

Spis treści

Wycena a cena akcji (<i>Marek Panfil, Andrzej Szablewski</i>)	27
1. WIG20: przeszłość, teraźniejszość i przyszłość (<i>Magdalena Mikołajek-Gocejna</i>)	41
Wstęp	41
1.1. WIG20 – istota i struktura indeksu	41
1.1.1. Indeksy giełdowe na GPW w Warszawie	41
1.1.2. Struktura WIG20	49
1.1.3. Opcje na WIG20	53
1.1.4. ETF-y, czyli jak kupić indeks WIG20	53
1.2. Kształtowanie się indeksu WIG20	54
1.3. Przyszłość WIG20	58
1.3.1. WIG20 a koniunktura gospodarcza	58
1.3.2. Przyszłość WIG20 a struktura inwestorów	62
1.4. W kierunku WIG30	64
Wnioski	66
2. Całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy a inne mierniki kreacji wartości (<i>Robert Sobotnik</i>)	71
Wstęp	71
2.1. Całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy	71
2.2. Realna całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy	73
2.3. Metodologia badania	74
2.4. TSR WIG20 w latach 2002–2012	75
Zakończenie	76
Aneks	77
3. Wycena Grupy TVN (<i>Małgorzata Wodzińska</i>)	79
Wstęp	79
3.1. Charakterystyka Grupy TVN	79
3.1.1. Branża i model biznesowy	79
3.1.2. Ważniejsze wydarzenia historyczne	80
3.1.3. Struktura własnościowa	81
3.1.4. Kadra zarządzająca	81
3.2. Analiza strategiczna	82
3.2.1. Misja i wizja	82
3.2.2. Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa	82

3.2.3. Specyfika rynku	84
3.2.4. Analiza modelu 5 sił konkurencyjności Portera	84
3.2.5. Analiza SWOT	87
3.3. Analiza finansowa w okresie 2007–2011	88
3.3.1. Analiza rachunku zysków i strat	88
3.3.2. Analiza bilansu	90
3.3.3. Analiza rachunku przepływów pieniężnych	91
3.3.4. Analiza wskaźników płynności	92
3.3.5. Analiza wskaźników rentowności	92
3.3.6. Analiza wskaźników zadłużenia	93
3.3.7. Analiza wskaźników aktywności	94
3.3.8. Analiza wskaźników dla akcjonariuszy	94
3.3.9. Strategiczny model zysku	96
3.3.10. Analiza zysku ekonomicznego	98
3.3.11. Ryzyko a wycena	98
3.4. Wycena Grupy TVN metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych	99
3.4.1. Założenia dla potrzeb wyceny metodą dochodową	99
3.4.2. Prognoza rachunku zysków i strat	100
3.4.3. Prognoza bilansu	101
3.4.4. Prognoza rachunku przepływów pieniężnych	102
3.4.5. Prognoza kosztu kapitału własnego	102
3.4.6. Prognoza kapitału obrotowego netto	103
3.4.7. Kalkulacja wyceny Grupy TVN	103
3.4.8. Analiza wrażliwości	104
3.5. Wycena Grupy TVN metodą porównawczą	105
3.6. Wycena a giełdowa cena akcji. Prognoza zysku ekonomicznego	106
Zakończenie	108
Aneks	110
 4. Wycena Grupy Kapitałowej Telekomunikacja Polska (Orange Polska) (Piotr Zaniewski)	115
Wstęp	115
4.1. Charakterystyka Grupy TP	115
4.1.1. Branża i model biznesowy	115
4.1.2. Ważniejsze wydarzenia historyczne	117
4.1.3. Struktura własnościowa	119
4.1.4. Kadra zarządzająca	119
4.2. Analiza strategiczna Grupy TP	120
4.2.1. Misja i wizja	120
4.2.2. Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa	120
4.2.3. Specyfika rynku	122

4.2.4. Analiza 5 sił konkurencyjności Portera	127
4.2.5. Analiza SWOT	127
4.3. Analiza finansowa w okresie 31.12.2007–31.12.2011	128
4.3.1. Analiza rachunku zysków i strat	128
4.3.2. Analiza bilansu	130
4.3.3. Analiza rachunku przepływów pieniężnych	132
4.4. Analiza wskaźnikowa w okresie 31.12.2007–31.12.2011	134
4.4.1. Analiza wskaźników płynności	134
4.4.2. Analiza wskaźników sprawności działania	135
4.4.3. Analiza wskaźników zadłużenia	135
4.4.4. Analiza wskaźników rentowności	136
4.4.5. Analiza wskaźników dla akcjonariuszy	136
4.4.6. Strategiczny model zysku	138
4.4.7. Analiza zysku ekonomicznego	139
4.5. Ryzyko a wycena	140
4.6. Założenia dla potrzeb metody dochodowej w okresie 31.12.2012–31.12.2016.	142
4.6.1. Makroekonomia	142
4.6.2. Prognoza rachunku zysków i strat w okresie 1.01.2012–31.12.2016 ..	143
4.6.3. Prognoza bilansu	145
4.6.4. Prognoza rachunku przepływów pieniężnych	147
4.6.5. Prognoza kosztu kapitału	147
4.6.6. Prognoza kapitału obrotowego netto.	149
4.7. Wycena Grupy TP metodą FCFF na 31.03.2012 r.	149
4.8. Wycena Grupy TP metodą porównawczą na 31.03.2012 r.	152
4.9. Wycena a giełdowa cena akcji.	154
4.9.1. Oszacowanie ceny 1 akcji	154
4.9.2. Kreacja i destrukcja wartości	154
4.9.3. Zwrot gotówki dla właścicieli	155
Zakończenie	156
Aneks	157
5. Wycena Grupy Kapitałowej Tauron Polska Energia (Joanna Górna)	163
Wstęp	163
5.1. Charakterystyka Grupy Tauron	163
5.1.1. Branża i model biznesowy.	164
5.1.2. Ważniejsze wydarzenia historyczne	164
5.1.3. Struktura własnościowa.	166
5.2. Analiza strategiczna Grupy Tauron	167
5.2.1. Strategia rozwoju	167
5.2.2. Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa	168

