



Number crunchers vs. Storytellers

O czym będę dziś mówił?

- Chwilę o sobie :)
- Wycena według Aswatha Damodarana
- 5 kroków by od historii przejść do liczb
- Prawdopodobieństwo realizacji obietnic
- Case study - Rex Concepts i 7FIT
- Co z tego możecie wziąć dla siebie?

Łukasz Pelowski

- ponad 25 lat w biznesie
- od 25 lat na uczelniach
- od 9 lat na giełdzie
- od 4.5 roku szczęśliwy tata i narzeczony 😊

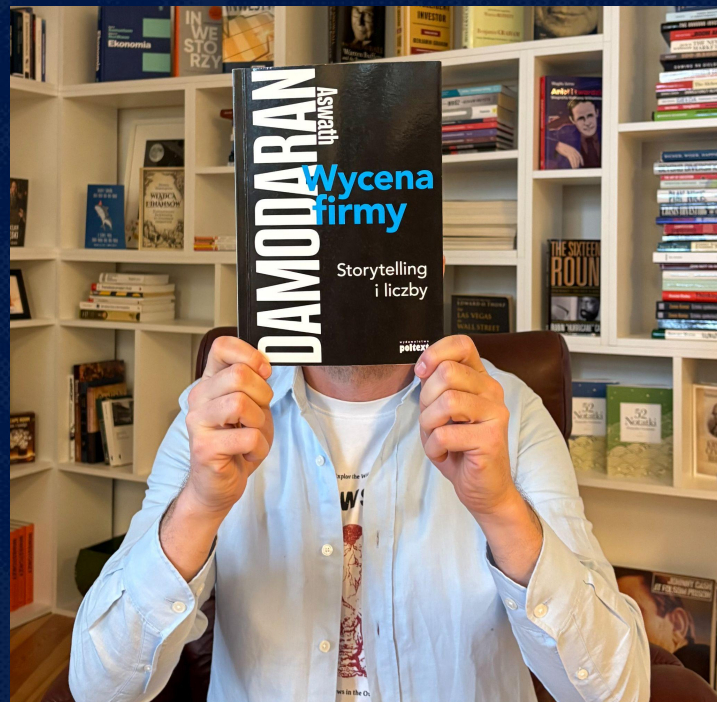
Moja filozofia inwestycyjna

- zmierzam w kierunku spółek o wysokiej jakości
- margines bezpieczeństwa
- jakość, wzrost, wycena
- zasada "chcę mieć takiego współnika"



“Wycenę należy poprzeć odpowiednią opowieścią, w przeciwnym razie będzie bezduszna i niewiarygodna.”

**Aswath
Damodaran**



Zasady Aswatha dotyczące wycen

- wycena to "kamizelka ratunkowa dla lemingów"
- nigdy nie tracić z oczu całego obrazu
- analizuj spójność, stałość i wiarygodność opowiadanych historii
- 90% czasu poświęcić na prognozy przepływów

Zasady Aswatha dotyczące wycen

- uważaj na wyceny spółek "poniżej gotówki"
- 83% transakcji M&A opartych jest na synergiach...
- coraz więcej wartości pochodzi z "rzeczy" (intangibles), których nie widzimy
- pilnuj i chroń swoich zasad

Mity na temat wycen

- wycena to proces poszukiwania prawdziwej (obiektywnej) wartości
- dobra wycena dostarcza dokładną wartość
- im bardziej złożona wycena tym lepiej

Przejsście od historii do liczb

W kroku pierwszym tworzymy narrację:

- oceń spółkę, jej model biznesowy, zarządzających, historię, przewagi konkurencyjne, produkty lub usługi
- przyjrzyj się rynkowi, na którym spółka operuje
- przeanalizuj konkurencję, z którą spółka się mierzy
- jak wygląda makrootoczenie badanej firmy?
- mając na uwadze historię spółki stwórz dla niej narrację przyszłości

Przejdźcie od historii do liczb

W drugim testujemy wszystkie możliwe założenia:

- czy jesteście w stanie określić co ma się stać, kiedy i jakie będą tego efekty?
- czy macie dowody, że historia jest prawdopodobna?
- oceń przeszłe sukcesy sprzedażowe i finansowe

Przejście od historii do liczb

W trzecim definiujemy czynniki tworzące wartość:

- wielkość rynku i udział spółki
- przychody
- marże
- koszty i osiągnięte wyniki
- reinwestycje
- przepływy pieniężne (skorygowane o ryzyka operacyjne)

W czwartym kroku implementujemy założenia do modelu.

