



ŁUKASZ PELOWSKI

Margines bezpieczeństwa

„Budujesz most mogący udźwignąć 30.000 funtów,
ale przejeżdżać po nim powinny
tylko ciężarówki o masie 10.000 funtów”

~WARREN BUFFETT

Czym jest margines bezpieczeństwa?

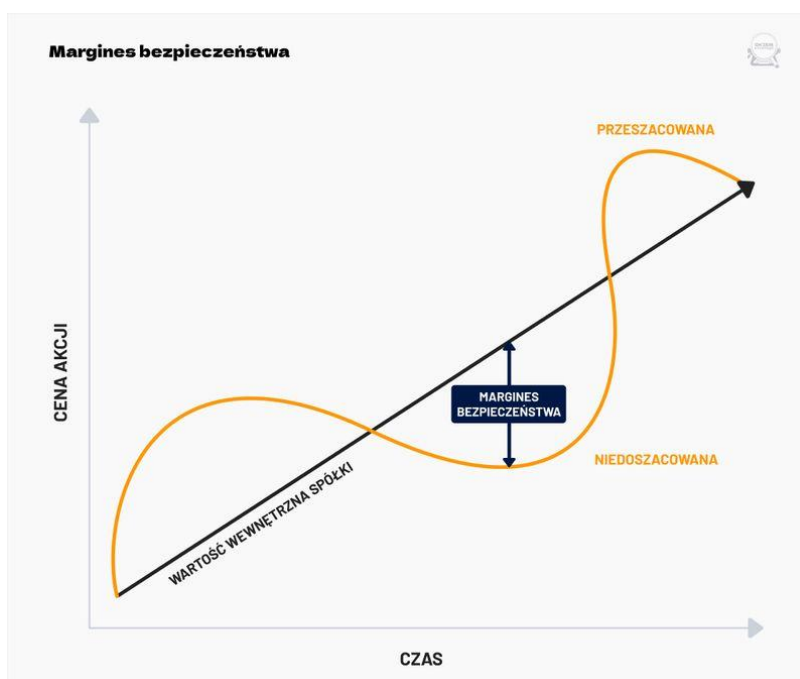
Warren Buffett powiedział, że trzy najważniejsze słowa w inwestowaniu to: *margin of safety*.

Czym jest margines bezpieczeństwa, co daje inwestorowi jego prawidłowe wyznaczenie, jak stosować go w praktyce i jakie pułapki ze sobą niesie - o tym wszystkim dowiedzie się z poniższego tekstu.

Koncepcja **marginesu bezpieczeństwa** (spopularyzowana przez znanego inwestora - Setha Klarmana - w książce o tym samym tytule) polega na kupowaniu aktywów po cenie znacznie **poniżej ich wartości wewnętrznej**.

Takie podejście chroni inwestorów przed błędami w ich szacunkach i ocenach. Margines bezpieczeństwa jest tak ważny, ponieważ wycena spółki jest sztuką nieprecyzyjną, przyszłość jest nieprzewidywalna, a inwestorzy popełniają błędy. Uwzględnia czynniki ludzkie, niekorzystne okoliczności gospodarcze, zmienność rynku albo po prostu pecha.

Inwestowanie w wartość to strategia skoncentrowana na nabywaniu akcji, które wydają się być **sprzedawane po cenie niższej niż ich wartość wewnętrzna**. Margines bezpieczeństwa jest kluczową koncepcją w tej strategii, służąc jako bufor przed błędami w ocenie i nieoczekiwanymi wahaniami rynkowymi. Oblicza się go jako **różnicę między wewnętrzną wartością akcji, szacowaną rzeczywistą wartością a ceną rynkową**.