5.2.3. Specyfika rynku	169
5.2.4. Analiza 5 sił konkurencyjności Portera	170
5.2.5. Analiza SWOT	172
5.3. Analiza finansowa w okresie 31.12.2007–31.12.2011.	173
5.3.1. Analiza rachunku zysków i strat	173
5.3.2. Analiza bilansu	175
5.3.3. Analiza rachunku przepływów pieniężnych	177
5.4. Analiza wskaźnikowa w okresie 31.12.2007–31.12.2012	179
5.4.1. Analiza płynności.	179
5.4.2. Analiza sprawności działania	179
5.4.3. Analiza zadłużenia	180
5.4.4. Analiza rentowności.	181
5.4.5. Analiza wskaźników dla akcjonariuszy	181
5.4.6. Strategiczny model zysku	183
5.4.7. Analiza zysku ekonomicznego	183
5.4.8. Ryzyko a wycena	184
5.5. Założenia dla potrzeb metody dochodowej	186
5.5.1. Założenia makroekonomiczne	186
5.5.2. Prognoza rachunku zysków i strat	186
5.5.3. Prognoza bilansu	190
5.5.4. Prognoza przepływów pieniężnych	191
5.5.5. Prognoza kosztu kapitału	192
5.5.6. Prognoza kapitału obrotowego netto	194
5.6. Wycena Grupy Tauron metodą DCF na 31.12.2012 r.	194
5.6.1. Kalkulacja FCFF	194
5.6.2. Kalkulacja zdyskontowanych FCFF	195
5.6.3. Kalkulacja wartości końcowej (TV)	195
5.6.4. <i>Enterprise Value</i> i <i>Equity Value</i>	195
5.7. Wycena Grupy Tauron metodą porównawczą	196
5.7.1. Dobór spółek porównywalnych	196
5.7.2. Mnożniki	196
5.7.3. <i>Enterprise Value</i> i <i>Equity Value</i>	197
5.8. Wynik wyceny i giełdowa cena akcji	198
5.8.1. Wynik wyceny	198
5.8.2. Wycena a giełdowa cena akcji	198
5.8.3. Kreacja i destrukcja wartości	198
5.8.4. Zwrot gotówki dla właścicieli (dywidenda i skup akcji własnych) ...	199
Zakończenie	199
6. Wycena Grupy Kapitałowej Asseco Poland (Andrzej Staniszewski)	201
Wstęp	201
6.1. Charakterystyka GK Asseco Poland	202

6.1.1. Branża – model biznesowy	202
6.1.2. Ważniejsze wydarzenia historyczne	206
6.1.3. Struktura własnościowa	207
6.1.4. Kadra zarządzająca	207
6.2. Analiza strategiczna GK Asseco Poland	209
6.2.1. Misja i wizja	209
6.2.2. Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa	209
6.3. Rynek informatyczny i jego perspektywy	210
6.3.1. Rynek informatyczny na świecie	210
6.3.2. Rynek informatyczny w Polsce	212
6.4. Analiza 5 sił konkurencyjności Portera	214
6.5. Analiza SWOT	215
6.6. Analiza finansowa w latach 2007–2011	217
6.6.1. Analiza skonsolidowanego rachunku zysków i strat	217
6.6.2. Przychody ze sprzedaży produktów i usług	219
6.6.3. Pozostałe przychody operacyjne	221
6.6.4. Przychody finansowe	222
6.6.5. Koszty działalności operacyjnej	224
6.6.6. Pozostałe koszty operacyjne	228
6.6.7. Koszty finansowe	229
6.6.8. Analiza marż na różnym rodzaju działalności	231
6.7. Analiza skonsolidowanego bilansu w latach 2007–2011	234
6.7.1. Analiza aktywów	237
6.7.2. Analiza pasywów	239
6.8. Analiza skonsolidowanego rachunku przepływów pieniężnych GK Asseco Poland w latach 2007–2011	242
6.8.1. Działalność operacyjna	244
6.8.2. Działalność inwestycyjna	245
6.8.3. Działalność finansowa	247
6.9. Analiza wskaźnikowa GK Asseco Poland w latach 2007–2011	249
6.9.1. Analiza wskaźników płynności	250
6.9.2. Analiza wskaźników sprawności działania	250
6.9.3. Analiza wskaźników struktury finansowania i zadłużenia	251
6.9.4. Analiza wskaźników rentowności	252
6.9.5. Analiza wskaźników dla akcjonariuszy	253
6.9.6. Strategiczny model zysku GK Asseco Poland w latach 2007–2011	258
6.10. Analiza zysku ekonomicznego	258
6.11. Ryzyko a wycena	261
6.12. Założenia dla potrzeb metody dochodowej	263
6.12.1. Makroekonomia	263
6.12.2. Prognoza skonsolidowanego rachunku zysków i strat GK Asseco w latach 2012–2016	264

6.12.3. Prognoza skonsolidowanego bilansu w latach 2012–2016	267
6.12.4. Prognoza skonsolidowanego rachunku przepływów pieniężnych w latach 2012–2016	269
6.12.5. Działalność operacyjna	269
6.12.6. Działalność inwestycyjna	270
6.12.7. Działalność finansowa	270
6.13. Prognoza kosztu kapitału	270
6.13.1. Koszt kapitału własnego	270
6.13.2. Koszt kapitału obcego	270
6.13.3. Średni ważony koszt kapitału (WACC)	271
6.13.4. Prognoza kapitału obrotowego netto	271
6.14. Wycena GK Asseco metodą DCF na 31.12.2012 r.	272
6.15. Kalkulacja FCFF	273
6.15.1. Kalkulacja zdyskontowanych FCFF	273
6.15.2. Kalkulacja wartości końcowej (TV)	273
6.15.3. Kalkulacja zdyskontowanej TV	274
6.16. <i>Enterprise Value</i> i <i>Equity Value</i>	274
6.17. Analiza wrażliwości	274
6.18. Wycena metodą porównawczą na 31.12.2012 r.	276
6.18.1. Dobór spółek porównywalnych	276
6.18.2. Mnożniki	277
6.18.3. Korekty	277
6.18.4. Dyskonta i premie	277
6.18.5. <i>Enterprise Value</i> i <i>Equity Value</i>	277
6.19. Wynik wyceny i giełdowa cena akcji	279
6.19.1. Wyniki wyceny	279
6.19.2. Wycena a giełdowa cena akcji	280
6.20. Kreacja i destrukcja wartości	281
6.21. Migracja wartości	282
6.22. Najważniejsze wydarzenia w Spółce po dacie wyceny	285
Zakończenie	285
 7. Wycena Grupy Kapitałowej Lubelski Węgiel Bogdanka (Wojciech Kiczka)	 287
Wstęp	287
7.1. Charakterystyka Grupy Bogdanka	287
7.1.1. Model biznesowy	288
7.1.2. Ważniejsze wydarzenia historyczne	289
7.1.3. Struktura własnościowa	290
7.1.4. Kadra zarządzająca	290
7.2. Analiza strategiczna Spółki	290

