

Wycena przedsiębiorstwa w praktyce

Prowadzący



Kontakt:

888 969 171

mateusz.laska@wycenafirm.com.pl

<https://wycenafirm.com.pl/>



Mateusz Laska

Biegły sądowy przy Sądzie Okręgowym w Warszawie z zakresu wyceny przedsiębiorstw
Doradca Inwestycyjny nr 570
Makler Papierów Wartościowych nr 2931

Od 2014 Makler Papierów Wartościowych o licencji nr 2931, od 2016 Doradca Inwestycyjny o licencji nr 570.

Specjalizuje się w wycenie przedsiębiorstw, modelowaniu finansowym, badaniu due diligence, analizie funduszy inwestycyjnych, emitentów akcji i obligacji, ze szczególnym naciskiem na sektor deweloperski/budowlany oraz branżę pożyczkową/windykacyjną.

W dotychczasowej karierze zawodowej odpowiedzialny za badanie zdolności kredytowej emitentów, strukturyzowanie transakcji oraz kontakt z inwestorami instytucjonalnymi (TFI, OFE). Aktualnie właściciel Corporate Mind Sp. z o.o. – firmy konsultingowej, która świadczy usługi finansowe dla przedsiębiorstw. Poprzednio dyrektor ds. Inwestycji w domu maklerskim Q Securities, gdzie nadzorował oraz koordynował transakcje kapitałowe o wartości ponad 600 mln w latach 2018 - 2023. W swojej karierze zajmował się również zarządzaniem portfelem inwestycyjnym Klientów w ramach usługi Asset Management w jednym z domów maklerskich

Absolwent Wydziału Zarządzania Politechniki Rzeszowskiej ze specjalizacją Finanse i Rachunkowość.

Licencje branżowe:

Licencja Doradcy Inwestycyjnego:

https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_ryнку_kapitałowego/lista_doradców_inwestycyjnych

Licencja Maklera Papierów Wartościowych:

https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_ryнку_kapitałowego/Maklerzy_papierów_wartosciowych/lista_maklerów_papierów_wartosciowych

Wpis na listę Biegłych Sądowych:

<https://bip.warszawa.so.gov.pl/artykuly/237/biegli-sadowi>

Wycena przedsiębiorstwa to sztuka, którą nie zajmują się artyści.

prof. Andrzej Fierla

Historia i współczesność skłania do konkluzji, iż wycena jest zarówno teorią, jak i sztuką opartą na doświadczeniu i intuicji wyceniających. Trzeba jednak mieć pełną świadomość, że zastosowanie nawet najlepszych teorii, metod i narzędzi nie musi (zwłaszcza w krótkim okresie) odzwierciedlać rzeczywistej wyceny rynkowej danych aktywów.

dr Marek Panfil

W wycenie chodzi nie o to aby mieć w 100% rację lecz żeby się w 100% nie pomylić.

prof. Roger Mills (za dr. M. Pęksykiem)

Agenda

1. Definicja przedsiębiorstwa
2. Odbiorca wyceny
3. Określenie celu, funkcji oraz standardu wyceny jako podstawowej zmiennej determinującej wybór metodologii wyceny.
4. Klasyfikacja metod wyceny
5. Opis metodologii wyceny wg.:
 - Metody majątkowej (księgową, odtworzeniową, skorygowanych aktywów netto, likwidacyjną)
 - Metody porównawczej (transakcji porównywalnych, spółek porównywalnych)
 - Metody dochodowej (zdyskontowanych przepływów pieniężnych FCFF oraz FCFE, zdyskontowanych zysków, zdyskontowanych dywidend)
6. Omówienie wad oraz zalet poszczególnych metod, wzajemnej korelacji oraz czynników, które determinują wybór konkretnej metody.
7. Wycena w praktyce:
 - Jakie są źródła danych do wyceny?
 - Jakie dane należy przygotować przed przystąpieniem do wyceny ?
 - Ile trwa proces wyceny w zależności od metody ?
 - Gdzie szukać wiarygodnych informacji rynkowych (np. spółki porównywalne, wskaźniki makroekonomiczne, prognozy, konsensus rynkowy)
 - Jak zweryfikować otrzymane wyniki, na jakie elementy zwrócić uwagę
 - Raport z wyceny sporządzony przez zewnętrzny podmiot, co powinien zawierać?
 - Najczęściej popełniane błędy podczas wyceny
 - Omówienie wybranego raportu z wyceny – praktyczne case study

Czas

9:00 – 10:30

Przerwa 10 in

10:40 – 12:10

Przerwa 20 min

12:30 – 14:00

Przerwa 10 min

14:10- 15:00

Definicja przedsiębiorstwa

Czym jest wartość przedsiębiorstwa ?

Księgowa wartość przedsiębiorstwa

(aktywa + zadłużenie)

+

Wartość kapitału zewnętrznego

[relacja z klientami, dostawcami*, akcjonariuszami**, wizerunek oraz siła marki]

+

Wartość kapitału wewnętrznego

(struktura organizacyjna, wydajność procesów, wdrożone nowe rozwiązania technologiczne, stopień realizacji strategii, przewaga konkurencyjna, sposób zarządzania zasobami w firmie),

+

Wartość zasobów ludzkich

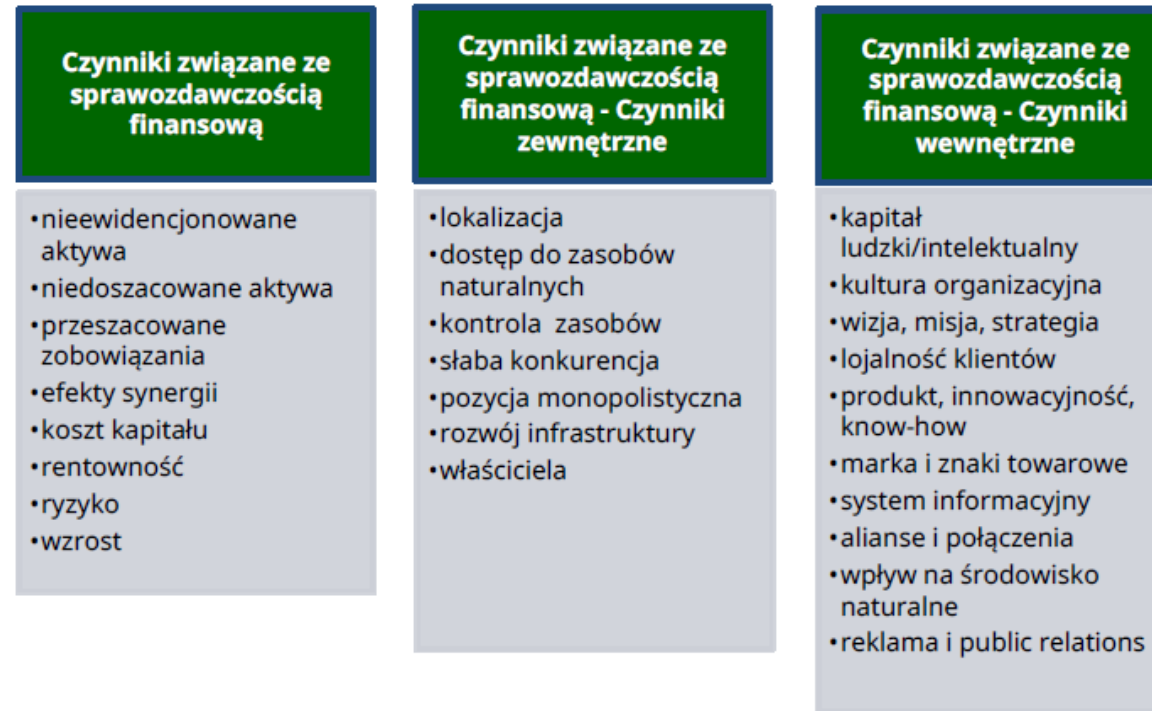
(kreatywność pracowników, wydajność personelu, sprawny zarząd i pozostała kadra menedżerska)

