

Sławomir Janiszewski

# Zastosowanie wyceny metodą mnożnikową w transakcjach fuzji i przejęć

**Wycena przedsiębiorstwa odgrywa znaczącą rolę w procesach fuzji i przejęć ze względu na fakt, iż ustala referencje do ostatecznej wartości, po jakiej dana transakcja zostanie zrealizowana. Najczęściej stosowaną metodą w procesie przejmowania spółek przez potencjalnych inwestorów jest wycena przedsiębiorstwa metodą porównywalnych spółek giełdowych, zwaną inaczej metodą mnożnikową.**

Wycena spółki ma na celu pokazanie, jak rynek wycenia spółkę w odniesieniu do konkretnych danych finansowych. W teorii spółki charakteryzujące się podobnymi cechami, takimi jak sektor w którym działają, rentowność, perspektywy wzrostu czy struktura kapitału, powinny być wyceniane na bazie tych samych wskaźników przez efektywny rynek. Spółki wykazujące ponadprzeciętne wyniki finansowe i perspektywy wzrostu powinny więc mieć wskaźniki wyższe niż rynkowe. Wycena mnożnikowa najlepiej odzwierciedla obecną sytuację na rynku, a zatem najbardziej trafnie szacuje bieżącą wycenę. To między innymi z tych względów tak często jest stosowana przez inwestorów.

## Charakterystyka ogólna

Wycenę przedsiębiorstwa metodą mnożnikową można przeprowadzić przy użyciu mniejszej liczby założeń oraz

w krótszym czasie, niż w przypadku wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, gdyż jest ona oparta jedynie na historycznych sprawozdaniach finansowych wycenianego podmiotu oraz spółek porównywalnych. Zaletą tego podejścia jest odzwierciedlenie bieżących nastrojów panujących na rynku kapitałowym, jako że mierzy ona rynkową, a nie zaś wewnętrzną wartość spółki.

Wyceniając przedsiębiorstwa metodą spółek porównywalnych należy zwrócić szczególną uwagę na następujące aspekty:

- Grupa spółek, na podstawie których wyliczone zostaną mnożniki, powinna być starannie wyselekcjonowana, tak aby wybrane spółki były jak najbardziej porównywalne do spółki wycenianej.
- Informacje finansowe należy czerpać wyłącznie z najbardziej wiarygodnych źródeł.
- Konieczne jest dokonanie odpowiednich korekt, aby wyeliminować wpływ nadzwyczajnych i jednorazowych zdarzeń.

Najczęściej wykonuje się wycenę na podstawie dwóch rodzajów mnożników – mnożników wartości przedsiębiorstwa oraz mnożników wartości kapitałów własnych.

Pierwsze z nich są używane w odniesieniu do pozycji z rachunku zysków i strat oraz bilansu, które odnoszą się do wszystkich dostawców kapitału: zarówno udziałowcy (akcjonariusze), jak również

kredytodawcy oraz obligatariusze (dostawcy finansowania dłużnego). Wartość przedsiębiorstwa należy odnosić do danych finansowych niezależnych od struktury kapitału i pozycji podatkowej przedsiębiorstwa.

Najczęściej stosowane mnożniki oparte o wartość przedsiębiorstwa to:

- Wartość przedsiębiorstwa / Przychody ze sprzedaży.
- Wartość przedsiębiorstwa / EBITDA.
- Wartość przedsiębiorstwa / EBIT.
- Wartość przedsiębiorstwa / Suma aktywów.
- Wartość przedsiębiorstwa / Wolne przepływy pieniężne do przedsiębiorstwa,
- Wartość przedsiębiorstwa / Wartości charakterystyczne dla konkretnego sektora.

Mnożniki wartości kapitałów własnych używane są dla pozycji z rachunku zysków i strat oraz z bilansu, które odnoszą się jedynie do właścicieli spółki. Należy je odnosić do danych finansowych, na wartość których wpływa jedynie struktura kapitału przedsiębiorstwa.