7.2.1. Misja i wizja	290
7.2.2. Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa	291
7.2.3. Specyfika rynku	292
7.2.4. Analiza modelu 5 sił konkurencyjności Portera	293
7.2.5. Analiza SWOT	296
7.3. Analiza finansowa w okresie 2007–2011	297
7.3.1. Analiza rachunku zysków i strat	297
7.3.2. Analiza bilansu	299
7.3.3. Analiza rachunku przepływów pieniężnych	300
7.4. Analiza wskaźnikowa w okresie 2007–2011	301
7.4.1. Analiza wskaźników płynności	301
7.4.2. Analiza wskaźników zadłużenia	301
7.4.3. Analiza wskaźników aktywności	301
7.4.4. Analiza rentowności	302
7.4.5. Analiza wskaźników dla akcjonariuszy	302
7.4.6. Strategiczny model zysku	304
7.4.7. Analiza zysku ekonomicznego	306
7.4.8. Ryzyko a wycena	306
7.5. Założenia metody dochodowej	307
7.5.1. Założenia makroekonomiczne	307
7.5.2. Prognoza rachunku zysków i strat	309
7.5.3. Prognoza marż	310
7.5.4. Prognoza bilansu	310
7.5.5. Prognoza rachunku przepływów pieniężnych	310
7.5.6. Prognoza kosztu kapitału	311
7.5.7. Prognoza kapitału obrotowego netto	312
7.6. Wycena Grupy Bogdanka metodą DCF	312
7.6.1. Kalkulacja FCFF	313
7.6.2. Kalkulacja zdyskontowanych FCFF	314
7.6.3. Kalkulacja wartości końcowej	314
7.6.4. Kalkulacja zdyskontowanej wartości końcowej	315
7.6.5. <i>Enterprise Value</i> i <i>Equity Value</i>	316
7.6.6. Analiza wrażliwości	316
7.7. Wycena Grupy Bogdanka metodą porównawczą	317
7.7.1. Dobór spółek porównywalnych	317
7.7.2. Mnożniki	317
7.7.3. Dyskonta i premie	317
7.7.4. <i>Enterprise Value</i> i <i>Equity Value</i>	318
7.8. Wynik wyceny i giełdowa cena akcji	318
7.8.1. Wynik wyceny	318
7.8.2. Wycena a giełdowa cena akcji	318
7.8.3. Kreacja i destrukcja wartości	319

7.8.4. Zwrot gotówki dla właścicieli (dywidenda i skup akcji własnych) . . .	319
7.8.5. Migracja wartości	319
7.8.6. Ważne wydarzenia w Bogdance po dacie wyceny (31.12.2012 r.) . . .	320
Zakończenie	321
Aneks	323
8. Wycena Grupy Kapitałowej Boryszew (Adam Lesiński)	331
Wstęp	331
8.1. Charakterystyka Grupy Kapitałowej Boryszew	332
8.1.1. Branża i model biznesowy	332
8.1.2. Najważniejsze wydarzenia historyczne	333
8.1.3. Struktura własnościowa	335
8.1.4. Kadra zarządzająca	337
8.2. Analiza strategiczna Spółki	337
8.2.1. Misja i wizja	337
8.2.2. Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa	339
8.2.3. Specyfika rynku	339
8.2.4. Analiza modelu 5 sił konkurencyjności według Portera	341
8.2.5. Analiza SWOT	343
8.3. Analiza finansowa w okresie 2007–2011	344
8.3.1. Analiza rachunku zysków i strat	344
8.3.2. Analiza bilansu	351
8.3.3. Analiza rachunku przepływów pieniężnych	353
8.4. Analiza wskaźnikowa w okresie 2007–2011	355
8.4.1. Analiza wskaźników płynności	355
8.4.2. Analiza wskaźników sprawności działania	356
8.4.3. Analiza wskaźników zadłużenia	357
8.4.4. Analiza wskaźników rentowności	358
8.4.5. Analiza wskaźników dla akcjonariuszy	359
8.4.6. Strategiczny model zysku w okresie 2007–2011	360
8.5. Ryzyko a wycena	362
8.6. Założenia dla potrzeb wyceny metodą dochodową	362
8.6.1. Założenia makroekonomiczne	362
8.6.2. Prognoza rachunku zysków i strat w okresie 2012–2016	363
8.6.3. Prognoza bilansu	365
8.6.4. Prognoza rachunku przepływów pieniężnych	367
8.6.5. Prognoza kosztu kapitału	370
8.7. Wycena Grupy Kapitałowej Boryszew metodą FCFF na 31.12.2012 r.	371
8.7.1. Kalkulacja FCFF	371
8.7.2. Kalkulacja zdyskontowanych FCFF	372
8.7.3. Analiza wrażliwości	373

8.8. Wycena Spółki metodą porównawczą na 31.12.2012 r.	374
8.8.1. Dobór spółek porównywalnych	374
8.8.2. Mnożniki (EV/EBITDA, P/E)	375
8.9. Podsumowanie wyceny	376
8.9.1. Wycena a giełdowa cena akcji	377
8.9.2. Kreacja i destrukcja wartości	377
8.9.3. Zwrot gotówki dla właścicieli (wyplata dywidendy i skup akcji własnych)	377
8.9.4. Migracja wartości	378
8.10. Zdarzenia po dniu wyceny	378
8.10.1. Zmiany w składzie Zarządu	378
8.10.2. Odwołanie prognozy finansowej na 2012 r.	379
8.10.3. Opublikowanie skonsolidowanego sprawozdania finansowego za 2012 r.	379
8.10.4. Działalność deweloperska	380
8.10.5. Sytuacja na rynku motoryzacyjnym	380
8.10.6. Skup akcji Boryszewa	381
8.10.7. Opuszczenie indeksu WIG20 przez akcje Boryszewa	381
Zakończenie	382