* kontrakty, umowy o współpracę, programy lojalnościowe

** siła akcjonariatu, zadowolenie akcjonariuszy

Definicja przedsiębiorstwa

Czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa



Rysunek 1 Mapa czynnikowa - Opracowanie własne na podstawie Marcinkowska, 200:38

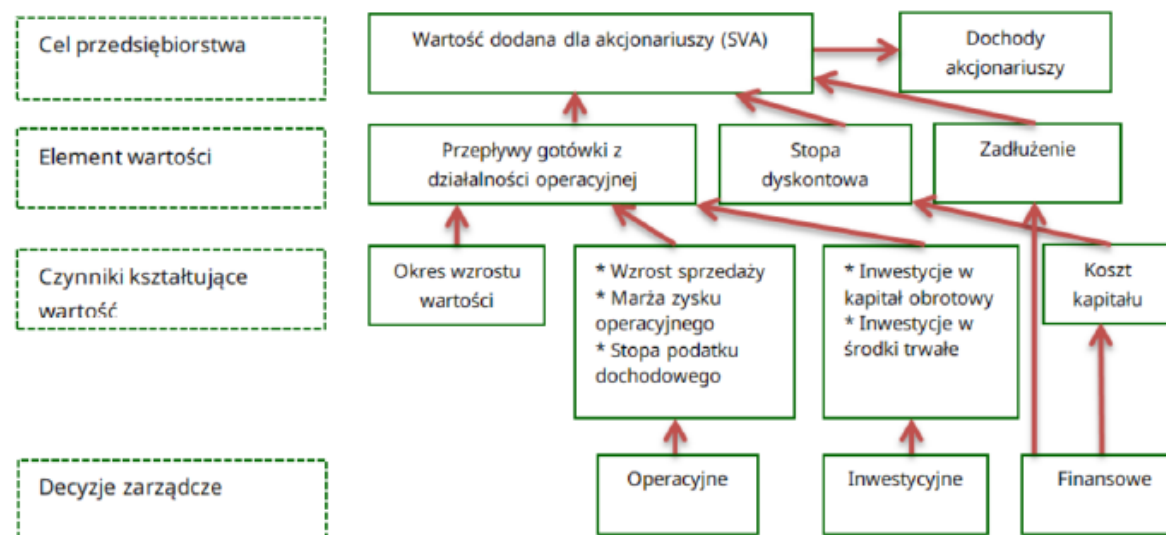
Definicja przedsiębiorstwa

Jak zwiększyć wartość przedsiębiorstwa?

Tutaj z pomocą przychodzi nam teoria zarządzania wartością przedsiębiorstwa (ang. Value Based Management – VBM). Koncepcja ta polega na maksymalizowaniu wartości dla akcjonariuszy, czyli podejmowaniu takich decyzji operacyjnych, inwestycyjnych czy finansowych, które przyczynią się w długim terminie do wzrostu wartości przedsiębiorstwa, a tym samym pomnażania majątku właścicieli. Proces kreowania wartości dla właścicieli określany jest skrótem SHV (shareholder value) – wartość dla akcjonariuszy. Według Rappaporta wartość dla właścicieli równa jest wartości przedsiębiorstwa pomniejszonej o wielkość jego zadłużenia. Aby więc rosła wartość dla właścicieli musi wzrastać wartość przedsiębiorstwa. Jak widać, Rapapport utożsamia wartości dla właścicieli z wartością przedsiębiorstwa, co ilustruje rysunek

Jak zwiększyć wartość przedsiębiorstwa?

- Marża zysku operacyjnego
- Efektywna stopa podatku dochodowego
- Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy
- Inwestycje w kapitał trwały
- Koszt kapitału



Rysunek 4 Sieć wartości dla akcjonariuszy. Źródło: A. Rapaport, Wartość dla...wyd. cyt. S.65

Odbiorca wyceny

Kto jest odbiorcą wyceny przedsiębiorstwa?

- Właściciele,
- Zarząd,
- Rada nadzorcza,
- Inwestorzy,
- Fundusze inwestycyjne,
- TFI,
- Depozytariusz,

Regulacje dotyczące wyceny

Kto może w Polsce wyceniać przedsiębiorstw ?

Przepisy prawa:

Przepisy prawa nie zastrzegają wyceny przedsiębiorstw dla określonej grupy zawodowej. Tym samym nie jest wymagane dla dokonywania wyceny przedsiębiorstw posiadanie jakiegokolwiek licencji, ukończenie określonych studiów, kursów etc. Jest to zgoła odmienna sytuacja od tej, jaka występuje w przypadku wyceny nieruchomości.

Kodeks etyki:

Z etycznego punktu widzenia, osoba podejmująca się określonego zadania powinna mieć wiedzę, umiejętności i kwalifikacje do wykonania zadania.

Wycenę reguluje „Kodeks etyki” obowiązujący członków Stowarzyszenia Biegłych Wyceny Przedsiębiorstw w Polsce. „W każdej wycenie biegły powinien posiadać kompetencje niezbędne do zrealizowania zlecenia, lub pozyskać konieczne kompetencje do zrealizowania zlecenia. W przypadku niespełnienia powyższego warunku biegły powinien odmówić zaakceptowania zlecenia, lub wycofać się z realizowania zlecenia.” I dalej wspomniany „Kodeks...” stanowi: „Przed zaakceptowaniem zlecenia biegły powinien określić czy jest w stanie zrealizować profesjonalnie i w sposób kompetentny zlecenie wyceny. W tym, w szczególności:

- 1) Właściwie zidentyfikować zagadnienie będące przedmiotem zlecenia,
- 2) Posiadać wiedzę i doświadczenie niezbędne do realizacji zlecenia,
- 3) Rozpoznać zasady, regulacje i przepisy prawne dotyczące roli biegłego oraz istoty wyceny w danej wycenie przedsiębiorstwa.”

Regulacje dotyczące wyceny

Najważniejsze regulacje oraz akty prawne

- Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (PKZW) Krajowy Standard Wyceny Specjalistyczny KSWS Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw
- Międzynarodowe Standardy Wyceny RICS, 2017 r.

Najważniejsze regulacje oraz akty prawne

- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości.
- Międzynarodowe Standardy Rachunkowości
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 grudnia 2007 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych.

Cel, funkcja oraz standard wyceny

Cel wyceny

Zanim przystąpimy do sporządzenia wyceny niezbędne jest określenie celu wyceny, który wpływa na wybór standardu wartości. Należy również pamiętać, że cel wyceny jest ściśle powiązany z funkcją jaką ma spełniać wycena.

- **Kupno lub sprzedaż przedsiębiorstwa**
- **Postępowanie układowe, upadłościowe lub likwidacyjne**
- **Łączenie lub podział przedsiębiorstwa**
- **Podwyższenie kapitału lub umorzenia akcji i udziałów**
- **Określenie wartości aktywów posiadanych przez fundusze inwestycyjne**
- **Postępowania cywilnoprawne**
- **Postępowania podatkowe**
- **Sprawozdawczość finansowa**
- **Weryfikacja zdolności kredytowej i zabezpieczenie kredytu**
- **Ubezpieczenia**
- **Odszkodowania**
- **Kontrola wartości kapitału zaangażowanego przez właściciela w przedsiębiorstwo**

Cel, funkcja oraz standard wyceny

Funkcja wyceny

- **Doradcza** - jej istotą jest dostarczenie niezbędnych informacji w związku z transakcjami kapitałowymi oraz innymi decyzjami zarządczymi.
- **Argumentacyjna** - jej istotą jest dostarczenie informacji o przedsiębiorstwie i jego wartości, które mogą wzmocnić siłę przetargową jednej ze stron w prowadzonych negocjacjach.
- **Mediacyjna** - jej istotą jest dostarczenie niezbędnych informacji dotyczących wartości przedsiębiorstwa w przypadku transakcji kapitałowych, w których opinie stron na temat wartości są rozbieżne.
- **Zabezpieczająca** - jej istotą jest dostarczenie informacji dotyczących wartości przedsiębiorstwa w celu zabezpieczenia się przed negatywnymi skutkami sporów na tle wartości.
- **Informacyjna** - jej istotą jest dostarczenie uzyskanych w procesie wyceny informacji dla potrzeb zarządzania przedsiębiorstwem.

