



AKADEMIA GÓRNICZO-HUTNICZA  
IM. STANISŁAWA STASZICA W KRAKOWIE

# **Metody wyceny przedsiębiorstw**

## **Trzy powody dokonywania wyceny:**

- ceny emisji akcji,**
- ceny kupna-sprzedaży przedsiębiorstwa lub jego części oraz często związanych z nią rat sprzedaży,**
- czynszu za dzierżawę mienia.**

**Potrzeba wyceny przedsiębiorstwa pojawia także przy okazji:**

- zmiany formy prawnej działalności przedsiębiorstwa,**
- wstąpienia (wystąpienia) wspólnika do (z) spółki,**
- w związku z wewnętrznymi nieporozumieniami lub rozliczeniami.**
- łączenia się przedsiębiorstw,**

**...etc.**

**Wychodząc z przyczyn wywołujących wycenę przedsiębiorstw można wyodrębnić jej trzy funkcje, a mianowicie:**

- **funkcja doradcza,**
- **funkcja argumentacyjna,**
- **funkcja mediacyjna.**

## Metody wyceny

- metody dochodowe,
- metody majątkowe,
- metody porównawcze (mnożnikowa, wskaźnikowa),
- metody mieszane.

Sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw, czyli pozycja na rynku, stan majątkowo-finansowy, zdolność do generowania dochodów, oddziałuje na wybór metod wyceny.

***Przykład:***

***W stosunku do firm o złej reputacji rynkowej i negatywnych wynikach finansowych nie można stosować podejścia dochodowego, opierającego się na ocenie zdolności do generowania nadwyżek finansowych, albowiem wartość tych podmiotów byłaby ujemna, a przecież dysponują one materialnym, a niekiedy również niematerialnym (np. patenty) majątkiem, stanowiącym źródło wartości.***

## Istota metod dochodowych

Opierają się na założeniu, że przedsiębiorstwo jest dobrem, którego wartość zależy od korzyści finansowych, jakie przyniesie ono właścicielowi w przyszłości. O wartości przedsiębiorstwa stanowi zaktualizowana na moment wyceny suma przewidywanych dochodów finansowych.

Metody dochodowe uważane są powszechnie za najdoskonalszy sposób wyceny przedsiębiorstw

## **Kalkulacja:**

**W ramach tego procesu należy:**

- **określić okres, w którym przedsiębiorstwa będą dysponowały zdolnością do generowania dochodów,**
- **zaprognozować wielkość dochodów przedsiębiorstw w poszczególnych latach przyjętego horyzontu.**



## Metoda DCF

Jedną z bardziej rozpowszechnionych metod dochodowych jest *metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych*, czyli DCF (ang. Discounted Cash Flow).

Istnieje wiele odmian wyceny wartości przedsiębiorstwa metodą DCF różniących się między sobą zarówno poziomem szczegółowości, jaki i konstrukcją (sposobem obliczania) prognozowanych przepływów pieniężnych oraz określaniem stopy dyskontowej.

**Według metody DCF wartość przedsiębiorstwa równa się sumie zdyskontowanych odpowiednią stopą dyskontową generowanych przez przedsiębiorstwo przepływów pieniężnych, które po skumulowaniu i zsumowaniu, tworzą łączny strumień pieniężny pozostający do dyspozycji właścicieli.**

**Sporządzenie wyceny wartości przedsiębiorstwa metodą DCF jest działaniem skomplikowanym, obejmującym wszystkie istotne zmienne ekonomiczne przedsiębiorstwa.**

