

WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA (SPÓŁKI)

PRZEGLĄD METOD

METODY DOCHODOWE

ZALETY

- ✓ WYSOKA ELSTYCZNOŚĆ MODELU
- ✓ ZORIENTOWANIE NA PRZYSZE WYNIKI BIZNESU I JEGO ZDOLNOŚĆ DO KREOWANIA WARTOŚCI
- ✓ UWZGLĘDNIENIE RYZYKA POD POSTACIĄ KOSZTU KAPITAŁU
- ✓ POWSZECHNA AKCEPCJA METODY JAKO WIODĄCEJ

WADY

- ✓ UZNANIOWOŚĆ I PODATNOŚĆ NA MANIPULACJE
- ✓ OGRANICZONA ZDOLNOŚĆ DO FORMUŁOWANIA WIARYGODNYCH DŁUGOTERMINOWYCH PROGNOZ FINANSOWYCH

METODY PORÓWNAWCZE

ZALETY

- ✓ WYKORZYSTANIE DANYCH POCHODZĄCYCH Z RZECZYWISTYCH TRANSAKCJI RYNKOWYCH
- ✓ METODA INTUICYJNA, ŁATWO ZYSKUJĄCA AKCEPTACJĘ
- ✓ NIESKOMPLIKOWANY CHARAKTER KONIECZNYCH KALKULACJI

WADY

- ✓ KALKULACJA WARTOŚCI ODBYWA SIĘ W SPOSÓB UPROSZCZONY, CO UTRUDNIA UWZGLĘDNIENIE INDYWIDUALNYCH CECH FIRMY
- ✓ CZĘSTO WYSTĘPUJĄ BRAKI INFORMACYJNE (BRAK TRANSAKCJI DOTYCZĄCYCH PODOBNYCH FIRM, NIETYPOWE WYNIKI FINANSOWE FIRM PORÓWNYWALNYCH)

METODY MAJĄTKOWE

ZALETY

- ✓ PRZYDATNE DO SZACOWANIA WARTOŚCI FIRM, KTÓRE ZAPRZESTAJĄ PROWADZENIA DZIAŁALNOŚCI LUB MAJĄ ZNACZĄCY MAJĄTEK POZAOOPERACYJNY

WADY

- ✓ METODA O CHARAKTERZE STATYCZNYM, W ZASADZIE NIE POZWALA NA UWZGLĘDNIENIE POTENCJAŁU DOCHODOWEGO PRZEDSIĘBIORSTWA
- ✓ CZĘSTO WYMAGA POSIADANIA WIEDZY O CHARAKTERZE TECHNICZNYM

FIRMY I BRANŻE

- ✓ ZARÓWNO STARTUPY JAK I FIRMY DOJRZAŁE
- ✓ WSZYSTKIE BRANŻE

- ✓ PRZEDZ WSZYSTKIM SPÓŁKI DOJRZAŁE BIZNESO I O USTABILIZOWANYCH FINANSACH
- ✓ FIRMY Z BRANŻ OBECNYCH W GIEŁDOWYM OBROTCIE LUB NA RYNKU TRANSAKCJI PRYWATNYCH

- ✓ PRZEDSIĘBIORSTWA WYGASZAJĄCE DZIAŁALNOŚĆ OPERACYJNĄ
- ✓ SZCZEGÓLNICIE: NIERUCHOMOŚCI ORAZ SUROWCE

PROCEDURA POSTĘPOWANIA

OKREŚLENIE CELU WYCENY

ZEBRANIE DANYCH DOTYCZĄCCH OTOCZENIA MAKRO, MIKRO ORAZ SAMEGO PRZEDSIĘBIORSTWA

ANALIZA DANYCH I DOBÓR METOD WYCENY

KALKULACJA WARTOŚCI

WERYFIKACJA

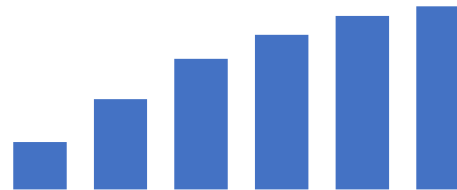
WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA (SPÓŁKI)

METODY DOCHODOWE

W metodach dochodowych kluczowe znaczenie posiadają 2 czynniki bezpośrednio wpływające na wartość przedsiębiorstwa:

