



Jak podnieść

wartość przedsiębiorstwa

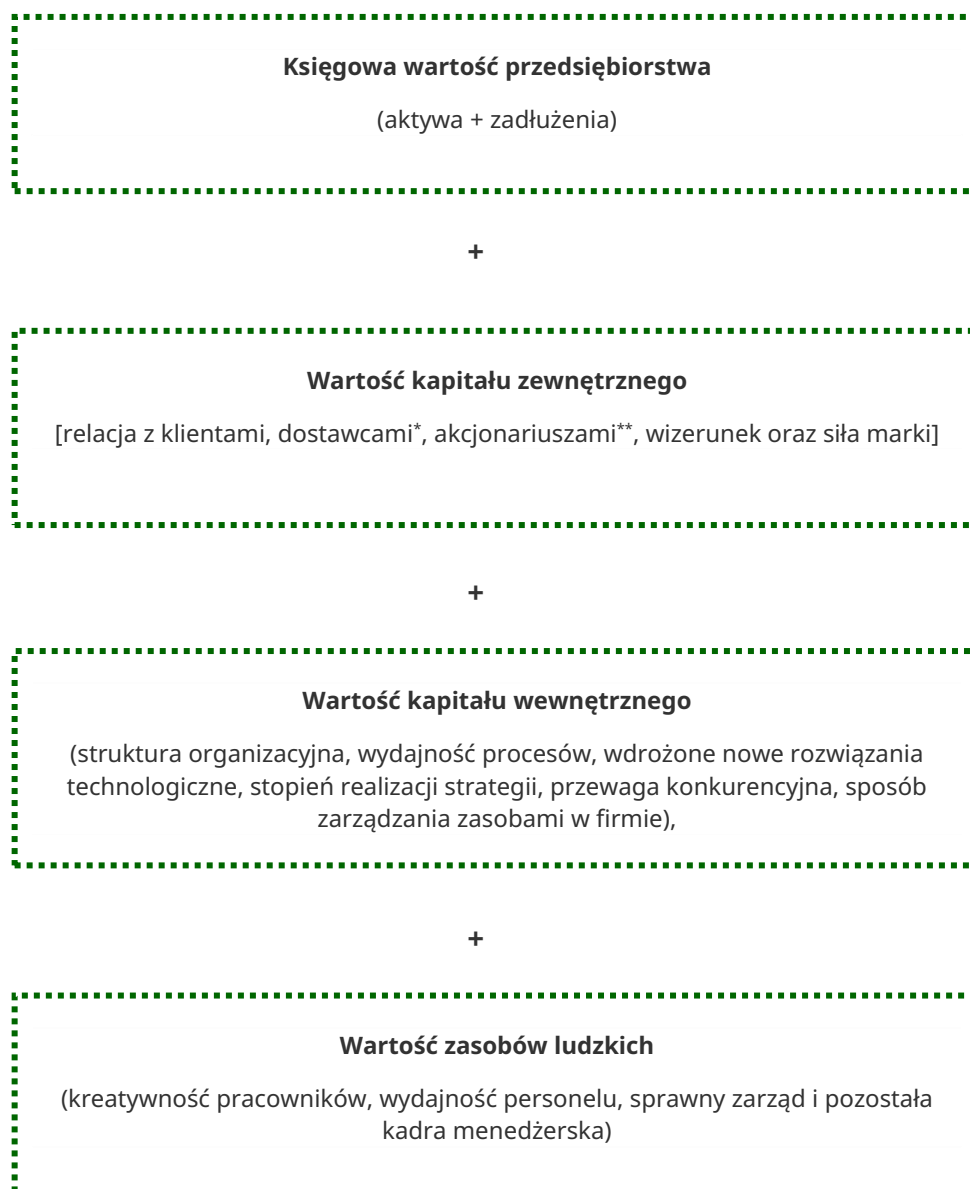
Mateusz Laska
2022

Spis treści

Czym jest wartość przedsiębiorstwa ?	3
Czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa	4
Siła oddziaływania poszczególnych czynników.....	6
Jak zwiększyć wartość przedsiębiorstwa?.....	9
Jak określić wartość przedsiębiorstwa ?	12

Czym jest wartość przedsiębiorstwa ?