Cel, funkcja oraz standard wyceny

Założenia wyceny

Wycena odbywa się na podstawie jednego z następujących założeń:

- **Założenia kontynuacji działalności** – przyjmuje się, że wyceniane przedsiębiorstwo dysponuje zorganizowanym, zdolnym do generowania dochodu zespołem aktywów, zasobów ludzkich oraz nie występuje bezpośrednie zagrożenie zaprzestania działalności.
- **Założenia likwidacji działalności w sytuacji nieprzymusowej** – przyjmuje się, że aktywa są sprzedawane w rozsądnym przedziale czasu, w celu uzyskania możliwie najwyższych wpływów z ich sprzedaży.
- **Założenia likwidacji działalności w sytuacji przymusowej** – przyjmuje się, że aktywa są sprzedawane w możliwie najkrótszym czasie, co często powoduje uzyskanie niższych wpływów, niż w sytuacji nieprzymusowej.
- **Założenia likwidacji zbędnych aktywów** – przyjmuje się, że sprzedawana jest zorganizowana część mienia wchodząca w skład majątku przedsiębiorstwa.

Cel, funkcja oraz standard wyceny

Standard wyceny

- **Godziwa wartość rynkowa** (ang. Fair Market Value) – to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji, którzy nie działają pod przymusem.

Przykład (przygotowania sprawozdania finansowego, udokumentowania cen transferowych)

- **Wartość sprawiedliwa** (ang. Fair Value) – to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział konkretny, niekoniecznie zainteresowany przeprowadzeniem transakcji kupujący oraz konkretny, niezainteresowany przeprowadzeniem transakcji sprzedający. Kupujący lub sprzedający muszą działać pod przymusem.

Przykład (w sprawach sądowych, w sprawach rozwodowych)

- **Wartość inwestycyjna** (ang. Investment Value) – to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny dla konkretnego inwestora (właściciela), przy szacowaniu której uwzględnia się jego indywidualne wymagania i oczekiwania odnośnie przedmiotu wyceny.

Przykład (Fuzje, przejęcia)

- **Wartość wewnętrzna** (ang. Intrinsic Value) – to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie, wartość przedmiotu wyceny, która nie jest oszacowana w związku z konkretną transakcją, nie bierze pod uwagę kim jest zleceniodawca i odbiorca wyceny, a opiera się na wszystkich informacjach nt. przedmiotu wyceny oraz czynnikach zewnętrznych mających wpływ na jego obecną i przyszłą sytuację ekonomiczno-finansową.

Przykład (na potrzeby wewnętrzne)

Cel, funkcja oraz standard wyceny

Hierarchia poziomu wartości

- **I POZIOM**

Aktywa i zobowiązania wyceniane na bazie cen notowanych (nieskorygowanych) z aktywnych rynków dla identycznych aktywów i zobowiązań.

- **II POZIOM**

Aktywa i zobowiązania, których wycena opiera się na danych wejściowych innych niż ceny notowane zaliczane do poziomu I, które są obserwowalne na rynku w sposób bezpośredni (jako ceny) lub pośredni (bazujący na cenach).

- **III (POZIOM)**

Aktywa, których wycena opiera się na danych wejściowych niemożliwych do zaobserwowania na rynkach (dane wejściowe nieobserwowalne).

Klasyfikacja metod wyceny

I. Metody majątkowa

- **Metoda księgową** (ang. Accounting Method).
- **Metoda wartości skorygowanych aktywów netto** (ang. Adjusted Net Asset Method).
- **Metoda wartości likwidacyjnej** (ang. Liquidation Value Method).
- **Metoda wartości odtworzeniowej** (ang. Replacement Value Method).

II. Metody dochodowe

- **Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF** (ang. Discounted Cash Flows), która może opierać się na przepływach przynależnych właścicielom - FCFE (ang. Free Cash Flows to Equity) lub przepływach przynależnych wszystkim stronom finansującym: właścicielom i wierzycielom - FCFF (ang. Free Cash Flows to Firm).
- **Metoda zdyskontowanych zysków** (ang. Discounted Future Earnings Method).
- **Metodę zdyskontowanych dywidend** (ang. Discounted Dividends Method).

Klasyfikacja metod wyceny

III. Metody mnożnikowe

- **Mnożniki oparte na wartości rynkowej pochodzące z transakcji z rynku publicznego lub transakcji prywatnych;** np. P/E, P/BV.
- **Mnożniki oparte na wartości całego przedsiębiorstwa,** tj. kapitału własnego i długu; np. EV/EBIT (ang. Enterprise Value/Earnings Before Interest and Taxes), EV/EBITDA (ang. Enterprise Value/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization).
- **Mnożniki oparte na charakterystycznych dla danego sektora wielkościach;** np. EV/liczby hektolitrów piwa, EV/liczby subskrybentów, EV/liczby aktywnych codziennie użytkowników portalu (ang. unique users).

IV. Metody niekonwencjonalne

- Skorygowany współczynnik beta
- Metoda First Chicago
- Metoda drzew decyzyjnych
- Metoda stosowana przez A. Damodarana

Opis metodologii wyceny

I. Metody majątkowa

- **Metoda księgowa**

Wartość księgowa = Aktywa trwałe + Aktywa obrotowe - Zobowiązania

- **Metoda wartości skorygowanych aktywów netto** (ang. Adjusted Net Asset Method).

Skorygowane aktywa netto = Szacowana wartość rynkowa aktywów – Szacowana wartość rynkowa zobowiązań

- **Metoda wartości likwidacyjnej** (ang. Liquidation Value Method).

Wartość likwidacyjna = Szacowana wartość rynkowa aktywów - Szacowana wartość rynkowa Zobowiązań - Koszty likwidacji

- **Metoda wartości odtworzeniowej** (ang. Replacement Value Method).

Wartość odtworzeniowa = Szacowany koszt odtworzenia przedsiębiorstwa

Opis metodologii wyceny

...wartość wewnętrzna przedmiotu, która by istniała niezależnie od podmiotów, jest pojęciem sprzecznym z sobą...

Arystoteles

I. Metody porównawcza / metoda mnożnikowa

Metoda porównawcza zwana jest również metodą mnożnikową. Zgodnie z podejściem porównawczym (mnożnikowym) wartość podmiotu gospodarczego (lub jego kapitałów) wyznaczana jest jako wielokrotność efektów generowanych przez ten podmiot. Przez efekt należy rozumieć skutek gospodarczy działalności jednostki wyrażony w jednostkach pieniężnych.

Efektom gospodarczym mogą być:

- przychody ze sprzedaży (S),
- zyski operacyjne (EBIT),
- zyski operacyjne powiększone o amortyzację (EBITDA),
- zysk netto,

Metoda mnożnikowa jest bardzo popularna, ponieważ:

- wycena może być sporządzona bardzo szybko i z mniejszą liczbą skomplikowanych założeń niż w przypadku metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych,
- metoda jest prosta do zrozumienia i zaakceptowania przez potencjalnych odbiorców wyceny,
- metoda uwzględnia bieżącą sytuację na rynku, mierzy wartość względną spółki. Zatem metoda mnożnikowa w silniejszy sposób wiąże wyniki wyceny z aktualnymi trendami na rynku
- wycena ta pozwala w sposób całościowy popatrzeć na spółkę, ocenić jej perspektywę i ocenić efektywność decyzji inwestycyjnych
- jest wygodną metodą stosowaną przez menedżerów, którzy są oceniani na podstawie decyzji, których skutki rozpatrywane są w kontekście alternatywnych inwestycji możliwych do podjęcia w tym samym czasie

Opis metodologii wyceny

I. Metody porównawcza / metoda mnożnikowa

Zgodnie z podejściem mnożnikowym wartość wycenianego podmiotu wyraża formuła:

Wzór:

(1)

$$V = \text{Mnożnik} \times \text{Efekt}$$

Gdzie:

V – wartość całej spółki [EV] lub jest kapitału własnego [EQ]

Efekt – efekt gospodarczy wyrażony liczbowo

Mnożnik – relacja wartości porównywalnego podmiotu do efektu generowanego przez ten podmiot

Opis metodologii wyceny

I. Metody porównawcza / metoda mnożnikowa

Etapy wyceny metodą porównawczą:

1. **Wybranie porównywalnych firm**, które są najbardziej podobne do wycenianej jednostki.