- ✓ Generowane przepływy finansowe
- ✓ Ryzyko wystąpienia przepływów ujęte pod postacią kosztu kapitału

Wolne przepływy finansowe (FCF)



Kalkulacja wartości spółki w modelu DCF polega na zdyskontowaniu wolnych przepływów finansowych z okresu szczegółowej prognozy za pomocą kosztu kapitału i zsumowaniu ich. Wartość generowana przez przepływy występujące po okresie szczegółowej prognozy ujmowana jest za pomocą wzoru tożsamego z modelem Gordona i nosi nazwę wartości rezydualnej (RV). Do tego należy dodać wartość aktywów pozaoperacyjnych oraz wolnej gotówki posiadanej na moment wyceny. W niektórych modelach (FCFF oraz EVA) należy odjąć wartość zobowiązań oprocentowanych.

Koszt kapitału

W modelach DCF przepływy finansowe dyskontowane są za pomocą:

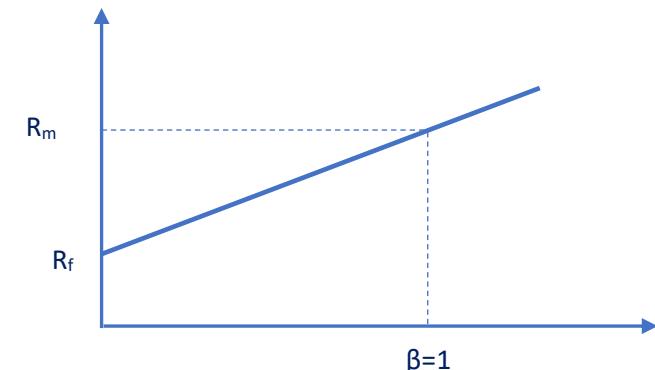
- ✓ Średniego ważonego kosztu kapitału (model oparty o przepływy FCFF lub EVA)
- ✓ Lub kosztu kapitału własnego (model oparty o przepływy FCFE)

Średni ważony koszt kapitału składa się z kosztu kapitału własnego oraz kosztu obcych oprocentowanych źródeł finansowania. Wagami są udziały rynkowe każdego ze źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa.

Przy szacowaniu wartości kosztu kapitału własnego zwykle wykorzystuje się model CAPM. W modelu tym jako składowa występuje stopa zwrotu wolna od ryzyka (R_f – zwykle odpowiada ona rentowności 10-letnich obligacji skarbowych) oraz stopa zwrotu z portfela rynkowego (R_m – szacowana na podstawie długoterminowej rentowności szerokiego rynku akcji). Współczynnik β określa ekspozycję na ryzyko rynkowe akcji konkretnej spółki. Najczęściej szacowany jest jako parametr charakteryzujący daną branżę, na podstawie równań regresji opisujących stopy zwrotu pojedynczych spółek względem stóp zwrotu szerokiego rynku akcji.

$$R = R_f + (R_m - R_f) \times \beta$$

Tak oszacowany koszt kapitału często korygowany jest w sposób, który pozwala uwzględnić indywidualne cechy wycenianego pakietu akcji, takie jak: płynność, kapitalizacja lub sprawowanie kontroli nad spółką.

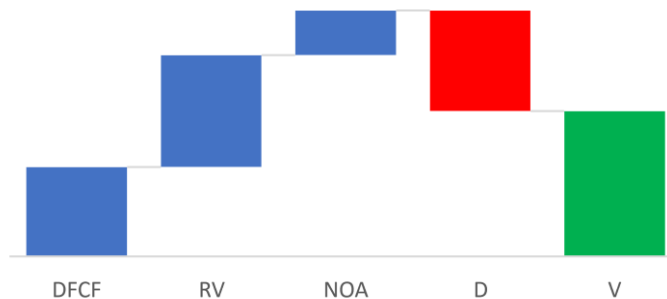


Model FCFF (free cash flow to the firm)

Przepływy FCFF:

- Przychody
- Koszty operacyjne
- = EBIT
- Podatek od EBIT
- = NOPAT
- + Amortyzacja
- CAPEX
- Δ KON

