

Wycena spółek polskich i amerykańskich

Warsztat dla zaawansowanych

Piotr Miliński / Sebastian Buczek



Wskaźnik P/E to skondensowana prognoza

Cieężko jednoznacznie stwierdzić, że 5x to „tanio”, a 30x to „drogo”. Kluczowa jest dynamika zysków, trwałość trendu i ilość gotówki, którą zobaczą na końcu akcjonariusze

„Uczciwe” P/E dla tej samej spółki cyklicznej, zależnie od momentu w cyklu:

5.3x

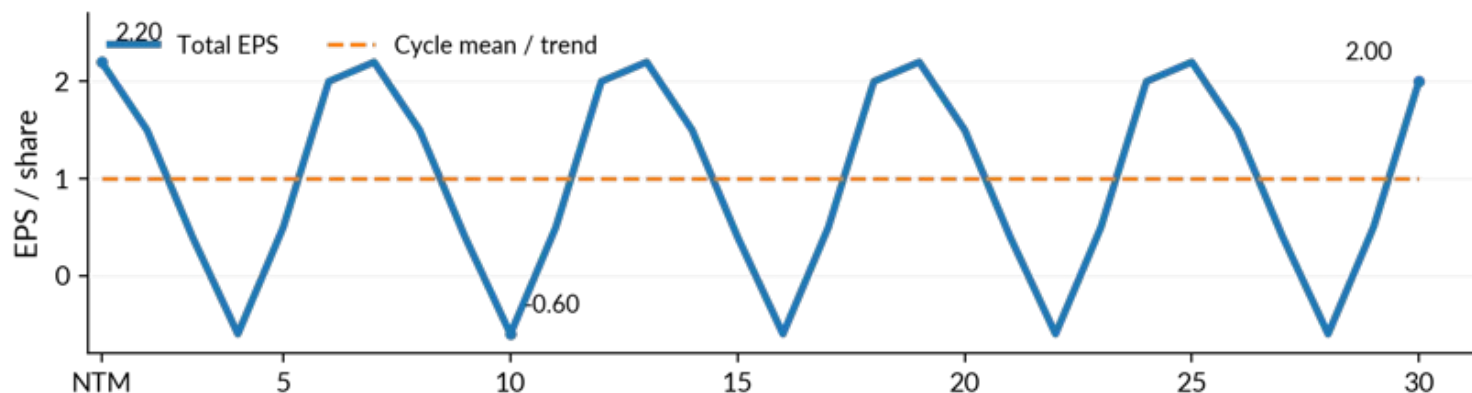
Rok szczytowych zysków

23.8x

Początek odbicia wyników

Przykład: spółka cykliczna

Popularne przykłady na dzisiaj: spółki produkujące pamięci lub właściciele tankowców



