



ŁUKASZ PELOWSKI

PRZEWAGI KONKURENCYJNE I STRATEGIA INWESTYCYJNA PATA DORSEY'A

„Najważniejsze jest znalezienie przedsiębiorstwa otoczonego szeroką i długotrwałą fosą, chroniącego wspaniały zamek, który zarządzany będzie przez uczciwego i mądrego pana”

~WARREN BUFFETT

Spis treści:

1. Inwestowanie w przedsiębiorstwa otoczone fosami
2. Pomyłone gary, czyli co na pewno fosą nie jest
3. Jakie cechy mają spółki posiadające trwałe i niepowtarzalne przewagi konkurencyjne?
4. Nie wstawisz ich do sejfu, co nie oznacza, że nie mają dużej wartości
5. Pamiętasz kiedy ostatnio zmieniłeś bank?
6. W grupie siła!
7. Wykopać głębszą fosę obniżając koszty?
8. Duży może więcej, jeśli tylko wie co robi!
9. Technologiczni najeźdźcy zasypują moją fosę
10. Przemysłowe trzęsienie ziemi
11. Niewłaściwy wzrost może zniszczyć Twoją fosę
12. Nie zapłacę Wam więcej
13. Szukanie igieł w stogu siana
14. Analiza zyskowności przedsiębiorstwa
15. Idź tam gdzie są pieniądze
16. Postaw na konia, nie dżokeja! Ale czy na pewno?
17. Koniec teorii, idziemy na polowanie
18. Cena jest tym co płacisz, wartość tym co dostajesz
19. Wskaźniki pomocne w wycenie spółki
20. Kiedy powinieneś sprzedać swoje akcje?
21. Wskazówki
22. Podsumowanie
23. Bibliografia i polecane źródła wiedzy

Pojęcie przewagi konkurencyjnej szeroko (także za pomocą bardzo obszernych książek) wyjaśniał profesor uczelni Harvarda Michael Porter. W świecie inwestycji natomiast Warren Buffett propagował określenie tzw. fosy (economic moat), która odnosi się do trwałych i niepowtarzalnych przewag chroniących przedsiębiorstwo przed konkurentami. W taki sam sposób jak fosy chroniły zamki przed najeźdźcami.

Istnieje wiele sposobów, by zarabiać na giełdach papierów wartościowych. Możesz ścigać się z rynkiem, profesjonalnymi (mniej lub bardziej) analitykami, próbować przewidywać kwartalne zyski spółek, czy (o zgrozo!) przyszłe ceny akcji. W każdym z tych przypadków oddasz swoje inwestycje niemożliwym do przewidzenia siłom rynku i spotkasz się z ogromną konkurencją.

Możesz też postąpić zupełnie inaczej. Co nie oznacza wcale "łatwiej". Możesz podążać drogą kilku znanych, odnoszących ogromne sukcesy inwestorów w wartość i kupować wspaniałe spółki w rozsądnych cenach. Ciesząc się ich wzrostem w długim (często bardzo długim) okresie czasu.

Strategia jest prosta:

- a) wyszukujesz spółki, które będą w stanie generować ponadprzeciętne zwroty w długim terminie,
- b) cierpliwie czekasz, by kupić je poniżej ich wartości wewnętrznej,
- c) trzymasz tak długo (lata, nie miesiące), aż ich perspektywy wzrostu się pogorszą lub cena akcji znacząco przekroczy wartość wewnętrzną.

1. Inwestowanie w przedsiębiorstwa otoczone fosami

O ile inwestowanie samo w sobie jest bardziej sztuką niż nauką, to poszukiwanie przewag konkurencyjnych możesz ułatwić sobie bardziej naukowym podejściem. W codziennym życiu dla większości ludzi oczywiste jest, że płacą więcej za coś bardziej trwałego. Dla Ciebie jako inwestora również powinno być jasne, że firmy z trwałymi przewagami konkurencyjnymi są więcej warte niż ich konkurenci.

Przedsiębiorstwa "otoczone" fosami będą generowały większe zyski, przez dłuższy okres czasu, w przeciwieństwie do słabiej chronionej konkurencji, której strumienie przepływów pieniężnych będą coraz mniejsze.

Rodzaje fos ekonomicznych, a zwrot z kapitału



Identyfikowanie trwałych przewag konkurencyjnych znacząco ułatwi Tobie zarówno wybór spośród tysięcy spółek dostępnych na giełdach całego świata, jak i określenie ich wewnętrznej wartości. Gdy posiadasz wiedzę i doświadczenie w tym obszarze sam uzyskasz ogromną przewagę nad większością inwestorów. Co więcej, nie będziesz musiał zawęzać poszukiwań do jednej branży, czy sektora. Czy taka droga nie brzmi atrakcyjnie?

Jeśli będziesz w stanie zobaczyć fosy tam gdzie inni ich jeszcze nie widzą, zainwestujesz z dużym marginesem bezpieczeństwa w spółkę, która ma szansę stać się wielką w przyszłości.

2. Pomyłone gary, czyli co na pewno fosą nie jest

“Przewagi konkurencyjne są strukturalnymi cechami przedsiębiorstw i będą je z założenia chronić przez wiele lat, natomiast konkurencji bardzo ciężko będzie je zreplikować.”

Pat Dorsey

Większość inwestorów jest tak skupiona na krótkoterminowych wynikach, że z łatwością myli dobre informacje z cechami długoterminowych przewag konkurencyjnych. Najczęściej uważamy, że taką fosę tworzą wspaniałe produkty, udział w rynku, czy jakość kadry zarządzającej.

Dobre produkty rzadko kiedy stanowią przewagę, mogą natomiast generować bardzo duże zyski w krótkim terminie. To samo dotyczy wielkości jak i dużego udziału w rynku. W kontekście przewag konkurencyjnych niekoniecznie stanowią o sile przedsiębiorstwa.

Lepsza efektywność, czy wyższe parametry finansowe same w sobie także nie zapewnią spółce przewagi rynkowej, dopóki będą oparte na niezabezpieczonych, łatwych do skopiowania procesach.

Jakie cechy mają spółki posiadające trwałe i niepowtarzalne przewagi konkurencyjne?

- a) spółka może posiadać zasoby niematerialne, jak unikalną markę, patent lub pozwolenie, które pozwala jej sprzedawać produkty lub usługi w sposób nieosiągalny dla jej konkurentów np. prowadzenie cementarza posiadane przez Grupę Klepsydra, czy zakłady utylizacji odpadów spółki Mo Bruk,
- b) spółka może przywiązać do siebie klienta w taki sposób, że bardzo ciężko będzie mu dokonać zmiany, a spółka będzie dysponowała ogromną siłą przetargową jak w przypadku spółki Intuitive Surgical i ich systemów robotycznych Da Vinci,
- c) spółka może osiągać potężne zyski dzięki efektom sieciowym, które są głęboką ekonomiczną fosą potrafiącą chronić je przed konkurentami przez wiele lat (Meta i jej ekosystem stworzony wokół Facebooka, Instagrama i Whatsapp),
- d) spółka może osiągać znaczące przewagi kosztowe wynikające ze skali działania, lokalizacji, dostępu do istotnych zasobów, czy organizacji procesów, które umożliwiają jej sprzedaż po cenach znacznie niższych niż konkurenci, np. dostęp do katowickiego "Spodka" zabezpieczony długoterminową umową przez giełdową Grupę PTWP.

