
WSTĘP

Na współczesnych rynkach finansowych jedną z podstawowych metod inwestowania jest analiza fundamentalna, która, jak sama nazwa wskazuje, w przypadku rynku akcji opiera się na badaniu fundamentów ekonomicznych spółek. Podejście to jest stosunkowo szeroko wykorzystywane, szczególnie przez zarządzających aktywami w funduszach inwestycyjnych oraz w zespołach *asset management*. Wielkim orędownikiem analizy fundamentalnej jest W. Buffett, który podkreśla, że najważniejsze w inwestowaniu jest określenie rzeczywistej wartości przedsiębiorstwa i zapłacenie stosownej lub korzystnej ceny¹.

Według B. Grahama – prekursora analizy fundamentalnej – analiza finansowa nie jest nauką ścisłą: „Istnieją pewne czynniki ilościowe – bilanse, sprawozdania z dochodów, zyski i dywidendy, aktywa i zobowiązania, które można poddać gruntownej analizie. Są też czynniki jakościowe, które trudniej jest przeanalizować, a które stanowią istotne składniki rzeczowej wartości firmy. Dwa czynniki jakościowe, które się zazwyczaj uwzględnia, to kwalifikacje kierownictwa oraz istota działalności przedsiębiorstwa”². Według B. Grahama to, czego nie da się zmierzyć, można zmierzyć błędnie. Metoda stworzona przez niego nosi nazwę inwestowania zgodnie z wartością³.

Analizę fundamentalną można podzielić na trzy główne obszary:

1. Analiza czynników związanych z otoczeniem gospodarczym kraju i branżą, w której działa spółka, a także elementy z wnętrza firmy wpływające

¹ Hagstrom R.G., *Na sposób Warrena Buffetta*, Wydawnictwa Naukowo-Techniczne, Warszawa 1996.

² Ibidem.

³ Graham B., *Mądry inwestor*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1999.

na jej postrzeganie przez otoczenie zewnętrzne (w tym inwestorów, akcjonariuszy, dostawców, odbiorców, etc.). Są to najczęściej czynniki, których wpływ na wycenę przedsiębiorstwa jest istotny, ale trudno mierzalny w języku matematyki czy modeli ekonometrycznych.

2. Analiza finansowa obejmująca szczegółowe badanie sytuacji finansowej spółki na podstawie opublikowanych raportów finansowych, a także tworzenie wyników finansowych pro forma na przyszłe okresy sprawozdawcze. W skład analizy finansowej wchodzi też kalkulacja i badanie wskaźników ekonomicznych: płynności, zadłużenia, efektywności, zyskowności i wartości rynkowej.
3. Obliczenie wartości wewnętrznej akcji za pomocą różnego rodzaju metod, a następnie porównanie jej z ceną giełdową.

Na przestrzeni lat analiza fundamentalna wykształciła cały zespół różnego rodzaju sposobów wyceny akcji przedsiębiorstw. Od metod księgowych czy też mnożnikowych poprzez metody bardziej złożone, jak np. dochodowe po opcyjnie. Spotyka się również podejście łączące metody księgowe i dochodowe zwane mieszanymi.

Podręcznik napisany został na podstawie wykładów prowadzonych przez autora na studiach stacjonarnych i niestacjonarnych, studiach doktoranckich i podyplomowych, a także na bazie kursów dla inwestorów w ramach Szkoły Giełdowej (Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie), Kursu Analityka Giełdowego („Gazeta Giełdy Parkiet”) oraz innych kursów specjalistycznych przygotowanych dla wielu emitentów notowanych na GPW.

Doświadczenia zgromadzone przez autora zarówno podczas tych wykładów, jak i zebrane w trakcie jego pracy na rynkach kapitałowych wielu krajów pozwoliły zaobserwować następującą cechę inwestorów dotyczącą analizy fundamentalnej. Uwaga inwestorów (a często i analityków) skoncentruje się głównie na obliczeniu wartości wewnętrznej akcji, dlatego też celem tego podręcznika jest właśnie przybliżenie w stosunkowo prosty sposób metod kalkulacji wartości wewnętrznej. Pozycja adresowana jest do osób zaczynających swoją przygodę z analizą fundamentalną, jednak przy założeniu, że Czytelnik posiada już pewną wiedzę z zakresu finansów. Założenie to dotyczy głównie analizy finansowej – w tej książce, jak to zostało powiedziane wyżej, nacisk położony został na wycenę akcji, a nie przeprowadzanie analizy finansowej spółek. Na polskim rynku wydawniczym dostępnych jest wiele pozycji traktujących właśnie o analizie finansowej firm.

