

# Spis treści

|                                                                                                                      |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Wstęp</b> .....                                                                                                   | 11 |
| <b>1. Cykle i wskaźniki koniunktury na świecie i w Polsce</b><br>( <i>Alfred Bieć, Maria Drozdowicz-Bieć</i> ) ..... | 15 |
| 1.1. Cykliczność rozwoju gospodarczego – istota zjawiska .....                                                       | 15 |
| 1.1.1. Przyczyny cyklicznego rozwoju gospodarek .....                                                                | 15 |
| 1.1.2. Pojęcie cyklu koniunktury i jego rodzaje .....                                                                | 18 |
| 1.1.3. Fakty empiryczne cykli koniunktury .....                                                                      | 24 |
| 1.2. Innowacyjność a cykl i wzrost gospodarczy .....                                                                 | 26 |
| 1.2.1. Długookresowa prognoza wzrostu PKB z uwzględnieniem wpływu<br>cyklu Kondratiewa .....                         | 27 |
| 1.2.2. Stopień innowacyjności kraju a wzrost gospodarczy .....                                                       | 29 |
| 1.3. Cykl koniunktury a giełdy papierów wartościowych .....                                                          | 34 |
| 1.3.1. Prawdy i mity na temat giełdy .....                                                                           | 34 |
| 1.3.2. Giełdowe bąble i nagłe załamania .....                                                                        | 37 |
| 1.4. Wskaźniki wyprzedzające koniunkturę .....                                                                       | 39 |
| 1.4.1. W poszukiwaniu narzędzi prognozowania krótkookresowego .....                                                  | 39 |
| 1.4.2. Dobór składowych wielokomponentowych wskaźników<br>wyprzedzających .....                                      | 41 |
| 1.4.3. Przykłady i cechy wskaźników wyprzedzających .....                                                            | 45 |
| Wnioski .....                                                                                                        | 50 |
| Pytania kontrolne .....                                                                                              | 51 |
| Polecana literatura .....                                                                                            | 51 |
| <b>2. Megatrendy w gospodarce światowej</b> ( <i>Andrzej Szablewski</i> ) .....                                      | 53 |
| 2.1. Megatrendy – jak je rozumieć? .....                                                                             | 53 |
| 2.1.1. Z przeszłości w przyszłość .....                                                                              | 53 |
| 2.1.2. Czas Azji .....                                                                                               | 60 |
| 2.2. Zmiany demograficzne i masowa urbanizacja .....                                                                 | 65 |
| 2.3. Prognozy ekonomiczne .....                                                                                      | 68 |
| 2.4. Przepływy kapitału .....                                                                                        | 72 |
| Wnioski .....                                                                                                        | 81 |
| Pytania kontrolne .....                                                                                              | 86 |
| Polecana literatura .....                                                                                            | 86 |
| <b>3. Psychologia wyceny spółki na rynku kapitałowym</b><br>( <i>Magdalena Mikołajek-Gocejna</i> ) .....             | 87 |
| 3.1. Racjonalność inwestorów i jej ograniczenia w procesie wyceny .....                                              | 87 |