9. Wycena Grupy Kapitałowej BRE Banku (mBanku)

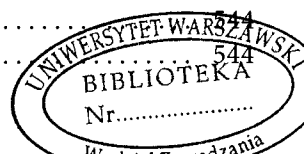
(Paweł Włodarczyk)	385
Wstęp	385
9.1. Charakterystyka Grupy BRE Banku	385
9.1.1. Branża – model biznesowy	385
9.1.2. Ważniejsze wydarzenia historyczne	388
9.1.3. Struktura własnościowa	388
9.1.4. Kadra zarządzająca	389
9.2. Analiza strategiczna Grupy BRE Banku	390
9.2.1. Misja i wizja	390
9.2.2. Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa	391
9.2.3. Specyfika rynku	391
9.2.4. Analiza 5 sił konkurencyjności Portera	393
9.2.5. Analiza SWOT	393
9.3. Analiza finansowa w okresie 2007–2011	395
9.3.1. Analiza rachunku zysków i strat	395
9.3.2. Analiza bilansu	396
9.4. Analiza wskaźnikowa w okresie 2007–2011	399
9.4.1. Analiza wskaźników płynności oraz wypłacalności	399
9.4.2. Analiza wskaźników sprawności zarządzania	400
9.4.3. Analiza struktury finansowania	400

9.4.4. Analiza wskaźników rentowności	401
9.4.5. Analiza wskaźników dla akcjonariuszy oraz akcjogram.....	401
9.4.6. Strategiczny model zysku	403
9.4.7. Kalkulacja zysku ekonomicznego	405
9.4.8. Ryzyko a wycena.....	406
9.5. Założenia dla potrzeb metody dochodowej w okresie 2012–2014.....	408
9.5.1. Założenia makroekonomiczne	408
9.5.2. Prognoza rachunku zysków i strat.....	409
9.5.3. Prognoza bilansu	409
9.6. Wycena Grupy BRE Banku SA modelem zdyskontowanych zysków rezydualnych	410
9.6.1. Oszacowanie wartości kapitałów własnych	411
9.6.2. Analiza wrażliwości	411
9.7. Wycena Grupy BRE Banku SA metodą porównawczą na 31.03.2012 r.	412
9.7.1. Dobór spółek porównywalnych	412
9.7.2. Mnożniki oraz ich wagi.....	412
9.7.3. Dyskonta i premie.....	412
9.7.4. Oszacowanie wartości kapitałów własnych metodą porównawczą. .	413
9.8. Wynik wyceny oraz wycena a giełdowa cena akcji	413
9.8.1. Wynik wyceny.....	413
9.8.2. Wynik wyceny a giełdowa cena akcji	413
9.8.3. Kreacja i destrukcja wartości	413
9.8.4. Zwrot gotówki do właścicieli (wypłata dywidendy i skup akcji własnych)	414
9.8.5. Migracja wartości.....	415
Zakończenie.....	415
Aneks	417
 10. Wycena Grupy Kapitałowej Globe Trade Centre (<i>Emil Wołodźko</i>)	425
Wstęp	425
10.1. Charakterystyka Grupy GTC	425
10.1.1. Branża – model biznesowy.....	425
10.1.2. Ważniejsze wydarzenia historyczne	430
10.1.3. Najważniejsze wydarzenia w Spółce po wycenie	431
10.1.4. Struktura własnościowa	431
10.1.5. Kadra zarządzająca	431
10.2. Analiza strategiczna Grupy GTC	432
10.2.1. Misja i wizja firmy	432
10.2.2. Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa	432
10.2.3. Specyfika rynku	433
10.2.4. Analiza modelu 5 sił konkurencyjności Portera	435
10.2.5. Analiza SWOT	437

10.3. Analiza finansowa Grupy GTC SA w latach 2007–2011	437
10.3.1. Analiza rachunku zysków i strat	437
10.3.2. Analiza bilansu	442
10.3.3. Analiza rachunku przepływów pieniężnych	445
10.4. Analiza wskaźnikowa Grupy GTC w okresie 2007–2011	446
10.4.1. Analiza wskaźników płynności	446
10.4.2. Analiza wskaźników zadłużenia	446
10.4.3. Analiza wskaźników aktywności	447
10.4.4. Analiza rentowności	448
10.4.5. Analiza wskaźników dla akcjonariuszy	449
10.4.6. Strategiczny model zysku	450
10.4.7. Analiza zysku ekonomicznego	452
10.4.8. Ryzyko a wycena	452
10.5. Założenia dla potrzeb wyceny	454
10.5.1. Założenia makroekonomiczne	454
10.5.2. Prognoza rachunku zysków i strat w latach 2012–2016	454
10.5.3. Prognoza marż	456
10.5.4. Prognoza bilansu	456
10.5.5. Prognoza rachunku przepływów pieniężnych	457
10.5.6. Prognoza kosztu kapitału	458
10.5.7. Prognoza kapitału obrotowego netto	459
10.6. Wycena Grupy GTC metodą DCF na 31.12.2012 r.	459
10.6.1. Kalkulacja zdyskontowanych FCFF	459
10.6.2. Kalkulacja wartości końcowej	459
10.6.3. Kalkulacja zdyskontowanej wartości TV	460
10.6.4. <i>Enterprise Value</i> i <i>Equity Value</i>	460
10.6.5. Analiza wrażliwości	460
10.7. Wycena Grupy GTC metodą porównawczą na 31.12.2012 r.	460
10.7.1. Dobór spółek porównywalnych	460
10.7.2. Mnożniki	461
10.7.3. Korekty	461
10.7.4. Dyskonta i premie	461
10.7.5. Wyliczona wartość 1 akcji	461
10.8. Wycena Grupy GTC metodą skorygowanych aktywów netto na 31.12.2012 r.	462
10.9. Wynik wyceny i giełdowa cena akcji	463
10.9.1. Wynik wyceny	463
10.9.2. Wycena a giełdowa cena akcji	463
10.9.3. Kreacja i destrukcja wartości	463
10.9.4. Zwrot gotówki dla właścicieli (dywidenda i skup akcji własnych) ..	464
10.9.5. Migracja wartości	464
Zakończenie	465
Aneks	468

