

# Spis treści

|                                                                                 |    |
|---------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Przedmowa do wydania polskiego</b> .....                                     | 13 |
| <b>Podziękowania</b> .....                                                      | 17 |
| <b>Wstęp</b> .....                                                              | 19 |
| <b>ROZDZIAŁ 1</b>                                                               |    |
| <b>Inwestowanie w wartość: definicje, rodzaje, wyniki, ryzyko, zasady</b> ..... | 27 |
| Czym jest inwestowanie w wartość? .....                                         | 27 |
| Czym nie jest inwestowanie w wartość? .....                                     | 29 |
| Czy inwestowanie w wartość działa? .....                                        | 35 |
| Ciąg dalszy książki .....                                                       | 41 |
| Aneks: czy dodatkowy zwrot to odpowiednia zapłata za dodatkowe ryzyko? .....    | 42 |
| <b>ROZDZIAŁ 2</b>                                                               |    |
| <b>Poszukiwanie wartości: jak znaleźć się we właściwej roli</b> .....           | 45 |
| Specjalizacja .....                                                             | 46 |
| Korzyści płynące z wartości .....                                               | 49 |
| Anomalia wartości i natura ludzkich zachowań .....                              | 55 |
| Anomalia wartości – próba usprawiedliwienia .....                               | 64 |
| Strategie poszukiwania wartości w praktyce .....                                | 65 |
| <b>ROZDZIAŁ 3</b>                                                               |    |
| <b>Wycena w teorii i praktyce</b> .....                                         | 71 |
| Aktywa, dochodowość i wzrost .....                                              | 71 |
| Najczęstsze metody ewaluacji wewnętrznej wartości – wycena wielokrotna .....    | 73 |

|                                                                                  |     |
|----------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Wartość netto bieżących i przyszłych przepływów pieniężnych.....                 | 76  |
| Problemy związane z ewaluacją wartości bieżącej netto .....                      | 79  |
| Trzyaspektowe podejście do wyceny: wartość aktywów, dochodowość,<br>wzrost ..... | 84  |
| Aspekt nr 1: wartość aktywów.....                                                | 84  |
| Aspekt nr 2: wartość poziomu dochodowości .....                                  | 87  |
| Aspekt nr 3: wartość wzrostu.....                                                | 90  |
| Strategiczny wymiar wyceny według Grahama i Dodda w praktyce .....               | 90  |
| Krótko o wzroście .....                                                          | 98  |
| Dodatek: bieżąca wartość przyszłych przepływów pieniężnych.....                  | 101 |

#### ROZDZIAŁ 4

|                                                                          |            |
|--------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>Wycena aktywów: od wartości księgowej po koszty odtworzenia .....</b> | <b>105</b> |
| Wartości likwidacyjne .....                                              | 106        |
| Kontrolowana likwidacja .....                                            | 109        |
| Dobrze prosperujące spółki – jakie aktywa o tym świadczą? .....          | 110        |
| Zobowiązania i wartość aktywów netto .....                               | 123        |
| Podsumowanie .....                                                       | 126        |

#### PRZYKŁAD NR 1

|                                     |            |
|-------------------------------------|------------|
| <b>Hudson General.....</b>          | <b>129</b> |
| Spółka matka – Hudson General ..... | 131        |
| Hudson General LLC .....            | 133        |
| Kohala Development .....            | 136        |
| Hudson General jako całość .....    | 139        |

#### ROZDZIAŁ 5

|                                                                                                                             |            |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>Wartość dochodowości.....</b>                                                                                            | <b>141</b> |
| Dochodowość .....                                                                                                           | 142        |
| Korekta kosztów niepieniężnych: amortyzacja aktywów rzeczowych<br>i trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych ..... | 149        |
| EPV i szacowanie kosztu kapitału.....                                                                                       | 151        |
| Wartość rentowności, wartość kapitału własnego i wartość<br>przedsiębiorstwa .....                                          | 157        |

#### PRZYKŁAD NR 2

|                                  |            |
|----------------------------------|------------|
| <b>Magna International .....</b> | <b>163</b> |
| Wartość aktywów .....            | 169        |
| Wartość rentowności.....         | 173        |
| Ostateczna wycena .....          | 177        |
| Potencjalne problemy.....        | 179        |

## ROZDZIAŁ 6

|                                                                     |     |
|---------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Wzrost</b> .....                                                 | 185 |
| Tradycyjne podejście Grahama i Dodda do inwestowania we wzrost .... | 186 |
| Kiedy wzrost generuje wartość? .....                                | 191 |
| Który to rodzaj wzrostu? .....                                      | 196 |
| Wzrost organiczny .....                                             | 198 |
| Pozytywny rozwój gospodarczy .....                                  | 199 |
| Opcje wzrostu .....                                                 | 200 |
| Kurczące się rynki .....                                            | 201 |
| Zdobywanie nowych rynków .....                                      | 202 |
| Potencjał wzrostu w kontekście generowania wartości .....           | 204 |
| Cena za wzrost – środki ostrożności .....                           | 206 |

## ROZDZIAŁ 7

|                                                       |     |
|-------------------------------------------------------|-----|
| <b>„Dobre” przedsiębiorstwo</b> .....                 | 207 |
| Czym charakteryzuje się dobre przedsiębiorstwo? ..... | 209 |
| Toasted Earnings. ....                                | 213 |
| Motoryzacja: wartość na tabliczce znamionowej? .....  | 216 |
| Natura franczyzy .....                                | 218 |
| Przewaga konkurencyjna .....                          | 219 |
| Korzyści związane z popytem .....                     | 222 |
| Korzyści skali i trwałe przewagi konkurencyjne .....  | 225 |
| „Dobre” przedsiębiorstwo – podsumowanie. ....         | 232 |