Grupa porównywalnych firm powinna być odpowiednio duża, aby wyniki jednej z analizowanych firm nie zakłóciły wyników analizy. Jednocześnie przypadkowo wybrane firmy, które nie są wystarczająco podobne, mogą zdeformować wyniki wyceny.

2. **Określenie przeciętnych wielkości mnożnika dla branży**. Wartości wskaźników liczy się dla poszczególnych firm, a następnie wyznacza się ich wartość średnią (z wykorzystaniem mediany lub średniej arytmetycznej).

3. **Wycena firmy** sprowadza się do pomnożenia średniej wartości mnożnika przez prognozowaną wartość bazowego parametru. Doświadczenia krajów rozwiniętych wskazują, że wyceny przygotowywane z wykorzystaniem wielkości prognozowanych charakteryzują się zdecydowanie większą trafnością niż wyceny opracowane na podstawie wielkości historycznych (Liu i Nissim, 2002).

Opis metodologii wyceny

I. Metody porównawcza / metoda mnożnikowa -najczęściej stosowane mnożniki:

Wskaźniki oparte o kapitały własne

P/E – [*price earnings ratio*] - odzwierciedla stosunek ceny akcji spółki do zysków na akcję przez nią osiągniętych. Ceną akcji spółki porównawczej jest kurs zamknięcia na dzień wyceny. Zysk jest określany jako rozwodniony zysk netto na akcję osiągnięty przez spółkę z ostatnich czterech pełnych kwartałów. Rozwodniony zysk na akcję uwzględnia teoretyczną zamianę instrumentów dających prawa do akcji zwykłych.

P/S – [*price to sales ratio*] – odzwierciedla stosunek ceny akcji spółki do przychodów ze sprzedaży. Ceną akcji spółki porównawczej jest kurs zamknięcia jej akcji na dzień wyceny. Sprzedaż jest określana jako przychody ze sprzedaży uzyskane przez spółkę w ostatnich czterech pełnych kwartałach.

P/BV – [*price to book value ratio*] – odzwierciedla stosunek ceny akcji spółki do jej wartości księgowej. Ceną spółki porównawczej jest kurs zamknięcia jej akcji na dzień wyceny.

Wskaźniki oparte o wartość przedsiębiorstwa

EV/EBITDA – [*enterprise value to earnings before interest taxes depreciation and amortization ratio*] – odzwierciedla wartość przedsiębiorstwa w stosunku do jego dochodów operacyjnych powiększonych o amortyzację.

EV/EBIT – [*enterprise value to earnings before interest and taxes ratio*] – w odróżnieniu od EV/EBITDA w mianowniku tego wskaźnika nie dodaje się wartości amortyzacji. Jest on stosowany, gdy wydatki amortyzacyjne są nieistotnie niskie, np. w firmach które nie są kapitałochłonne.

EV/S – [*enterprise value to sales ratio*] – odzwierciedla wartość przedsiębiorstwa do przychodów ze sprzedaży. Sprzedaż jest określana jako przychody ze sprzedaży uzyskane przez spółkę w ostatnich czterech pełnych kwartałach

Opis metodologii wyceny

I. Metody porównawcza / metoda mnożnikowa -Wady / zalety poszczególnych mnożników:

EBITDA Wartość przedsiębiorstwa EV/EBITDA

Mnożnik oparty na wskaźniku EBITDA eliminuje ze strumienia zysku odsetki, podatki, amortyzację rzeczowych aktywów trwałych oraz amortyzację aktywów niematerialnych. W zależności od okoliczności, inwestor może uznać mnożniki oparte na EBITDA za bardziej odpowiednie dla wyceny jednostek, których porównywalne spółki mają odmienną strukturę kapitałową, inny stopień wykorzystania aktywów i inne metody amortyzacji aktywów niematerialnych i rzeczowych

Zysk netto Wartość przedsiębiorstwa P/E

Mnożnik oparty na wskaźniku cena/zysk jest odpowiedni w sytuacji, w której jednostki mają podobne struktury finansowania, opodatkowania i zadłużenia. W praktyce, rzadko się zdarza by jednostki miały podobną strukturę finansowania. Mnożniki cena/zysk jednostek o różnych strukturach finansowania mogą się znacznie różnić między sobą. Ten mnożnik jest powszechnie stosowany dla jednostek w sektorze finansów (bankowość, ubezpieczenia i leasing) gdzie koszt odsetek lub dochód z odsetek stanowią odpowiednio pozycję kosztów lub dochodów operacyjnych.

Wartość księgowa Wartość przedsiębiorstwa P/BV

Mnożnik cena/wartość księgowa uważany jest za wskaźnik użyteczny dla porównania wartości księgowej kapitału własnego jednostki z jego wartością rynkową (tzn. notowaną ceną). Jest to kluczowy wskaźnik wartości w niektórych branżach, jak np. hotelarstwo czy instytucje finansowe; poza tym, mnożnik ten może także być narzędziem identyfikacji spółek, których wycena jest zaniżona lub zawyżona. Wskaźnik nie jest odpowiedni dla branż o małej liczbie aktywów, jak np. spółki technologiczne, ponieważ wartość bilansowa aktywów wykazanych w sprawozdaniu z sytuacji finansowej zwykle jest niska w porównaniu z ich wartością rynkową, jako że takie jednostki często posiadają aktywa

Opis metodologii wyceny

I. Metody porównawcza - Korekta mnożników:

Korekty należy wykonać, gdy występują istotne różnice pomiędzy przedsiębiorstwem wycenianym, a spółkami porównywalnymi. Poniżej znajduje się lista zmiennych, które powinny być brane pod uwagę przy badaniu czy przedsiębiorstwa są do siebie podobne.

- wielkość przychodów, aktywów itp.
- poziom i tempo wzrostu zysków
- zróżnicowanie oferty produktowej
- zróżnicowanie i jakość bazy klientów
- poziom zadłużenia, zwłaszcza jeśli stosowane są mnożniki oparte na zysku
- lokalizacja (np. jeśli dane spółek porównywalnych, które prowadzą działalności na rynkach rozwiniętych są wykorzystywane do wyceny przedsiębiorstwa prowadzącego działalność na rynkach wschodzących).

Opis metodologii wyceny

I. Metody porównawcza – wybór spółek porównywalnych:

Podczas wyboru grupy porównywalnych firm można posłużyć się szeregiem kryteriów, takich jak:

- branża, podobieństwo technologiczne
- charakter rynku produktowego, sezonowość popytu, relacje sił przetargowych
- wielkość spółki
- struktura kapitału (poziom zadłużenia)
- perspektywy wzrostu, perspektywiczna rentowność

Właściwy dobór porównywalnych firm pozwala zmniejszyć ryzyko popełnienia błędu wyceny. Spółki z grupy porównawczej powinny być możliwie jak najbardziej podobne pod względem wyżej wymienionych czynników. Niekiedy, aby zidentyfikować nośniki istotne dla kreowania wartości, należy branżę podzielić na mniejsze grupy charakteryzujące się większą spójnością. Głębsza analiza pozwoli określić różnice wewnątrzbranżowe. Wówczas wycenę przedsiębiorstwa należy ocenić na tle mniejszej grupy.