Przejsście od historii do liczb

W piątym kroku tworzymy pętlę sprzężenia zwrotnego:

- zdarzenia pochodzące z zewnątrz
- polepszenie lub pogorszenie modelu biznesowego, zmiana rentowności, udziałów w rynku itp
- niespodziewany sukces lub porażka na aktualnym lub nowym rynku wymagają stworzenia nowych założeń i charakterystyki rynku

Prawdopodobieństwo realizacji obietnic

Niemożliwe:

- zakładanie wzrostu do nieskończoności
- przychody większe niż wielkość rynku
- marże rosnące szybciej niż przychody w długim okresie czasu
- amortyzacja wyższa niż CAPEX w nieskończenie długim okresie

Prawdopodobieństwo realizacji obietnic

Niewiarygodne:

- wzrost bez reinwestycji
- wysokie zyski bez konkurencji (monopol)
- wysokie zwroty bez ponoszenia ryzyka

Prawdopodobieństwo realizacji obietnic

Nieprawdopodobne:

- szybki wzrost i niskie ryzyko
- szybki wzrost i mała stopa reinwestycji
- niskie ryzyko i wysoka stopa reinwestycji

Prawdopodobieństwo realizacji obietnic

O co możemy zapytać zarządzających?

- jak dokładnie zamierzacie osiągnąć cele - sprzedażowe, marżowe, udział w rynku?
- jakie macie podstawy, by spodziewać się sukcesu na danym rynku?
- jakie ryzyka mogą wystąpić po drodze?
- jak długo zajmie Wam realizacja strategii?

Gdy chcemy uwierzyć za bardzo?

- pojawia się charyzmatyczny lider, chcesz (choć do końca nie wiesz dlaczego) by mu się udało
- opowiada historię o status quo, którego zmiany chcą wszyscy
- korzyść społeczna jawi się jako bonus do przedstawionej historii
- gdy wszyscy chcą by historia zakończyła się sukcesem nikt nie zadaje trudnych pytań

Rex Concepts - realizacja obietnic z IPO

- przewagi konkurencyjne
- wzrost rynku o 10% rocznie
- 70-80 otwarć rocznie
- 850 restauracji w 2032
- 4-4,5 mld przychodów w 2032
- 4-wall EBITDA 0,8-1 mln per lokal
- 22-28 złotych - wartość jednej akcji

Jakie historie możemy zweryfikować w 2026 i 2027 roku?

- PEKABEX - 3.5 mld przychodów, 280 mln EBITDA, dodatni wynik netto, wielkość produkcji 230 tys m3, 100 domów modułowych
- WIELTON - dodatnie przepływy pieniężne, marża brutto i EBIT
- ENTER AIR - 3 nowe samoloty, 65-70% usług serwisowych wykonywanych wewnętrznie, trzecia linia serwisowa 10-15% wzrost przychodów
- EXCELLENCE - wzrost produkcji o 200-300%
- CREOTECH INSTRUMENTS - realizacja celów nowej strategii

“Od 40 lat obserwuję pogarszanie się jakości wycen wraz ze wzrostem dostępności danych i narzędzi.

Analitycy i inwestorzy budują zaawansowane modele, wprowadzają liczby, rzadko biorąc pod uwagę historię z nimi związaną.”

Aswath Damodaran

Co możecie wziąć dla siebie?

- samodzielne myślenie
- szukanie błędów i luk w wycenach
- nieefektywność rynku
- skupienie na najsłabszych ogniwach (także własnych!)

Bibliografia i polecane źródła wiedzy

- <https://aswathdamodaran.blogspot.com/2013/01/data-update-2013-dark-side-of-numbers.html>
- <https://aswathdamodaran.blogspot.com/2015/08/dcf-myth-2-dcf-is-exercise-in-modeling.html>
- <https://aswathdamodaran.blogspot.com/2014/06/numbers-and-narrative-modeling-story.html>
- <https://aswathdamodaran.blogspot.com/2017/01/narrative-and-numbers-how-number.html>
- <https://aswathdamodaran.blogspot.com/2017/01/january-2017-data-update-1-promise-and.html>

ŁUKASZ PEŁOWSKI

OKIEMSTRATEGA.PL



Dziękuję!

Łukasz -> lukasz@okiemstratega.pl