Kalkulacja wartości spółki w modelu FCFF



- DFCF** – zdyskontowane wolne przepływy finansowe (FCFF) z okresu szczegółowej prognozy (za pomocą kosztu kapitału WACC)
- RV** – wartość rezydualna (ujmuje obecną wartość przepływów spodziewanych po okresie prognozy)
- NOA** – aktywa pozaoperacyjne (w tym gotówka)
- D** – dług oprocentowany (występuje w modelu FCFF, w modelu FCFE brak tego czynnika)
- V** – wartość kapitałów własnych (spółki)

EVA (ekonomiczna wartość dodana)

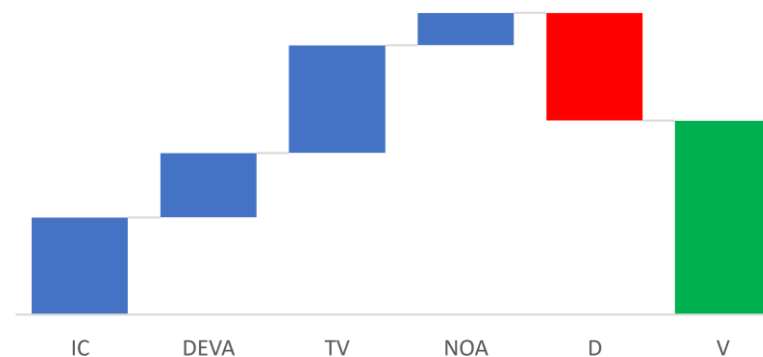
EVA jest narzędziem, które może być wykorzystywane nie tylko do wyceny przedsiębiorstwa, ale również do oceny, jak wyniki konkretnego okresu (rok) przyczyniły się do budowania jej wartości. W przypadku EVA „wyjściową” wartość przedsiębiorstwa tworzą posiadane aktywa (w praktyce operacyjne aktywa trwałe + KON). W każdym prognozowanym okresie wartość ta może być powiększana o ile:

$$EVA_t = NOPAT_t - IC_t \times WACC \text{ będzie wyższe od } 0$$

Schemat z boku przedstawia sposób kalkulacji wartości spółki w modelu EVA, przy czym:

- IC – zainwestowany kapitał (aktywa trwałe + KON)
- DEVA – zdyskontowana EVA z okresu prognozy
- TV – zdyskontowana wartość rezydualna na bazie EVA
- NOA – aktywa pozaoperacyjne + wolna gotówka
- D – oprocentowane zobowiązania
- V – wartość spółki (kapitałów własnych)

Kalkulacja wartości spółki w modelu EVA



Model FCFE (free cash flow to the equity)

Przepływy FCFE:

Zysk netto

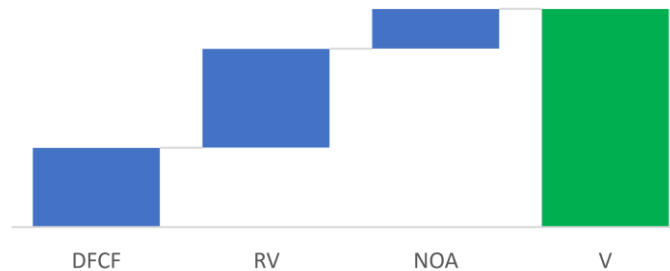
+ Amortyzacja

- CAPEX

- Δ KON

+ Przyrost zadłużenia

Kalkulacja wartości spółki w modelu FCFE



DFCF – zdyskontowane wolne przepływy finansowe (FCFE) z okresu szczegółowej prognozy (za pomocą kosztu kapitału własnego)

RV – wartość rezydualna (ujmuje obecną wartość przepływów spodziewanych po okresie prognozy)

NOA – aktywa pozaoperacyjne (w tym gotówka)

V – wartość kapitałów własnych (spółki)

WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA (SPÓŁKI)

METODA PORÓWNAWCZA (MNOŻNIKOWA)

Idea metody mnożnikowej zakłada, że przedsiębiorstwa prowadzące podobną działalność, a zatem zbliżone pod względem zdolności do generowania przepływów finansowych oraz ryzyka powinny być podobnie wyceniane względem podstawowych parametrów o charakterze technicznym lub finansowym.

Jak to rozumieć? Otóż zgodnie z ideą metody porównawczej dla przykładu browar warzący 2 mln hl piwa powinien być 2 razy więcej warty od tego, który warzy tylko 1 mln hl. Podobnie spółka z branży informatycznej osiągająca roczny zysk w wysokości 15 mln zł, powinna być 1,5 razy więcej warta od tej, której roczny zysk wynosi tylko 10 mln zł.