I. Metody porównawcza – błędy:

Do najczęściej popełnianych błędów w wycenach porównawczych można zaliczyć:

- Nieodpowiedni wybór spółek porównywalnych.
- Stosowanie mnożników wyliczonych na podstawie transakcji zawartych dawno temu, od czasu których warunki rynkowe uległy znacznej zmianie.
- Stosowanie średniej mnożników transakcyjnych o znacznym rozrzucie bez potwierdzenia racjonalności takiego podejścia w odniesieniu do jednostki, w której dokonano inwestycji.
- Wyliczanie mnożnika wartości kapitału własnego przy zastosowaniu podstawy wyceny opartej na wartości przedsiębiorstwa.
- Zastosowane miar efektywności działalności gospodarczej (zarówno spółek porównywalnych jak i wycenianej jednostki), które nie zostały odpowiednio znormalizowane.
- Nieodpasowanie pomiędzy mnożnikiem a miarą efektywności działalności gospodarczej jednostki wycenianej (np. zastosowanie mnożników opartych na zyskach historycznych do zysków przyszłych okresów).
- Zastosowanie mnożników po opodatkowaniu do miar efektywności działalności gospodarczej przed opodatkowaniem.
- Pominięcie korekt wpływających na mnożniki wyceny oparte na różnicach pomiędzy jednostką, w której dokonano inwestycji a spółkami porównywalnymi (np. niewystarczająca uwaga poświęcona różnicom w polityce rachunkowości).
- Pominięcie innych korekt (np. niewystarczająca uwaga poświęcona aktywom nieoperacyjnym spółki, w której dokonano inwestycji, bądź też spółek porównywalnych, dyskonto).

Metody dochodowe

„W podejściu DCF określasz wartość wycenianego składnika aktywów, dyskontując oczekiwane przepływy, które on generuje przy stopie dyskontowej odzwierciedlającej jego ryzyko. Inaczej mówiąc, mierzysz wartość wewnętrzną tego składnika aktywów.”

A. Damodaran

II. Metody dochodowe

Według metod dochodowych spółka jest warta dokładnie tyle, ile przyniesie w przyszłości dochodów. Zatem metoda DCF obrazuje realną wewnętrzną wartość spółki. Ponadto jest jedną z najpopularniejszych metod wyceny przedsiębiorstw. Wycena metodą zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych jest oparta na wartościach prognozowanych, więc jej skuteczność zależy od jakości prognoz na których opieramy wycenę. Należy mieć na uwadze, że metoda DCF jest bardzo wrażliwa na nawet niewielkie zmiany stopy dyskontowej oraz współczynnika wzrostu w okresie rezydualnym.

Wzór metody DCF w wersji FCFF:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + DRV$$

$$DRV = \frac{FCFF_i \times (1+g)}{(1+WACC)^n}$$

$$RV = \frac{FCFF_i \times (1+g)}{WACC - g}$$

Gdzie:

V- wartość przedsiębiorstwa

FCFF – wolne przepływy pieniężne

WACC - średnioważony koszt kapitału

DRV – zdyskontowana wartość rezydualna

RV – wartość rezydualna

g - stabilna stopa wzrostu po okresie prognozy

II. Metody dochodowe – Etapy Wyceny:

1. Prognoza RZIS

- Zysku operacyjnego [EBIT]
- Amortyzacji
- Nakładów inwestycyjnych
- Kapitału obrotowego netto [czyli: zapasów, należności oraz zobowiązań handlowych]
- Kapitału własnego
- Zobowiązań finansowych oraz handlowych

2. Sformułowanie założeń do wyceny

- stosunek długu do kapitałów własnych,
- stopa podatku dochodowego [CIT],
- koszt długu po opodatkowaniu,
- stopa wolna od ryzyka,
- rynkowa premia za ryzyko,
- współczynnik ryzyka systematycznego [BETA],
- stopa wzrostu po okresie prognozy [wsp. G]

Powyższe zmienne służą do ustalenia: WACC (średnio ważonego kosztu kapitału w przedsiębiorstwie)

Metody dochodowe

II. Metody dochodowe – Etapy Wyceny:

3. Obliczenie średniego ważonego koszt kapitału (WACC)

Wzór:

$$WACC = w_e \times r_e + w_d \times r_d \times (1 - T)$$

Gdzie:

$WACC$ – średnioważony koszt kapitału

w_e – udział kapitału w finansowaniu majątku

w_d – udział długu w finansowaniu majątku

r_e – koszt kapitału własnego

r_d – koszt długu

T – stopa podatku

Metody dochodowe

II. Metody dochodowe – Etapy Wyceny:

4. Zdyskontowanie przepływów pieniężnych

Wzór:

$$DFCF_t = \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Gdzie:

$DFCF_t$ – zdyskontowane wolne przepływy pieniężne w okresie t

$FCFF_t$ – wolne przepływy pieniężne w okresie t

WACC - średnioważony koszt kapitału

Metody dochodowe

II. Metody dochodowe – Etapy Wyceny:

5. Obliczenie wartości rezydualnej

$$RV = \frac{FCFF_i \times (1 + g)}{WACC - g}$$

$$RV = \frac{NOPAT_{t+1} \times (1 - \frac{g}{ROIC})}{WACC - g}$$

Gdzie:

g - stabilna wzrostu po okresie szczegółowej prognozy,

WACC – średnioważony koszt kapitału

ROIC – oczekiwany zwrot z zainwestowanego kapitału

Metody dochodowe

II. Metody dochodowe – Etapy Wyceny:

6. Obliczenie wartości przedsiębiorstwa

Ostatni etap analizy polega na sumowaniu zdyskontowanych przepływów pieniężnych z okresu szczegółowej prognozy oraz wartości rezydualnej.

II. Metody dochodowe – wady/ zalety:

Zalety metody DCF:

- Wycena generowanych przepływów pieniężnych [w odróżnieniu od zysku netto, który jest wartością księgową]
- Ocena zdolności posiadanego majątku i know - how do generowania przepływów pieniężnych w przyszłości
- Skupienie się na przyszłej działalności przedsiębiorstwa

Wady metody DCF:

- Wysoki stopień złożoności, tzn. konieczność prognozowania wielu zmiennych, na których oparta zostanie wycena
- Realizacja prognoz finansowych często bywa obarczona dużym ryzykiem
- Trudności w szacowaniu kosztu kapitału, który może być różny dla różnych grup interesariuszy
- Ryzyko przeszacowań, szczególnie gdy znaczna część wartości przedsiębiorstwa to wartość rezydualna

II. Metody dochodowe – Kiedy zachować ostrożność z wykorzystaniem metody DCF:

Szczególną ostrożność w szacowaniu wartości należy zachować w przypadku przedsiębiorstw, które:

- znajdują się w trudnej sytuacji finansowej
- działają w cyklicznych branżach, gdzie zyski i przepływy pieniężne podążają za koniunkturą
- posiadają aktywa, które nie generują przepływów pieniężnych
- przechodzą proces restrukturyzacji
- biorą udział w procesie fuzji i przejęć
- małych i mikro przedsiębiorstw, których wyniki finansowe cechuje duża zmienność oraz niepewność
- planują lub są w trakcie dużych inwestycji (w relacji do skali prowadzonego biznesu)

II. Metody dochodowe – wiarygodności metody DCF:

Dobór odpowiedniej metody wyceny w zależności od etapu, na którym znajduje się przedsiębiorstwo zapewnia, że wartość została oszacowana w sposób właściwy. Nie inaczej jest w przypadku metody DCF. Poniżej kilka elementów, które powinny być brane pod uwagę przez wyceniającego, który decyduje się na ww. metodę.