Istotne jest również to, że niektóre gałęzie przemysłu, czy branże są strukturalnie bardziej atrakcyjne od innych i poświęcenie im większej uwagi zwiększy nasze szanse na znalezienie spółek z trwałymi przewagami konkurencyjnymi.

3. Nie schowasz ich do sejfów, co nie oznacza, że nie mają dużej wartości

Na pierwszy rzut oka marki, patenty, czy licencje mają ze sobą niewiele wspólnego. Jednak każda z nich, jako przewaga konkurencyjna może zapewnić jej posiadaczowi swoisty monopol. Umożliwiając tym samym wydobywanie dużej wartości od klientów.

Kłopot polega na tym, że fosy zbudowane na zasobach niematerialnych nie są wcale takie łatwe do odkrycia. Nie można też zapominać, że

znane marki mogą stracić swój blask (np. Kodak i Beyond Meat, a z polskiego rynku Bytom, czy Wólczanka z Grupy VRG), patenty wygasnąć (np. Aspiryna firmy Bayer), a licencje zostać odebrane przez te same instytucje, które je wydały.

Świeci i błyszczący, ale czy na pewno zarabia na sobie?

Przyjrzyjmy się najpierw markom (brandom). Najczęstszym błędem jaki popełniamy jest przekonanie, że znana marka automatycznie daje jej posiadaczowi przewagę, np. Kraft i jego sery straciły swoją siłę na rzecz prywatnych marek sieci handlowych. Dzieje się tak tylko w przypadku, gdy marka spowoduje, że klient chce zapłacić więcej (biżuteria od Tiffany's, czy Apart) lub ich do siebie skutecznie przywiąże (Coca-Cola).

Nieważne jak piękne i cudowne nie będą. Stworzenie, a następnie utrzymanie marki kosztuje i jeżeli inwestycja taka nie przynosi zwrotu w postaci siły zakupowej lub powtarzalnych przychodów to nie mamy do czynienia z niepowtarzalną, ale trwałą przewagą konkurencyjną.

Ogromnym zagrożeniem dla spółek jest również utrata blasku przez markę. Wraz z nią automatycznie znika możliwość pobierania wyższych opłat za swoje produkty, czy usługi.

Podsumowując - jeśli klienci płacą więcej niż za produkty konkurencyjne lub dokonują częstszych zakupów wyłączenie ze względu na daną markę - mamy twardy dowód ekonomicznej fosy.

Patentowe wojny prawników

Patenty, nie są tak trwałe jak nam się wydaje. Mają ograniczony czas działania i możemy być pewni, że konkurencja pojawi się jak tylko skończy się ich "czas ochronny".

Nie są też nieodwołalne, gdyż im większe zyski przynoszą, tym więcej korporacyjnych prawników będzie próbowało je podważyć. Właśnie dlatego należy wykazać się ostrożnością w ocenie spółek, które dysponują pojedynczymi opatentowanymi produktami.

Tak naprawdę jedyny przypadek, gdy trwała przewaga konkurencyjna oparta jest na patentach występuje w spółkach, które robią to systemowo, seryjnie i są w stanie przedstawić bogatą historię innowacji, utwierdzając nas w przekonaniu, że będą to w stanie robić także w przyszłości. Doskonale potrafi to robić firma 3M, a w Polsce próbuje Scope Fluidics.

Firmy takie wymyślają patenty od lat, a ich historyczne sukcesy dają nam pewność, że wygasające patenty szybko zostaną zastąpione kolejnymi.

Urzędnik przychodzi z odsieczą!

Trzecim i ostatnim rodzajem zasobów niematerialnych są licencje lub pozwolenia. Najsilniejszą przewagę dają tam, gdzie działalność wymaga zezwolenia od regulatora, a spółka może dowolnie kształtować ceny sprzedawanych usług, czy produktów. Dobrym tego przykładem są akredytacje przyznane Akademii Leona Koźmińskiego lub pozwolenia na prowadzenie zakładów bukmacherskich Grupy STS.

Czasem przewaga zamiast wynikać z jednej "dużej" licencji, ma swoje źródło w kolekcji mniejszych, ale trudnych do uzyskania pozwoleń, np. jak w przypadku spółki Mo Bruk lub Grupy Recykl.

Pomyślcie o wywozie odpadów lub produkcji kruszyw. Zdobyć pozwolenia na prowadzenie nowego wysypiska śmieci, czy kamieniołomu graniczy dziś z cudem. Mimo, że tego rodzaju działalność nie brzmi zbyt atrakcyjnie to spółki, które je zdobyły posiadają trwałe, wartościowe przewagi.

Kluczem w ocenie trwałości fosy, którą dają zasoby niematerialne jest ustalenie jaką wartość tworzą one dla ich właściciela oraz jak długo będą trwałe. Jeśli zatem znalazłeś firmę, posiadającą markę, która daje cenową siłę lub zróżnicowany zestaw patentów z bogatą historią ich komercjalizacji, czy też pozwolenie, które blokuje konkurencję to najprawdopodobniej odkryłeś posiadacza trwałej, niepowtarzalnej przewagi konkurencyjnej.

5. Pamiętasz kiedy ostatnio zmieniłeś bank?

Badania wskazują, że klienci trzymają konto w jednym banku średnio przez sześć, siedem lat. Zastanawiałeś się dlaczego? Pewnie na myśl przychodzi Ci cała "papierologia", informowanie partnerów, instytucji, czy konfigurowanie aplikacji mobilnej? Nie przekona Cię nawet wyższe oprocentowanie lokaty, czy niższe koszty obsługi konta oferowane przez konkurencyjny bank. Natomiast stację benzynową, która oferuje paliwo trzy grosze taniej albo darmowego (serio?) hot-doga, wybierzesz bez zawahania?

Koszty zmiany są bardzo wartościową przewagą konkurencyjną, np. system Windows, czy pakiet Office od Microsoft oraz systemy obsługujące płatności od Asseco, czy klasy ERP krakowskiego Comarchu. Spółka zarabia więcej na swoich obecnych klientach, którzy mimo tego, że mogą nie przechodzą do atrakcyjniejszej konkurencji.

Większość ludzi postrzega benefity wynikające ze zmiany jako coś niepewnego. Muszą przekonać się sami, że "nieznane nowe" będzie znacząco lepsze od "znanego starego", co dodatkowo oznacza przyznanie się do błędnego wyboru za pierwszym razem.

Przewagi konkurencyjne przywiązujące klientów do siebie występują w wielu branżach, nie tylko oprogramowaniu, np. produkujący części do swoich silników samolotów Rolls Royce, czy dostawcy propanu wynajmujący zbiorniki do przechowywania tego gazu.

Zastanawiasz się jakiego rodzaju podmioty cierpią na brak takich przewag? Większość spółek, których grupą docelową są klienci detaliczni, np. operatorzy restauracji, firmy oferujące produkty szybkozbywalne, czy odzież, a także producenci cateringów dietetycznych. Słabością ich wszystkich są bardzo niskie koszty zmiany na konkurencyjną firmę, można to zrobić w kilka chwil.