**Wymaga budowy odpowiedniego modelu finansowego.**

## Struktura modelu finansowego

$$\begin{aligned} & \text{wartość zaktualizowanych wolnych operacyjnych} \\ & \text{przepływów pieniężnych (FOCF)} \\ & \quad + \\ & \text{wartość wolnych nieoperacyjnych przepływów} \\ & \text{pieniężnych (NCF)} \\ & \quad = \\ & \text{wartość wolnych przepływów pieniężnych (FCF)} \\ & \quad + \\ & \text{aktywa nie uwzględnione w kalkulacji wolnych} \\ & \text{przepływów pieniężnych} \\ & \quad + \\ & \text{zaktualizowana wartość rezydualna} \\ & \quad = \\ & \text{wartość brutto przedsiębiorstwa} \\ & \quad - \\ & \text{rynkowa wartość długu przedsiębiorstwa} \\ & \quad = \\ & \textbf{wartość netto przedsiębiorstwa} \\ & \textbf{(wewn. wartość kapitałów własnych)} \end{aligned}$$

## **Zalety metody DCF:**

**Wyznaczają wartość Spółki w oparciu o potencjał rozwoju w prognozowanych latach**

**Najczęściej stosowana metoda wyceny**

**Wiele zmiennych pozwalających na w miarę dokładne oszacowanie wartości Spółki**

**Uwzględnia sposób finansowania działalności**

**Możliwość oszacowania wartości aktywów nieoperacyjnych**

## **Wady metody DCF:**

- wysoki stopień złożoności tej metody - konieczność prognozowania wielu zmiennych, na których oparta zostanie wycena - i trudności z tym związane,**
- realizacja prognoz finansowych często bywa obarczona dużym ryzykiem,**
- występują trudności w szacowaniu kosztu kapitału oraz rynkowych wartości tych kapitałów,**
- istnieje niebezpieczeństwo znacznych przeszacowań w przypadku gdy duża część wartości przypada na okres następujący po okresie prognozy (wartość rezydualna).**

## ***Metody majątkowe***

**Historycznie najstarsza koncepcja wyceny podmiotów gospodarczych przyjmuje majątek za podstawę określenia wartości.**

**Stąd wartość przedsiębiorstw, będąca wynikiem tej wyceny jest nazywana wartością majątkową**

**W literaturze przedmiotu, a także w praktyce tak polskiej, jak i zagranicznej wskazuje się na następujące metody majątkowe:**

- metodę księgową (book value method) i jej modyfikację tj. metodę skorygowanych wartości aktywów netto;**
- metodę odtworzeniową (replacement value method);**
- metodę likwidacyjną czy inaczej metodę upłynnienia (liquidity method).**

## **Metoda księgową:**

**Opiera się na obliczeniu wartości firmy na podstawie zapisów bilansowych - aktywów i pasywów.**

**Polega na pomniejszeniu bilansowej wartości aktywów o kapitały obce, czyli wszelkie zobowiązania długo- i krótkoterminowe.**

**Można także podejść do wyceny tą metoda "od strony pasywów". W tym przypadku, wartość przedsiębiorstwa jest równa wartości kapitałów własnych tego przedsiębiorstwa.**

**Niezależnie od wybranego podejścia powinniśmy otrzymać tę sama wartość.**



## **Metoda odtworzeniowa**

**Celem tej metody jest oszacowanie sumy nakładów finansowych, jakie potrzebne byłyby do odtworzenia poszczególnych elementów majątku wycenianego przedsiębiorstwa.**

**Metoda ta jest często wykorzystywana przez przedsiębiorców podejmujących decyzję o tym, czy bardziej opłaca się kupić jakieś przedsiębiorstwo czy też zbudować je samemu od podstaw.**

**Wadą tej metody jest trudność w oszacowaniu takich elementów, jak reputacja firmy oraz czas potrzebny na osiągnięcie określonej pozycji na rynku, przekładające się w znacznej mierze na koszty odtworzenia przedsiębiorstwa.**

## **Metoda likwidacyjna**

**Wyceniając przedsiębiorstwo tą metodą staramy się oszacować przychody uzyskanych ze sprzedaży poszczególnych składników przedsiębiorstwa.**

**Od sumy wartości otrzymanej ze sprzedaży składników majątku należy odjąć wszelkie zobowiązania finansowe, jakie spółka musiałaby ponieść w przypadku jej likwidacji. Tym sposobem otrzymamy wartość likwidacyjną przedsiębiorstwa.**