### Etapy wyceny

Pierwszym etapem wyceny spółki metodą mnożnikową jest odpowiedni wybór spółek porównywalnych. Ich dobór powinien zostać dokonany z jednej strony bardzo selektywnie, z drugiej strony elastycznie. Celem jest znalezienie spółek działających w podobnej branży i w podobnym trendzie wzrostowym. Zaleca się rozpoczęcie analizy od szerokiego badania sektora, a następnie zawężanie kryteriów, aby skończyć poszukiwanie na najbardziej porównywalnych spółkach.

Następujące kryteria, przedstawione w kolejności od najbardziej do najmniej istotnego, powinny być brane pod uwagę przy doborze spółek porównywalnych:

- sektor działalności,
- asortyment produktów,
- region geograficzny,

- rentowność (marża brutto, marża operacyjna, marża netto),
- perspektywy wzrostu,
- wielkość spółki (wyrażona np. wysokością przychodów ze sprzedaży),
- poziom dźwigni finansowej,
- istotność pojedynczych transakcji lub kontraktów (stopień uzależnienia od jednego klienta),
- działalność dodatkowa, poza głównym biznesem,
- liczba akcji w wolnym obrocie (*free float*).

Metoda porównywalnych spółek giełdowych zakłada, że spółki działające w tym samym sektorze mają podobny profil ryzyka, rentowność, przepływy pieniężne oraz potencjał wzrostowy, i dlatego ich wycena powinna być oparta na podobnych wskaźnikach.

Następnym etapem wyceny metodą mnożnikową jest skompletowanie dwóch zbiorów danych finansowych:

- danych dotyczących podmiotu wycenianego,
- danych dotyczących spółek porównywalnych.

Podczas gdy dane dotyczące wycenianego przedsiębiorstwa należy pozyskać od spółki, informacje o porównywalnych spółkach powinny zostać zebrane z wiarygodnych wewnętrznych lub zewnętrznych baz danych, oraz z innych godnych zaufania źródeł.

Etapy wyceny oraz ich kolejność wykonania przy wycenie spółki metodą mnożnikową zaprezentowane zostały na rysunku 1.

W momencie kiedy dane dotyczące zarówno podmiotu wycenianego, jak i spółek porównywalnych zostaną skompletowane, należy odpowiednio wyselekcjonować mnożniki. Najpopularniejsze podejście to analiza mnożników w dwóch podstawowych obszarach:

- analiza mnożników (zalety i wady fundamentalne),
- analiza regresji mnożników (testy statystyczne).

Następnie należy wykonać analizę mnożników w celu wybrania najbardziej adekwatnych do wyceny danej spółki. Poniżej zaprezentowane zostały podstawowe, najczęściej stosowane mnożniki do wycen w procesach fuzji i przejęć.

**Mnożnik przychodowy** (Wartość przedsiębiorstwa / Przychody ze sprzedaży – *Enterprise Value / Sales, EV/S*), odnosi wartość przedsiębiorstwa do jego sprzedaży.

Najważniejsze zalety mnożnika EV/S:

- Możliwość stosowania niezależnie od wyników finansowych przedsiębiorstwa (np. dla spółek w przejściowych kłopotach finansowych, z ujemnymi wynikami finansowymi).
- Brak efektu zawyżenia wyceny wskutek wyboru do porównań jedynie spółek z dodatnim zyskiem.
- Niewrażliwość przychodów na stosowane przez spółkę zasady rachunkowości oraz trudność zmanipulowania tej wielkości.
- Mniejsza zmienność niż w przypadku mnożników zysku netto.
- Mnożnik jest często używany przy wycenie na potrzeby transakcji.

Największe wady mnożnika EV/S:

- Brak odzwierciedlenia różnic rentowności pomiędzy poszczególnymi spółkami.
- Duża zależność od czynników makro-

ekonomicznych, np. kursów walut lub inflacji.