- Przekroczenie break-even point przez wycenianą spółkę
- Realistyczne prognozy przychodowe, najlepiej poparte odpowiednimi umowami
- Założenia co do finansowania CAPEX oraz wydatków bieżących niezbędnych do osiągnięcia zakładanych przychodów powinny być potwierdzone odpowiednimi umowami

II. Metody dochodowe – błędy:

Do najczęściej popełnianych błędów w wycenach dochodowych można zaliczyć:

- Podwójne zaliczenie lub pominięcie przepływów pieniężnych (np. niewłączenie wymogów w zakresie kapitału obrotowego do wyliczania przepływów pieniężnych bądź też zakładanie znacznego wzrostu przychodów przez dłuższy czas przy stosunkowo małych zmianach w wymaganych wydatkach inwestycyjnych).
- Błędne lub niewystarczające uwzględnienie niepewności przy prognozowaniu przepływów pieniężnych.
- Niedopasowanie przepływów pieniężnych i stóp dyskonta
- Brak spójności pomiędzy ryzykami związanymi z przepływami pieniężnymi, a ryzykami odzwierciedlonymi w stopie dyskonta.
- Nieodpowiednio wysokie stopy wzrostu przy wyliczaniu wartości końcowej.
- Zastosowanie podejścia zakładającego nieskończony cykl życia w sytuacji, w której przedsięwzięcia mają zakontraktowane przychody na ograniczony okres, skoncentrowaną bazę klientów i odnawialne ryzyko.
- Nieodpowiednie stopy wolne od ryzyka zastosowane do wyliczenia stopy dyskonta
- Zastosowanie parametrów zaczerpniętych z innego kraju do wyceny jednostki, w której dokonano inwestycji bez niezbędnych korekt.
- Niedopasowanie walutowe pomiędzy walutą zastosowaną do oszacowania prognozowanych przepływów pieniężnych a walutą danych wejściowych, na podstawie których wyliczana jest stopa dyskonta.
- Nieodpowiednia β zastosowana do wyliczenia stopy dyskonta (np. zastosowanie szacowanej β inwestora zamiast szacowanej β jednostki, w której dokonano inwestycji).
- Nieodpowiednie wyliczenie WACC (np. wyliczanie WACC przy użyciu wartości księgowych długu i kapitału własnego, użycie kosztu zadłużenia niezgodnego ze strukturą kapitałową założoną w WACC itp.).
- Pominięcie innych korekt (np. dyskonta z tytułu braku płynności).

Dyskonto / Premia

Premia/dyskonto w teorii wyceny

Premie i dyskonta są stosowane jako korekty wartości bazowej przedsiębiorstwa w celu ustalenia wyceny końcowej. Mogą one przyjmować postać procentową, z czym najczęściej można spotkać się w praktyce lub ewentualnie formę wartościową. Korekta taka może dotyczyć wartości bazowej, ustalonej za pomocą kilku metod wyceny (np. jako wartość średnioważona z metody DCF oraz mnożnikowej) albo dotyczyć wyłącznie ściśle określonej metody wyceny (np.: metody DCF lub metody mnożnikowej). Zakładając występowanie pojedynczej premii, wycena końcowa zostanie ustalona następująco:

Wzór:

$$WK = WB \times (1 + P)$$

$$WK = WB \times (1 - D)$$

Gdzie:

WK – wycena końcowa

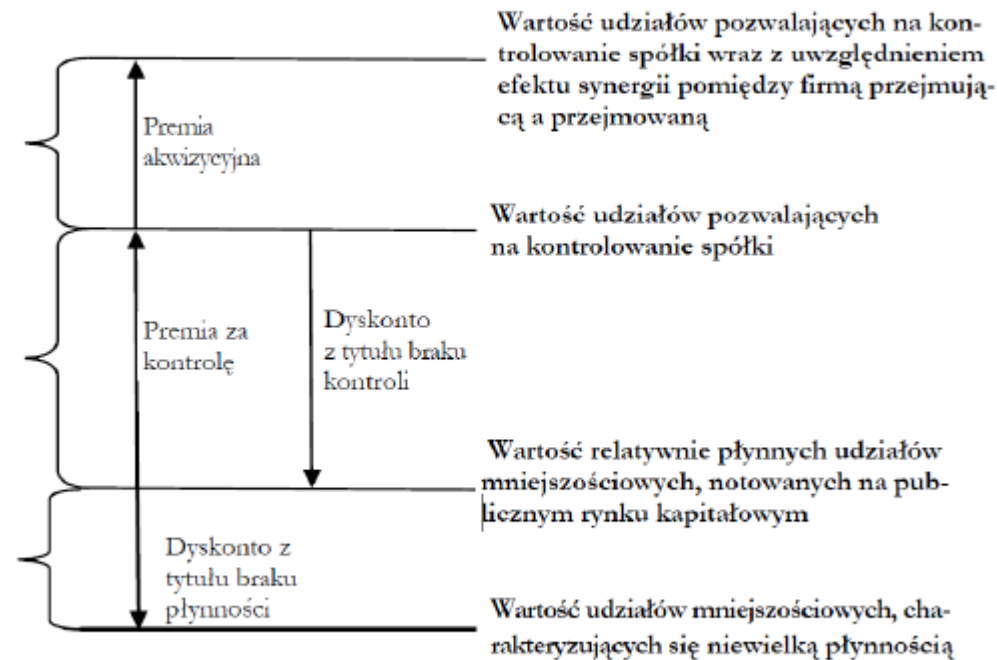
WB – wycena bazowa

P – premia określana procentowo

D – dyskonto określane procentowo

Dyskonto / Premia

Poziomy wartości udziałów w zależności od charakterystyki struktury własnościowej



Źródło: [Shannon, 2001, s. 6].

Wartość premii za kontrolę i dyskonta za brak płynności na podstawie literatury światowej

Dyskonto za brak płynności		Premia za kontrolę	
Poziom	Źródło	Poziom	Źródło
10%	Damodaran (2002)	12%	Rydqvist (1996) Szwecja
17%	Feldman (2005)	5%	Lease, McConnell, Mikkelsen (1983) USA
20%	Sarin i Shapiro (2000)	5%	DeAngelo (1985) USA
10%	Wruck (1989)	8%	Doidge (2003) USA
13%	Hertzel i Smith (1993)	46%	Levy (1982) Izrael
7%	Bajaj, Dennis, Ferris i Sarin (2001)	74%	Biger (1991) Izrael
13%	Aschwald (2000)	13%	Meggison (1990) Wielka Brytania
21%	Aschwald (2000)	10%	Smith, Amoaku-Adu (1995) Kanada
20%	Johnson (1999)	80%	Zingales (1994) Włochy
27%	Oliver i Meyers (2000)	10%	Horner (1998) Szwajcaria
20%	Finnerty (2002)	18%	Kunz, Angel (1996) Szwajcaria

Źródło: [Tuzimek, 2011, s. 391].

Rysunek 54 Wartość premii za kontrolę i dyskonta za brak płynności na podstawie literatury światowej

Dyskonto / Premia

Premia/dyskonto przykłady:

Przykładowo, S.P. Pratt wymienia następujące rodzaje korekt:

- dyskonto wynikające z przyszłych zobowiązań z tytułu zysków uzyskanych w formie przyrostu wartości aktywów
- dyskonto z tytułu kluczowej osoby – jest pochodną utraty pracowników odgrywających zasadniczą rolę w przedsiębiorstwie.
- dyskonto z tytułu znanych bądź potencjalnych zobowiązań, np. z powodu zanieczyszczenia środowiska, niespełnienia wymagań sanitarnych itp.
- dyskonto z tytułu toczącego się sporu sądowego
- dyskonto z tytułu posiadania niejednorodnych aktywów bądź jednostek operacyjnych – wywiązuje się ono z tego, że potencjalni inwestorzy preferują raczej nabywanie w miarę jednorodnych zorganizowanych biznesów,
- dyskonto z tytułu koncentracji klientów i dostawców – jest pochodną związaną z możliwością utraty kluczowych klientów bądź dostawców

Oprócz wyżej wymienionych korekt, relatywnie często w literaturze przedmiotu jest mowa o tzw. premii z tytułu wielkości (ang. *size premium lub size effect*).

Wycena w praktyce

+ źródła danych do wyceny

- **Strategia przedsiębiorstwa/ plany rozwoju/ wywiad z decydentami**
 - **Sprawozdania finansowe**
 - ZOIS
 - Tabele amortyzacyjne
 - Opinia biegłego
 - Dokumenty korporacyjne spółki (np. statut)
 - Polityka rachunkowości
 - Zeznania podatkowe
 - **Prognozy finansowe**
 - RZIS
 - Bilans (zapasy, należności, zobowiązania handlowe)
 - Struktura finansowania
-
- **Dane publicznie dostępne**
 - Mnożniki giełdowe/ mnożniki transakcji
 - KRS
 - Informacje nt. branży / raporty analityczne

Wycena w praktyce

+ Jakie dane należy przygotować przed przystąpieniem do wyceny ?