|                                                                                                                |            |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 3.2. Behawioralne modele rynków kapitałowych .....                                                             | 92         |
| 3.3. Wpływ motywacyjnych i poznawczych skłonności inwestorów na wycenę spółki na rynku kapitałowym .....       | 97         |
| 3.4. Emocje inwestorów a wycena .....                                                                          | 106        |
| Wnioski .....                                                                                                  | 108        |
| Pytania kontrolne .....                                                                                        | 109        |
| Polecana literatura .....                                                                                      | 109        |
| <b>4. Analiza fundamentalna i techniczna spółki publicznej (Jarosław Kwit) ..</b>                              | <b>111</b> |
| 4.1. Analiza fundamentalna .....                                                                               | 111        |
| 4.1.1. Analiza makroekonomiczna .....                                                                          | 112        |
| 4.1.2. Analiza sektorowa .....                                                                                 | 113        |
| 4.1.3. Analiza sytuacyjna .....                                                                                | 114        |
| 4.1.4. Analiza finansowa .....                                                                                 | 114        |
| 4.1.5. Ocena końcowa .....                                                                                     | 119        |
| 4.2. Analiza techniczna .....                                                                                  | 120        |
| 4.3. Mocne i słabe strony analizy fundamentalnej .....                                                         | 129        |
| 4.4. Mocne i słabe strony analizy technicznej .....                                                            | 135        |
| 4.5. Kiedy stosować analizę fundamentalną i techniczną .....                                                   | 139        |
| Wnioski .....                                                                                                  | 141        |
| Pytania kontrolne .....                                                                                        | 142        |
| Polecana literatura .....                                                                                      | 142        |
| <b>5. Uwzględnianie ryzyka kraju w szacowaniu wartości przedsiębiorstw (Marcin Pęksyk) .....</b>               | <b>143</b> |
| 5.1. Teoria i praktyka uwzględniania ryzyka kraju w szacowaniu wartości przedsiębiorstw .....                  | 143        |
| 5.1.1. Ryzyko a niepewność .....                                                                               | 144        |
| 5.1.2. Teoria równoważności podejść .....                                                                      | 146        |
| 5.1.3. Ryzyko kraju jako element ryzyka specyficznego .....                                                    | 160        |
| 5.1.4. Analiza przypadku ( $EV_{\text{PCF}}$ vs $EV_{\text{RADR}}$ ) .....                                     | 165        |
| Wnioski .....                                                                                                  | 168        |
| Pytania kontrolne .....                                                                                        | 169        |
| Polecana literatura .....                                                                                      | 169        |
| <b>6. Wpływ ceny ropy na gospodarkę i na wartość przedsiębiorstw petrochemicznych (Wojciech Potocki) .....</b> | <b>171</b> |
| 6.1. Wpływ zmian ceny ropy naftowej na gospodarkę .....                                                        | 172        |
| 6.1.1. Mechanizm i kanały rozprzestrzeniania się szoku naftowego .....                                         | 177        |
| 6.1.2. Wpływ ceny ropy na PKB .....                                                                            | 178        |
| 6.1.3. Reakcje banków centralnych na wzrost cen i inflacji .....                                               | 180        |
| 6.1.4. Wpływ ceny ropy na bilans handlu zagranicznego .....                                                    | 182        |

|                                                                                                                                |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 6.2. Cena ropy naftowej w wyrażeniu złotowym i paliw w Polsce .....                                                            | 186 |
| 6.3. Wpływ zmian na rynku ropy naftowej na wyniki finansowe i wycenę<br>rynkową przedsiębiorstw petrochemicznych .....         | 190 |
| 6.4. Wpływ czynników makroekonomicznych na wyniki finansowe i wartość<br>przedsiębiorstwa Exxon Mobil Corporation .....        | 200 |
| 6.5. Uwagi do wyceny przedsiębiorstwa petrochemicznego .....                                                                   | 201 |
| Wnioski .....                                                                                                                  | 202 |
| Pytania kontrolne .....                                                                                                        | 204 |
| Polecana literatura .....                                                                                                      | 204 |
| <br><b>7. Wykorzystanie opcji rzeczywistych do wyceny przedsiębiorstwa</b><br>(Marek Panfil) .....                             | 205 |
| 7.1. Pojęcie opcji na rynku finansowym .....                                                                                   | 205 |
| 7.1.1. Profile zysków dla nabywcy opcji .....                                                                                  | 207 |
| 7.1.2. Premia opcyjna i czynniki ją kształtujące .....                                                                         | 208 |
| 7.1.3. Modele wyceny opcji na rynku finansowym .....                                                                           | 210 |
| 7.2. Istota opcji rzeczywistych .....                                                                                          | 214 |
| 7.2.1. Zasadność użycia opcji rzeczywistych .....                                                                              | 216 |
| 7.2.2. Rodzaje opcji rzeczywistych .....                                                                                       | 218 |
| 7.2.3. Generatory wartości opcji rzeczywistych .....                                                                           | 220 |
| 7.3. Etapy wyceny z wykorzystaniem opcji rzeczywistych .....                                                                   | 221 |
| 7.3.1. Analiza jakościowa projektu inwestycyjnego .....                                                                        | 221 |
| 7.3.2. Analiza ilościowa projektu inwestycyjnego .....                                                                         | 223 |
| Wnioski .....                                                                                                                  | 225 |
| Pytania kontrolne .....                                                                                                        | 226 |
| Polecana literatura .....                                                                                                      | 227 |
| <br><b>8. Współczesne metody wyceny projektów górniczych</b><br>(Radosław Załozieński, Maciej Koński, Łukasz Wojtkowiak) ..... | 229 |
| 8.1. Rozwój metod oceny opłacalności i wyceny projektów górniczych .....                                                       | 229 |
| 8.1.1. Dyskontowanie czynników ryzyka .....                                                                                    | 232 |
| 8.1.2. Statyczność .....                                                                                                       | 236 |
| 8.1.3. Elastyczność decyzyjna kadry zarządczej .....                                                                           | 241 |
| 8.2. Wycena metodą opcji rzeczywistych na przykładzie raportów<br>technicznych NI 43-101 .....                                 | 242 |
| Wnioski .....                                                                                                                  | 249 |
| Pytania kontrolne .....                                                                                                        | 250 |
| Polecana literatura .....                                                                                                      | 250 |
| <br><b>9. Metody wyceny aktywów geologiczno-górniczych</b><br>(KGHM Polska Miedź SA) (Herbert Wirth) .....                     | 253 |
| 9.1. Przegląd metod i ich dobór w zależności od faz rozwoju projektu .....                                                     | 253 |