Zwiększanie wartości przedsiębiorstwa jest możliwe po określeniu czym tak naprawdę jest wartość przedsiębiorstwa. Istnieje wiele podejść do definiowania wartości. Na potrzeby niniejszego ebooka posłużymy się następującą: wartość przedsiębiorstwa można zdefiniować jako sumę jego wartości składowych, czyli:



* kontrakty, umowy o współpracę, programy lojalnościowe

** siła akcjonariatu, zadowolenie akcjonariuszy

Rysunek 1 Wartość przedsiębiorstwa jako suma jego wartości składowych

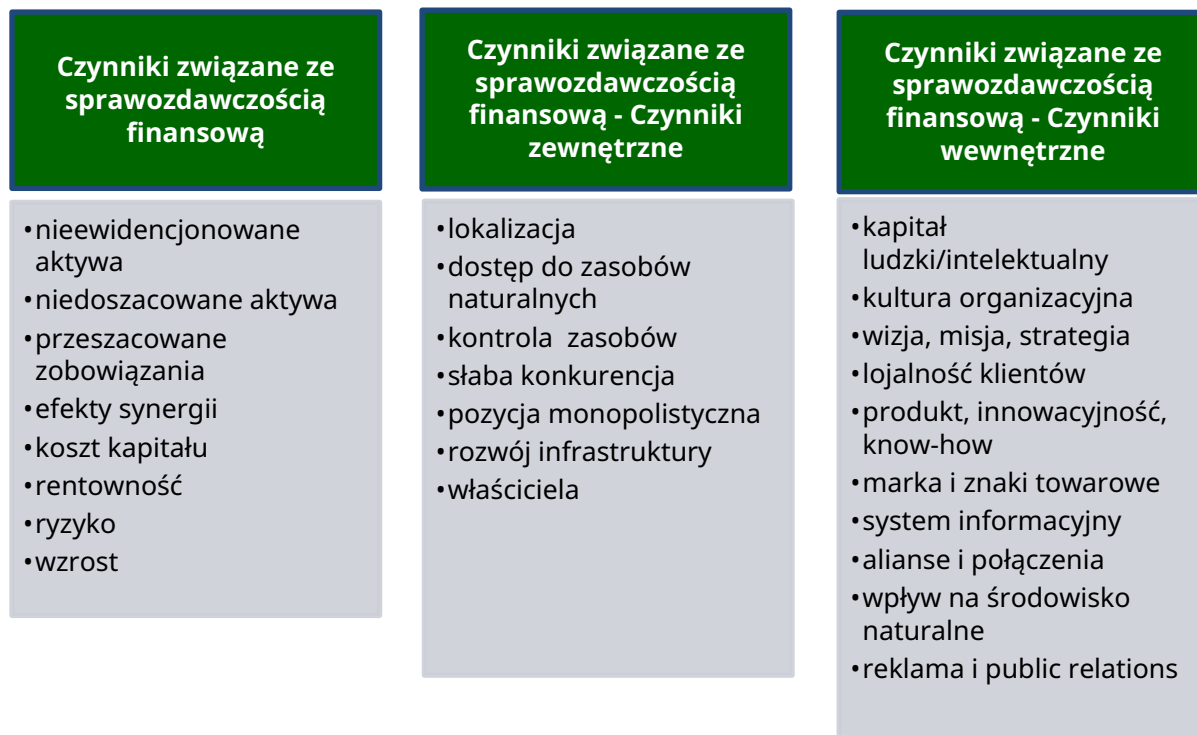
Poszczególne elementy stanowią całość, która generuje przepływy pieniężne. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że tylko „księgowa wartość przedsiębiorstwa” jest odzwierciedlona