W metodzie porównawczej (mnożnikowej) do wyceny wykorzystywać można różne mnożniki. Najbardziej popularne są te o charakterze finansowym, a wśród nich zwłaszcza odnoszące wartość działalności operacyjnej spółki (EV) do wyniku na poziomie EBIT lub EBITDA. Dlaczego są one bardziej preferowane od popularnego, zwłaszcza w analizach spółek giełdowych, wskaźnika cena/zysk netto. Otóż wskaźniki EV/EBIT oraz EV/EBITDA swą uwagę skupiają na działalności podstawowej danej spółki, a ich wartości zwykle są bardziej stabilne i przewidywalne, niż wskaźnika P/E.

Kalkulacja wartości wskaźników dla przedsiębiorstw podobnych zwykle odbywa się w oparciu o wyceny ich akcji uzyskiwane z rynku giełdowego lub na podstawie informacji o transakcjach zawieranych na rynku niepublicznym. Dla poszczególnych przedsiębiorstw wartości obliczonych wskaźników będą się między sobą różnić, a czasem przyjmować wartości trudne do zaakceptowania ze względów interpretacyjnych (np. ujemne w sytuacji gdy zysk danego przedsiębiorstwa był niższy od 0). W tej sytuacji, na potrzeby wyceny, niezbędne może się okazać odrzucenie niektórych spółek. Dobrym rozwiązaniem problemu jest też wykorzystanie mediany zamiast średniej do kalkulacji przeciętnej wartości wskaźnika.

WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA (SPÓŁKI)

METODY MAJĄTKOWE

Trzecią spośród najważniejszych grup metod wyceny tworzą metody majątkowe. W swym ogólnym zarysie polegają one na wprowadzeniu korekt do bilansowych wartości aktywów oraz pasywów. Wartością spółki jest skorygowana wartość kapitałów przypadających akcjonariuszom lub udziałowcom. Biorąc pod uwagę indywidualne okoliczności, jakie towarzyszą wycenianej spółce, wyróżnić możemy następujące najczęściej spotykane metody wyceny należące do tej grupy:

- ✓ Metoda skorygowanych aktywów netto (SAN)
- ✓ Metoda wartości odtworzeniowej
- ✓ Metoda likwidacyjna

Metoda skorygowanych aktywów netto (SAN) polega na korekcie wartości posiadanych przez spółkę aktywów oraz zobowiązań tak, aby odzwierciedlały one ich wartość godziwą (np. całkowicie umorzone składniki środków trwałych). W toku tego procesu ujawnieniu mogą ulec aktywa, które do tej pory nie były ujmowane w bilansie (głównie aktywa niematerialne, takie jak posiadane i wytworzone we własnym zakresie znaki towarowe oraz wiedza o charakterze przemysłowym).

Metoda skorygowanych aktywów netto ma charakter statyczny i nie odnosi się do przyszłości, choć uwzględnienie w wycenianych składnikach majątku szeroko pojętych aktywów niematerialnych powinno wycenę tą metodą zbliżyć do wycen uzyskanych za pomocą metod dochodowych i porównawczych.

Metoda odtworzeniowa stara się udzielić odpowiedzi na pytanie: Jakiej wysokości środki finansowe należałoby wydatkować, aby stworzyć od podstaw przedsiębiorstwo posiadające identyczne składniki majątku oraz zobowiązań? Jest to dość idealistyczne założenie, trudno bowiem w krótkim okresie czasu pozyskać na rynku identyczne lub co najmniej zbliżone aktywa, zwłaszcza te o charakterze niematerialnym.

Metoda likwidacyjna zakłada sprzedaż aktywów oraz spłatę zobowiązań w nieodległym czasie. Sytuacja taka często implikuje uzyskanie cen istotnie gorszych od obserwowanych na rynku. Ponadto należy zauważyć, że zaprzestanie działalności i przeprowadzenie zwolnień wśród zatrudnianych pracowników może skutkować koniecznością wypłacenia należnych im odpraw.

Kontakt:



Dawid Stolarek

tel.: +48 509 015 686

e-mail: biuro@dsc-advisory.pl