

---

# SPIS TREŚCI

|                                                                                |    |
|--------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Wstęp</b>                                                                   | 9  |
| <b>1. Metody podejmowania decyzji na rynkach akcji</b>                         | 13 |
| 1.1. Analiza techniczna                                                        | 16 |
| 1.1.1. Rodzaje wykresów w analizie technicznej                                 | 18 |
| 1.1.2. Rysowanie trendów na wykresach analizy technicznej                      | 20 |
| 1.1.3. Znaczenie wolumenu obrotu w analizie technicznej                        | 22 |
| 1.1.4. Formacje cenowe                                                         | 22 |
| 1.1.5. Zastosowanie średnich ruchomych w analizie technicznej                  | 24 |
| 1.1.6. Poziomy wsparcia i oporu                                                | 27 |
| 1.1.7. Inne japońskie metody analizowania wykresów oraz metoda kółko i krzyżyk | 27 |
| 1.1.8. Wskaźniki i oscylatory                                                  | 28 |
| <b>2. Analiza fundamentalna – wprowadzenie</b>                                 | 30 |
| 2.1. Analiza makroekonomiczna                                                  | 30 |
| 2.2. Analiza sektorowa (branży)                                                | 32 |
| 2.2.1. Model cyklu życia branży                                                | 33 |
| 2.2.2. Model pięciu sił konkurencyjnych Portera                                | 34 |
| 2.3. Analiza sytuacyjna spółki                                                 | 35 |
| 2.4. Analiza finansowa spółki                                                  | 37 |
| 2.5. Wycena akcji                                                              | 39 |

|                                                                                            |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>3. Tempo wzrostu firmy</b>                                                              | 44  |
| 3.1. Statystyczne metody kalkulacji tempa wzrostu firmy                                    | 44  |
| 3.2. Prognozowanie stopy wzrostu g przedsiębiorstwa                                        | 50  |
| 3.2.1. Model podstawowy                                                                    | 50  |
| 3.2.2. Model Gordona i modele wielofazowe                                                  | 51  |
| 3.2.3. Modele alternatywne                                                                 | 53  |
| 3.2.4. Model oparty na przepływach pieniężnych                                             | 55  |
| <b>4. Stopa dyskontowa i koszt kapitału</b>                                                | 60  |
| 4.1. Koszt kapitału obcego (koszt długu)                                                   | 73  |
| 4.2. Struktura kapitału a wartość przedsiębiorstwa                                         | 77  |
| <b>5. Cel wyceny, klasyfikacja metod wyceny akcji i skuteczność analizy fundamentalnej</b> | 81  |
| 5.1. Wycena spółek a manipulacja wynikami                                                  | 85  |
| 5.2. Skuteczność analizy fundamentalnej                                                    | 89  |
| <b>6. Metody dochodowe (dyskontowe)</b>                                                    | 96  |
| 6.1. Metoda zdyskontowanych dywidend                                                       | 97  |
| 6.1.1. Model zerofazowy                                                                    | 99  |
| 6.1.2. Model jednofazowy                                                                   | 101 |
| 6.1.3. Model dwufazowy                                                                     | 102 |
| 6.1.4. Model trzyfazowy                                                                    | 104 |
| 6.1.5. Model czterofazowy                                                                  | 107 |
| 6.1.6. Wycena spółki modelami o różnych fazach wzrostu                                     | 121 |
| 6.1.7. Czułość modeli dyskontowych                                                         | 123 |
| 6.1.8. Model Gordona z ujemną stopą g                                                      | 125 |
| 6.1.9. Porównanie wycen akcji w modelach jedno-, dwu-, trzy- i czterofazowych              | 127 |
| 6.1.10. Model H i jego pochodne                                                            | 131 |
| 6.1.11. Model trzyfazowy z implementowanym modelem H                                       | 133 |
| 6.2. Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (Free Cash Flow – FCF) – wprowadzenie   | 134 |
| 6.3. Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych – rozwinięcie                           | 139 |
| 6.3.1. Metoda budżetu kapitałowego                                                         | 139 |
| 6.3.2. Metody księgowe obliczania przepływów pieniężnych                                   | 143 |
| 6.3.3. Modele dwu- i trzyfazowe zdyskontowanych przepływów gotówkowych                     | 143 |
| 6.3.4. Badanie czułości wyceny w metodach DCF                                              | 148 |