Jakie dane przygotować do wyceny (metoda DCF):

Dane podstawowe:

1. NIP, KRS wycenianej spółki
2. Adres strony internetowej lub stron internetowych
3. Informacja na jaką datę jest sporządzana wycena
4. Jaki jest cel wyceny ?
5. Statut spółki
6. Prezentacja w PDF lub power point o spółce

Model biznesowy:

1. Opis źródeł przychodów w spółce
2. Opis planów spółki na przyszłość [m.in. akwizycja, organiczne skalowanie biznesu itp.]

Wycena w praktyce

+ Jakie dane należy przygotować przed przystąpieniem do wyceny ?

Jakie dane przygotować do wyceny (metoda DCF):

Finansowanie

1. Plany spółki co do kolejnych rund finansowania
2. Plany co do upublicznienia spółki GPW lub NewConnect?
3. Aktualna struktura właścicielska spółki
4. Opis programów motywacyjnych w spółce

Zespół/Ludzie:

1. Ile osób pracuje w spółce ? Jakie są plany w tym zakresie, szczególnie w kontekście zrealizowania prognoz finansowych

Wycena w praktyce

+ Jakie dane należy przygotować przed przystąpieniem do wyceny ?

Jakie dane przygotować do wyceny (metoda DCF):

Dane finansowe:

Historyczne:

1. Dane Finansowe za ostatnie 2 lata w formie PDF podpisany/ xml + excel
2. Polityka rachunkowości
3. Zeznania podatkowe za ostatnie 2 lata
4. Zestawienie aktywów oraz zobowiązania pozabilansowych [jeżeli są]
5. Opinia biegłego do sprawozdania jeżeli była sporządzana
6. Zestawienie należności oraz zobowiązań pomiędzy spółkami powiązаныmi [jeżeli są]
7. Zestawienie strat podatkowych do rozliczenia [jeżeli są]

Wycena w praktyce

+ Jakie dane należy przygotować przed przystąpieniem do wyceny ?

Jakie dane przygotować do wyceny (metoda DCF):

Prognozowane:

1. Założenia finansowe na kolejne lata. Ważne aby prognoza zawierała takie elementy jak:

- Zysk operacyjny
- Amortyzację
- Nakłady inwestycyjne [odtworzeniowe + nowe inwestycje]
- Kapitał obrotowy netto

Dodatkowo na dzień wyceny:

- Zadłużenie finansowe [kredyty, pożyczki, obligacje, leasing itp.]
- Środki pieniężne
- Zobowiązania handlowe
- Należności handlowe

Wycena w praktyce

+ Jakie dane należy przygotować przed przystąpieniem do wyceny ?

Jakie dane przygotować do wyceny (metoda DCF):

Inne:

1. Jakie są kluczowe wydarzenia które w kolejnych okresach będą wpływać na spółkę/ projekt
2. Jakie ryzyka związane z działalnością w ocenie zarządu najistotniej mogą wpłynąć na działalność spółki oraz jakie jest ich prawdopodobieństwo wystąpienia ?
3. Kto jest bezpośrednią konkurencją spółki [nazwa konkurenta lub konkurentów]. W tym punkcie chodzi o wskazanie podmiotu który prowadzi podobny model biznesowy do spółki lub do którego spółka aspiruje.

Wycena w praktyce

+ Ile trwa proces wyceny w zależności od metody ?

Od 1 tygodnia do 2 miesięcy

Wycena w praktyce

+ Gdzie szukać wiarygodnych informacji rynkowych

Dane rynkowe:

- <https://nbp.pl/>
- <https://macronext.pl/pl/>
- <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/rekomendacje>
- <https://www.stockwatch.pl/rekomendacje/>

Spółki porównywalne

- <https://www.biznesradar.pl/>
- <https://stooq.pl/>
- <https://finance.yahoo.com/>
- http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/data.html

Sprawozdania finansowe:

- <https://rejestr.io/>
- https://ekrs.ms.gov.pl/rdf/pd/search_df
- <https://e-sprawozdania.biz.pl/show/>

Wycena w praktyce

+ Jak zweryfikować otrzymane wyniki ?

Mnożniki rynkowe / Wybór odpowiedniej metody wyceny/ Poprawność obliczeń

Metoda	Etap	Działanie
DCF	Ogólny	Gdzie jest wartość w Spółce wycenianej? Co generuje gotówkę, na czym Spółka zarabia? Czy ma wszystkie niezbędne elementy, które pozwolą na dalszą działalność i generowanie gotówki (majątek, know-how)?
	Prognoza	<ol style="list-style-type: none"> 1. Sprawdzenie, czy prognoza gotówki nie daje sald ujemnych. 2. Sprawdzenie, czy w okresie prognozy są zmiany na kapitale zakładowym (emisja akcji, udziałów) 3. Sprawdzenie, czy dochodzi do istotnych wahań kapitału obrotowego. 4. Sprawdzenie, jaki jest docelowy prognozowany poziom przychodów i rentowności EBITDA względem ostatnich danych historycznych i czy marże zostały uzasadnione
	Stopa dyskontowa	<ol style="list-style-type: none"> 1. Sprawdzenie, w powiązaniu z prognozą, czy wycena jest sporządzona w wartościach nominalnych (brak korekty o inflację) czy realnych (korekta stopy dyskonta o inflację). 2. Sprawdzenie, czy ewentualne dodatkowe premie w stopie dyskonta są uzasadnione przez wyceniającego (np. mała wielkość wycenianego podmiotu)
	Rachunek przepływów FCFF/wynik	<ol style="list-style-type: none"> 1. Sprawdzenie, w powiązaniu z prognozą, czy wycena jest sporządzona w wartościach nominalnych (stopa $g > 0$ w ReV) czy realnych (stopa $g = 0$ w ReV). 2. Sprawdzenie, czy przepływ do wartości rezydualnej został znormalizowany (czy nie ma w nim zdarzeń jednorazowych, jak wyliczono zmianę KON i jak potraktowano nakłady vs amortyzację). 3. W przypadku aktualizacji wyceny: sprawdzenie kwartał do kwartału (rok do roku), w stosunku do poprzedniej wyceny, jak zmieniły się przepływy prognozowane na każdy rok (suma przepływów), a jeśli tak, to czy jest to uzasadnione i wpłynęło na szacunek stopy dyskontowej. 4. Sprawdzenie szacunku długu netto (w metodzie FCFF), z naciskiem na istniejące aktywa nieoperacyjne, doliczane jako zmniejszenie długu 5. Sprawdzenie, czy zastosowano inne dyskonta i premie, jak je uzasadniono. Co do zasady, premii lepiej unikać, nie są zgodne ze standardem wartości godziwej.
Porównawcza	Ogólny	Czy Spółka jest na tyle dojrzała i stabilna, aby wyceniać ją metodą porównawczą?
	Dobór spółek	<ol style="list-style-type: none"> 1. Sprawdzenie, czy dobrane spółki są porównywalne na poziomie branży/ryнку/modelu biznesowego z wycenianym przedsiębiorstwem 2. Sprawdzenie, czy dobrane spółki są porównywalne finansowa z wycenianą spółką 3. Sprawdzenie, czy dobrane spółki są płynne w obrocie, czy ich wycenę można uznać za wiarygodną.
	Dobór mnożników	<ol style="list-style-type: none"> 1. Sprawdzenie, czy dobrane spółki są porównywalne z wycenianą na poziomie danych finansowych stanowiących podstawę wybranych mnożników (EV/EBITDA -> podobna rentowność EBITDA, P/BV -> podobne ROE...). 2. Sprawdzenie istotnych odchyleń wśród mnożników dla dobranych spółek (z czego wynika odchylenie, może błąd, może niska płynność, może zdarzenia jednorazowe).
	Wynik obliczeń	<ol style="list-style-type: none"> 1. Sprawdzenie, czy prawidłowo pomniejszono wynik EV o dług netto. 2. Sprawdzenie szacunku długu netto, z naciskiem na istniejące aktywa nieoperacyjne, doliczane jako zmniejszenie długu netto.

Wycena w praktyce

+ Raport z wyceny, co powinien zawierać?