By zrozumieć istotę fosy wynikającej z kosztów zmiany musimy postawić się w roli klienta i wyczuć balans pomiędzy realnymi kosztami, a zyskami. To może być trudne jeśli faktycznie takimi klientami nie jesteśmy. Przewagi tego typu są natomiast bardzo silne i długotrwałe, dlatego warto poświęcić czas na ich rozpoznanie.

6. W grupie siła!

Im większa jest Twoja sieć kontaktów, tym więcej członkowie takiej społeczności mogą wziąć dla siebie. Podobnie jest w biznesie, który korzysta z efektów sieciowych. Wartość ich produktów, czy usług rośnie wraz z liczbą użytkowników. Firmy, które potrafią zbudować swoje przewagi na efektach sieciowych tworzą najczęściej naturalne monopole lub oligopole w swoich branżach, np. Visa, czy Mastercard. Gdy wartość oferowanego przez nie produktu rośnie wraz z liczbą jego użytkowników, to te najbardziej wartościowe będą przyciągały coraz więcej użytkowników, np. Facebook, czy Youtube. Tym samym wzmacniając je jeszcze bardziej, a przy okazji niszcząc mniejsze podmioty.

Często "bycie pierwszym" pozwala na osiągnięcie dominującej przewagi, np. eBay, czy wywodzące się z Poznania Allegro. Konkurencyjny podmiot będzie musiał najpierw zreplikować sieć lub stworzyć co najmniej podobną, by użytkownicy zobaczyli w niej jakąkolwiek wartość i w konsekwencji opuścili aktualną.

Zyski z posiadania większej sieci nie są liniowe, co oznacza, że jej wartość ekonomiczna rośnie szybciej niż jej wielkość. Przy czym tempo wzrostu wartości zmniejsza się gdy liczba połączeń staje się ekstremalnie duża.

Efekty sieciowe najczęściej występują w firmach opartych na transferze informacji lub wiedzy (tam gdzie użytkownicy komunikują się ze sobą), rzadziej w biznesach opartych o aktywa materialne.

7. Wykopać głębszą fosę obniżając koszty?

Odwrotnością ceny są koszty. Spółki, które utrzymują je na niższym poziomie niż konkurenci są w stanie na tej podstawie stworzyć przewagę konkurencyjną. W tym wypadku kluczowa z perspektywy inwestora jest umiejętność oceny jej trwałości - czy konkurenci będą w stanie taką przewagę zreplikować?

W dobie powszechnej globalizacji umiejętność prowadzenia działalności przy najniższych kosztach operacyjnych jest warunkiem koniecznym przetrwania. Przede wszystkim w branżach, gdzie cena stanowi znaczący element kryterium decyzyjnego klienta, np. walki AMD z Intelem, Airbusa z Boeingiem, czy też ulubiona spółka Warrena Buffetta - GEICO. Tam też możesz rozpocząć poszukiwania spółek otoczonych fosami.

Producenci procesorów, samolotów, samochodów - wszędzie tam gdzie substytuty są na wyciągnięcie ręki liczy się głównie stosunek jakości do ceny.

Przewagę kosztową można osiągnąć na kilka sposobów - dzięki bardziej efektywnym procesom, lepszej lokalizacji, unikalnym zasobom, czy też większej skali. Przyjrzyjmy się bliżej każdemu z nich:

- a) fosom opartym na procesach musimy się bacznie przyglądać - potrafią zniknąć, gdy tylko konkurencja (za wyjątkiem tej leniwej) je skopiuje lub wymyśli własny sposób na niższe koszty. Warto jednak pamiętać, że może minąć sporo czasu, podczas którego pomysłodawca zarobi całkiem spore pieniądze i zbuduje solidną pozycję rynkową, np. linie lotnicze Southwest Airlines, czy komputery Dell;
- b) lokalizacja, lokalizacja, lokalizacja - to określenie zna każdy, kto inwestuje w nieruchomości. W biznesie bywa podobnie. Szczególnie gdy mamy do czynienia z surowcami, które są ciężkie i tanie, a ich "konsumpcja" odbywa się w pobliżu miejsca wytworzenia lub wydobycia. Przedsiębiorstwa posiadające wysypiska śmieci, cementownie, czy kamieniołomy zlokalizowane bliżej klientów, praktycznie zawsze mają niższe koszty niż ich bardziej odległa konkurencja;
- c) podobnie jeśli firma ma tyle szczęścia, by posiadać własne zasoby z niższymi kosztami ich wydobycia. Może na tej podstawie zbudować fosę, zwłaszcza gdy zabezpieczy lokalizację zanim wartość jej zasobów będzie powszechnie znana;

d) efektowi skali poświęciłem kolejny rozdział.

Przewagi kosztowe mogą być potężnymi źródłami przewag konkurencyjnych. Musisz jednak pamiętać, że niektóre z nich będą trwalsze od innych. Gdy tylko przeszkoda dla konkurencji zniknie fosa stanie się węższa lub zniknie całkowicie.

8. Duży może więcej, jeśli tylko wie co robi!

Gdy myślisz o przewadze wynikającej ze skali pamiętaj, że bezwzględna wielkość przedsiębiorstwa ma dużo mniejsze znaczenie od tej w stosunku do jego rywali.

Przy analizie takich przewag bardzo ważne jest też rozróżnienie kosztów stałych i zmiennych. Im wyższy jest stosunek kosztów stałych do zmiennych, tym większe będą korzyści wynikające ze skali działania. Z tego samego powodu branża najprawdopodobniej będzie też bardziej skonsolidowana.

Przewagi wynikające z wielkości możemy podzielić na trzy kategorie - dystrybucja, produkcja oraz nisze rynkowe:

a) duże sieci dystrybucji mogą być źródłem ogromnej przewagi. Znakomitym przykładem są firmy kurierskie takie jak DPD, DHL, czy InPost. Gdy tylko przychód pokryje koszty stałe to dostawa kolejnych przesyłek na danej trasie jest bardzo zyskowna, a jej koszt staje się marginalny.

Wiele innych podmiotów może poszerzać swoje fosy w ten sposób. Każdy kolejny postój na trasie zwiększa jej zyskowność, umożliwiając tym samym oferowanie usług po niższych cenach niż konkurenci.

Spróbuj konkurować z firmą z ustabilizowaną, dużą siecią dystrybucji, np. sieć sklepów Żabka, czy specjalizująca się w owocach morza Darden Restaurants. Jest to niezwykle trudne, a nawet niemożliwe. A dla tych podmiotów stanowi źródło bardzo szerokiej fosy ekonomicznej.

b) podobnie jest w fabrykach, które zbliżają się do wykorzystania 100% swojej zdolności produkcyjnej. Im większa, bardziej zautomatyzowana i zyskowna firma, tym łatwiej jest rozdzielić koszty stałe na cały wolumen produkcji, np. firma BASF, czy polski Maspex.