sprawozdaniach finansowych, pozostałe elementy najczęściej są niewidoczne. Powyższe ma bardzo duże konsekwencje w określaniu wartości przedsiębiorstwa. Na początku ubiegłego wieku to metody księgowe wyznaczania wartości był na pierwszym miejscu. Teraz często przyjmuje się, że wartość księgowa (po pewnych korektach) stanowi dolną granicę wartości przedsiębiorstwa. Dzisiaj z punktu widzenia właścicieli (udziałowców / akcjonariuszy) najlepszą metodą wyceny jest metoda dochodowa, która polega na dyskontowaniu przyszłych strumieni pieniężnych odpowiednią stopą dyskontową. Przedsiębiorstwo jest więc warte tyle, ile wynosi obecna wartość strumieni pieniężnych wygenerowanych w przyszłości.

Czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa

Właściciele firm powinni wiedzieć jakie czynniki wpływają na wartość ich biznesu, zarówno w krótkiej jak i długiej perspektywie czasu. Zatem kluczowe jest zrozumienie wpływu poszczególnych czynników na wartość firmy. Dzięki czemu poprzez odpowiednie zarządzanie można uzyskać wzrost wartości przedsiębiorstwa.

Przez dziesiątki lat, w różnych częściach świata starano się jednoznacznie zdefiniować czym jest wartość, która tworzona przez przedsiębiorstwa sprawiała, że są one więcej warte niż kontrolowane przez nie aktywa. Jak zostało zaznaczone wcześniej, na wartość przedsiębiorstwa wpływają zarówno czynniki zewnętrzne jak i wewnętrzne samej organizacji. W literaturze przedstawiono wiele interesujących porównań źródeł wartości firmy. Jednym z takich zestawień jest zaproponowana przez M. Marcinkowską mapa czynnikowa (Marcinkowska, 2000: 38):



Rysunek 1 Mapa czynnikowa - Opracowanie własne na podstawie Marcinkowska, 2000:38

W dalszej części ebooka zostanie przedstawiony wpływ poszczególnych czynników finansowych na modele wyceny, które służą do oszacowania wartości przedsiębiorstwa. Natomiast zanim do tego przejdziemy, należy zrozumieć jak poszczególne obszary wpływają na siebie nawzajem.

Do oszacowania wartości firmy wykorzystywane są przepływy pieniężne generowane przez przedsiębiorstwo. Przepływy te są wynikiem pojawienia się w spółce przychodów. Cały cykl można przedstawić w następujący sposób:

1. Wynik z działalności podstawowej powstaje dzięki pieniądзом zostawionym przez rentownych klientów
2. Zadowolenie klientów powstaje dzięki dostarczeniu im odpowiednich produktów, co przekłada się na ich lojalność
3. Konkurencyjność produktów wynika z ciągłej optymalizacji procesów w firmie
4. Optymalizacja procesów, podnoszenie jakości produktów i zwiększanie efektywności jest nieodłącznie związane z wykwalifikowanymi zasobami ludzkimi

Powyższe punkty możemy zapisać dokładnie odwrotnie:

Wykwalifikowane zasoby ludzkie podnoszą sprawność firmy, dzięki czemu dostarczane produkty/usługi są konkurencyjne na rynku. Przekłada się to na portfel rentownych klientów, co ostatecznie prowadzi do bardzo dobrych wyników finansowych.

Podsumowując:

Czynniki wewnętrzne w spółce przy wykorzystaniu otoczenia zewnętrznego generują czynniki finansowe, które widzimy w sprawozdaniu finansowym. Zatem w dużej mierze umiejętność dostosowania oraz podejmowania adekwatnych decyzji do zmieniającego się otoczenia zewnętrznego determinuje to co widzimy w sprawozdaniu finansowym.