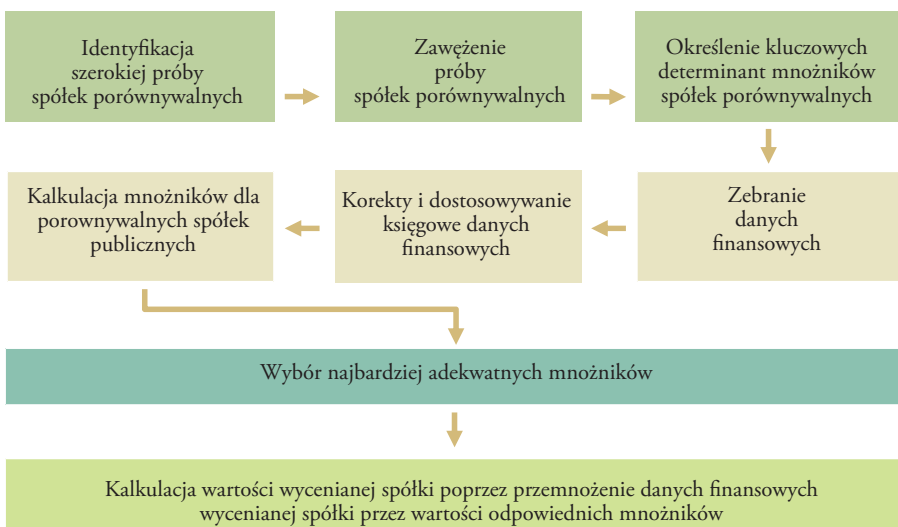
**Mnożnik EBITDA** (Wartość przedsiębiorstwa / EBITDA – *Enterprise Value / EBITDA, EV/EBITDA*) odnosi wartość firmy do zysku przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją. Mnożnik znajduje się w częstym użyciu, zaś EBITDA jest uznawany za przybliżenie wolnych przepływów pieniężnych do przedsiębiorstwa. Mnożnik EBITDA może być łatwo porównywany pomiędzy spółkami z różnymi strukturami kapitału, jako że używa wartości całej firmy oraz zysku przed spłatą zadłużenia.

Najważniejsze zalety mnożnika EBITDA:

- Możliwość stosowania przy różnych strukturach kapitału.
- Przydatność przy porównaniach spółek z różnych krajów.
- Mniejsza zmienność niż przy mnożnikach zysku netto (EBITDA rzadko jest ujemna, więc nie ma problemu ujemnych mnożników).
- Odzwierciedlenie różnic w rentowności przedsiębiorstw.
- Brak wpływu zmian w zasadach rachunkowości dotyczących amortyzacji.

Najważniejsze wady mnożnika EBITDA:

### Rysunek 1 Etapy wyceny spółki metodą mnożnikową



- Brak możliwości zastosowania w przypadku niskich lub ujemnych wartości EBITDA.
- Zawyżanie wyników wyceny wskutek wyłączenia z próby spółek z ujemnymi wartościami EBITDA.

**Mnożnik EBIT** (Wartość przedsiębiorstwa / EBIT – *Enterprise Value / EBIT*, EV/EBIT), przedstawia relację pomiędzy wartością przedsiębiorstwa a zyskiem przed spłatą zadłużenia i opodatkowaniem.

Najważniejsze zalety mnożnika EBIT:

- Możliwość stosowania dla spółek o różnych strukturach kapitału.
- Przydatność przy porównaniach spółek z różnych krajów.
- Odzwierciedlenie różnic w rentowności przedsiębiorstw.

Najważniejsze wady mnożnika EBIT:

- Zaburzenie wartości wyceny, wynikające z różnic w przyjętej polityce rachunkowości dotyczącej amortyzacji.

**Mnożnik wartości kapitałów własnych do zysku brutto** (Wartość kapitałów własnych / Zysk brutto – *Price/Profit before tax*, P/PBT), odnosi wartość rynkową kapitałów własnych do skorygowanego zysku brutto.

Najważniejsze zalety mnożnika zysku brutto:

- Brak wpływu stopy opodatkowania na poziom wyceny.
- Odzwierciedlenie różnych poziomów rentowności pomiędzy poszczególnymi spółkami.

Najważniejsze wady mnożnika zysku brutto:

- Brak możliwości zastosowania w przypadku, gdy zysk brutto jest ujemny.
- Zawyżenie wyników wyceny wskutek odrzucenia z próby spółek z ujemnymi mnożnikami.
- Zaburzenie wartości wskutek różnic w przyjętej polityce rachunkowości.
- Duża zmienność w przypadku spółek działających w sektorach cyklicznych.
- Możliwe zniekształcenia wskutek róż-

nych poziomów dźwigni finansowej.