Gdy pomyślisz o podziale kosztów stałych na większą skalę sprzedaży zobaczysz też, że przewagę mogą zbudować na tej

podstawie także przedstawiciele innych branż, np. gamingowej CD Projekt, czy streamingowej Netflix oraz Kino Polska.

By osiągnąć pozycję niemal monopolisty wcale nie trzeba być wielką spółką. Wystarczy, że rynek jest na tyle mały, że znajdzie się na nim miejsce tylko dla jednego gracza, a wejście konkurencji nie ma żadnego ekonomicznego sensu - co może mieć miejsce w przypadku lotnisk lub specjalistycznego oprogramowania, np. do monitoringu załadunku statków.

9. Technologiczni najeźdźcy zasypują moją fosę

Inwestowanie byłoby zbyt proste, gdyby polegało tylko na znalezieniu spółek z fosami, oczekiwaniu na odpowiednią cenę i trzymaniu ich na zawsze w portfelu. Równie ważne jest stałe monitorowanie pozycji konkurencyjnych spółek i zwracanie uwagi na sygnały ostrzegające przed erozją fos, które je otaczają. Jeśli uda Ci się w porę zauważyć słabnącą przewagę, będziesz w stanie ochronić swoje inwestycje lub odciąć straty w odpowiednim momencie.

Pierwszym zagrożeniem, szczególnie dla przedsiębiorstw, które sprzedają swoją technologię jest porażka w wyścigu o bycie pionierem, czy innowatorem. Ich produkt (oprogramowanie, mikroprocesor, urządzenie) są lepsze, szybsze lub tańsze tak długo, jak nie pojawi się mocniejszy konkurent.

Niezmiernie rzadko udaje się firmom wytworzyć tak silną technologię, czy produkt, który stanie się rynkowym standardem na lata. Większość odchodzi w zapomnienie (Blackberry) lub zostaje przejęta przez większy podmiot (w czym specjalizuje się Oracle).

10. Przemysłowe trzęsienia ziemi

O ile w branżach opartych na nowoczesnych technologiach jest to dość łatwe do przewidzenia, to w przedsiębiorstwach tzw. starej ekonomii (czasopisma drukowane, płyty CD) o wiele trudniej (o ile w ogóle) jest przewidzieć nadchodzące zmiany.

Takie technologiczne przewroty zdarzają się niezmiernie rzadko. Potrafią jednak zniszczyć całą branżę oraz portfele inwestorów, którzy w odpowiednim momencie ich nie zauważą i się nie wycofają.

Równie groźne dla całych gałęzi przemysłu mogą być zmiany strukturalne. Jednym z czynników wartych obserwowania są konsolidacje w rozdrobnionych grupach konsumenckich. Zwiększająca się siła zakupowa

dużych graczy może być szczególnie niebezpieczna dla niezależnych podmiotów, np. polskie Dino, czy amerykański Walmart.

W niektórych przypadkach zmiany na rynku pracy (koszty zatrudnienia, dostępność siły roboczej w danej lokalizacji) mogą spowodować utratę przewagi firm, które opierały ją na niskich kosztach działalności.

Warto również przyglądać się z pozoru nieracjonalnym, nowym konkurentom wchodzącym do danej branży. Mogą nie kierować się zyskiem, a jedynie wspierać polityczne, czy społeczne cele.

11. Niewłaściwy wzrost może zniszczyć Twoją fosę!

Większość zarządzających uważa, że większe jest lepsze i często decyduje się na bezsensowne wejścia w obszary, w których nie posiada przewag konkurencyjnych, np. Coca-Cola próbująca hodować krewetki, Microsoft produkujący zabawki, czy firma próbująca się w oprogramowaniu do zarządzania projektami Firmbee. Szkodząc nie tylko sobie, ale i akcjonariuszom.

Równie groźne, motywowane często ego zarządzających (choć inwestorzy nie pozostają bez winy!!) jest zbyt szybkie zwiększanie przychodów w stosunku do rozwoju struktury organizacji bez zapewnienia jej odpowiedniej płynności finansowej. Charlie Munger ostrzegał, by być ostrożnym w inwestowaniu w spółki rosnące szybciej niż 20% rocznie. Zamiast próbować "na siłę" rozwijać przedsiębiorstwa, rozsądniej byłoby oddać nadwyżki kapitału akcjonariuszom np. w postaci dywidendy.

12. Nie zapłacę Wam więcej!

Jeśli firma, która sukcesywnie podnosi ceny, przenosząc tym samym wzrost kosztów na klienta końcowego, w konsekwencji zaczyna ich tracić, to jest to jasny sygnał, że traci swoją przewagę konkurencyjną, np. spółka Oracle sprzedająca bazy danych, czy SFD produkujący suplementy diety.

Cytując niemieckiego filozofa Niels'a Bohr'a "przewidywanie jest bardzo trudne, szczególnie jeśli chodzi o przyszłość". Bez wątplenia jest to kluczowe zadanie inwestora. Gdy znajdziesz spółkę z trwałą, niepowtarzalną przewagą konkurencyjną "zabawa" dopiero się zaczyna. Musisz potrafić ocenić, czy w przypadku nieoczekiwanych zmian na rynku, jego fosa pozostanie nienaruszona, czy zniknie na zawsze.

13. Szukanie igieł w stogu siana

Jednym z największych przywilejów inwestora jest praktycznie nieograniczony wybór spośród spółek z całego inwestycyjnego świata. Szczególnie jeśli skupimy się na poszukiwaniu przedsiębiorstw chronionych przez szerokie fosy. Wówczas nie ograniczają nas nawet branże. Jest to niezmiernie istotne ze względu na fakt, że w niektórych branżach o wiele łatwiej jest wykopać fosę niż w innych.

14. Analiza zyskowności przedsiębiorstwa

Jak najlepiej zmierzyć zyskowność przedsiębiorstwa? Wystarczy, że sprawdzisz ile zysku dana spółka generuje w odniesieniu do kapitału w nią zainwestowanego. Zrozumienie tej zależności ułatwi Ci określenie jak efektywnie zarządzają alokując powierzone im środki.

Zwrot na zainwestowanym kapitale możesz zmierzyć na trzy sposoby:

- a) zwrot z aktywów (ROA - return on assets)
- b) zwrot z kapitału własnego (ROE - return on equity)
- c) zwrot na kapitale zainwestowanym (ROIC - return on invested capital)

Zwrot z aktywów mówi nam jaki zysk spółka generuje z każdego dolara aktywów i gdyby spółki składały się tylko z aktywów moglibyśmy porzucić na tym wskaźniku. Jednak większość firm posługuje się długiem (dającym im dźwignię), który również musimy wziąć pod uwagę.

Możemy użyć tego wskaźnika na początku naszej analizy i jeśli spółka potrafi przez dłuższy okres czasu generować ROA na poziomie wyższym niż 7% to prawdopodobnie jest otoczona ekonomiczną fosą.

Wskaźnik ROE natomiast mierzy efektywność z jaką spółka wykorzystuje kapitał powierzony spółce przez jej udziałowców. Jego wadą natomiast jest to, że spółki mogą przy pomocy długu zwiększać jego wartość nie stając się jednocześnie bardziej rentownymi. Warto zatem zawsze sprawdzić poziom zadłużenia przedsiębiorstwa.