---

|                                                                                                              |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 9.1.1. Cykl życia projektu .....                                                                             | 253 |
| 9.1.2. Fazy rozwoju projektu .....                                                                           | 254 |
| 9.2. Podejście i metody wyceny projektów .....                                                               | 257 |
| 9.3. Przykłady projektów nabytych przez KGHM Polska Miedź SA .....                                           | 267 |
| Wnioski .....                                                                                                | 270 |
| Pytania kontrolne .....                                                                                      | 271 |
| Polecana literatura .....                                                                                    | 271 |
| <b>10. Wycena spółek w postępowaniach sądowych</b><br>(Zbigniew Jusis, Witold Rzewuski) .....                | 273 |
| 10.1. Geneza i praktyka rozwiązywania sporów na tle wartości<br>przedsiębiorstw .....                        | 273 |
| 10.2. Rola biegłego w postępowaniach sądowych i arbitrażowych .....                                          | 277 |
| 10.2.1. Postępowanie przed sądem powszechnym i arbitrażowym .....                                            | 279 |
| 10.2.2. Etyka eksperta w zakresie wyceny w postępowaniach sądowych ..                                        | 281 |
| 10.3. Wycena spółek w sporach dotyczących transakcji M&A .....                                               | 283 |
| 10.3.1. Potencjalne płaszczyzny sporu i ich wpływ na wycenę .....                                            | 284 |
| 10.3.2. Możliwe podejście do analiz w przypadku sporów M&A .....                                             | 288 |
| 10.3.3. Informacje niezbędne do przeprowadzenia analizy przez<br>eksperta .....                              | 289 |
| 10.3.4. Inne sytuacje sporne .....                                                                           | 290 |
| 10.3.5. Przegląd wyceny dokonanej przez biegłego lub eksperta drugiej<br>strony .....                        | 293 |
| 10.4. Praktyczne aspekty sporządzania opinii w zakresie wycen .....                                          | 295 |
| 10.4.1. Przebieg procesu i pozyskiwanie informacji .....                                                     | 295 |
| 10.4.2. Forma opinii biegłego w sądach powszechnych .....                                                    | 296 |
| 10.4.3. Forma opinii eksperta w sądach arbitrażowych .....                                                   | 297 |
| 10.4.4. Metody wyceny – wady i zalety różnych metod w kontekście<br>sporów sądowych .....                    | 297 |
| 10.4.5. Opodatkowanie odszkodowania .....                                                                    | 299 |
| 10.4.6. Dobre praktyki i często spotykane błędy .....                                                        | 299 |
| Wnioski .....                                                                                                | 300 |
| Pytania kontrolne .....                                                                                      | 302 |
| Polecana literatura .....                                                                                    | 302 |
| <b>11. Wycena aktywów niematerialnych dla potrzeb PPA</b><br>(Małgorzata Stambrowska, Konrad Michalak) ..... | 303 |
| 11.1. Alokacja ceny nabycia .....                                                                            | 303 |
| 11.1.1. Definicja .....                                                                                      | 303 |
| 11.1.2. Prawne ramy stosowania alokacji cen nabycia .....                                                    | 306 |
| 11.1.3. Przebieg procesu alokacji ceny nabycia .....                                                         | 307 |
| 11.1.4. Identyfikacja aktywów i zobowiązań .....                                                             | 309 |