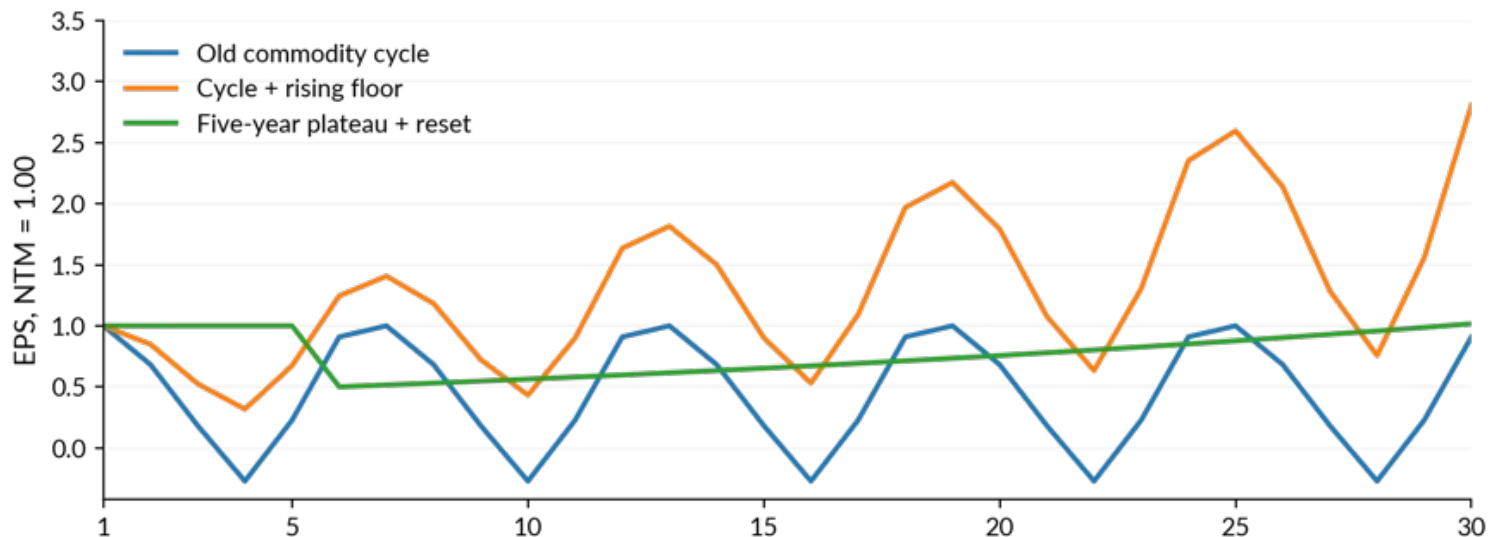
5.3x

Rok szczytowych zysków



Co jeżeli mamy inne założenia?

Popularne przykłady na dzisiaj: spółki produkujące pamięci lub właściciele tankowców



5.3x

Stary cykl w kółko

9.3x

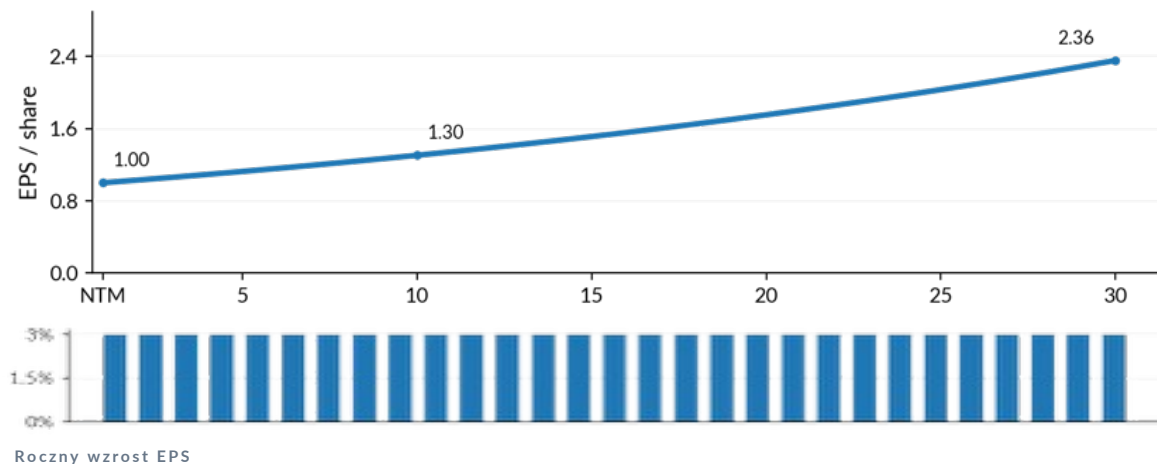
Wypłaszczenie, załamanie, odbudowa

13.5x

Cykl z rosnącym trendem

Przykład: wzrost z inflacją

Nudne spółki o regulowanym charakterze działalności



AQUA



16.7x

„Uczciwe” P/E

Stopa dyskontowa 11% zamiast 9%?