Siła oddziaływania poszczególnych czynników

Siła wpływu na wartość dla właścicieli po szczególnych generatorów wartości według Price Waterhouse

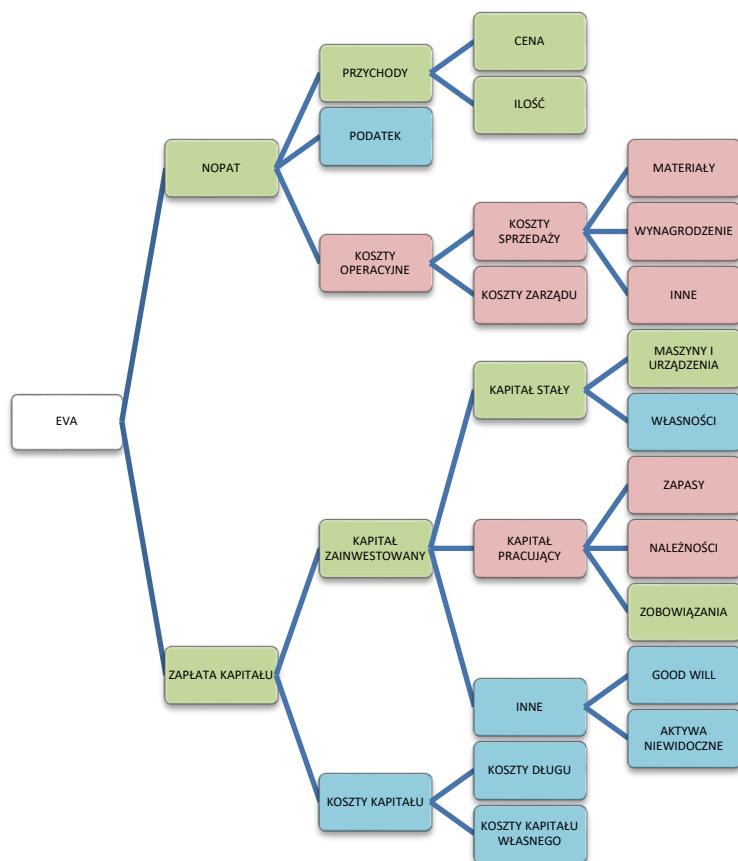
Nazwa generatora	Zmiana	Stopień wpływu na wartość dla akcjonariuszy
Wzrost wartości	+1%	+12%
Marża zysku operacyjnego	+1%	+23%
Efektywna stopa podatku	-1%	+2%
Kapitał obrotowy	-1%	+7%
Inwestycje	-1%	+5%
Średni ważony koszt kapitału	-1%	+10%
Okres przewagi nad konkurencją	+1%	+17%

Tabela 1 Siła oddziaływania poszczególnych czynników na wzrost wartości dla akcjonariuszy, Źródło: P. Driscoll, Value Builder: Enhancing Shareholder Value, Warsaw Corporate Center 1997, za J. Jęzak, Zarządzanie zorientowane na wzrost wartości przedsiębiorstwa, [w:] Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem-koncepcje przekrojowe, Prace Naukowe AE we Wrocławiu, pod red. H.Jagody i J.Lichtarskiego, AE Wrocław 1998, s.288

Jak zostało przedstawione w tabeli, wpływ niektórych czynników jest większy niż pozostałych. Niestety nie można bezkrytycznie zgodzić się z wnioskami płynącymi z powyższego zestawienia. Z punktu mechanizmów matematycznych zaszytych w modelach wyceny przedsiębiorstw, zmniejszenie inwestycji czy nakładów na kapitał obrotowy wpłynie na wzrost wartości przedsiębiorstwa jednak będzie to efekt krótkoterminowy. Niestety ograniczenie inwestycji w bieżącym okresie wpłynie na konkurencyjność przedsiębiorstwa w kolejnych okresach a tym samym przełoży się na lojalność klientów, czyli ostatecznie na przepływy pieniężne. Zatem nietrudno sobie wyobrazić, że w długim terminie właściciele więcej stracą niż zyskają. Dlatego nie zaleca się przedsiębiorstwom zmniejszenie nakładów na kapitał obrotowy oraz nakładów inwestycyjnych w celu wzrostu wartości dla właścicieli [takie działania mogą mieć sens tylko w ściśle określonych przypadkach].