|                                                                                                  |            |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 6.3.5. Zastosowanie metody zdyskontowanych przepływów finansowych do wyznaczenia efektu synergii | 153        |
| 6.3.6. Zastosowanie metody zdyskontowanych przepływów do wyceny wykupów lewarowanych             | 156        |
| 6.4. Model zdyskontowanych zysków                                                                | 163        |
| 6.5. Metoda skorygowanej wartości bieżącej (APV)                                                 | 163        |
| 6.5.1. Klasyczna forma metody APV                                                                | 164        |
| 6.5.2. Rozwinięta forma metody APV                                                               | 170        |
| 6.6. Model zysku rezydualnego (zysku ekonomicznego)                                              | 171        |
| 6.6.1. Model zysku rezydualnego – wprowadzenie                                                   | 171        |
| 6.6.2. Model zysku rezydualnego – ujęcie teoretyczne                                             | 173        |
| 6.6.3. Zmodyfikowana wersja modelu EVA oraz modele REVA, CVA i SVA                               | 181        |
| <b>7. Metody mnożnikowe (porównań rynkowych)</b>                                                 | <b>185</b> |
| 7.1. Modele mnożnikowe ex post                                                                   | 185        |
| 7.2. Metody mnożnikowe ex ante                                                                   | 194        |
| 7.3. Metody mnożnikowe wykorzystujące modele matematyczne                                        | 209        |
| 7.3.1. Korekty współczynników                                                                    | 215        |
| <b>8. Wycena przedsiębiorstwa za pomocą metody transakcji porównywalnych</b>                     | <b>217</b> |
| <b>9. Metoda opcyjna i metoda z opóźnieniem czasowym</b>                                         | <b>225</b> |
| 9.1. Model Blacka-Scholesa                                                                       | 226        |
| 9.2. Wycena przedsiębiorstwa za pomocą modelu opcyjnego dwumianowego                             | 234        |
| 9.3. Metoda z opóźnieniem czasowym                                                               | 246        |
| <b>10. Majątkowe metody wyceny spółek</b>                                                        | <b>247</b> |
| 10.1. Metoda wartości aktywów netto                                                              | 247        |
| 10.2. Metoda skorygowanej wartości aktywów netto                                                 | 250        |
| 10.3. Metoda wartości odtworzeniowej                                                             | 252        |
| 10.4. Metoda wartości likwidacyjnej (wartości upłynnienia)                                       | 255        |
| <b>11. Metody mieszane wyceny spółek</b>                                                         | <b>258</b> |
| 11.1. Metoda wartości średniej                                                                   | 259        |
| 11.2. Metoda szwajcarska                                                                         | 260        |
| 11.3. Metody z zyskiem dodatkowym                                                                | 261        |
| 11.3.1. Metody zwykłe                                                                            | 261        |

|                                                                 |            |
|-----------------------------------------------------------------|------------|
| 11.3.2. Metody okresowej kapitalizacji zysku dodatkowego        | 265        |
| 11.4. Metody mieszane wyceny przedsiębiorstw nierentownych      | 272        |
| <b>12. Analiza strategiczna (autor Celina Sołek-Borowska)</b>   | <b>278</b> |
| 12.1. Struktura makrootoczenia                                  | 280        |
| 12.1.1. Analiza makrootoczenia                                  | 282        |
| 12.1.2. Metody scenariuszowe                                    | 283        |
| 12.2. Metody analizy otoczenia konkurencyjnego                  | 288        |
| 12.3. Metody analizy potencjału strategicznego przedsiębiorstwa | 292        |
| 12.3.1. Bilans strategiczny przedsiębiorstwa                    | 293        |
| 12.3.2. Benchmarking                                            | 293        |
| 12.3.3. Analiza kluczowych czynników sukcesu                    | 294        |
| 12.3.4. Analiza łańcucha wartości                               | 295        |
| 12.3.5. Cykl życia produktu                                     | 297        |
| 12.3.6. Cykl życia technologii                                  | 299        |
| 12.4. Metody portfelowe                                         | 300        |
| 12.4.1. Macierz Boston Consulting Group (BCG)                   | 301        |
| 12.4.2. Macierz McKinseya                                       | 303        |
| 12.4.3. Macierz A.D. Little (ADL)                               | 304        |
| 12.4.4. Macierz Hofera                                          | 305        |
| 12.5. Szkoła zasobowa                                           | 307        |
| <b>Zakończenie</b>                                              | <b>309</b> |
| <b>Bibliografia</b>                                             | <b>311</b> |
| <b>Aneks</b>                                                    | <b>315</b> |