Gdy badana spółka potrafi osiągnąć wartości ROE na poziomie 15% lub wyższym to możemy przyjąć, iż posiada co najmniej jedną trwałą przewagę konkurencyjną.

Trzecim i moim zdaniem najlepszym parametrem służącym do oceny efektywności przedsiębiorstwa jest ROIC. Wskaźnik ten bierze pod uwagę cały kapitał zainwestowany w spółkę, niezależnie od tego, czy jest to kapitał własny, czy dług. W jego kalkulacji używa się innego niż w wyżej wymienionych (ROA i ROE) rodzaju zysku, co pozwala na

oczyszczenie go z efektów decyzji finansowych podejmowanych przez zarządzających. Otrzymujemy zatem liczbę, która najlepiej ocenia efektywność prowadzonej działalności.

Podobnie jak w przypadku ROE wskaźnik ROIC powinien w długim terminie osiągać wartości minimum 15% (oczywiście im wyższe, tym lepsze), by móc stwierdzić, że dana spółka otoczona jest fosą.

Podsumowując, powinniśmy mierzyć zwrot z kapitału ponieważ jego efektywne wykorzystanie najszybciej powiększy kapitał inwestora, czyli nasz!

15. Idź tam gdzie są pieniądze

Niektóre branże są strukturalnie bardziej zyskowe od innych i tam właśnie powinieneś zacząć poszukiwania przewag konkurencyjnych.

Szerokie fosy pozwalają ich posiadaczom osiągać zyski przez dłuższy okres czasu. Fosy te powinny być jednak czymś więcej niż tylko narzędziem do poszukiwania silniejszych, bardziej wartościowych spółek. Powinieneś uczynić z nich główną część swojego inwestycyjnego frameworku.

Dzięki takiemu podejściu nie będziesz musiał przeszukiwać wszystkich zakamarków giełd ani podążać za tłumem, który inwestuje we wszystkich branżach, niezależnie od ich ekonomicznej atrakcyjności.

16. Postaw na konia, nie na dzokeja! Ale czy na pewno?

Jakość kadry kierowniczej jest ważna, ale nie aż tak jak myślisz. Trwałe przewagi konkurencyjne są głęboko zakorzenione w strukturalnych cechach przedsiębiorstwa i zarządzający mają na nie bardzo ograniczony wpływ. Brzmi kontrowersyjnie, może nawet szokująco. Szczególnie jeśli spojrzycie na Prezesów z okładek magazynów biznesowych.

Stwierdzenie to stoi też w opozycji do tezy Jim'a Collins'a, który twierdził, że "wspaniałość firm wynika głównie ze świadomych wyborów". Tak samo większość szkół biznesu, czy motywacyjnych guru będzie nas przekonywało, że zarządzane zgodnie "ze sztuką" dobre firmy staną się wybitne. To nieprawda.

Mądrzy managerowie mogą sprawić, że dobra firma będzie lepsza. Podobnie jak niekompetentni sprawią, że wybitna stanie się gorsza. To jednak rzadkość, by decyzje zarządzających wpłynęły trwale na przewagi konkurencyjne spółki.

Wyobraźcie sobie, że zarządzający pozbawiają kluczowych przewag takie spółki jak McDonald's, czy Coca-Cola? Albo, że któryś ze znanych CEO zmienia zmagające się z problemami dostawcą części samochodowych w lidera baz danych?

Dynamika danej branży ma o wiele większy wpływ na to, czy spółka otoczona jest ekonomiczną fosą, niż jakakolwiek decyzja menedżerska. Nie dzieje się tak oczywiście dlatego, że zarządzający są niekompetentni, a dlatego, że niektóre branże są mniej konkurencyjne od innych i zarządom łatwiej jest utrzymywać wysokie zwroty z zainwestowanego kapitału.

Najdobitniej opisują to słowa Warrena Buffetta:

"Gdy zarządzający cieszący się dobrą reputacją zajmuje się firmą cieszącą się złą reputacją, to jedynie reputacja firmy pozostaje niezmienna"

Dlaczego więc tak wiele uwagi poświęcamy CEO? Oczywistym jest, że media biznesowe muszą zdobyć jakoś publiczność, a zarządy spółek są łatwym celem. Kreują w ten sposób model myślowy u inwestorów, którzy sądzą, że kierujący spółkami kontrolują ich losy, w taki sam sposób jak szef kuchni gwiazdkowej restauracji kontroluje dania wychodzące z kuchni od jego zespołu.

Czujemy się lepiej, gdy możemy znaleźć przyczynę każdego zdarzenia. Dostrzec wzorzec tam gdzie może go nie być, a ulokowanie winy w konkretnej osobie, czy zespole jest dużo bardziej satysfakcjonujące niż stwierdzenie braku przewagi konkurencyjnej.

Zarządy mają tak samo trudne zadanie, gdy mają stworzyć przewagę konkurencyjną jak i ją zniszczyć. Jakość zarządzania jest ważna, ale w granicach ustalonych przez strukturalne cechy przedsiębiorstwa, sama w sobie natomiast nie stanowi przewagi konkurencyjnej. W inwestowaniu chodzi o szanse i spółka z szeroką fosą, zarządzana przez średniej klasy CEO da Ci większe szanse na sukces niż firma bez przewagi zarządzana przez supergwiazdę.

17. Koniec teorii, idziemy na polowanie!

By znaleźć spółkę otoczoną głęboką ekonomiczną fosą będę posługiwał się trzystopniowym modelem opisanym poniżej:



a) czy spółka generowała przyzwoite zwroty z kapitału w przeszłości?

Przeanalizuj zwroty z kapitału spółki w możliwie długim okresie czasu (np 10 lat). Gorszy rok, czy dwa nie eliminuje spółki, jednak przewaga konkurencyjna musi być odzwierciedlona w liczbach. Jeśli firma nie potrafi generować wysokich zwrotów z kapitału (i nic nie wskazuje na to, że by miało się to zmienić) to najprawdopodobniej nie jest otoczona fosą.

Masz szansę osiągnąć duże zwroty z inwestycji jeśli uda Ci się znaleźć spółkę, która przeszła strukturalną zmianę na lepsze i ma szansę generować wysokie zwroty z kapitału w przyszłości.

b) czy spółka posiada jedną (lub więcej) przewagę konkurencyjną?

W tym kroku musisz dowiedzieć się jak spółce udało się odeprzeć ataki konkurentów, zająć lepszą pozycję rynkową i osiągnąć ponadprzeciętne wyniki. Jest też całkiem możliwe, że przedsiębiorstwo będzie generowało wysokie zwroty nie posiadając przewagi konkurencyjnej.

Jeśli nie będziesz w stanie stwierdzić dlaczego i w jaki sposób dana spółka osiągnęła swoją pozycję będziesz jak kierowca

patrzący tylko w tylne lusterko - a to nie najlepszy pomysł - ani na inwestowanie, ani kierowanie samochodem.

By ustalić jakiego rodzaju fosa otacza przedsiębiorstwo użyj wszystkich narzędzi służących do analizy konkurencyjności. Ustal, czy spółka dysponuje patentami, czy może ma niższe koszty albo silną markę, która sprawia, że konsumenci płacą więcej za jej produkty.