W książce Benjamina Grahama „Inteligentny inwestor”, którą Buffett uważa za najlepszą publikację o inwestowaniu, marginesowi bezpieczeństwa autor poświęcił cały rozdział. Według koncepcji Grahama **wartość wewnętrzna akcji często znacznie odbiega od ceny akcji** (wbrew teorii rynku efektywnego). Wyznaczenie marginesu bezpieczeństwa **to ochrona przed błędnym oszacowaniem wartości.**

- **z marginesem bezpieczeństwa:** cena akcji < wartość wewnętrzna
- **bez marginesu bezpieczeństwa:** cena akcji > wartość wewnętrzna

Wartość wewnętrzną akcji można obliczyć za pomocą różnych modeli i analiz finansowych, biorąc pod uwagę m.in. fundamenty spółki, przyszły potencjał zysków i inne istotne czynniki. **Cena rynkowa** z kolei to cena, po której akcje są notowane na giełdzie.

Gdy wartość wewnętrzna akcji jest **znacznie wyższa niż ich cena rynkowa**, zapewnia to inwestorom duży **margines bezpieczeństwa**, umożliwiając im zakup akcji z dyskontem i potencjalne osiągnięcie znacznych zysków, gdy rynek skoryguje rozbieżność cen.

Margines bezpieczeństwa stanowi **ochronę przed spadkami**. Potrzeba 100% zysku, aby odrobić 50% straty, zatem priorytetem powinno być **unikanie strat**. Celem inwestora jest utrzymanie jak najwyższego marginesu bezpieczeństwa. Im wyższy margines, tym większą swobodę ma inwestor w przypadku wystąpienia negatywnej sytuacji w spółce/gospodarce przed dokonaniem sprzedaży.

Filozofia marginesu bezpieczeństwa w procesie inwestowania w wartość

Margines bezpieczeństwa ma kluczowe znaczenie w inwestowaniu w wartość, ponieważ **pomaga inwestorom uniknąć przepłacania za akcje**, zmniejszając tym samym ryzyko strat. Chroni inwestorów przed niepewnością inwestycji i zmiennością obecną na rynku akcji. Kupując akcje poniżej ich wartości wewnętrznej, inwestorzy zapewniają sobie **ochronę przed błędami w analizie wyceny** i nieprzewidzianymi niekorzystnymi zmianami na rynku lub w spółce.

Co ważne, **koncepcja marginesu bezpieczeństwa zachęca do zdyscyplinowanego podejścia do inwestowania**, skłaniając

inwestorów do podejmowania decyzji w oparciu o **dogłębną analizę i racjonalną ocenę**, a nie spontaniczne decyzje pod wpływem emocji lub szumu rynkowego. Wymaga skupienia się na długoterminowych horyzontach inwestycyjnych i wartości wewnętrznej spółki, unikając spekulacyjnych i przewartościowanych inwestycji.

Zasadniczo margines bezpieczeństwa jest nie tylko narzędziem ograniczania ryzyka, ale także **filozofią, która prowadzi inwestorów w kierunku rozważnych, racjonalnych i świadomych decyzji inwestycyjnych**, podkreślając znaczenie nabywania aktywów po cenie, która zapewnia bufor przed potencjalnymi minusami. W wyznaczeniu go na pewno przyda się [zestaw kluczowych pytań](#), dzięki którym uzyskamy niezbędną wiedzę na temat badanej spółki.

Jeśli chcesz zobaczyć w jaki sposób podszedłem w praktyce do analizy, wyceny oraz inwestycji z odpowiednim (moim zdaniem) marginesem bezpieczeństwa zapraszam tutaj: <https://okiemstratega.pl/analiza-fundamentalna-i-wycena-spolki-makarony-polskie-s-a/>

Dokładna analiza fundamentem marginesu bezpieczeństwa

Dr Michael Burry, znany amerykański inwestor i założyciel funduszu Scion Capital LLC, twierdzi, że **zrozumienie wartości spółki jest najlepszą bronią inwestora**. „Moja strategia nie jest zbyt skomplikowana. Staram się kupować akcje niepopularnych spółek, gdy wyglądają jak „padlina”, i sprzedawać je, gdy są już nieco dopieszczone. Zarządzanie moim portfelem (...) jest dla mnie równie ważne, jak selekcja akcji, a jeśli uda mi się dobrze wykonać obie te czynności, wiem, że odniosę sukces” - tłumaczy. Cały **wybór akcji Burry’ego opiera się w 100% na koncepcji marginesu bezpieczeństwa**, przedstawionej w książce „Security Analysis”, której autorami są Benjamin Graham i David Dodd. Inwestor korzysta z własnych wersji technik zawartych w ww. książce, ale najważniejsza pozostaje dla niego **ochrona własnych strat, aby zapobiec trwałej utracie kapitału**.

