy z tego sektora ze stopą zwrotów z głównych indeksów giełdowych. Jest to możliwe, ponieważ na rynku kapitałowym pewne zjawiska są powtarzalne i to co działo się w przeszłości ma swoje odzwierciedlenie w przyszłości. Aby skala porównawcza miała sens do zestawienia można dołączyć trzy inne firmy do wcześniej wymienionych. Niech będą to Carriage Services Inc. (NYSE: CSV), Stewart Enterprises Inc. (Nasdaq: STEI) oraz Stonemor Partners LP (Nasdaq: STON). To co odróżnia wspomnianą trójkę od pozostałych dwóch wymienionych to ich kilkakrotnie mniejsza wartość rynkowa. Szczególnie po przecenie jaka trwa od kilkunastu miesięcy na rynku amerykańskim. Dzięki takiemu układowi będzie można się lepiej zorientować, jak pewne tendencje przebiegały w firmach dużych oraz tych mniejszych.

## Wskaźniki rentowności

Już przy samej analizie najważniejszych wskaźników dla działalności gospodarczej, czyli wskaźników rentowności, wyraźne są pewne tendencje. Jak wiadomo ROE (rentowność kapitału własnego) informuje o relacji między zyskiem netto a kapitałami własnymi. Z ko-

lei wskaźnik ROA (rentowność aktywów) obrazuje stosunek zysku netto do aktywów firmy. Z interpretacji wiadomo, że odpowiada na pytanie po jakim czasie doszło do zwrotu aktywów inwestowanych w danym okresie. Ostatni ze wskaźników pokazuje rentowność kapitału zainwestowanego oznaczonego jako ROI. Samo porównanie ze średnimi sektorowymi wskazuje, że najlepiej radziła sobie firma Matthews Int. Corp. (Nasdaq: MATW), czyli druga w niniejszym zestawieniu pod względem wartości rynkowej. Tylko jedna z wybranych 5 firm odnotowała wskaźniki gorsze od średnich sektorowych. Taki układ może sugerować, że działalność Stonemor Partners LP (Nasdaq: STON) polega na podwykonawstwie usług dla innych firm. Jednak jeszcze bardziej zaskakująco wyglądają porównania osiągniętych wyników finansowych w okresie ostatnich 3 lat. Nie należy zapominać, że w tym okresie sytuacja gospodarcza w USA zmieniała się bardzo dynamicznie. Od rosnącego z roku na rok deficytu budżetowego, poprzez rosnące stopy procentowe (w latach 2004-2006 Fed podnosiła stopy procentowe aż 17-krotnie), aż do załamania gospodarczego, które według niektórych dało sygnał recesji. Jaki to miało wpływ, najlepiej można zaobserwować na podstawie zmian procentowych osiągniętych wyników w relacji rok do roku.

## Przychody i zyski

Przychody netto ze sprzedaży (PNZS) w przypadku dwóch największych firm uległy wyraźnej stagnacji. Dopiero 2007 r. pokazał istotną poprawę. Podobnie rzecz miała się z osiąganymi zyskami, w tym zysku netto (ZN) i zyskiem operacyjnym (ZO). W USA nieznanne jest pojęcie inwestowania za własne środki. Po to funkcjonuje instytucja kredytu, aby pożyczać środki na prowadzoną działalność. Jeżeli stopa procentowa jest na przytomnym poziomie, to każdy po drodze osiąga zyski. Banki zarabiają na kredytobiorcach. Ci ostatni również, bo zarabiają na swoich genialnych przedsięwzięciach. Klienci, którzy mają możliwość wyboru najbardziej atrakcyjnej oferty, bo jej konkurencyjność cenową prędzej czy później wymusi rynek. Natomiast jeśli ktoś zaczyna

grzebać przy koszcie pieniądza, w pewnym momencie cała misternie ułożona budowa zaczyna się chwiać, aż w końcu może dojść do katastrofy.

Nie inaczej było we wspomnianym okresie, czyli od 2004 do końca 2006 r., za czym przemawiają ujemne dynamiki poszczególnych pozycji jeśli chodzi o przychody i zyski z prowadzonej działalności. Dokonując prognoz wyników za 2008 r. i odnosząc je do osiągniętych rezultatów w roku poprzednim można zauważyć, że 4 firmy z 5 będą chwaliły się przed akcjonariuszami lepszymi osiągnięciami niż w latach poprzednich. Jedynie Service Corp. Int. (NYSE: SCI) z wymienionego grona ustawiany jest w gronie spółek, którym spadną zarówno przychody, jak również zyski operacyjne. Nie przeszkodzi to jednak firmie w kontynuowaniu polityki dywidendowej.