- c) jak silna jest taka przewaga? Czy fosa będzie chronić jej posiadacza dostatecznie długo?

Gdy uda Ci się określić jakiego typu przewagę posiada analizowana spółka, musisz ustalić jak trwała ona jest. Czy konkurencja będzie w stanie szybko ją skopiować lub "zasypać"? Jeśli okaże się nietrwała, to wysokie zwroty z zainwestowanego kapitału znikną szybko, a z nimi Twoje zyski z tej inwestycji.

W tym kroku nie musisz za bardzo się rozdrabniać. Wystarczy, że podzielisz analizowane fosy na "szerokie", "wąskie" i ich brak.

Kluczowe jest to, że dopóki spółka nie jest otoczona trwałą ekonomiczną fosą bardzo ciężko jest przewidzieć jak długo i jakie zwroty dana spółka wygeneruje dla swoich inwestorów, niezależnie od tego jakie one były w przeszłości.

18. Cena jest tym co płacisz, wartość tym co dostajesz

Nawet najlepsza spółka może zaszkodzić Twoim inwestycjom, jeśli zapłacisz za nią zbyt dużo. Wycena spółki nie jest łatwa. Dodatkowo większość inwestorów indywidualnych (i nie tylko, szczęśliwie dla Ciebie!) skupia się na cenie akcji, a nie wartości przedsiębiorstwa.

Ważne jest to, że nie musisz znać dokładnej wartości spółki. niemożliwe. Wystarczy ustalić, że cena, którą masz dziś zapłacić jest od niej niższa i że w przyszłości przedsiębiorstwo będzie się dalej rozwijać.

Firma jest warta tyle, ile dzisiejsza wartość gotówki wygenerowanej przez nią w przyszłości. Gotówka ta, zwana także wolnymi przepływami pieniężnymi lub "zyskami właścicielskimi" to środki, które właściciele mogliby pobrać z przedsiębiorstwa bez szkody dla tego ostatniego.

Wycena przedsiębiorstwa polega na ocenie:

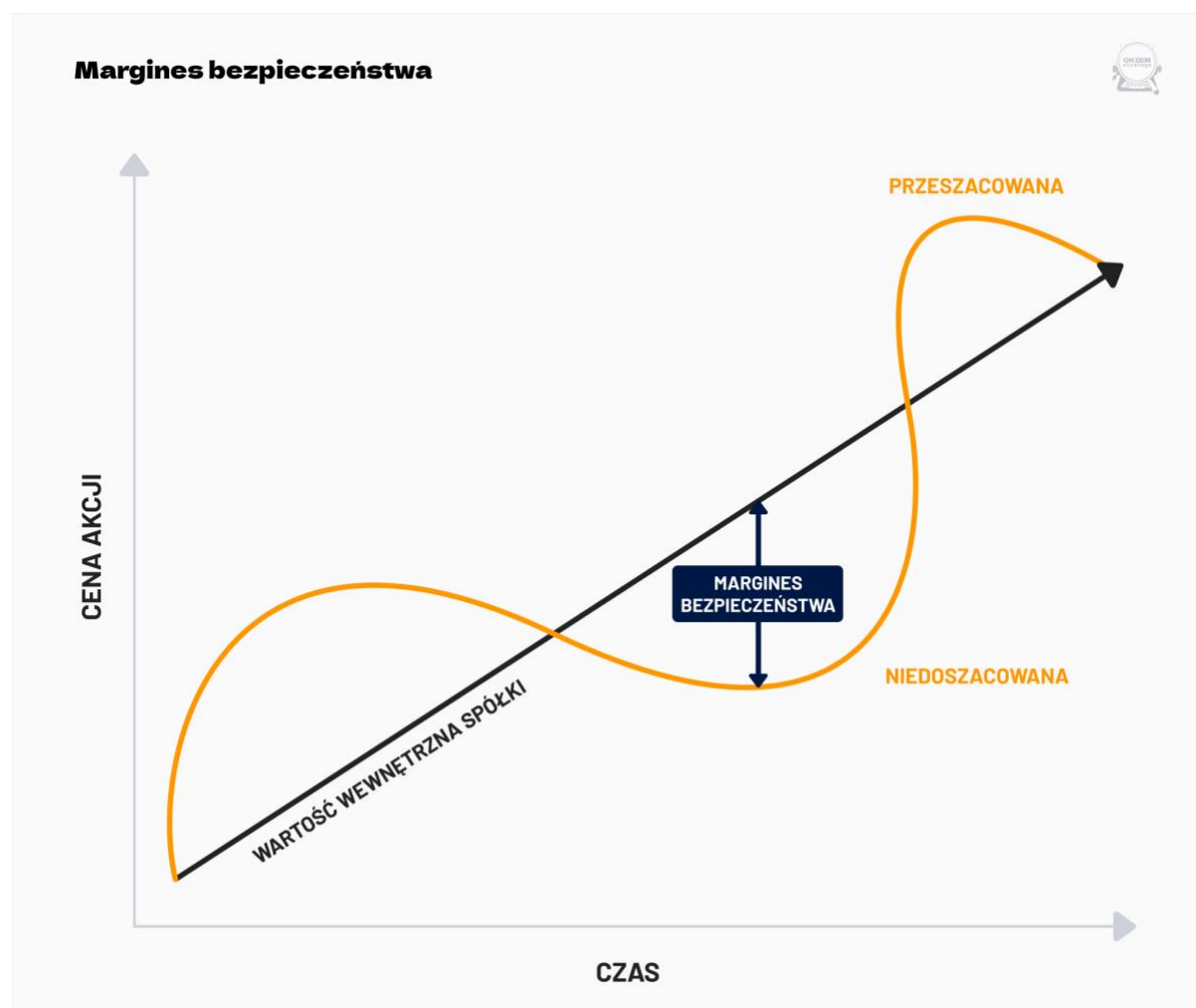
- a) prawdopodobieństwa, że szacowane przyszłe przepływy pieniężne się urzeczywistnią (ryzyka),
- b) jak duże będą te przepływy (wzrost),

- c) ile kapitału będzie potrzebowała spółka, by utrzymać swoją działalność (zwrot z kapitału),
- d) jak długo firma będzie potrafiła generować ponadprzeciętne zyski (fosa ekonomiczna).

W długim terminie tylko dwa czynniki wpływają na cenę akcji przedsiębiorstwa - zwrot z inwestycji, uzależniony od wzrostu zysków i wypłacanych dywidend oraz tzw. zwrot spekulacyjny, uzależniony od nastrojów panujących na rynku.

Gdy opierasz swój model inwestycyjny na poszukiwaniu spółek otoczonych fosami maksymalizujesz swoje szanse na wysoki zwrot z inwestycji, gdyż spółki takie będą w stanie generować lepsze wyniki finansowe, w dłuższym czasie niż ich konkurenci.

Jeśli dołożysz do tego komponent wyceny i zakupu dokonasz z odpowiednim marginesem bezpieczeństwa (kupisz akcje po cenie niższej od wartości wewnętrznej) minimalizujesz ryzyko negatywnego spekulacyjnego zwrotu z danej inwestycji - ostrożna wycena uchroni Cię od niekorzystnych zmian wywołanych emocjami na rynku.



