

Spis treści

Wstęp	15
1. Historia, standardy i techniki wyceny przedsiębiorstwa (Marek Panfil, Andrzej Szablewski)	19
1.1. Filozoficzny, socjologiczny i ekonomiczny kontekst kategorii wartości ...	19
1.2. Rozwój technik wyceny przedsiębiorstwa w XX w. i pierwszej dekadzie XXI w.	27
1.3. Standardy wartości przedsiębiorstwa	33
1.4. Generatory i prawidłowości budowy wartości przedsiębiorstwa	35
1.5. Podejścia stosowane w wycenie przedsiębiorstwa	38
Wnioski	40
Pytania kontrolne	41
Polecana literatura	41
2. Wycena przedsiębiorstwa na podstawie bilansu według MSR/MSSF (Małgorzata Krysik)	43
2.1. Spółki giełdowe jako podmioty zobowiązane do stosowania MSR/MSSF .	43
2.2. Standaryzacja zasad rachunkowości (MSR/MSSF)	45
2.3. Wymogi dotyczące elementów sprawozdań finansowych spółek giełdowych	47
2.4. Zasady prezentacji aktywów i pasywów spółki	48
2.5. Koncepcje wyceny bilansowej w sprawozdawczości finansowej spółek giełdowych	62
2.5.1. Wycena po początkowym ujęciu oparta na zasadzie kosztu historycznego	63
2.5.2. Wycena po początkowym ujęciu oparta na wartości godziwej	72
Wnioski	76
Pytania kontrolne	78
Polecana literatura	78
3. Kalkulacja kosztu kapitału (Marcin Pęksyk)	79
3.1. Sens ekonomiczny i zastosowanie kosztu kapitału w wycenie aktywów ...	79
3.1.1. Sens ekonomiczny kosztu kapitału	79
3.1.2. Podstawowe pojęcia	80
3.1.3. Średni ważony koszt kapitału a mikroekonomiczna perspektywa przedsiębiorstwa	81
3.1.4. Stopa dyskontowa, stopa kapitalizacji i oczekiwany wzrost	84

WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA

3.2. Podstawowe modele kalkulacji kosztu kapitału własnego	85
3.2.1. Model zdyskontowanych dywidend	86
3.2.2. Składany koszt kapitału	87
3.2.3. Model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM)	91
3.3. Podstawowe modele kalkulacji kosztu kapitału obcego	96
3.3.1. Metoda zwrotu do momentu wykupu	96
3.3.2. Wybrane problemy związane z wyznaczaniem kosztu kapitału obcego	98
3.3.3. Wyznaczanie kosztu kapitału na rynkach wschodzących lub turbulentnych	99
3.4. Wyznaczanie średniego ważonego kosztu kapitału – analiza przykładu ..	100
3.4.1. Wybór spółek porównywalnych	100
Wnioski	103
Pytania kontrolne	104
Polecana literatura	104
4. Analiza fundamentalna przedsiębiorstwa (Urszula Malinowska)	105
4.1. Istota analizy fundamentalnej i jej znaczenie w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych	105
4.2. Analiza fundamentalna <i>versus</i> analiza techniczna	107
4.3. Etapy analizy fundamentalnej	109
4.3.1. Procedura przeprowadzania analizy fundamentalnej	109
4.3.2. Analiza otoczenia firmy	110
4.3.3. Analiza wewnętrzna spółki	116
4.3.4. Zasady i metody szacowania wewnętrznej wartości akcji	125
Wnioski	129
Pytania kontrolne	130
Polecana literatura	130
5. Wycena przedsiębiorstwa na rynkach kapitałowych (Jarosław Kwit)	131
5.1. Zachowania rynków kapitałowych	131
5.1.1. Teorie zachowań rynku w aspekcie podejmowania decyzji inwestycyjnych	134
5.1.2. Problem mutacji rynku	137
5.2. Analiza dyskonta w wycenie rynkowej spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2000–2009	141
5.2.1. Metodyka badawcza i dobór próby	141
5.2.2. Wyniki badań	143
Wnioski	146
Pytania kontrolne	147
Polecana literatura	148

WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA

6. Wycena oczekiwań inwestorów (<i>Magdalena Mikołajek-Gocejna</i>)	149
6.1. Sygnały i zakłócenia a oczekiwania inwestorów	149
6.2. Znaczenie oczekiwań inwestorów – wyniki badań	153
6.3. Włączenie oczekiwań inwestorów do pomiaru wartości	158
6.4. Strategiczna implikacja oczekiwań inwestorów	159
Wnioski	162
Pytania kontrolne	164
Polecana literatura	164
7. Wycena ryzyka przedsiębiorstwa (<i>Jan Krzysztof Solarz</i>)	165
7.1. Ewolucja roli zarządzania ryzykiem w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa	165
7.1.1. <i>Value at Risk</i>	170
7.1.2. Audyt zarządzania ryzykiem	171
7.1.3. <i>Corporate governance</i>	172
7.1.4. <i>Enterprise Risk Management</i>	175
7.2. Rodzaje ryzyka przedsiębiorstwa	177
7.3. Jakość zarządzania ryzykiem i jej wpływ na wycenę przedsiębiorstwa	178
Wnioski	180
Pytania kontrolne	181
Polecana literatura	182
8. Wpływ ryzyka rynkowego na wycenę KGHM Polska Miedź SA (<i>Jarosław Romanowski, Radosław Załozński</i>)	183
8.1. Krótka charakterystyka KGHM Polska Miedź SA	183
8.2. Zarządzanie ryzykiem finansowym w praktyce	185
8.2.1. Pomiar ryzyka finansowego	186
8.2.2. Cele i motywy zarządzania ryzykiem rynkowym	189
8.2.3. Wpływ zarządzania ryzykiem rynkowym na przedsiębiorstwo	191
8.3. Hedging w kontekście zysków i strat	198
8.3.1. Zarządzanie ryzykiem rynkowym a sprzedaż aktywów w okresie niskich cen	198
8.3.2. Odpowiedzialność społeczna	199
8.4. Wpływ warunków rynkowych na wycenę KGHM	199
8.4.1. Dyskonto w wycenie akcji KGHM	201
8.4.2. Sposoby kreowania wartości w przedsiębiorstwie	204
Wnioski	205
Pytania kontrolne	207
Polecana literatura	207

WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA

9. Wpływ zmian na rynku ropy naftowej na wycenę przedsiębiorstw	
– przykład Exxon Mobil (<i>Wojciech Potocki</i>)	209
9.1. Wpływ zmian na rynku ropy naftowej na wyniki finansowe i wycenę	
rynkową przedsiębiorstw petrochemicznych	210
9.2. Wpływ czynników makroekonomicznych na wyniki finansowe i wartość	
przedsiębiorstwa na przykładzie Exxon Mobil Corporation	215
9.3. Charakterystyka statystyczna ceny ropy naftowej	222
9.4. Dwa wymiary niestabilności na rynku ropy naftowej	224
9.5. Perspektywy percepcji zachowania się ceny ropy naftowej	226
9.5.1. Teoria Hotellinga	226
9.5.2. Model niestrukturalny Pindycka	228
9.5.3. Długoterminowe prognozowanie cen ropy naftowej	230
9.5.4. Krótkoterminowe prognozowanie ceny ropy naftowej	231
9.6. Propozycja prognozy ceny ropy naftowej i zysku operacyjnego	
Exxon Mobil	237
Wnioski	239
Pytania kontrolne	241
Polecana literatura	242
10. Wycena nieruchomości a wycena przedsiębiorstw w gospodarce	
nietrwałości (<i>Elżbieta Mączyńska</i>)	243
10.1. Postindustrialna gospodarka nietrwałości	243
10.2. Ekonomia i wycena „na zakręcie”	248
10.3. Globalny wymiar wyceny	252
10.4. Globalne dysfunkcje informacyjne	254
10.5. Wycena przedsiębiorstw a nieruchomości w Polsce – niespójności	
metodologiczne i regulacyjne	257
Wnioski	262
Pytania kontrolne	264
Polecana literatura	264
11. Wycena banku (<i>Monika Marcinkowska</i>)	265
11.1. Specyfika banku – cele i zasady działania	265
11.2. Źródła i generatory wartości banku	267
11.3. Metody wyceny banku	272
11.3.1. Podejścia majątkowe	272
11.3.2. Podejścia mnożnikowe (rynkowe)	274
11.3.3. Podejścia dochodowe	277
Wnioski	290
Pytania kontrolne	291
Polecana literatura	291