11. Wycena Grupy Kapitałowej Eurocash (Jacek Krawiec)	473
Wstęp	473
11.1. Charakterystyka Grupy Eurocash	474
11.1.1. Model biznesowy	474
11.1.2. Ważniejsze wydarzenia historyczne	475
11.1.3. Struktura własnościowa	476
11.1.4. Kadra zarządzająca	477
11.2. Analiza strategiczna	478
11.2.1. Misja i wizja	478
11.2.2. Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa	479
11.2.3. Specyfika rynku	480
11.2.4. Czynniki ryzyka	480
11.2.5. Analiza 5 sił Portera	482
11.2.6. Analiza SWOT	485
11.3. Analiza finansowa w okresie 2008–2012	486
11.3.1. Analiza rachunku i strat	486
11.3.2. Analiza bilansu	489
11.3.3. Analiza rachunku przepływów pieniężnych	491
11.4. Analiza wskaźnikowa w okresie 2008–2012	491
11.4.1. Analiza płynności	491
11.4.2. Analiza zadłużenia	492
11.4.3. Analiza aktywności	493
11.4.4. Analiza rentowności	494
11.4.5. Analiza wskaźników dla akcjonariuszy	494
11.4.6. Strategiczny model zysku	495
11.5. Założenia wyceny metodą dochodową	496
11.5.1. Prognoza rachunku zysków i strat	496
11.5.2. Prognoza bilansu	499
11.5.3. Prognoza rachunku przepływów pieniężnych	501
11.5.4. Prognoza kosztu kapitału	501
11.5.5. Prognoza kapitału obrotowego netto	504
11.6. Wycena Grupy Eurocash metodą DCF	505
11.6.1. Kalkulacja FCFF	505
11.6.2. Kalkulacja zdyskontowanych FCFF	505
11.6.3. <i>Enterprise Value</i> i <i>Equity Value</i>	507
11.6.4. Analiza wrażliwości	507
11.7. Wycena Grupy Eurocash metodą porównawczą	509
11.7.1. Dobór spółek porównywalnych	509
11.7.2. Ustalenie wartości mnożników	510
11.7.3. Dyskonta i premie	510
11.7.4. <i>Enterprise Value</i> i <i>Equity Value</i>	510

11.8. Wynik wyceny a giełdowa cena akcji	511
11.8.1. Wynik wyceny	511
11.8.2. Wycena a giełdowa cena akcji	511
11.8.3. Kreacja i destrukcja wartości	513
11.8.4. Zwrot gotówki dla właścicieli (dywidenda i skup akcji własnych) ..	513
11.8.5. Ważne wydarzenia w Eurocash SA po dacie wyceny (31.12.2012 r.)	514
Zakończenie	514
Aneks	516
12. Wycena Banku Handlowego w Warszawie (Marcin Ostaszewski)	521
Wstęp	521
12.1. Charakterystyka Spółki	521
12.1.1. Branża i model biznesowy	522
12.1.2. Najważniejsze wydarzenia historyczne	522
12.1.3. Struktura własnościowa	522
12.2. Analiza strategiczna Spółki	523
12.2.1. Misja banku	523
12.2.2. Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa	523
12.2.3. Specyfika rynku bankowego	524
12.2.4. Analiza 5 sił konkurencyjności Portera	526
12.3. Analiza SWOT	528
12.4. Analiza finansowa w okresie 31.12.2007–31.12.2011	529
12.4.1. Analiza rachunku zysków i strat	529
12.4.2. Analiza bilansu	535
12.5. Analiza wskaźnikowa w okresie 31.12.2007–31.12.2011	536
12.5.1. Analiza wskaźników płynności	536
12.5.2. Analiza sprawności działania	537
12.5.3. Analiza wskaźników zadłużenia	538
12.5.4. Analiza wskaźników rentowności	538
12.6. Analiza wskaźników dla akcjonariuszy	539
12.7. Strategiczny model zysku Grupy Kapitałowej Banku Handlowego SA....	540
12.8. Ryzyko a wycena	541
12.8.1. Ryzyko strategiczne	541
12.8.2. Ryzyko operacyjne	541
12.8.3. Ryzyko finansowe	542
12.9. Założenia dla potrzeb wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych	542
12.9.1. Makroekonomia	542
12.9.2. Prognoza rachunku zysków i strat	543
12.9.3. Prognoza bilansu	544
12.9.4. Prognoza kosztu kapitału	544



12.10. Wycena Banku Handlowego metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych	545
12.10.1. Model wyceny	545
12.10.2. Analiza wrażliwości	546
12.11. Wycena Banku Handlowego metodą wskaźnikową	547
12.11.1. Dobór spółek porównywalnych	547
12.11.2. Mnożniki P/E oraz P/BV	547
12.11.3. Korekty, dyskonta i premie	548
12.11.4. Wynik wyceny metodą porównawczą	548
12.12. Wycena a giełdowa cena akcji	548
12.12.1. Wynik wyceny	548
12.12.2. Giełdowa cena akcji	548
12.13. Kreacja lub destrukcja wartości	549
12.14. Migracja wartości	549
Zakończenie	550
Aneks	552

13. Wycena Grupy Kapitałowej Jastrzębskiej Spółki Węglowej

(*Marzena Polczyk*)

Wstęp	561
13.1. Charakterystyka Grupy	561
13.2. Analiza strategiczna Grupy	563
13.2.1. Misja i wizja oraz czynniki wzrostu wartości	563
13.2.2. Analiza 5 sił konkurencyjności Portera	564
13.2.3. Analiza SWOT	567
13.3. Analiza finansowa w okresie 31.12.2009 – 31.12.2012	568
13.3.1. Analiza rachunku zysków i strat	568
13.3.2. Analiza bilansu	571
13.3.3. Analiza rachunku przepływów pieniężnych	574
13.4. Analiza wskaźnikowa w okresie 31.12.2009 – 31.12.2012	575
13.5. Ryzyko a wycena	579
13.6. Wycena Grupy metodą FCFF na 31.12.2012 r.	580
13.7. Wycena Grupy metodą porównawczą na 31.12.2012 r.	583
13.8. Wycena a giełdowa cena akcji	584
Zakończenie	586