**Mnożnik zysku netto** (Wartość kapitałów własnych/Zysk netto – *Price/Earnings*, P/E), jest szeroko używanym mnożnikiem, niestety jest również mnożnikiem często używanym w niewłaściwy sposób. Swoją popularność zawdzięcza przede wszystkim prostocie i analitykom giełdowym, którzy na jego podstawie często podejmują decyzje inwestycyjne. Wartości mnożnika P/E są determinowane przez oczekiwaną stopę wzrostu spółki, ryzyko oraz stopę wypłaty dywidendy. Przedsiębiorstwa rozwijające się szybciej, mniej ryzykowne i wypłacające większą część zysku akcjonariuszom, przy innych czynnikach niezmiennych, powinny być wyceniane na podstawie znacznie wyższego mnożnika zysku netto niż inne spółki.

Najważniejsze zalety mnożnika P/E:

- Rozpowszechnione użycie wśród inwestorów.
- Odzwierciedlenie różnych poziomów rentowności pomiędzy poszczególnymi spółkami.
- Prostota i dostępność danych – wielkości zysku netto są zwykle łatwo dostępne.

Najważniejsze wady mnożnika P/E:

- Brak możliwości zastosowania w przypadku ujemnych wartości zysku netto.
- Zawyżenie wyników wyceny wskutek wyłączenia z próby spółek z ujemnym zyskiem netto.
- Zaburzenie wartości wskutek różnic w przyjętej polityce rachunkowości.
- Duża zmienność w przypadku spółek działających w sektorach cyklicznych.
- Możliwe zniekształcenia wskutek różnych poziomów dźwigni finansowej.

Zależność mnożników P/E od aktualnego poziomu wyniku finansowego czyni je wrażliwymi na zmiany rok do roku charakteryzujące księgowy zysk netto. Z tego powodu, zaleca się stosowanie znormalizowanego zysku netto przy porówna-

niach pomiędzy spółkami. Istnieją różne podejścia do normalizacji, jednak najprostszą i najczęściej używaną jest średnia arytmetyczna wyników z kilku okresów. Przykładowo, dla przedsiębiorstwa działającego w sektorze cyklicznym powinno się stosować średni zysk na akcję w trakcie trwania cyklu.

**Mnożnik wartości rynkowej do wartości księgowej** (Wartość kapitałów własnych / Wartość księgowa kapitałów własnych – *Price/Book Value*, P/BV), odnosi kapitalizację rynkową spółki do wartości księgowej jej kapitałów własnych. Mnożnik P/BV jest determinowany przez oczekiwaną stopę wypłaty dywidendy, oczekiwaną stopę wzrostu oraz ryzyko. Najważniejszym czynnikiem wpływającym na wartości mnożnika jest zwrot na kapitale własnym – wyższe stopy zwrotu skutkują wyższymi wartościami mnożnika P/BV. Wartość księgowa kapitałów własnych stanowi różnicę pomiędzy wartością księgową aktywów a wartością księgową zobowiązań, co czyni ją bardzo wrażliwą na stosowane zasady rachunkowości. Jako że wartość księgowa składnika aktywów odzwierciedla jego pierwotny koszt, może się ona znacząco różnić od wartości rynkowej, w przypadku jeżeli wartość użytkowa składnika aktywów istotnie spadła lub wzrosła od momentu pozyskania nad nim kontroli.

Najważniejsze zalety mnożnika P/BV:

- Fakt, że wartość księgowa jest stabilną i intuicyjną miarą wartości przedsiębiorstwa.
- Możliwość stosowania w stosunku do spółek z ujemnym wynikiem finansowym.
- Duża przydatność w sektorach wymagających znaczących nakładów kapitału oraz przy wycenie instytucji finansowych.

Najważniejsze wady mnożnika P/BV:

- Zaburzenie wartości wskutek różnic w polityce rachunkowości.
- Potrzeba dodatkowego porównania po-

ziomów rentowności pomiędzy spółkami.

- Brak zastosowania w przypadku spółek nieposiadających znaczących rzeczowych aktywów trwałych (np. spółek usługowych lub technologicznych).

Mnożnik P/BV może stać się ujemny w przypadku, gdy spółka utrzymuje przez dłuższy czas ujemny wynik finansowy.