|                                                                                                                 |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 11.2. Metody wyceny aktywów niematerialnych .....                                                               | 311 |
| 11.2.1. Podejście kosztowe .....                                                                                | 312 |
| 11.2.2. Podejście rynkowe .....                                                                                 | 315 |
| 11.2.3. Podejście dochodowe .....                                                                               | 316 |
| Wnioski .....                                                                                                   | 325 |
| Pytania kontrolne .....                                                                                         | 325 |
| Polecana literatura .....                                                                                       | 326 |
| <b>12. Fairness Opinion jako narzędzie ładu korporacyjnego</b>                                                  |     |
| ( <i>Tomasz Wiśniewski, Marcin Łągiewka</i> ).....                                                              | 327 |
| 12.1. Wartość a cena .....                                                                                      | 327 |
| 12.2. Czym jest, a czym nie jest <i>Fairness Opinion</i> .....                                                  | 330 |
| 12.3. Znaczenie <i>Fairness Opinion</i> na rynkach zagranicznych .....                                          | 333 |
| 12.4. <i>Fairness Opinion</i> na rynku polskim .....                                                            | 336 |
| 12.4.1. Podstawy formalnoprawne <i>Fairness Opinion</i> w Polsce .....                                          | 336 |
| 12.4.2. Analiza wezwań na akcje w kontekście <i>Fairness Opinion</i> .....                                      | 338 |
| 12.4.3. Studium przypadku .....                                                                                 | 340 |
| Wnioski .....                                                                                                   | 341 |
| Pytania kontrolne .....                                                                                         | 364 |
| Polecana literatura .....                                                                                       | 364 |
| <b>13. Rola relacji inwestorskich i komunikacji korporacyjnej w procesie wyceny spółki na rynku kapitałowym</b> |     |
| ( <i>Paulina Roszkowska</i> ) .....                                                                             | 365 |
| 13.1. Strategiczne relacje inwestorskie w procesie wyceny .....                                                 | 365 |
| 13.1.1. Rola relacji inwestorskich w świecie rynków kapitałowych .....                                          | 366 |
| 13.1.2. Uprawianie strategicznych relacji inwestorskich .....                                                   | 371 |
| 13.1.3. Relacje z <i>sell-side</i> .....                                                                        | 375 |
| 13.1.4. Relacje z <i>buy-side</i> .....                                                                         | 377 |
| 13.1.5. Relacje inwestorskie w spółkach GPW .....                                                               | 379 |
| 13.2. Komunikacja korporacyjna w procesie wyceny .....                                                          | 382 |
| 13.2.1. Raporty bieżące i okresowe .....                                                                        | 383 |
| 13.2.2. Nieformalna komunikacja korporacyjna .....                                                              | 386 |
| 13.2.3. Aspekty pozafinansowe – raportowanie społecznej odpowiedzialności biznesu .....                         | 387 |
| 13.2.4. Komunikacja korporacyjna – krytyczna ocena .....                                                        | 389 |
| 13.3. Indeksy giełdowe i co z nich wynika – WIG20, WIGdiv, RESPECT ....                                         | 393 |
| 13.3.1. Analiza indeksów WIG20, WIGdiv oraz RESPECT .....                                                       | 393 |
| 13.3.2. Indeksy a wycena spółki na rynku kapitałowym .....                                                      | 397 |
| Wnioski .....                                                                                                   | 401 |
| Pytania kontrolne .....                                                                                         | 402 |
| Polecana literatura .....                                                                                       | 402 |

|                                           |            |
|-------------------------------------------|------------|
| <b>Zakończenie – ku przyszłości .....</b> | <b>405</b> |
| <b>Bibliografia .....</b>                 | <b>409</b> |
| <b>Indeks rzeczowy.....</b>               | <b>423</b> |
| <b>O Autorach .....</b>                   | <b>431</b> |