14. Wycena Grupy Kapitałowej Kernel Holding Limited (*Elżbieta Boryń*) .

Wstęp	587
14.1. Charakterystyka GK Kernel Holding Limited	588
14.1.1. Model biznesowy	588
14.1.2. Ważniejsze wydarzenia historyczne	590

14.1.3. Strategia rozwoju	592
14.1.4. Struktura własnościowa.....	592
14.2. Analiza 5 sił konkurencyjności Portera	593
14.3. Analiza SWOT	594
14.4. Czynniki i rodzaje ryzyka	595
14.4.1. Ryzyka strategiczne	595
14.4.2. Ryzyka operacyjne	597
14.4.3. Ryzyka finansowe	598
14.5. Analiza historycznych sprawozdań finansowych Grupy Kernel	599
14.5.1. Analiza bilansu	599
14.5.2. Analiza rachunku zysków i strat	600
14.5.3. Analiza przepływów pieniężnych.....	601
14.6. Analiza wskaźnikowa	602
14.6.1. Analiza wskaźników płynności	602
14.6.2. Analiza wskaźników zadłużenia	602
14.6.3. Analiza wskaźników aktywności	603
14.6.4. Analiza rentowności	603
14.7. Strategiczny model zysku	604
14.8. Wycena Grupy Kernel metodą DCF	606
14.8.1. Założenia makroekonomiczne	606
14.8.2. Czynniki wzrostu wartości Grupy w okresie prognozy	606
14.8.3. Prognoza rachunku zysków i strat	607
14.8.4. Prognoza aktywów i pasywów	608
14.8.5. Prognoza rachunku przepływów pieniężnych	609
14.8.6. Prognoza kosztu kapitału	610
14.8.7. Analiza wrażliwości	612
14.9. Wycena Grupy Kapitałowej Kernel metodą porównawczą	614
14.9.1. Dobór spółek porównywalnych	614
14.9.2. Mnożniki	615
14.10. Wynik wyceny i giełdowa cena akcji	615
14.11. Kreacja wartości	617
Zakończenie.....	617
15. Wycena Grupy Kapitałowej KGHM Polska Miedź (Daniel Dąbrowski) ...	621
Wstęp	621
15.1. Charakterystyka Spółki	621
15.1.1. Branża – model biznesowy	622
15.1.2. Najważniejsze wydarzenia historyczne	625
15.1.3. Struktura własnościowa.....	625
15.1.4. Kadra zarządzająca.....	626
15.2. Analiza strategiczna Spółki	626

15.2.1. Misja Spółki	627
15.2.2. Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa	627
15.2.3. Specyfika rynku	628
15.2.4. Analiza 5 sił konkurencyjności Portera	630
15.2.5. Analiza SWOT	633
15.3. Analiza finansowa w okresie 31.12.2007–31.12.2011	634
15.3.1. Analiza rachunku zysków i strat	634
15.3.2. Analiza bilansu	639
15.3.3. Analiza rachunku przepływów pieniężnych	642
15.4. Analiza wskaźnikowa w okresie 31.12.2007–31.12.2011	643
15.4.1. Analiza wskaźników płynności	643
15.4.2. Analiza wskaźników sprawności działania	644
15.4.3. Analiza wskaźników zadłużenia	645
15.4.4. Analiza wskaźników rentowności	645
15.4.5. Analiza wskaźników dla akcjonariuszy	646
15.4.6. Strategiczny model zysku	647
15.4.7. Analiza zysku ekonomicznego (EP): kalkulacja NOPAT, IC, WACC, EP	649
15.4.8. Ryzyko a wycena	649
15.5. Założenia dla potrzeb metody dochodowej (DCF)	651
15.5.1. Otoczenie makroekonomiczne	651
15.5.2. Prognoza rachunku zysków i strat w okresie 1.01.2012–31.12.2016	652
15.5.3. Prognoza bilansu	654
15.5.4. Prognoza rachunku przepływów pieniężnych	655
15.5.5. Prognoza kosztu kapitału	655
15.5.6. Prognoza kapitału obrotowego netto	657
15.6. Wycena Spółki metodą FCFF na 31.12.2011 r.	657
15.6.1. Kalkulacja FCFF	658
15.6.2. Kalkulacja zdyskontowanych FCFF	658
15.6.3. Kalkulacja wartości końcowej (TV)	658
15.6.4. Kalkulacja zdyskontowanej TV	659
15.6.5. <i>Enterprise Value</i> i <i>Equity Value</i>	659
15.6.6. Analiza wrażliwości	660
15.7. Wycena Spółki metodą porównawczą na 31.12.2011 r.	662
15.7.1. Dobór spółek porównywalnych	662
15.7.2. Mnożniki	662
15.7.3. Korekty	662
15.7.4. Dyskonta i premie	662
15.7.5. <i>Enterprise Value</i> i <i>Equity Value</i>	663
15.8. Wynik wyceny a giełdowa cena akcji	663
15.8.1. Wynik wyceny	663
15.8.2. Giełdowa cena akcji	663