Praktyczne - Case Study

Wycena w praktyce

+ Raport z wyceny- przykład

Wycena spółki xyz.com

W poszukiwaniu wartości godziwej na dzień xxx



STRESZCZENIE MENEDZERSKIE

WPROWADZENIE
Celem niniejszego raportu jest oszacowanie wartości godziwej 100% udziałów spółki XYZ. Wycena jest przeprowadzona na dzień xxx. Wycena przeprowadzona została za pomocą metody dochodowej oraz mnożnikowej. Otrzymana wartość została zyskontowana stopą procentową 28,6%. Z przeprowadzonej analizy wynika oszacowanie wartości godziwej XYZ, wywyższenia na poziomie 33,2 mln PLN.

KONTEKST I STANDARD WARTOŚCI
Wartość rynkowa wg definicji Międzynarodowych Standardów Wyceny (IVS) to szacunkowa kwota, za jaką składnik aktywów lub zobowiązanie powinno zostać wymienione w dniu wyceny między chętnym kupującym a chętnym sprzedającym w ramach transakcji na warunkach rynkowych, po odpowiednim wprowadzeniu do obrotu i w przypadku, gdy każda ze stron działała w sposób świadomy, ostrożny i bez przymusu.

1. Wartość rynkowa, zgodnie z IVS, może być ułożona z poglęciem wartości godziwej, zapisanym w Międzynarodowym Standardzie Sprawozdawczości Finansowej nr 13 – Ustalanie wartości godziwej (dalej: MSF 13). Zgodnie z definicją w polskiej wersji standardu, wartość godziwa to cena, którą otrzymano by za sprzedaż składnika aktywów lub zapłacono by za przeniesienie zobowiązania w transakcji przeprowadzonej na zwykłych warunkach między uczestnikami rynku na dzień wyceny.
2. Przyjęto, że wskazane w definicji „zwykłe warunki między uczestnikami rynku” są zbieżne z „warunkami rynkowymi” wskazanymi w IVS. Wartość godziwa jest również zdefiniowana w polskiej Ustawie o Rachunkowości jako kwota, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązаныmi ze sobą stronami.

ZAKRES WYCENY
W nawiązaniu do niniejszej wyceny, jej autor odbył dyskusje oraz wymianę wiadomości mailowych z xxxxx, a następnie – zostały przeprowadzone następujące czynności:

- analiza sprawozdań finansowych (tj. rachunek zysków i strat, bilans) za okres xxx-xxx
- weryfikacja pod kątem poprawności obliczeń prognoz, które zostały przedstawione przez spółkę
- modelowanie rachunku zysków i strat na podstawie udostępnionych prognoz
- oszacowanie wartości... za pomocą metody dochodowej oraz mnożnikowej

CEL ORAZ PRAWNE I METODYCZNE UWARUNKOWANIA
Wycena dla potrzeb informacyjnych. Uwarunkowania metodyczne: Krajowy Specjalistyczny Standard Wyceny „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw”

PODSUMOWANIE: WYCENA XYZ		NA DZIEŃ: _____	
DANE W [TYS. PLN]			
DCF:			
Wartość przedsiębiorstwa			46 351
Dług odsetkowy			397
Aktywa finansowe i środki pieniężne oraz aktywa nieoperacyjne			545
Equity Value (Godziwa wartość 100% udziałów)			46 499
Dyskonto			-29%
Liczba udziałów			4 546
Wartość spółki na podstawie wyceny DCF			33 183
Wycena porównawcza:			
	Mnożniki	C/P	C/Z
Implikowana wartość na podstawie wskaźnika	35 351	85 464	43 326
Waga wskaźnika	25%	25%	50%
	8 938	21 366	21 663
Equity Value (Godziwa wartość 100% udziałów)			51 867
Dyskonto			-29%
Wartość spółki na podstawie wyceny porównawczej			37 014
Sprawdzenie „Wycena porównawcza: EV/EBITDA w sektorze Financial Svcs. (Non-Bank & Insurance)”:			
			29,04
	Rok	2022	2023
EV/EBITDA		5 636	6 461
Implikowana wartość EV			153 151
Equity Value (Godziwa wartość 100% udziałów)			153 299
Dyskonto			-29%
Wartość spółki [sprawdzenie]			95 128
Uwagi końcowe:			
Wycena DCF	100%		33 183
Wycena porównawcza	0%		0
Suma	100%		33 183

	Data historyczne			
	30.09.2022	2022P	2023P	2024P
EBITDA	5 159	5 636	6 461	5 301
Margaz EBITDA	35,7%	37,6%	32,1%	27,6%
Amortyzacja	745	1 181	1 304	1 232
Koszty działalności operacyjnej	4 414	10 420	15 165	22 940
Dynamika c/p	n.d	62,7%	45,8%	72,1%
Zysk (strata) ze sprzedaży	445	4 406	2 957	6 040
Zysk na działalności operacyjnej (EBIT)	27,6%	30,1%	24,0%	28,9%
Margaz operacyjny	2 454	4 435	4 557	6 045
Podatek dochodowy	191	356	916	1 145
Zysk operacyjny po opodatkowaniu (NOPAT)	2 221	4 057	4 021	4 900
Amortyzacja	745	1 181	1 304	1 232
CAPEX	641	7 724	2 587	6 439
Zmiana FCN	5	567	(186)	(423)
FCFF	(1 864)	3 072	2 752	315
Wartość rynkowa (TV)				
Stopa dyskontowa + WACC	12,1%			
Współczynnik dyskontowy		0,970	0,860	0,761
Zyskontowana FCFF		2 940	2 365	239
Suma zyskontowanych FCFF do 2023 roku		9 322		
stopa wzrostu w okresie T1	2,5%			
Wartość rynkowa (TV) na 2023 roku				
Zyskontowana TV		37 029		
Enterprise Value (godziwa wartość przedsiębiorstwa)		46 351		
Dług odsetkowy		397		
Aktywa finansowe i środki pieniężne oraz aktywa nieoperacyjne		545		
Equity Value (godziwa wartość 100% udziałów)		46 499		
Dyskonto i Premia		-28,6%		
Wycena końcowa - Equity Value		33 183		
Dzień wyceny		2022-09-30		

Dziękujemy za uwagę



Dane Kontaktowe:

Mateusz Laska

Biegły sądowy przy Sądzie Okręgowym w Warszawie z zakresu wyceny przedsiębiorstw

Doradca Inwestycyjny nr 570

Makler Papierów Wartościowych nr 2931

Kontakt:

888 969 171

mateusz.laska@wycenafirm.com.pl

<https://wycenafirm.com.pl/>

Dziękujemy za uwagę + Bonus

- CheckLista przy wycenie
- Raport z przykładowej wyceny

Dziękujemy za uwagę

Bibliografia

1. Damodaran A., *Discounted Cash Flow Valuation: The Inputs* (<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/dcfinput.pdf>).
2. Damodaran A., *Investment Valuation*, John Wiley & Sons, Nowy York 1996r.
3. Fierla A., *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2008,
4. Gołębiowski G., Tłaczała A., *Analiza ekonomiczno-finansowa w ujęciu praktycznym*, Difin, Warszawa 2005,
5. Jaki A., *Wycena przedsiębiorstwa. Przestanki, procedury, metody*, Oficyna ekonomiczna, Kraków 2006,
6. Nita B., *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007,
7. Panfil M. (red.), *Wycena biznesu w praktyce. Metody. Przykłady*, Poltext, Warszawa 2009,.
8. Pomykańska B., Pomykański P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007,
9. Pratt, 2001, s. 4, s. 237, s. 260-267, s. 269-271
10. Rotkowski A., Cloug E., *How to Estimate the Long-Term Growth Rate in the Discounted Cash Flow Method*, Forensic Analysis Insights—Business Valuation, 2013,
11. Skoczylas W. (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, Vernimmen P., et al, *Corporate Finance. Theory and Practice*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester 2005,
12. https://repozytorium.uwb.edu.pl/jspui/bitstream/11320/2060/1/07_B%C5%82a%C5%BCej%20PRUSAK.pdf
13. <https://stooq.pl/>
14. http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/data.html
15. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
16. <https://www.biznesradar.pl/>
17. <http://www.damodaran.com/>