**Mnożnik wartości aktywów** (Wartość przedsiębiorstwa / Suma aktywów, ang. *Enterprise Value / Total Assets*, EV/A), odnosi wartość przedsiębiorstwa do jego sumy bilansowej. Mnożnik ten jest bardzo wrażliwy na stosowane przez spółkę zasady rachunkowości. Jako że wartość księgowa aktywów odzwierciedla koszt ich pozyskania, może się ona znacząco różnić od wartości rynkowej.

Najważniejsze zalety mnożnika EV/A:

- Użyteczność w przypadku podobnych zasad rachunkowości pomiędzy spółkami.
- Możliwość użycia mnożnika do wyceny przedsiębiorstw z ujemnym wynikiem finansowym.

Najważniejsze wady mnożnika EV/A:

- Zaburzenie wartości wskutek różnic w przyjętej polityce rachunkowości.
- Nieodzwierciedlanie różnic w rentowności pomiędzy poszczególnymi spółkami.
- Brak zastosowania w przypadku spółek nieposiadających znaczących rzeczowych aktywów trwałych (np. spółek usługowych lub technologicznych).

Ponadto częste zastosowanie w wycenie mnożnikowej mają **mnożniki sektorowe**. Wartość przedsiębiorstwa może zostać oszacowana przy użyciu mnożników specyficznych dla konkretnego sektora. Ważną cechą tego rodzaju mnożników jest ich zmienność pomiędzy poszczególnymi sektorami. Tym niemniej, licznikiem w tego typu mnożnikach jest wartość przedsiębiorstwa (EV), zaś mianownikiem liczba jednostek generujących

przychody lub zyski dla przedsiębiorstwa. Przykładowo, wartość przedsiębiorstwa można oszacować w przeliczeniu na:

- tonę wyprodukowanej przez spółkę stali,
- kilowatogodzinę wyprodukowanej przez spółkę energii,
- odbiorcę usługi internetowej,
- odwiedzającego stronę internetową,
- klienta,
- jednostkę mocy wytwórczych.

Najważniejsze zalety mnożników sektorowych:

- Ścisłe powiązanie wartości przedsiębiorstwa z jego wielkościami operacyjnymi.
- Możliwość oszacowania wartości przedsiębiorstwa bez użycia wielkości księgowych.
- Możliwość stosowania w przypadku, gdy niemożliwe jest obliczenie innych mnożników (np. dla spółek internetowych).

Najważniejsze wady mnożników sektorowych:

- Brak odniesienia do rentowności, co może skutkować przewartościowaniem wszystkich spółek działających w obrębie danego sektora.
- Skomplikowana relacja pomiędzy mnożnikami sektorowymi a fundamentami przedsiębiorstwa.
- Brak odzwierciedlenia różnic w pałecie produktów poszczególnych spółek.

## Analiza regresji

Celem analizy regresji podczas wyceny przedsiębiorstwa jest odpowiedź na dwa istotne pytania:

- które spółki powinny zostać uwzględnione w ostatecznej próbie spółek porównywalnych,
- które mnożniki należy zastosować w analizie.

Można wyodrębnić dwa obszary analizy regresji podczas wyceny metodą rynkową.

1. Regresja bez korekty o fundamenty

Przykładową analizę regresji, przeprowadzoną dla wybranych spółek o średniej kapitalizacji (pomiędzy 0,5 mld PLN a 5 mld PLN), notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, przedstawiono na rysunku 2.

2. Regresja z korektą o fundamenty

Jej główną wadą jest fakt, że część przydatnych danych (np. oczekiwana stopa wzrostu przychodów lub zysku w następnych pięciu latach), nie jest dostępna.

Testy statystyczne stanowiły jedynie orientacyjne wskazanie dotyczące selekcji spółek i mnożników.

## Wycena przedsiębiorstwa

Następnym krokiem w wycenie przedsiębiorstwa metodą mnożnikową jest odpowiednie obliczenie wartości mnożnika dla grupy spółek porównywalnych. Dwa najczęściej praktykowane podejścia to obliczenie średniej lub mediany mnożników spółek porównywalnych. Jednakże zaleca się używanie mediany z uwagi na eliminację wpływu wartości skrajnych. Jeżeli z jakiegokolwiek powodu preferowane jest zastosowanie średniego mnożnika, należy uprzednio wykluczyć z próby wartości skrajne, które mogłyby spowodować zaburzenie średniej wartości mnożnika.