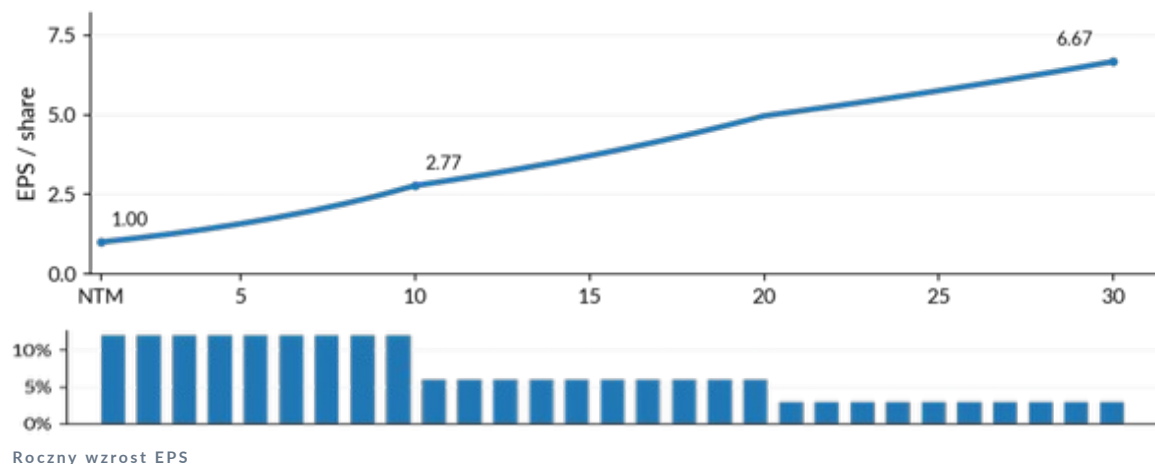
12.5x P/E

Wzrost wymaga reinwestycji 30% gotówki?

11.7x P/E

Przykład: jakościowa spółka wzrostowa

Innowacyjny lider na dojrzałym rynku



VISA



35.7x

„Uczciwe” P/E

Stopa dyskontowa 11% zamiast 9%?

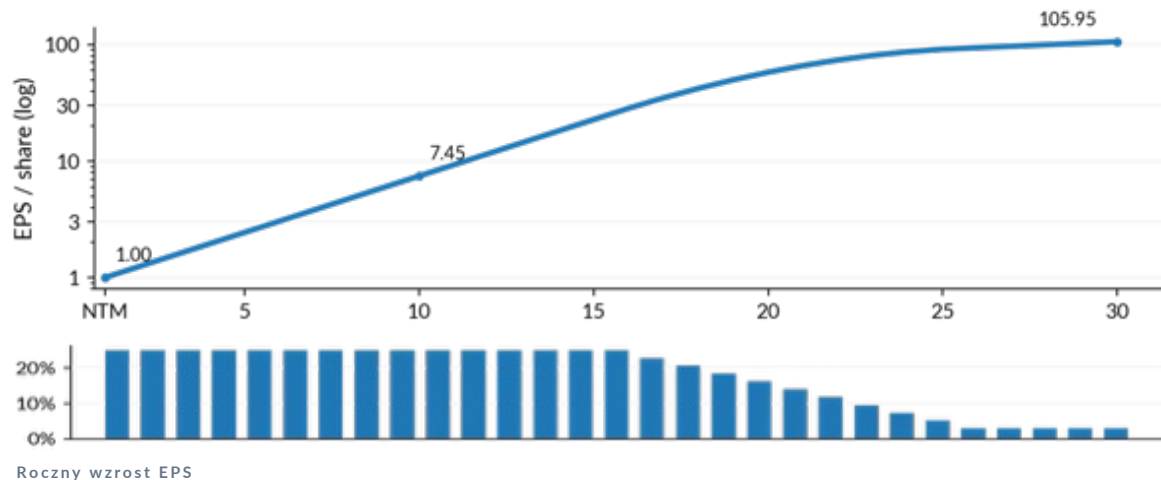
25.0x P/E

Wzrost wymaga reinwestycji 30% gotówki?

24.9x P/E

A co ze skrajnymi przypadkami?