Wskaźniki pomocne w wycenie spółki:

a) wskaźnik cena do sprzedaży (P/S, price to sales)

Praktycznie każda firma ma jakąś sprzedaż, nie każda natomiast wykazuje zyski. Szczególnie spółki cykliczne lub te, których przejściowe problemy powodują straty. Jego wadą jest to, że dolar (złotówka lub jakakolwiek inna waluta) może być warta bardzo dużo lub nic, w zależności od rentowności przedsiębiorstwa.

Używaj tego wskaźnika tylko do porównywania spółek z tej samej branży (spółki osiągające niskie marże mają z reguły dużo niższy wskaźnik P/S od tych wysokomarżowych).

Wskaźnik ten jest najbardziej użyteczny w analizie spółek, które mają tymczasowo obniżone marże i spory potencjał na ich poprawę. Jeśli więc znajdziesz spółkę o podobnej wartości mnożnika P/S w stosunku to jej konkurencji i wiesz, że będzie ona w stanie zmniejszyć koszty i znacząco podnieść swoją zyskowność, to prawdopodobnie jej akcje są tanie. Podobnie spółki, które potrafiły generować wysokie zyski w przeszłości, a aktualnie mają niski wskaźnik P/S mogą być wyceniane przez rynek z dyskontem (dlatego, że większość inwestorów uważa, że jej problemy są stałe).

b) wskaźnik cena do wartości księgowej (P/B, price to book value)

Przyszłe zyski i przepływy pieniężne mogą być krótkotrwałe, podczas gdy majątek, który spółka posiada jest bardziej trwały i ma określoną wartość. Przy używaniu tego wskaźnika najważniejsze jest prawidłowe myślenie o tym, co właśnie ta wartość księgowa reprezentuje.

Wartość księgowa spółek produkcyjnych, czy infrastrukturalnych to aktywa generujące przychody. Jednak firmy usługowe, czy technologiczne generują zyski dzięki ludziom, procesom czy pomysłom i żadna z nich nie jest zawarta w wartości księgowej. Co więcej, w "księgach" wielu spółek nie znajdziecie też przewag konkurencyjnych tworzących otaczające je ekonomiczne fosy np. Harley Davidson.

c) wskaźnik cena do zysku (P/E, price to earnings)

Jak już zdążyłeś zauważyć każdy z wymienionych przeze mnie mnożników ma dobre i złe strony, nie inaczej jest i w tym przypadku. Zyski mogą bowiem stanowić dobry prognostyk przyszłych przepływów pieniężnych, a ich wartości znajdziesz bez

problemu w każdym szanującym się źródle danych o finansach przedsiębiorstw.

Wskaźnik ten niewiele jednak znaczy "w próżni". Musisz poznać charakterystykę stojącego za nim przedsiębiorstwa oraz jego konkurencję. Wówczas dopiero możesz ocenić jego wartość.

Największą trudność sprawia pojęcie zysku samego w sobie. Jaka wartość za nim stoi? Zeszłego, czy aktualnego roku fiskalnego spółki? A może kalendarzowego, albo czterech ostatnich kwartałów? Który będzie najlepszy do oceny wartości spółki?

Moim zdaniem najlepiej będzie prześledzić jak spółka radziła sobie zarówno w dobrych jak i złych czasach. Zastanowić się jak będzie kształtowała się jej przyszłość. - Lepiej, czy gorzej niż w latach poprzednich? Na tej podstawie dokonaj estymacji średniorocznych zysków w przyszłości. To dla Ciebie najlepszy sposób. będzie oparty na Twoich założeniach oraz zyskach z wypadkowego roku funkcjonowania spółki. Nie najlepszego, czy najgorszego.

Najbardziej powszechnymi metodami użycia mnożnika P/E jest porównanie go do bezpośredniego konkurenta, średniej branżowej, całego rynku lub tej samej spółki w innym okresie czasu.

Spółka o niższym wskaźniku P/E niż inne w jej branży może być zarówno dobrą inwestycją jak i w pełni zasługiwać na tą niższą wartość z powodu gorszych zwrotów z zainwestowanego kapitału, słabszej przewagi konkurencyjnej, czy nie tak świetlanej przyszłości jak ją widzą zarządzający lub analitycy.

d) wskaźnik cena do przepływów operacyjnych (P/OCF, price to operating cash flows)

Przepływy pieniężne dokładniej od zysków odzwierciedlają potencjał spółki do generowania gotówki. Te drugie są narażone na więcej korekt - zarówno księgowych jak i wynikających ze specyfiki biznesu. Przepływy pieniężne z reguły są też bardziej stabilne od zysków.

Mając do dyspozycji wyżej opisane narzędzia nasuwa się pytanie. Jak ich wszystkich używać? Jak już wspomniałem na początku, wycena przedsiębiorstw nie jest łatwa. Wymaga dziesiątek (jeśli nie setek lub tysięcy) ćwiczeń metodą prób i błędów, by stać się biegłym w poszukiwaniu niedoszacowanych spółek.

20. Kiedy powinieneś sprzedać swoje akcje?

Zapytaj kogoś z profesjonalnych inwestorów, co jest dla niego najtrudniejsze w inwestowaniu. Jestem pewny, że większość z nich wymieni decyzję kiedy sprzedać akcje jako jedną z głównych pozycji na liście.

Przemyślana sprzedaż posiadanych akcji jest w stanie znacząco poprawić Twoje wyniki inwestycyjne. Wiedza w tym obszarze jest równie ważna jak ta potrzebna do ich zakupu.

Zatem gdy następnym razem pomyślisz o sprzedaży akcji odpowiedz sobie na poniższe pytania:

- a) czy dokonując zakupu popełniłem błąd?
- b) czy spółka lub jej otoczenie rynkowe uległy pogorszeniu?
- c) czy znalazłem lepszą inwestycję?
- d) czy spółka stała się zbyt dużą częścią mojego portfela?

Jeśli odpowiedź na choćby jedno z tych pytań nie jest twierdząca - nie zamykaj pozycji.

Prawdopodobnie najtrudniej jest zamknąć pozycję, gdy popełniło się błąd przy wyborze spółki. Nie ma w tym wypadku znaczenia, czy zarządzający nie potrafią alokować kapitału, czy przewaga konkurencyjna okazała się nietrwała, albo nowy produkt okazał się porażką.

W tej sytuacji mam jedną radę. Gdy Twoja teza inwestycyjna uległa zmianie sprzedaj spółkę, zrealizuj stratę i idź dalej!

Oczywiście łatwiej jest to napisać niż zrobić. Bardzo łatwo i mocno przywiązujemy się do ceny zakupu. Nikt też nie lubi tracić pieniędzy. W tym miejscu kłania się pierwsza i druga zasada inwestycyjna Warrena Buffetta "nigdy nie trać pieniędzy". Świadomość, że cena zakupu nie ma absolutnie żadnego wpływu na przyszłość firmy powinna ułatwić nam zadanie.