12. Wycena przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) (Marek Panfil)	293
12.1. Istota metody DCF	293
12.2. Proces wyceny przedsiębiorstwa metodą DCF	295
12.2.1. Analiza finansowa i strategiczna wycenianego przedsiębiorstwa	295
12.2.2. Prognoza przyszłych wolnych przepływów pieniężnych	298
12.2.3. Prognoza stopy dyskontowej	305
12.2.4. Dyskontowanie przyszłych przepływów pieniężnych i wartości końcowej	306
12.2.5. Interpretacja wyników wyceny	310
12.3. Ograniczenia metody DCF	311
12.4. Wycena Grupy Jutrzenka Holding SA	312
12.4.1. Charakterystyka Spółki	312
12.4.2. Akcjonariat podmiotu dominującego Jutrzenka Holding SA	314
12.4.3. Rynek i konkurencja	315
12.4.4. Główne czynniki ryzyka	316
12.4.5. Oszacowanie wartości przedsiębiorstwa, wartości dochodowej kapitałów własnych i wartości 1 akcji Jutrzenka Holding metodą DCF	316
12.4.6. Wycena Jutrzenka Holding metodą porównawczą	318
12.4.7. Poszukiwanie ostatecznej wartości 1 akcji Jutrzenka Holding SA	320
Wnioski	321
Pytania kontrolne	322
Polecana literatura	322
13. Wycena przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych dywidend (Andrzej Szablewski)	323
13.1. Zwrot gotówki do właścicieli: zyski kapitałowe, dywidendy i wykup akcji własnych	324
13.2. Możliwość prognozowania przyszłych dywidend	328
13.3. Modele zdyskontowanych dywidend (<i>Dividend Discount Model</i>)	332
13.3.1. Założenia	332
13.3.2. Podstawowy model wyceny	332
13.3.3. Model stałych dywidend	333
13.3.4. Model stałego tempa wzrostu dywidendy	333
13.3.5. Fazowy wzrost dywidendy: dwu- i trójfazowe modele	335
Wnioski	341
Pytania kontrolne	342
Polecana literatura	343

14. Wycena przedsiębiorstwa metodą skorygowanej wartości bieżącej (APV) (Andrzej Fierla)	345
14.1. Geneza metody APV	345
14.2. Klasyczna forma metody APV	348
14.3. Koncepcja rozwiniętej metody APV	351
14.4. Problemy związane z wykorzystaniem metody APV	352
14.5. Przykład wyceny spółki klasyczną formą metody APV	355
Wnioski	359
Pytania kontrolne	360
Polecana literatura	360
15. Wycena przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych zysków ekonomicznych (EVA) (Andrzej Cwynar)	361
15.1. Istota i przesłanki stosowania zysku ekonomicznego	361
15.2. Kompatybilność zysku ekonomicznego z NPV (z DCF)	364
15.3. Badania empiryczne nad zyskiem ekonomicznym	365
15.4. Zysk ekonomiczny w wycenie – ujęcie koncepcyjne	367
15.5. Zysk ekonomiczny w wycenie – kwestie techniczne	369
15.6. Zysk ekonomiczny w wycenie – przykład	371
15.7. Wycena metodą DEP i metodą DCF – podobieństwa i różnice	374
15.8. Kontrowersje wokół sprawności informacyjnej i motywacyjnej zysku ekonomicznego	376
Wnioski	380
Pytania kontrolne	381
Polecana literatura	381
16. Wycena przedsiębiorstwa metodą porównawczą (Rafał Tuzimek)	383
16.1. Wstęp	383
16.2. Wartość przedsiębiorstwa a wartość kapitału własnego	384
16.3. Mnożniki	384
16.3.1. Mnożniki <i>Equity Value</i>	385
16.3.2. Mnożniki <i>Enterprise Value</i>	386
16.4. Wskaźniki oparte na danych historycznych a wskaźniki oparte na danych prognostycznych	388
16.5. Metoda spółek porównywalnych a metoda transakcji porównywalnych	388
16.6. Kalkulacja wartości – wycena	389
16.7. Korekty	390
16.8. Premie i dyskonta	391
16.9. Aktywa pozaoperacyjne	392
16.10. Wycena spółki a kurs giełdowy akcji	392

WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA

16.11. Słabości metody rynkowej	392
16.12. Przykład wyceny mnożnikowej	393
Wnioski	395
Pytania kontrolne	396
Polecana literatura	396
 17. Wycena przedsiębiorstwa w modelu opcji rzeczywistych (<i>Zbigniew Krysiak</i>)	397
17.1. Wartość dodana modelu opcji rzeczywistych	397
17.2. Zmienność determinanty wartości przedsiębiorstwa	402
17.3. Algorytm wyznaczania wartości przedsiębiorstwa	406
17.4. Szacowanie wartości przedsiębiorstwa na przykładzie firmy Mieszko SA	416
17.5. Wpływ cyklu koniunkturalnego na wycenę przedsiębiorstwa	428
Wnioski	432
Pytania kontrolne	433
Polecana literatura	433
 18. Wycena przedsiębiorstwa w transakcjach fuzji i przejęć (<i>Andrzej Staniszewski, Przemysław Błogowski</i>)	435
18.1. Rynek M&A w latach 2005–2009 i w dwóch kwartałach 2010 r. na świecie oraz w Europie Środkowo-Wschodniej	435
18.2. Wzrost wartości przedsiębiorstw przez transakcje M&A	440
18.3. Efektywność transakcji M&A – wyniki badań	441
18.3.1. Kreowanie synergii – mity i fakty	441
18.3.2. Premia za kontrolę – zasady ustalania ceny	444
18.4. Wyniki badań transakcji M&A	447
18.5. Wycena spółki na potrzeby transakcji M&A	456
18.6. Przyczyny niepowodzeń transakcji M&A	459
Wnioski	461
Pytania kontrolne	464
Polecana literatura	465
 19. Wycena spółki w procesie IPO (<i>Dorota Podedworna-Tarnowska</i>)	467
19.1. Kapitałowe i niekapitałowe znaczenie upublicznienia spółek	468
19.1.1. Procedura upublicznienia a etapy wyceny spółki	472
19.1.2. Przesłanie inwestycyjne warunkiem skuteczności strategii giełdowego debiutu	474
19.1.3. Czynniki warunkujące trafność wyceny spółki w procesie IPO ...	474
19.2. Dyskonto i efekt niedowartościowania debiutujących spółek	476
19.3. Analiza niedowartościowania spółek debiutujących na GPW w Warszawie w latach 2005–III kwartał 2010	480

WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA

19.4. Studium przypadku	483
19.4.1. Infovide Matrix SA – niedowartościowany debiut	483
19.4.2. K2 Internet SA – przewartościowany debiut	486
19.4.3. Gino Rossi SA – trafiona wycena	489
Wnioski	492
Pytania kontrolne	493
Polecana literatura	493
 20. Wycena zasobów niematerialnych (<i>Monika Marcinkowska</i>)	495
20.1. Zasoby niematerialne i ich wpływ na wartość przedsiębiorstw	495
20.2. Zasoby niematerialne i aktywa niematerialne	498
20.3. Wycena łącznych zasobów niematerialnych – kapitału intelektualnego ..	501
20.4. Wycena pojedynczych zasobów niematerialnych	508
20.4.1. Podejście kosztowe	508
20.4.2. Podejście rynkowe	509
20.4.3. Podejście dochodowe	509
20.4.4. Podejście opcyjne (wycena opcji rzeczywistych)	510
20.5. Wycena aktywów niematerialnych na potrzeby sprawozdawczości finansowej	513
20.5.1. Regulacje MSR	513
20.5.2. Polskie regulacje rachunkowości	518
Wnioski	519
Pytania kontrolne	520
Polecana literatura	520
 21. Wycena klienta (<i>Barbara Dobiegała-Korona</i>)	521
21.1. Przesłanki wyceny klienta	521
21.2. Wycena klienta w wycenie rynkowej przedsiębiorstwa	523
21.3. Wymiana wartości jako podstawa wyceny klientów	525
21.4. Metody szacowania wartości klienta	529
21.4.1. Wycena oparta na danych historycznych	529
21.4.2. Wycena oparta na danych prognozowanych – życiowa wartość klienta	530
21.4.3. Węższe podejście do pomiaru wartości klienta metodą CLV	534
21.4.4. Rozwinięte podejście do wyceny klienta	539
21.5. Praktyczne wykorzystanie wyceny klienta	545
Wnioski	547
Pytania kontrolne	549
Polecana literatura	549

WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA

22. Wycena przedsiębiorstwa metodą DCF z wykorzystaniem rachunku rentowności klientów (<i>Krzysztof Rybarczyk</i>)	551
22.1. Perspektywa klienta w zarządzaniu przedsiębiorstwem	551
22.2. Rachunek rentowności klientów	554
22.3. Rachunek kosztów działań	558
22.4. Wartość przedsiębiorstwa jako przyszłe przepływy pieniężne od klientów	560
22.5. Przykład wyceny przedsiębiorstwa metodą DCF z wykorzystaniem rachunku rentowności klientów	561
22.5.1. Opis działalności przedsiębiorstwa	561
22.5.2. Rachunek kosztów klienta	562
Wnioski	579
Pytania kontrolne	579
Polecana literatura	580
23. Wycena kapitału ludzkiego przedsiębiorstwa (<i>Tomasz Rostkowski</i>)	581
23.1. Kompetencje pracowników w tworzeniu kompetencji kluczowych przedsiębiorstwa	581
23.1.1. Kompetencje zawodowe pracowników	581
23.1.2. Kompetencje kluczowe przedsiębiorstwa	584
23.1.3. Kompetencje kluczowe przedsiębiorstwa a kompetencje zawodowe pracowników	585
23.1.4. Kompetencje decyzyjne pracowników a etap życia przedsiębiorstwa	586
23.2. Etapy rozwoju przedsiębiorstwa	586
23.2.1. Etapy rozwoju przedsiębiorstwa a wartość kompetencji pracowników	587
23.3. Metody szacowania wartości pracowników	590
23.3.1. Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych	591
23.3.2. Metoda kosztów historycznych	593
23.3.3. Metoda odtworzeniowa	594
23.3.4. Wartość kapitału ludzkiego przedsiębiorstwa – wybrane wskaźniki	595
Wnioski	597
Pytania kontrolne	598
Polecana literatura	599
24. Wycena klubu piłkarskiego na przykładzie Juventus Turyn (<i>Michał Głodowski</i>)	601
24.1. Biznes a gospodarka	601
24.2. Elementy biznesu piłkarskiego	603
24.2.1. „Wielka piątka” Europy	603
24.2.2. Ekstraklasa w Polsce	605
24.3. Wpływ piłki nożnej na rozwój gospodarczy	606

WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA

24.4. Kluby piłkarskie na giełdach papierów wartościowych	608
24.4.1. Analiza trendu w ujęciu historycznym – przykład ligi angielskiej (Premiership)	608
24.4.2. Kapitalizacja wybranych klubów piłkarskich na giełdach papierów wartościowych	610
24.4.3. STOXX Europe Football Index	611
24.5. Metody wyceny klubu piłkarskiego	612
24.5.1. Czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa	612
24.5.2. Zdolność generowania gotówki przez klub piłkarski	614
24.5.3. Wycena klubu piłkarskiego – przykład Juventus Turyn	615
24.6. EURO 2012 a rozwój polskiej gospodarki	626
Wnioski	627
Pytania kontrolne	627
Polecana literatura	628
Zakończenie	629
Wykaz najważniejszych wzorów	633
Bibliografia	641
Indeks rzeczowy	666
O Autorach	680