Obliczanie marginesu bezpieczeństwa:

$$\text{Margines bezpieczeństwa} = \left(\frac{\text{wartość wewnętrzna} - \text{cena rynkowa}}{\text{wartość wewnętrzna}} \right) \times 100$$

Zaprezentowany wzór określa margines bezpieczeństwa jako wartość procentową, reprezentującą dyskonto, z jakim akcje

są dostępne w porównaniu z ich wartością wewnętrzną. Im wyższy współczynnik procentowy marginesu bezpieczeństwa, tym większy **bufor bezpieczeństwa dla inwestora**, który zazwyczaj oznacza też potencjalną okazję inwestycyjną.

Analiza ilościowa i jakościowa a margines bezpieczeństwa

Dokonując analizy ilościowej, inwestor w celu oceny wartości i wyników spółki bierze pod lupę **dane liczbowe i wymierne wskaźniki finansowe**. Analiza ta ma kluczowe znaczenie przy obliczaniu marginesu bezpieczeństwa, ponieważ dostarcza obiektywnych danych w postaci **czynników ilościowych**, w tym wskaźników finansowych:

- wskaźnik ceny do zysku (P/E) - ocenia wartość rynkową na akcję w stosunku do zysku na akcję;
- wskaźnik zadłużenia do kapitału własnego - ocenia dźwignię finansową spółki poprzez porównanie jej całkowitego zadłużenia do całkowitego kapitału własnego;
- zwrot z kapitału własnego (ROE) - mierzy rentowność spółki poprzez porównanie dochodu netto do kapitału własnego.

Drugim najistotniejszym czynnikiem przy przeprowadzaniu analizy ilościowej są **sprawozdania finansowe**, m.in.:

- bilans - zapewnia wgląd w aktywa, zobowiązania i kapitał własny spółki;
- rachunek zysków i strat - szczegółowe spojrzenie na przychody, koszty i zyski lub straty spółki;
- rachunek przepływów pieniężnych - analizuje wpływy i wypływy pieniężne spółki z działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej.

Podczas gdy czynniki ilościowe pozwalają na liczbową ocenę wartości spółki, **analiza jakościowa zagłębia się w niemierzalne aspekty**, które mogą wpływać na **wewnętrzną wartość spółki**.

Wśród czynników jakościowych, które należy wziąć pod uwagę, wyznaczając margines bezpieczeństwa, są m.in.:

- jakość zarządzania - ocena kompetencji i doświadczenia zespołu zarządzającego ma kluczowe znaczenie. Skuteczne przywództwo może znacząco wpłynąć na sukces i długoterminowy rozwój spółki;

- przewagi konkurencyjne - spółka z mocnymi przewagami konkurencyjnymi lub spopularyzowaną przez Warrena Buffetta „fosę ekonomiczną” prawdopodobnie utrzyma swoją rentowność w dłuższej perspektywie. Przewagi mogą obejmować wiele czynników, np. siłę marki, efekty sieciowe, przewagę regulacyjną lub zastrzeżoną technologię;
- dynamika branży - zrozumienie branży, w której działa spółka, w tym trendów rynkowych, konkurencji, otoczenia regulacyjnego i barier wejścia na rynek, jest niezbędne do oceny jej przyszłych perspektyw i potencjalnego ryzyka.

Aby obliczyć margines bezpieczeństwa, ważna jest **integracja analizy ilościowej i jakościowej**. Taka perspektywa pozwala uzyskać całościowy obraz ocenianej spółki i podejmowanie **świadomych decyzji** inwestycyjnych.