Za każdym razem, gdy dokonujesz inwestycji zapisz swoje oczekiwania wobec spółki. Jej sprzedaż ma rosnąć stabilnie, czy bardziej dynamicznie? Marże mają zostać utrzymane, czy wzrosnąć? Podobnie udziały rynkowe i pozycja konkurencyjna przedsiębiorstwa. Następnie, gdy coś złego zaczyna się dziać zajrzyj do notatek i sprawdź, czy dana inwestycja dalej ma sens? Jeśli tak, to trzymaj pozycję lub ją zwiększ. Jeśli nie, sprzedaj akcje niezależnie od tego, czy straciłeś pieniądze, czy nie.

Drugim ważnym powodem, by zamknąć daną pozycję są znacząco pogarszające się fundamenty spółki lub warunki w jej otoczeniu rynkowym bez szans na ich poprawę. Może się to zdarzyć nawet najlepszym spółkom, np. Kodak, czy Nokia. Jak mawiał John Maynard Keynes "gdy zmieniają się fakty, zmieniam zdanie".

Jako inwestor z ograniczonym kapitałem (uwierzcie mi na słowo, dotyczy to każdego) musisz dbać o to, by Twoje pieniądze pracowały w najbardziej efektywny sposób. Jeśli zatem znalazłeś nową inwestycję lub którąś z Twoich pozycji w portfelu performuje znacząco lepiej, to rozważ sprzedaż tych "gorszych" akcji. Oczywiście dobrze jest trzymać wolną gotówkę, nie zawsze jednak jest to możliwe. Osobiście mam zasadę, by trzymać min. 30% wartości portfela w pozycji gotówkowej.

W mojej ocenie nie ma natomiast żadnego sensu sprzedawanie akcji, gdy jej cena spadła, a wartość stojącego za nimi biznesu się nie zmieniła. Warto w tym wypadku być "chciwym" wykorzystać "strach" innych.

Kuszące jest również podejmowanie decyzji o sprzedaży na podstawie przeszłych kursów akcji, które nie mają praktycznie żadnego znaczenia! Pamiętaj, że tym co się liczy jest przyszła umiejętność spółki w generowaniu zwrotów z zainwestowanego kapitału, a nie dawny kurs jej akcji.

Poniżej umieściłem kilka wskazówek, które powinny dać Ci przewagę nad innymi inwestorami:

a) zawsze pamiętaj o czterech czynnikach wpływających na wycenę:

- ryzyku
- zwrocie z zainwestowanego kapitału
- przewagach konkurencyjnych
- potencjale wzrostu

b) używaj wielu narzędzi jednocześnie

c) bądź cierpliwy

- wspaniałe firmy rzadko są dostępne po niskich cenach
- przygotuj listę spółek, które chcesz posiadać i czekaj na odpowiednią cenę
- pamiętaj, że nie zarobione pieniądze są lepsze od ich utraty

d) bądź twardy

- "świat" będzie Ci podpowiadał, by inwestować dokładnie wtedy gdy nie powinieneś tego robić
- dobre spółki są tanie, gdy informacje są złe, a pozostali inwestorzy reagują na nie przesadnie
- będziesz musiał kupować wtedy, gdy inni będą sprzedawać

e) bądź sobą

- podejmiesz o wiele lepsze decyzje inwestycyjne oparte na własnej ciężko zdobytej wiedzy i doświadczeniu niż na poradach różnych "mędrców" i inwestycyjnych guru
- gdy zrozumiesz źródło ekonomicznej fosy otaczającej przedsiębiorstwo i sam dokonasz jego wyceny łatwiej będzie Ci inwestować przeciwko naturze tłumu

Podsumowanie

Wierzę, że inwestorzy w swoich długoterminowych strategiach inwestycyjnych powinni skupić się na poszukiwaniu spółek posiadających trwałe i niepowtarzalne przewagi konkurencyjne. Spółki takie są w stanie przynosić ponadprzeciętne zwroty przez długi czas, co finalnie powinno zostać odzwierciedlone w cenie ich akcji.

Strategia opracowana, ale co najważniejsze z udokumentowanymi sukcesami wdrożona przez Pata Dorsey'a umożliwia poszukiwanie spółek na całym świecie z praktycznie wszystkich branż - daje to inwestorom wolność wyboru i nieograniczone spektrum poszukiwań.

Przejrzyste kryteria oceny i proces analizy daje też nomen omen przewagę w poszukiwaniu spółek z potencjałem, niedocenionych przez szeroki rynek, ale również tych, których fosy mogą erodować w przyszłości, co pozwoli inwestorom ochronić zainwestowany kapitał.

Jedna rzecz, z którą się nie zgadzam to podejście do zarządzających. Pat Dorsey twierdzi, że ich "jakość" nie ma większego znaczenia z perspektywy przewag konkurencyjnych. O ile w przypadku dużych, stabilnych podmiotów rzeczywiście ciężko jest coś "zepsuć" to małe i średnie spółki moim zdaniem bez kompetentnych i zaangażowanych liderów (i całych zespołów zarządzających) w długim terminie sobie nie poradzą.

W kolejnych wpisach przyjrę się bliżej zagadnieniom wyceny przedsiębiorstw oraz pojęcia marginesu bezpieczeństwa, wprowadzonego do kanonu inwestowania w wartość przez Benjamina Grahama, a szeroko spopularyzowana przez Warrena Buffetta i Seta Klarmana.

Dziękuję za poświęcony czas,

Łukasz Pelowski

Bibliografia i polecane źródła wiedzy:

- Pat Dorsey - The Little book that builds wealth
- Richard Rumelt - Dobra strategia, zła strategia
- Krzysztof Obłój - Praktyka strategii firmy
- Michael Porter - Strategia Konkurencji
- https://dorseyasset.com/wp-content/uploads/2024/01/competitive-advantage-and-capital-allocation_dorsey-asset-management_january-2024.pdf
- <https://alphaarchitect.com/2015/09/buffett-economic-moats/>
- <https://intrinsicinvesting.com/2017/08/30/death-many-brands/>
- <http://reactionwheel.net/2019/09/a-taxonomy-of-moats.html>
- <https://www.investmenttalk.co/p/moats-and-capital-allocation>
- <https://www.flyoverstocks.com/p/how-to-quantify-the-qualitative>

ŁUKASZ PEŁOWSKI

OKIEMSTRATEGA.PL



Inwestor giełdowy specjalizujący się w analizie fundamentalnej i inwestowaniu w wartość oraz przedsiębiorca z ponad 20 letnim doświadczeniem w budowaniu małych i średnich przedsiębiorstw.

Ukończył studia z zakresu Wyceny przedsiębiorstw i modelowania finansowego. Doktorant wydziału Zarządzania Akademii Leona Koźmińskiego, obszarem prowadzonych badań są strategię wzrostu firm i przewagi konkurencyjne.

Poświęcił tysiące godzin na zgłębianie wiedzy dotyczącej analizy fundamentalnej, strategii przedsiębiorstw, ekonomii, a przede wszystkim inwestowania w wartość.

Jego pasją jest ciągła nauka, zdobywanie doświadczeń i dzielenie się nimi.



INWESTOWANIE W WARTOŚĆ

• STRATEGIE • ANALIZY • INWESTYCJE