15 lat silnej ekspansji – od regionalnej sieci w Arkansas do 10tys. sklepów



323x

„Uczciwe” P/E

Stopa dyskontowa 11% zamiast 9%?

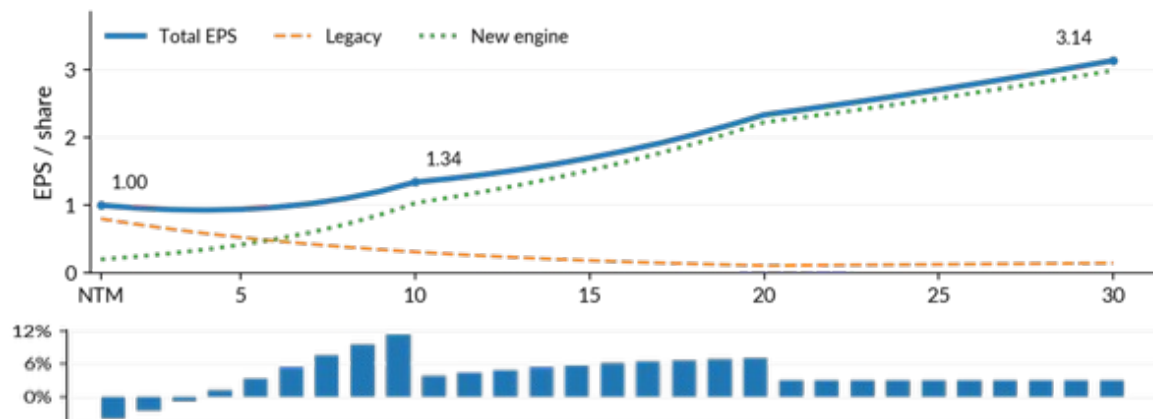
190x P/E

Wzrost wymaga reinwestycji 70% gotówki?

97x P/E

Przykład: firmy w transformacji

Słabość w tradycyjnym biznesie może maskować nowy silnik wzrostu



Roczny wzrost EPS



PHILIP MORRIS
INTERNATIONAL

18.3x

„Uczciwe” P/E

Stopa dyskontowa 11% zamiast 9%?

13.2x P/E

Wzrost wymaga reinwestycji 30% gotówki?