Może to się wydawać szokujące, ale również te firmy, które działają w omawianym sektorze usług potrafią dzielić się zyskami z akcjonariuszami. Nie dość, że pomimo osiąganych słabszych rezultatów finansowych WZA decydują się na przeznaczanie środków na dywidendę, to dokonują tego czterokrotnie w ciągu roku. Gdyby nie ogromne spadki cen akcji, to wypłacone dywidendy można by uznać za satysfakcjonujące. Jednak jeśli najlepszy wskaźnik dividend yield (suma dywidend wypłaconych do aktualnego kursu akcji) wynosi 18 proc., a spadek kursu w ciągu ostatnich 12 miesięcy prawie 54 proc., to trudno mówić o udanej inwestycji z pozycji dywidendy. Jeszcze gorzej to wygląda jeśli przyjąć, że inwestycja została rozpoczęta rok temu i inwestor zainkasował 4 wypłacone dywidendy a akcji nie sprzedał. W takim ujęciu najlepszy dividend yield wynosi nieznacznie powyżej 8,1 proc. Natomiast co innego jest istotne jeśli chodzi o wypłacanie dywidend. Na wykresach za ostatni rok notowań wyraźnie widać, że moment wypłaty dywidendy powodował, że kurs akcji nie spadał w drastycznym tempie. O spadkach cen decydowały zupełnie inne czynniki, czyli pogorszenie ogólnej koniunktury inwestycyjnej.

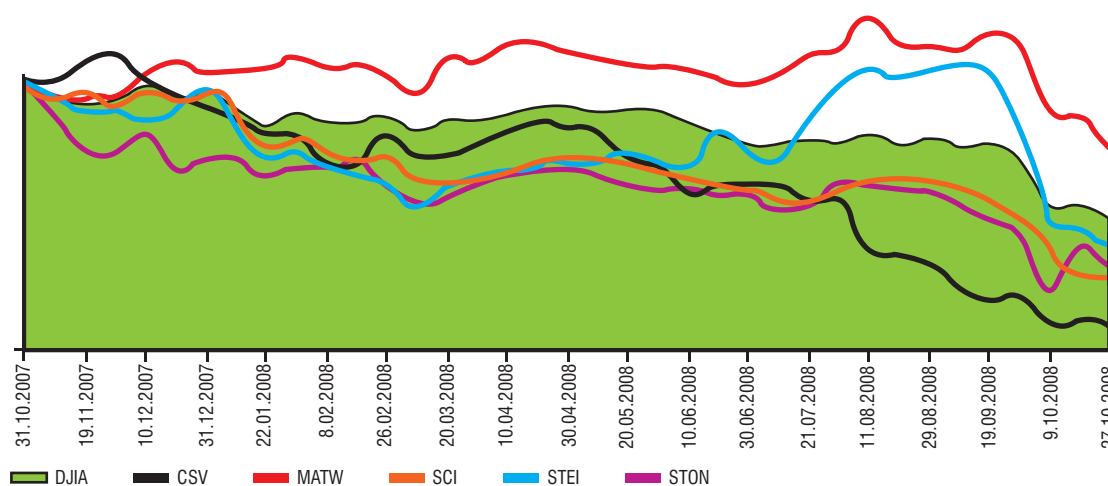
## Jedni gorzej, inni lepiej

Jednak jeśli odnieść osiągnięte zmiany cen w skali ostatniego roku do głównego indeksu giełdowego na giełdzie nowojorskiej czyli DJIA, to z 5 omawianych firm jedna zachowywała się zdecydowanie lepiej. Firma Matthews Int. Corp. (Nasdaq: MATW), bo o niej mowa, bieżący rok powinna zamknąć poprawą rezultatów w odniesieniu do roku poprzedniego. Przy opracowaniu zmiany procentowej przychodów netto ze sprzedaży, zysku operacyjnego oraz zysku można posłużyć się relacją wyników za pierwsze półrocze 2008 r. do wyników za analogiczny okres roku poprzedniego. Według wstępnych szacunków zmiana przychodów netto ze sprzedaży w 2008 r. w odniesieniu do 2007 r. powinna wynieść nieco ponad 6,3 proc. wobec 4,6 proc. w roku poprzednim. Szacowane wzrosty zysku operacyjnego i zysku netto wynoszą odpowiednio 10,75 proc. dla zysku operacyjnego oraz nieco ponad 30 proc. dla zysku netto. Warto zauważyć, że relacja przychodów i zysków w odniesieniu 2007 r. do 2006 r. była najslabsza w ciągu ostatnich 3 lat. Podobnie jak przed rokiem to aktualnie przedstawia się sytuacja drugiej pod względem wartości rynkowej firmy w niniejszym zestawieniu, czyli Service Corp. Int. (NYSE: SCI). Zapewne bieżący rok nie będzie należał do udanych, ale poprawa nastąpi w roku przyszłym.