Margines bezpieczeństwa - studia przypadków

Zilustrujemy teraz praktyczne zastosowanie marginesu bezpieczeństwa, rozważając hipotetyczne przykłady dwóch różnych spółek: Spółki X i Spółki Y:

Spółka X:

- wartość wewnętrzna: 200 PLN na akcję
- cena rynkowa: 150 PLN na akcję

$$\text{Margines bezpieczeństwa} = \left(\frac{200 - 150}{200} \right) \times 100 = 25\%$$

Wniosek: margines bezpieczeństwa na poziomie **25%** sugeruje, że akcje spółki X są niedowartościowane, co zapewnia inwestorowi 25% bufor przed potencjalnymi stratami, a co za tym idzie - potencjalną okazję inwestycyjną.

Spółka Y:

- wartość wewnętrzna: 120 PLN na akcję
- cena rynkowa: 140 PLN na akcję

$$\text{Margines bezpieczeństwa} = \left(\frac{120 - 140}{120} \right) \times 100 = -16,6\%$$

Wniosek: ujemny margines bezpieczeństwa wskazuje na to, że akcje spółki Y są przewartościowane, co wiąże się z wyższym ryzykiem i czyni inwestycję nieatrakcyjną.

Pułapki związane z marginesem bezpieczeństwa

Wyznaczając margines bezpieczeństwa i stosując go w praktyce, musimy mieć na uwadze pułapki czyhające na inwestorów. Wśród najbardziej typowych możemy wymienić:

- **nadmierne poleganie na danych ilościowych** - poleganie wyłącznie na wskaźnikach finansowych przy jednoczesnym zignorowaniu czynników jakościowych może prowadzić do niepełnej oceny rzeczywistej wartości spółki i potencjalnych zagrożeń. Spółka, która wygląda dobrze „na papierze” dziś, niekoniecznie musi być bezpieczną inwestycją w perspektywie długoterminowej;
- **zbyt duże zaufanie do modeli wyceny** - każdy model wyceny ma swoje wady i ograniczenia. Zbyt duża pewność co do dokładności konkretnego modelu wyceny może prowadzić do błędnych obliczeń marginesu bezpieczeństwa;
- **ignorowanie warunków rynkowych** - przeoczenie zagrożeń wynikających z warunków rynkowych i ekonomicznych może skutkować niedokładną oceną przyszłych perspektyw spółki, jej stabilności oraz trwałości przewag konkurencyjnych.

Margines bezpieczeństwa Okiem Stratega

Margines bezpieczeństwa to fundamentalna zasada inwestowania w wartość wprowadzona przez [Benjamina Grahama](#). Stanowi różnicę między wewnętrzną wartością akcji, a jej ceną rynkową. Koncepcja ta pomaga inwestorom uniknąć przepłacania za akcje i **zmniejsza ryzyko strat**, tworząc zabezpieczenie przed przewartościowaniem spółki i nieprzewidzianymi zdarzeniami na rynkach.

Margines bezpieczeństwa jest funkcją następujących zmiennych:

- jakości spółki - jej operacyjnego i finansowego ryzyka
- wymaganej przez inwestorów stopy zwrotu
- oczekiwanej stopy zwrotu zysków
- oczekiwanej stopy dywidendy

Stosowanie tej koncepcji zachęca do zdyscyplinowanego i racjonalnego podejścia do **inwestowania**, w oparciu o długoterminową wartość, a nie krótkoterminowe wahania rynkowe. Wyznaczenie **marginesu bezpieczeństwa** pomaga także znajdować atrakcyjne okazje inwestycyjne. Przy ustalaniu marginesu bezpieczeństwa należy wziąć pod uwagę wartość wewnętrzną, analizę ilościową oraz jakościową spółki - [rzetelnie przeprowadzone analizy](#) pozwalają znacznie **zminimalizować ryzyko błędu** inwestycyjnego.

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