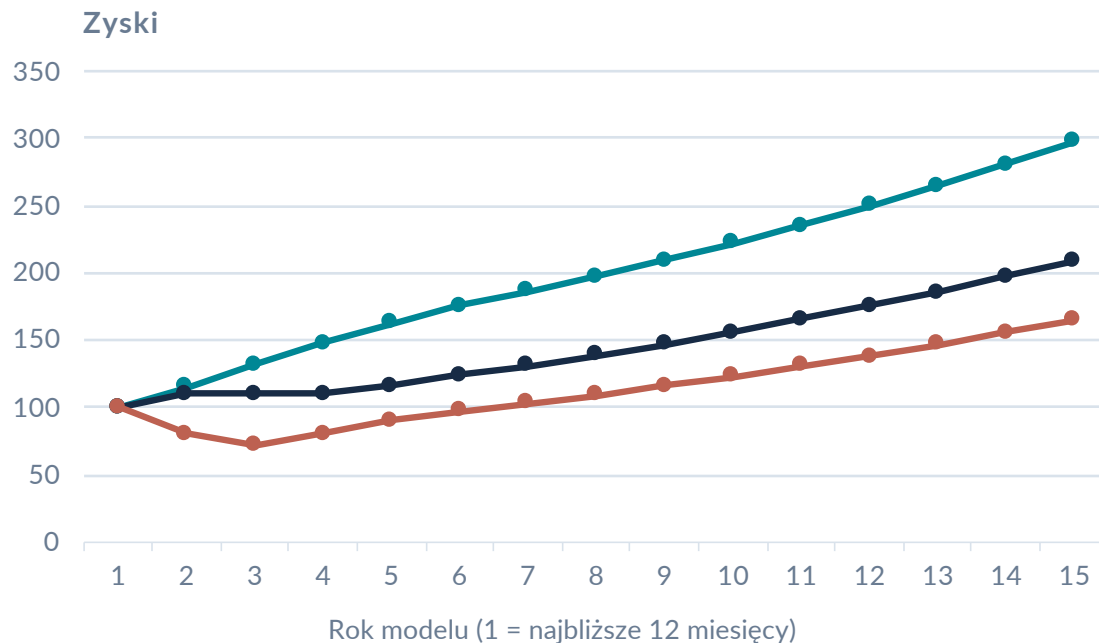
12.9x P/E

Co nam w takim razie mówi rynek?



Forward P/E dla S&P 500 oscyluje obecnie ok. 19.1x. Drogo czy tanio?

Wypadkowa zysków, inwestycji i kosztu kapitału



OPTYMISTYCZNY

26,2×

AI podtrzymuje wzrost przez kilka lat.

RYNKOWY – PRZYKŁADOWA ŚCIEŻKA

≈19×

Dwa lata stagnacji; bez spadku zysków.

PESYMISTYCZNY – RECESJA

14,7×

Zyski -28%; następnie odbudowa.

Zmiana zysków r/r	Rok 2	Rok 3	Rok 4	Rok 5	Rok 6	Lata 7-20	Lata 21+
Optymistyczny	+15%	+15%	+12%	+10%	+8%	+6%	+4,5%
Rynkowy ≈19×	+10%	0%	0%	+6%	+6%	+6%	+4,5%
Recesja zysków	-20%	-10%	+12%	+12%	+8%	+6%	+4,5%

Bardziej umiarkowany scenariusz?

Stopa dyskontowa = 9,61%

+

Wzrost zysków +12%, +8%, +6%

=

„Fair” P/E ok. 19x

**Dlatego patrzymy nie tylko na zyski – rentowność długu
i kapitałochłonność wzrostu też mają znaczenie**

Przykład 1: Atal – outperform

Year to December	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	1 500	1 487	1 267	2 210	2 176	2 108
EBITDA	405	335	332	608	565	523
EBIT	401	331	327	604	561	519
Net profit	341	295	224	464	429	395
P/E (x)	5.8	8.1	11.2	5.6	6.1	6.6
P/ BV (x)	1.16	1.38	1.45	1.31	1.26	1.22
Dividend Yield	9.9%	10.8%	9.5%	7.5%	13.3%	12.3%

Source: Company data, Erste Brokerage Poland estimates

Przykład 2: Pekao – hold

(PLN m)	Net interest income	Admin costs	Net attr. income	NIM	C/I	RoE	P/E (x)	Adj.** P/E (x)	P/BV (x)	DPS (PLN)*	Div. Yield (%)
2024	12,882	-5,483	6,376	4.2%	34%	20.5%	11.5	10.2	2.3	18.4	6.6%
2025	13,693	-5,914	7,015	4.2%	34%	20.9%	10.4	9.7	2.1	19.8	7.1%
2026E	13,675	-6,273	6,034	3.9%	36%	16.9%	12.1	11.8	2.0	17.2	6.2%
2027E	14,423	-6,536	7,098	3.9%	35%	18.9%	10.3	10.3	1.9	20.3	7.3%
2028E	14,988	-6,606	7,592	3.8%	34%	19.0%	9.7	9.7	1.8	21.7	7.8%

Przykład 3: InterCars – neutral

Year to Dec	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Sales	18,030	19,473	21,216	24,106	26,407	28,899
EBITDA	1,218	1,266	1,424	1,810	1,983	2,169
EBIT	1,035	1,059	1,163	1,522	1,674	1,837
Net profit	700	721	806	1,078	1,203	1,337
P/E (x)	11.3	9.7	10.3	12.4	10.8	9.7
EV/EBITDA	8.6	7.9	8.1	9.1	8.0	7.1
FCF Yield	0.5%	-2.9%	0.2%	2.6%	2.8%	3.3%
Dividend Yield	0.1%	0.1%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%