## Wyraźna zależność

Analizując zmianę procentową przychodów netto ze sprzedaży, zysku operacyjnego, zysku netto czy wskaźników rentowności lub wskaźników rynkowych dla wymienionych firm można dojść do pewnego wniosku. Zauważalna jest pewna zależność, z której wynika, że kiedy firmy pogrzebowe osiągały wzrosty przychodów netto ze sprzedaży, to indeksy giełdowe w danym roku nie zawsze miały satysfakcjonującą stopę zwrotu. Jak wiadomo 2008 r. nie będzie udany ze względu na osiągnięte stopy zwrotu. Nie widać na horyzoncie czynników, aby w ciągu najbliższych dwóch miesięcy stopy zwrotu mogły odrobić ponad 40-proc. spadki. A właśnie tyle odnotowano za ostatnie 12 miesięcy. Wniosek koń-

Wybrane akcje domów pogrzebowych vs DJIA (wykres annualizowany)



Źródło: opracowanie własne

cowy może być jeden. Jeśli w gazetach będzie przybywało nekrologów inwestorów, to będzie to oznaczało zwiększenie przychodów ze sprzedaży firm działających w branży usługowej zajmującej się rynkiem pogrzebowym. Niewiele wskazuje, że zyski i przychody firm pogrzebowych w 2008 r. będą gorsze od tych z lat poprzednich. A to z kolei będzie oznaczało, że inwestorów czekają nadal niezbyt ciekawe czasy pod względem możliwości do osiągnięcia stóp zwrotu z inwestycji. ●

Treść powyższej analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej autora i nie stanowi „rekomendacji” w rozumieniu przepisów rozporządzenia ministra finansów z 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów (DzU z 2005 r. nr 206, poz. 1715).

Zgodnie z powyższym autor nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na podstawie niniejszego komentarza i analizy. AF (www.afilipek.pl)

### Dane finansowe sektora firm pogrzebowych

Nazwa	CSV	MATW	SCI	STEI	STON	Średnia sektora
Kurs (usd)-27.10.08	2,57	36,16	5,98	4,56	11,79	454,8
Wart. rynkowa (mln USD)	50,04	1117,34	1537,82	420,66	139,12	b.d
P/E	9,5	16,0	6,5	12,4	152,6	2,17
P/Bv	0,5	2,8	1,1	1,1	1,3	1,85
Beta	0,73	0,8	1,4	1,64	0,64	0,38
Div yield	-	0,7%	2,7%	2,2%	18,0%	0,14
IV Q 07 - III Q 08	CSV	MATW	SCI	STEI	STON	Średnia sektora
ROE	5,56	18,23	17,56	9,07	1,27	2,14
ROA	0,98	9,34	2,9	1,59	0,2	0,79
ROI	1,41	11,67	4,89	2,62	0,28	1,17
zmiana PNZS	CSV	MATW	SCI	STEI	STON	
2008/2007 (prognoza)	13,93%	6,33%	-8,66%	10,39%	56,42%	
2007/2006	11,63%	4,61%	30,35%	1,75%	26,24%	
2006/2005	1,29%	11,88%	2,10%	5,11%	14,36%	
2005/2004	2,66%	25,74%	-5,97%	-0,81%	12,77%	
zmiana ZO	CSV	MATW	SCI	STEI	STON	
2008/2007 (prognoza)	57,2%	10,75%	-41,06%	120,6%	247,2%	
2007/2006	31,76%	-1,75%	84,92%	-7,1%	5,73%	
2006/2005	-5,57%	16,33%	0,56%	107,3%	-8,01%	
2005/2004	-7,93%	3,16%	-13,59%	-57,3%	151,72%	
zmiana ZN	CSV	MATW	SCI	STEI	STON	
2008/2007 (prognoza)	-76,7%	30,2%	76,66%	124,9%	-65,2%	
2007/2006	684,7%	-1,52%	335,09%	5,3%	-8,36%	
2006/2005	93,5%	13,79%	144,53%	126,6%	-35,39%	
2005/2004	-336,8%	5,45%	-215,32%	-486,5%	222,59%	
Zmiana indeksy giełdowe	X 2008 (12 m)	2007	2006	2005	2004	
DJIA	-41,05%	4,00%	13,64%	1,85%	2,86%	
NASDAQ	-46,54%	5,05%	7,61%	4,55%	0,46%	
S&P 500	-44,88%	4,61%	15,10%	2,08%	9,09%	
Zmiana akcje	X 2008 (12 m)	2007	2006	2005	2004	
CSV	-74,35%	90,00%	-1,96%	2,00%	61,29%	
MATW	-19,86%	15,00%	14,29%	-7,89%	35,71%	
SCI	-56,32%	28,57%	31,25%	6,67%	36,36%	
STEI	-48,36%	44,00%	8,70%	-17,86%	40,00%	
STON	-53,55%	-23,08%	23,81%	5,00%		

Oznaczenia skrótów: Carriage Services Inc. (CSV); Matthews International Corp. (MATW); Service Corporation Int. (SCI) Stewart Enterprises Inc. (STEI); Stonemor Partners (STON).  
Źródło: opracowanie własne