15.8.3. Kreacja i destrukcja wartości	663
15.8.4. Zwrot gotówki dla właścicieli (wypłata dywidendy i skup akcji własnych)	664
15.8.5. Migracja wartości	665
Zakończenie	668
Aneks	669
16. Wycena Grupy Kapitałowej Synthos	
(Dorota Ciesielska, Maciej Frąszczak)	675
Wstęp	675
16.1. Charakterystyka Grupy Synthos	676
16.1.1. Branża	676
16.1.2. Najważniejsze wydarzenia historyczne	677
16.1.3. Struktura własnościowa	677
16.1.3. Kadra zarządzająca	677
16.2. Analiza strategiczna Grupy Synthos	677
16.2.1. Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa	677
16.2.2. Specyfika rynku	678
16.2.3. Analiza 5 sił konkurencyjności Portera	680
16.2.4. Analiza SWOT	681
16.3. Analiza finansowa w okresie 31.12.2007–31.12.2011	683
16.3.1. Analiza rachunku zysków i strat	683
16.3.2. Analiza przychodów	683
16.3.3. Analiza kosztów	684
16.3.4. Analiza marż na różnym rodzaju działalności	685
16.3.5. Analiza bilansu	685
16.3.6. Analiza aktywów	687
16.3.7. Analiza pasywów	688
16.3.8. Analiza rachunku przepływów pieniężnych	689
16.4. Analiza wskaźnikowa w okresie 31.12.2007–31.12.2011	690
16.4.1. Rentowność	691
16.4.2. Płynność	691
16.4.3. Sprawność działania	692
16.4.4. Zadłużenie	692
16.5. Analiza wskaźników dla akcjonariuszy	692
16.6. Strategiczny model zysku	694
16.7. Analiza zysku ekonomicznego (EP): kalkulacja NOPAT, IC, WACC, EP ..	695
16.8. Wycena Grupy Synthos metodą dochodową DCF	696
16.8.1. Przyjęte założenia makroekonomiczne	696
16.8.2. Prognoza rachunku zysków i strat w okresie 1.01.2012–31.12.2017	696
16.8.3. Prognoza przychodów	697

16.8.4. Prognoza kosztów	698
16.8.5. Prognoza marż na różnym rodzaju działalności	698
16.8.6. Prognoza bilansu	699
16.8.7. Prognoza rachunku przepływów pieniężnych	700
16.8.8. Prognoza kapitału obrotowego netto	701
16.8.9. Kalkulacja FCFF	701
16.8.10. Kalkulacja zdyskontowanych FCFF	702
16.8.11. Kalkulacja wartości końcowej i zdyskontowanej (TV)	702
16.8.12. <i>Enterprise Value</i> i <i>Equity Value</i>	703
16.9. Wycena Grupa Synthos metodą porównawczą na 31.12.2011 r.	704
16.9.1. Dobór spółek porównywalnych	704
16.9.2. Mnożniki	705
16.9.3. Korekty	705
16.9.4. Dyskonta i premie	705
16.9.5. <i>Enterprise Value</i> i <i>Equity Value</i>	705
16.10. Podsumowanie wyników wycen	705
16.11. Kreacja wartości	706
16.12. Zwrot gotówki dla właścicieli	707
Zakończenie	707
17. Wycena Grupy Kapitałowej Banku Pekao (Dominika Rosik)	709
Wstęp	709
17.1. Charakterystyka GK Banku Pekao SA	709
17.1.1. Model biznesowy	709
17.1.2. Najważniejsze wydarzenia historyczne	710
17.1.3. Struktura własnościowa	711
17.1.4. Kadra zarządzająca	712
17.2. Analiza strategiczna GK Banku Pekao SA	712
17.2.1. Misja i wizja	712
17.2.2. Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa	712
17.2.3. Specyfika rynku	713
17.2.4. Analiza 5 sił konkurencyjności Portera	713
17.2.5. Analiza SWOT	715
17.3. Analiza finansowa w okresie 2007–2012	717
17.3.1. Analiza rachunku zysków i strat	717
17.3.2. Analiza bilansu	718
17.3.3. Analiza rachunku przepływów pieniężnych	721
17.3.4. Podsumowanie wyników finansowych w latach 2007–2012 w kontekście sytuacji makroekonomicznej	723
17.4. Analiza wskaźnikowa w okresie 31.12.2007–31.12.2012	728
17.4.1. Analiza wskaźników płynności	728

17.4.2. Analiza wskaźników sprawności działania (jakości aktywów i pasywów)	728
17.4.3. Wskaźniki efektywności	730
17.4.4. Wskaźniki rentowności	730
17.4.5. Analiza wskaźników zadłużenia	731
17.4.6. Analiza wskaźników dla akcjonariuszy. Akcjogram.	731
17.4.7. Strategiczny model zysku	734
17.4.8. Model migracji wartości w spółce Pekao SA	735
17.4.9. Wycena a ryzyko	736
17.5. Wycena GK Pekao SA oparta na podejściu dochodowym	737
17.5.1. Założenia makroekonomiczne do prognozy	737
17.5.2. Prognozy w latach 2012–2016	737
17.6. Wycena GK Pekao SA metodą zdyskontowanych zysków ekonomicznych (DEP) na 31.12.2012 r.	741
17.7. Wycena GK Pekao SA metodą porównawczą na 31.12.2012 r.	741
17.7.1. Dobór spółek porównywalnych	741
17.7.2. Wycena według mnożników	741
17.7.3. Wynik wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych oraz metodą porównawczą	743
17.8. Wycena a giełdowa cena akcji	744
17.8.1. Porównanie wyników wyceny z giełdową ceną akcji	744
17.8.2. Kreacja i destrukcja wartości	744
17.8.3. Zwrot gotówki dla właścicieli	745
17.8.4. Najważniejsze wydarzenia po dacie wyceny.	745
Zakończenie	746
Aneks	748

18. Wycena Grupy Kapitałowej Powszechnego Zakładu Ubezpieczeń

(Piotr Wasilewski)

Wstęp	753
18.1 Charakterystyka Grupy PZU	753
18.1.1 Model biznesowy	753
18.1.2. Najważniejsze wydarzenia historyczne	754
18.1.3. Struktura Grupy PZU	755
18.1.4. Struktura własnościowa	758
18.1.5. Kadra zarządzająca	759
18.2. Analiza strategiczna Grupy PZU	759
18.2.1. Misja i wizja	759
18.2.2. Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa	760
18.2.3. Specyfika rynku	761
18.2.4. Analiza modelu 5 sił konkurencyjności Portera	765
18.2.5. Analiza SWOT	766