Należy również pamiętać, że poszczególne czynniki wchodzą we wzajemną relację, czyli zmiana jednego czynnika może wpływać w odmienny sposób na pozostałe. Zatem decydując się na optymalizowanie poszczególnych czynników w danym przedsiębiorstwie należy podchodzić niezwykle ostrożnie do uwzględnienia specyficznych czynników wewnętrznych oraz zewnętrznych konkretnego przedsiębiorstwa.

Zdając sobie sprawę z wyżej przedstawionych zależności propagatorzy parametrów mierzących efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa, pokazują siłę poszczególnych generatorów wartości z punktu właścicieli biznesu.



Wysoki wpływ na wartość

Średni wpływ na wartość

Niski wpływ na wartość

Rysunek 3 Składniki wartości parametru EVA. Źródło: Demystifying EVA and EVA Implementation, Fingan & Company LCC, Icelandic Management Association Conference on EVA, November 16, 1999

Ekonomiczna wartość dodana (ang. Economic Value Added – EVA) jest to miernik opracowany przez firmę Stern Stewart & Co. z Nowego Jorku.

Miara ta informuje czy dana firma kreuje wartość dla właścicieli. Właściciel firmy oczekuje wzrostu jej wartości. Wzrost wartości przedsiębiorstwa następuje, gdy w toku bieżącej i inwestycyjnej działalności stopa zwrotu od zainwestowanego kapitału będzie wyższa od kosztu pozyskania i dysponowania tym kapitałem (ROIC > WACC).

Wzór:

$$EVA = NOPAT - IC \cdot WACC \text{ (oryginalny wzór Stern Stewart \& CO.)}$$

Gdzie:

$$NOPAT = \text{zysk operacyjny} \times (1 - \text{podatek})$$

$$IC = \text{aktywa trwałe} + \text{kapitał obrotowy netto} [\text{należności} + \text{zapasy} - \text{zobowiązania handlowe}]$$

$WACC = \text{udział kapitału w finansowaniu} \times \text{koszt kapitału} + \text{udział długu w finansowaniu} \times \text{koszt długu} \times (1 - \text{podatek})$

Definicje:

NOPAT- zysk operacyjny netto po opodatkowaniu

IC- zainwestowany kapitał

WACC - średni ważony koszt kapitału w spółce

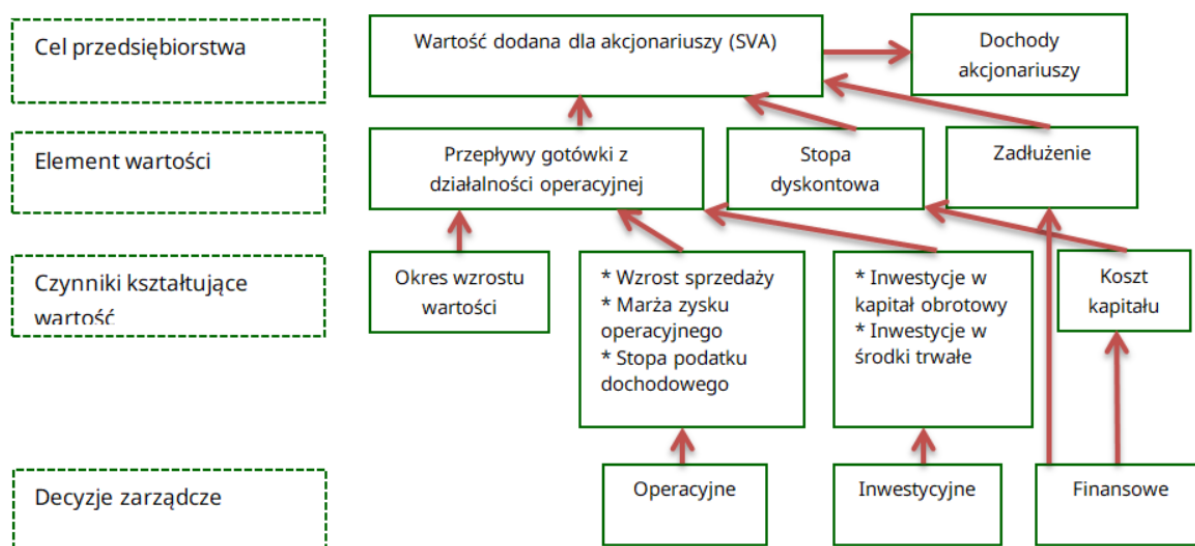
Podsumowując:

Największy wpływ na wzrost wartości mają koszty operacyjne, które to wpływają na NOPAT, a tym samym na generowane przepływy pieniężne. Wnioski na podstawie tabeli nr 1 oraz rys. nr 3 są spójne. Dla przypomnienia, z tabeli wynika, że czynnikiem o największym oddziaływaniu na wzrost wartości jest wzrost marży zysku operacyjnego [+1% marży -> +23% wpływu na wartość] z kolei z rys. wynika, że decydującym czynnikiem są koszty operacyjne. Warto w sposób szczegółowy zapoznać się z rys. 3 który pokazuje wpływ poszczególnych czynników na różnych poziomach.

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 termin 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 zadłużenia¹. Aby więc rostała wartość dla właścicieli musi wzrastać wartość przedsiębiorstwa. Jak widać, Rapapport utożsamia wartości dla właścicieli z wartością przedsiębiorstwa, co ilustruje rysunek



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

Zatem o wzroście wartości dla właściciela decyduje:

- Wartość zainwestowanego kapitału w akcje / udziały
- Wymagany wzrost wartości
- Obecna wartość akcji / udziałów
- Wyplacona dywidenda

Na kolejnych stronach zostały opisane czynniki wpływające na wartość przedsiębiorstwa z perspektywy modeli wyceny wykorzystywanych do określania wartości firmy.

¹ A. Rapaport, *Wartość dla ...* wyd. cyt., s. 38.

W celu zwiększenia wartości firmy w długim okresie należy zbudować spójną strategię będącą powiązaniem szeregu działań. Działania te dotyczą zarówno obszaru operacyjnego, inwestycyjnego jak i finansowego. Owe działania muszą przekładać się na poniższe czynniki wartości.

Czynniki wartości:

Marża zysku operacyjnego

Aby zwiększać wartość przedsiębiorstwa nie wystarczy, aby rosła sprzedaż rok do roku. Niezbędne jest utrzymanie lub zmniejszenie kosztów operacyjnych w relacji do poziomu sprzedaży. Im wyższa marża zysku operacyjnego tym większa konkurencyjność przedsiębiorstwa. Zatem przedsiębiorstwo powinno dążyć do wzrostu poziomu sprzedaży zarówno w sposób organiczny [większa sprzedaż do obecnych lub nowych klientów] jak i nie organiczny [fuzje i przejęcia] przy jednoczesnym dążeniu do zmniejszenia kosztów operacyjnych w relacji do osiąganych przychodów.

Efektywna stopa podatku dochodowego

Inaczej gotówkowa stopa podatkowa, czyli faktycznie płacony przez spółkę podatek. Zapłata podatku dochodowego zmniejsza ilość środków pieniężnych w spółce [mniej środków zostaje na inwestycje czy badania i rozwój]. Dlatego też celem każdego przedsiębiorstwa powinno być minimalizacja płaconego podatku w ramach obowiązujących przepisów prawa.

Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy

Czyli środki pieniężne niezbędne do sfinansowania zapasów oraz należności, które wynikają ze wzrostu sprzedaży. Wraz ze wzrostem sprzedaży przedsiębiorstwo będzie zmuszone utrzymywać większe zapasy aby zaspokoić popyt. Dodatkowo przy niezminionej polityce kredytowania odbiorców [np. 30 dniowy termin płatności za produkty] wzrosną należności. Oznacza to, m.in., że spółka będzie musiała z własnych zasobów finansowych sfinansować zakup kolejnej partii towarów. Celem każdego przedsiębiorstwa powinno być utrzymanie jak najniższego poziomu zapotrzebowania na kapitał obrotowy poprzez wykorzystanie m.in.: minimalizacji stanu zapasów, zwiększenia rotacji czy wydłużenie terminu płatności faktur do dostawców.