**Ta metoda pozwala oszacować nam dolny próg wartości przedsiębiorstwa, zakładając brak kontynuacji jego działalności.**

## **Zalety Metody Majątkowej**

**Jest to minimalna wartość przedsiębiorstwa (Spółka jest tyle warta ile jej majątek),**

**Opiera się na ogólnie dostępnych informacjach (bilans Spółki),**

**Prosta w obliczeniach**

**Przydatne dla Spółek, które mają duży majątek a generują małe zyski**

**Nie ma możliwości przekłamania ponieważ wycena jest oparta na zasadach rachunkowości stosowanych przez daną Spółkę**

## **Wady metody majątkowej**

**Wycena oparta o wartość majątku nie uwzględnia wewnętrznej wartości przedsiębiorstwa (kadra menedżerska, perspektywa rozwoju)**

**Opiera się tylko na bilansie Spółki a nie faktycznie osiągniętych wynikach finansowych**

**Metoda nie uwzględnia pozycji przedsiębiorstwa na rynku**

**Metoda w praktyce nie ma zastosowania dla inwestorów giełdowych (oprócz metody aktywów netto) ze względu na konieczność przeprowadzania wycen poszczególnych części majątku Spółki**

## ***Metody porównań rynkowych***

**Metoda porównań rynkowych polega na ustaleniu wartości przedsiębiorstwa, na podstawie informacji o mnożnikach, których wartość rynkowa jest znana.**

**Mnożniki są tak konstruowane, że pokazują stosunek wartości rynkowej przedsiębiorstwa do określonej zmiennej ekonomicznej.**

**Najczęściej występujące mnożniki to:**

**P/E - cena akcji (wartość) do zysku na jedną akcję,**

**P/BV - wartość rynkowa przedsiębiorstwa do jego wartości księgowej,**

**P/S - wartość firmy do przychodów ze sprzedaży,**

**P/CF – Wartość firmy do przepływów pieniężnych,**

**EV/EBIT – Enterprise Value do zysku operacyjnego**

**EV/EBITDA – Enterprise Value do zysku operacyjnego i amortyzacji**

**Procedura wyceny metodą porównań rynkowych jest następująca:**

- wybór wskaźnika służącego wycenie;**
- wybór firm porównywalny, dla których znane są wartości rynkowe wybranego wskaźnika;**
- obliczenie wartości firmy;**
- dokonanie niezbędnych korekt.**

**Zalety:**

**Metoda bardzo prosta, ponieważ jest oparta na ogólnie dostępnych danych (sprawozdania finansowe Spółek)**

**Metoda bazuje nie tylko na bilansie Spółki (metody majątkowe), ale także na pozostałych częściach sprawozdania finansowego  
Uwzględnia obecną sytuację na rynku**

**Wycenia Spółki na podstawie wskaźników konkurentów  
prostota i szybkość wykonania.**



## **Wada:**

**Wycena opiera się na wskaźnikach dla innych firm z branży, które mogą być przewartościowane**

**Trudność z doбором Spółek porównywalnych**

**Dla wyceny porównawczej opartej na transakcjach porównywalnych, ograniczony dostęp do baz transakcji dla inwestorów indywidualnych ze względu na wysokie koszty dostępu**

**Nie uwzględniają sposobu finansowania Spółki**

**Nie uwzględnia przyszłych potrzeb inwestycyjnych**

**Uwzględniają np. zysk z przeszacowania wartości nieruchomości,**

## **Metody mieszane**

**Wykorzystują elementy wycen majątkowych i dochodowych. Opierają się na założeniu, że wartość przedsiębiorstwa powiązana jest zarówno z wartością jego majątku jak i możliwością przynoszenia przez ten majątek dochodu.**

- metoda średniej wartości**
- metoda z zyskiem dodatkowym**
- metoda wycen przedsiębiorstw nierentownych**