18.3. Analiza finansowa Grupy PZU	766
18.3.1. Analiza rachunku zysków i strat	766
18.3.2. Analiza bilansu	768
18.3.3. Analiza rachunku przepływów pieniężnych	770
18.4. Analiza wskaźnikowa Grupy PZU	771
18.4.1. Wskaźniki rentowności	771
18.4.2. Wskaźniki sprawności działania	772
18.4.3. Wskaźniki bezpieczeństwa	773
18.4.4. Analiza wskaźników dla akcjonariuszy	774
18.4.5. Strategiczny model zysku	775
18.4.6. Kalkulacja zysku ekonomicznego	777
18.4.7. Ryzyko w działalności Grupy a wycena	777
18.5. Założenia do wyceny metodą dochodową	778
18.5.1. Założenia makroekonomiczne	778
18.5.2. Prognoza rachunku zysków i strat	778
18.5.3. Prognoza bilansu	779
18.5.4. Kalkulacja kosztu kapitału własnego	780
18.6. Wycena Grupy PZU metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych	781
18.7. Wycena Grupy PZU metodą zdyskontowanych dywidend	783
18.8. Wycena Grupy PZU metodą porównawczą	784
18.9. Wynik wyceny i giełdowa cena akcji Grupy PZU	786
18.9.1. Wynik wyceny	786
18.9.2. Kreacja i destrukcja wartości	786
18.9.3. Zwrot gotówki dla właścicieli	787
18.9.4. Migracja wartości	788
Zakończenie	788
Aneks	790
 19. Wycena Grupy Kapitałowej PGNiG (Kamil Kondracki)	797
Wstęp	797
19.1. Charakterystyka Spółki	797
19.1.1. Branża – model biznesowy	797
19.1.2. Najważniejsze wydarzenia historyczne	800
19.1.3. Struktura własnościowa	800
19.1.4. Kadra zarządzająca	801
19.2. Analiza strategiczna Spółki	802
19.2.1. Misja i wizja	802
19.2.2. Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa	803
19.2.3. Specyfika rynku	807
19.2.4. Analiza 5 sił konkurencyjności Portera	811
19.2.5. Analiza SWOT	813

19.3. Analiza finansowa	815
19.3.1. Analiza rachunku zysków i strat	816
19.3.2. Analiza bilansu	819
19.3.3. Analiza rachunku przepływów pieniężnych	819
19.3.4. Analiza wskaźnikowa	820
19.3.5. Akcjogram	821
19.4. Wycena PGNiG metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych.	822
19.4.1. Założenia wyceny DCF	822
19.4.2. Model DCF	823
19.4.3. Analiza kreacji ekonomicznej wartości dodanej	824
19.5. Wycena PGNiG metodą porównawczą	825
19.6. Najważniejsze wydarzenia po dacie wyceny	826
Zakończenie	827
20. Wycena Grupy Kapitałowej PKN Orlen (Maciej Wróblewski)	829
Wstęp	829
20.1. Charakterystyka PKN Orlen	830
20.1.1. Model biznesowy	830
20.1.2. Najważniejsze wydarzenia historyczne	831
20.1.3. Struktura własnościowa	832
20.1.4. Kadra zarządzająca	833
20.2. Analiza strategiczna PKN Orlen	834
20.2.1. Credo i misja oraz wartości	834
20.2.2. Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa	835
20.2.3. Specyfika rynku	837
20.2.4. Analiza modelu 5 sił konkurencyjności Portera	841
20.2.5. Analiza SWOT	843
20.3. Analiza finansowa w latach 2007–2012	845
20.3.1. Analiza rachunku zysków i strat	845
20.3.2. Analiza bilansu	847
20.3.3. Analiza rachunku przepływów pieniężnych	848
20.4. Analiza wskaźnikowa w latach 2007–2012	849
20.4.1. Analiza wskaźników płynności	849
20.4.2. Analiza wskaźników zadłużenia	850
20.4.3. Analiza wskaźników aktywności	851
20.4.4. Analiza rentowności	851
20.4.5. Analiza wskaźników dla akcjonariuszy	852
20.4.6. Ryzyko a wycena	855
20.5. Założenia dla potrzeb metody dochodowej	857
20.5.1. Założenia makroekonomiczne	857
20.5.2. Prognoza rachunku zysków i strat	859
20.5.3. Prognoza bilansu i rachunku przepływów pieniężnych	860

20.6. Wycena PKN Orlen metodą DCF	861
20.7. Wycena PKN Orlen metodą porównawczą	866
20.8. Wynik wyceny i giełdowa cena akcji	868
20.9. Najważniejsze wydarzenia po dacie wyceny	872
Zakończenie	874

21. Wycena Grupy Kapitałowej PKO BP (Piotr Siwiec)

877

Wstęp	877
-------------	-----

21.1. Charakterystyka Grupy Kapitałowej PKO BP

877

21.1.1. Branża – model biznesowy	877
--	-----

21.1.2. Najważniejsze wydarzenia historyczne	880
--	-----

21.1.3. Struktura własnościowa	881
--------------------------------------	-----

21.1.4. Kadra zarządzająca	881
----------------------------------	-----

21.1.5. Analiza strategiczna Spółki	882
---	-----

21.2. Analiza finansowa w okresie 31.12.2007–31.12.2011

890

21.2.1. Analiza rachunku zysków i strat	890
---	-----

21.2.2. Analiza bilansu	892
-------------------------------	-----

21.2.3. Analiza wskaźnikowa w okresie 31.12.2007–31.12.2011	893
---	-----

21.2.4. Ryzyko a wycena	897
-------------------------------	-----

21.3. Założenia dla potrzeb metody zdyskontowanych zysków ekonomicznych

898

21.3.1. Prognoza rachunku zysków i strat w okresie 1.01.2012–31.12.2016	900
--	-----

21.3.2. Prognoza bilansu	902
--------------------------------	-----

21.4. Wycena metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych na 30.04.2012 r.

902

21.5. Analiza wrażliwości

904

21.6. Wycena metodą zdyskontowanych dywidend na 30.04.2012 r.

904

21.7. Wycena Spółki metodą porównawczą na 30.04.2012 r.

904

21.8. Wycena a giełdowa cena akcji

907

21.8.1. Oszacowanie ceny 1 akcji	907
--	-----

21.8.2. Kreacja i destrukcja wartości	907
---	-----

Zakończenie	907
-------------------	-----

Wnioski z porównania wycen akcji z ich ceną rynkową (Marek Panfil, Andrzej Szablewski)	909
---	-----

Bibliografia	911
---------------------------	-----

O Autorach	919
-------------------------	-----