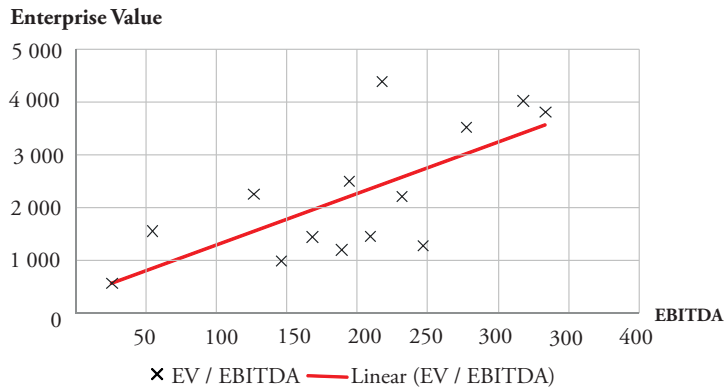
Opracowania zawierające wyceny spółek zazwyczaj prezentują zarówno medianę, jak również średnią wartość mnożnika, jednak tylko pierwsza z tych liczb jest następnie stosowana do obliczenia finalnej wartości przedsiębiorstwa.

Podczas obliczania wartości pojedynczych mnożników (tj. przed kalkulacją mediany lub średniej dla całej próby), należy wprowadzić niezbędne korekty, np. z uwagi na nadmiar gotówki lub dług netto.

Niezależnie od znaku stojącego przy wartości długu netto, zaleca się stosowanie skorygowanej wartości przedsiębiorstwa w miejsce standardowej wartości przedsiębiorstwa.

Ta sama zasada dotyczy mnożników

## Rysunek 2 Regresja EV względem EBITDA w wyjściowej próbie spółek porównywalnych



Źródło: wyliczenia własne.

wartości kapitałów własnych. Należy stosować skorygowaną wartość kapitałów własnych, czyli kapitalizację rynkową skorygowaną o ujemny dług netto (jeżeli istnieje). Podstawą takiego postępowania jest fakt, że odpowiednim mnożnikiem do nadwyżki gotówki nad długiem oprocentowanym jest mnożnik równy 1. Zakłada się, że nadmiar gotówki w przedsiębiorstwie powinien być przede wszystkim wykorzystany do spłaty całości zadłużenia, a pozostała część powinna stanowić korektę przed kalkulacją mnożników. Istotne jest zapewnienie spójności korekt na etapie obliczania mnożników z korektami przy kalkulacji ostatecznej wartości przedsiębiorstwa. Wartość przedsiębiorstwa jest szacowana poprzez zastosowanie mnożników do odpowiednich danych finansowych wycenianej spółki. Proces dochodzenia do ostatecznej wartości przedsiębiorstwa zależy od tego, jakiego rodzaju mnożniki zostały zastosowane, wartości przedsiębiorstwa czy wartości jego kapitałów własnych.

Podczas obliczania ostatecznej wartości przedsiębiorstwa, poniższe aspekty wymagają szczególnej uwagi:

- Stosowanie danych finansowych skorygowanych o jednorazowe i nadzwyczajne zdarzenia.
- Rozróżnienie pomiędzy wartością kapitałów własnych a wartością przedsiębiorstwa.
- Uwzględnienie nieoperacyjnych aktywów

wów w ostatecznej wycenie. Pozycje te powinny zostać dodane do wyników otrzymanych z zastosowania mnożników.

Zaleca się rozpoczęcie od kalkulacji wartości kapitałów własnych, a następnie obliczenie wartości całego przedsiębiorstwa.

W celu zachowania spójności, mnożniki i wskaźniki powinny być liczone dla takich samych przedziałów czasu. Podstawową zasadą jest kalkulacja mnożników w oparciu o dane finansowe z okresów takiej samej długości (tj. dwanaście miesięcy), zaczerpnięte z najbardziej aktualnych sprawozdań finansowych. Istotne jest, aby nie porównywać mnożników policzonych w odniesieniu do wartości historycznych z mnożnikami dotyczącymi wartości prognozowanych. Faktycznie osiągnięte wyniki finansowe mogą być znacząco różne od wartości prognozowanych. Różnice te mogą mieć materialny wpływ na finalne wartości mnożników.