## ROZDZIAŁ 8

|                                                                  |     |
|------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Wycena akcji franczyzowych</b> .....                          | 237 |
| Szacowanie zysków z akcji o potencjale wzrostu .....             | 240 |
| 1. Zwrot gotówkowy z bieżącego zwrotu dochodowości. ....         | 242 |
| 2. Wzrost organiczny .....                                       | 242 |
| 3. Wzrost znaczenia aktywnego inwestowania .....                 | 245 |
| Stopy wzrostu i zyski ze wzrostu .....                           | 248 |
| 4. Porównanie zwrotów .....                                      | 251 |
| Zanikanie franczyzy .....                                        | 254 |
| Wzór obliczania zwrotu .....                                     | 257 |
| Wpływ założenia, że wartości rynkowe i wewnętrzne są równe ..... | 259 |
| Zwrot z aktywnych reinwestycji .....                             | 262 |
| Czynnik kreujący wartość .....                                   | 263 |
| Podsumowanie .....                                               | 267 |

**DODATEK DO ROZDZIAŁU 8**

|                                                                              |     |
|------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Obliczanie zwrotu w przypadku franczyzy</b> .....                         | 273 |
| Cena rynkowa i wartość wewnętrzna są równe.....                              | 275 |
| Określenie współczynnika tworzenia wartości dla inwestycji<br>aktywnych..... | 278 |

**PRZYKŁAD NR 3**

|                                                                      |     |
|----------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>WD-40</b> .....                                                   | 289 |
| WD-40 jako nagroda za dobrze przemyślaną strategię wyszukiwania .... | 291 |
| Franczyza WD-40 .....                                                | 293 |
| WD-40 w 1998.....                                                    | 295 |
| Dochodowość WD-40 .....                                              | 295 |
| Dochodowość (część 2) .....                                          | 298 |
| Wartość wzrostu WD-40 .....                                          | 299 |
| Zwroty WD-40 .....                                                   | 300 |
| Zwroty ze wzrostu organicznego.....                                  | 301 |
| Aktywne reinwestycje .....                                           | 303 |
| WD-40 30 września 2000 roku .....                                    | 306 |
| WD-40 w 2018.....                                                    | 309 |

**PRZYKŁAD NR 4**

|                                                                                                  |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Intel</b> .....                                                                               | 313 |
| Historia spółki Intel: podsumowanie .....                                                        | 314 |
| Wycena nr 1 – szacowanie wartości odtworzeniowej aktywów .....                                   | 320 |
| Wycena nr 2: Dochodowość .....                                                                   | 331 |
| Skorygowane zyski: opłaty specjalne, cykle biznesowe, badania i rozwój<br>oraz amortyzacja ..... | 332 |
| Od skorygowanych zysków do wartości dochodowości .....                                           | 335 |
| Intel jako spółka wzrostowa.....                                                                 | 338 |
| Intel jako franczyza 1998–2017.....                                                              | 338 |
| Zwrot z inwestycji w spółkę Intel na początku 1999 .....                                         | 341 |
| Zwrot gotówkowy (1).....                                                                         | 343 |
| Zwrot ze wzrostu organicznego (2) .....                                                          | 345 |
| Zwrot z aktywnych inwestycji (3) .....                                                           | 347 |
| Całkowity zwrot, koszt kapitału Intela i Intel jako inwestycja typu<br>„value”.....              | 349 |
| Intel w marcu 2003 .....                                                                         | 351 |
| Wzrost organiczny w marcu 2003.....                                                              | 354 |
| Zwroty z aktywnych inwestycji .....                                                              | 355 |
| Łączne zyski, koszt kapitału i współczynnik zanikania .....                                      | 356 |
| Intel w marcu 2018.....                                                                          | 358 |
| Zwrot gotówkowy .....                                                                            | 359 |
| Zwrot ze wzrostu organicznego.....                                                               | 362 |

|                                                                |     |
|----------------------------------------------------------------|-----|
| Zwrot z aktywnych inwestycji .....                             | 362 |
| Całkowity zwrot, koszt kapitału i współczynnik zanikania ..... | 365 |
| Podsumowanie .....                                             | 367 |

## Przedmowa

### ROZDZIAŁ 9

|                                                   |     |
|---------------------------------------------------|-----|
| <b>Strategie badawcze</b> .....                   | 369 |
| Informacje pośrednie .....                        | 370 |
| Informacje bezpośrednie .....                     | 376 |
| Zarządzanie, aktywizm katalizatory .....          | 379 |
| Inne problemy związane z procesem badawczym ..... | 388 |

### ROZDZIAŁ 10

|                                                        |     |
|--------------------------------------------------------|-----|
| <b>Zarządzanie ryzykiem i budowanie portfeli</b> ..... | 391 |
| Definiowanie odpowiednich wskaźników ryzyka .....      | 394 |
| Zminimalizowanie trwałej straty kapitału .....         | 396 |
| Dywersyfikacja .....                                   | 398 |
| Zarządzanie globalnym ryzykiem makroekonomicznym ..... | 402 |
| Ryzyko behawioralne .....                              | 405 |
| Struktury zarządzania ryzykiem .....                   | 408 |

|                                  |     |
|----------------------------------|-----|
| <b>Profile inwestorów</b> .....  | 411 |
| Warren Buffett .....             | 417 |
| Robert H. Heilbrunn .....        | 455 |
| Walter i Edwin Schlossowie ..... | 463 |
| Mario Gabelli .....              | 477 |
| Glenn Greenberg .....            | 479 |
| Paul Hilal .....                 | 483 |
| Jan Hummel .....                 | 487 |
| Seth Klarman .....               | 491 |
| Michael Price .....              | 495 |
| Thomas Russo .....               | 499 |
| Andrew Weiss .....               | 503 |