Podręcznik składa się z 12 rozdziałów. Rozdziały 1–5 stanowią wprowadzenie do tematyki analizy fundamentalnej i tworzą coś w rodzaju bazy wykorzystywanej w dalszej części książki. Kolejne rozdziały – 6–11, zawierają omówienie całego spektrum metod kalkulacji wartości wewnętrznej akcji spółek od

dyskontowych, mnożnikowych, porównawczych, poprzez opcyjnie i majątkowe, aż do metod mieszanych. Z kolei w rozdziale 12. autorstwa dr Celiny Solek-Borowskiej szerzej ukazane zostały aspekty dotyczące oceny sytuacji spółki z wykorzystaniem tzw. czynników miękkich, tj. analizy Portera i macierzy SWOT. W publikacji stosowane będą wymiennie pojęcia: „firma”, „spółka”, „przedsiębiorstwo”, bez uwzględniania różnic między tymi sformułowaniami wynikających z określonych aktów prawnych.

W książce zamieszczonych zostało bardzo wiele przykładów ilustrujących jej część teoretyczną. Są to stosunkowo proste zadania stanowiące wprowadzenie do metodologii wyceny spółek. Część z nich została napisana na bazie innych publikacji dostępnych na polskim rynku wydawniczym z tematyki wyceny przedsiębiorstw. Do najważniejszych z nich z pewnością można zaliczyć:

1. Budziak T., *Ile warte jest przedsiębiorstwo*, Poltext, Warszawa 1991.
2. Czekąła M., *Analiza fundamentalna i techniczna*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1997.
3. Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005.
4. Fierla A., *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008.
5. Jaki A., *Wycena przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.
6. Kufel M., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Park, Bielsko-Biała, 1992.
7. Malinowska U., *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001.
8. Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993.
9. Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
10. Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa 1999.

Pozycje te stanowią niejako rozwinięcie problematyki zaprezentowanej w tej książce i powinny być pomocne Czytelnikom w poszerzaniu swojej wiedzy.

Z uwagi na obliczenia prowadzone w arkuszu Excel z wykorzystaniem większej precyzji uzyskiwane w niektórych przykładach wyniki mogą się nieznacznie różnić od tych dokonywanych z dokładnością do 2–3 miejsc po przecinku ze względu na stosowane zaokrąglenia. Te minimalne różnice nie mają wpływu na ogólną interpretację wyniku.

Analiza fundamentalna jest nauką ciągle ewoluującą, o czym niewątpliwie świadczy fakt, że rozwijane są raz po raz nowe metody wyceny wartości wewnętrznej. Jako przykład podajmy tutaj sytuację, która miała miejsce w czasie

internetomanii, tj. dynamicznego wzrostu cen akcji spółek nowej technologii w latach 1999–2000. Okazało się wtedy, że wcześniej rozwinięte metody wyceny akcji spółek (tzw. starej ekonomii) nie mogą być stosowane do wyceny akcji firm internetowych – otrzymywane wyniki dawały nieprawdopodobnie wysokie wskazania. Stąd też w niedługim czasie pojawiły się nowe narzędzia przystosowane do ustalania wartości wewnętrznej tej nowej gałęzi gospodarki. Drugim słynnym przypadkiem, kiedy rynek zaskoczył analityków fundamentalnych, był debiut w 2003 r. akcji pierwszego na świecie domu publicznego w Sydney – Daily Planet. Wyszło wtedy na jaw, że żaden analityk nie potrafił dobrze ustalić wartości wewnętrznej tego typu akcji – pierwsze skojarzenia, jakie przychodziły inwestorom do głowy, to zastosowanie metod wyceny wartości hoteli (czy też firm z branży hotelarskiej)⁴. Jednak po namyśle okazało się, że branże te różnią się od siebie wieloma aspektami. Legalizacja lekkich narkotyków w Holandii, Urugwaju i niektórych stanach USA oraz zapowiedzi upublicznienia akcji pierwszego hospicjum doprowadzą niebawem do powstania nowych narzędzi analitycznych zaprojektowanych specjalnie dla tego typu gałęzi przemysłu. Jak widać zatem, nie wszystkie metody wyceny w analizie fundamentalnej zostały już stworzone, a nowe wyzwania, jakie stawia przed nami rynek, stanowią niewątpliwym czynnikiem zachęcający do poznania tej dziedziny wiedzy.

⁴ W bilansie Daily Planet zawarte były pozycje dotyczące również wynajmu pokoi – stąd też skojarzenie tych dwu branż ze sobą.