Wartość długu netto określa się jako całkowity dług oprocentowany, powiększony o udziały mniejszościowe i akcje uprzywilejowane, oraz pomniejszony o środki pieniężne i ich ekwiwalenty. W teorii wyceny, implikowana wartość rynkowa długu, akcji uprzywilejowanych i udziałów mniejszościowych, powinna zostać zastosowana podczas obliczania długu netto. W praktyce, z powodu ograniczeń spowodowanych dostępnością da-

nych, akceptowana jest wartość księgową długu. Tym niemniej należy zweryfikować czy efektywna stopa procentowa, jaką oprocentowany jest dług przedsiębiorstwa, jest zbliżona do stóp rynkowych. Porównanie odsetek płaconych przez spółkę (z rachunku zysków i strat) z wartością księgową długu (z bilansu), jest użytecznym narzędziem do oszacowania implikowanej stopy procentowej. Zbyt duża wartość implikowanego oprocentowania może wskazywać na niedoszacowanie wartości długu w bilansie.

Wielkość długu netto powinna zostać porównana z kosztami z tytułu odsetek dla poprzedniego i następnego roku finansowego, w celu sprawdzenia, czy jest on prawidłowym odzwierciedleniem dłu-

goterminowej kapitalizacji. Zbyt wysoka implikowana stopa procentowa sugeruje, że wielkość długu netto fluktuuje i w trakcie roku jest znacznie wyższa niż na dzień bilansowy. Ponadto, w każdym przypadku należy sprawdzić, czy dług ujęty w bilansie przedsiębiorstwa zawiera wszystkie oprocentowane zobowiązania finansowe (np. czy obligacje korporacyjne są traktowane jako dług).

Należy zaznaczyć że wyceny mnożnikowe, jak również wyceny wykonane innymi metodami, charakteryzują się wysokim stopniem subiektywności, co wymaga od podmiotu wyceniającego znacznej wiedzy z zakresu metodologii wycen oraz znajomości branży, w jakiej dana wyceniana spółka operuje.

### Bibliografia:

1. Borowiecki R., Czaja J., Jaki A., Kulczycki M., *Metody i systemy wyceny przedsiębiorstw*, Twigger, Warszawa 2002.
2. Copeland T., Koller T., Murrin J., *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, New York 2000.
3. Cwynar A., Cwynar W., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje – systemy – narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.
4. Damodaran A., *Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, „Wiley Finance”, 2006.
5. Damodaran A., *Investment valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, sec. ed., John Wiley & Sons, New York 2002.
6. Eccles R.G., Herz R.H., Keegan E.M., Phillips D.M.H., *The Value Reporting Revolution. Moving beyond the earnings game*, John Wiley & Sons, New York 2001.
7. English J.R., *Applied Equity Analysis, Stock Valuation Techniques for Wall Street Professionals*, McGraw-Hill, New York 2001.
8. Fernandez P., *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*, Academic Press, San Diego 2002.
9. Frykman D., Tolleryd J., *Corporate valuation*, Prentice Hall, London 2003.
10. Jaki A., *Wycena przedsiębiorstwa. Przesłanki, procedury, metody*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
11. Keuleneer L., Verhoog W., *Recent Trends in Valuation*, Chichester, John Wiley & Sons 2003.
12. Koller T., Goedhart M., Wessels D., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, fourth edition, McKinsey & Company, John Wiley & Sons, New York 2005.
13. Malinowska U., *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001.
14. Mączyńska E., *Wycena przedsiębiorstw. Zasady, procedury, metody*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2005.
15. McCahery J.A., Renneboog L., *Venture Capital Contracting and the Valuation of High-technology Firms*, Oxford University Press, New York 2003.
16. Pereiro L.E., *Valuation of Companies in Emerging Markets*, John Wiley & Sons, New York 2002.
17. Szablewski A., *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2007.

**Sławomir Janiszewski**, partner PricewaterhouseCoopers odpowiedzialny za dział fuzji i przejęć.