Inwestycje w kapitał trwały

To inaczej nakłady inwestycyjne w nowe aktywa trwałe [ponad wartość odtworzeniową czyli amortyzację]. Aby przedsiębiorstwo zwiększało wartość sprzedaży przy jednoczesnym utrzymaniu marż będzie musiało inwestować środki pieniężne w maszyny, urządzenia, technologie, badania itp. W krótkim terminie zmniejsza to wartość środków pieniężnych dla właścicieli, a tym samym wycenę spółki. Natomiast w długim terminie podnosi konkurencyjność co wpływa pozytywnie na przepływy pieniężne, a tym samym wartość.

Koszt kapitału

To koszt całkowitego kapitału, który firma wykorzystuje do finansowania działalności. Przedsiębiorstwa do sfinansowania działalności wykorzystują mix kapitału własnego oraz obcego. W praktyce przedsiębiorstwa powinny dążyć do takiej struktury kapitałowej [udział kapitału obcego oraz kapitału własnego w strukturze finansowania] aby zminimalizować wartość WACC [średnio ważonego kosztu kapitału]. W tym przypadku WACC oznacza minimalny zwrot jaki oczekują dawcy kapitału [właściciele oraz wierzyciele], zatem przedsiębiorstwa nie powinny podejmować inwestycji w projekty, które przyniosą mniejszy zwrot niż określa to WACC.

Podsumowując:

Zarządzający powinni podejmować takie decyzje operacyjne, inwestycyjne oraz finansowe, które przy uwzględnieniu specyfiki otoczenia wewnętrznego oraz zewnętrznego spółki będą optymalizowały czynniki wartości, a tym samym przyczyniały się do podnoszenia wartości przedsiębiorstwa.

Jak określić wartość przedsiębiorstwa ?

Istnieje wiele metod wyceny przedsiębiorstw natomiast wyróżniamy trzy główne podejścia: majątkowe, dochodowe i porównawcze.

I. Metoda majątkowa

Podejście majątkowe (ang. *Asset-Based Approach*) obejmuje grupę metod, które wyznaczają wartość przedsiębiorstwa poprzez wartość jego aktywów pomniejszonych o pasywa obce. Metody majątkowe oparte są na wycenie poszczególnych składników aktywów i pasywów obcych. Nie uwzględniają synergii pomiędzy składnikami przedsiębiorstwa, związanych z ich zorganizowanym wykorzystaniem.

Do majątkowych metod wyceny zalicza się w szczególności:

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

II. Metoda dochodowa

Podejście dochodowe (ang. *Income Approach*) obejmuje grupę metod, które wyznaczają wartość przedsiębiorstwa w oparciu o strumienie przyszłych dochodów ekonomicznych zdyskontowanych oczekiwaną stopą zwrotu (kosztem zaangażowanego kapitału).

Do dochodowych metod wyceny zalicza się między innymi:

- Metodę 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*).
- Metodę zdyskontowanych zysków (ang. *Discounted Future Earnings Method*).
- Metodę zdyskontowanych dywidend (ang. *Discounted Dividends Method*).

Okres projekcji dochodów ekonomicznych (prognozy finansowej) powinien wynikać z następujących uwarunkowań:

- W przypadku przedsiębiorstw, których funkcjonowanie z założenia jest ograniczone w czasie, projekcja powinna pokrywać się z okresem planowanej działalności.
- W przypadku założenia kontynuacji działalności przedsiębiorstwa w nieograniczonym czasie, projekcja powinna obejmować okres poprzedzający fazę pełnej dojrzałości działalności operacyjnej charakteryzującą się osiągnięciem stabilnych dochodów.

Wynik wyceny metodą dochodową należy skorygować o aktywa i pasywa nieuwzględnione w prognozowanej działalności operacyjnej. Kluczowymi aspektami w podejściu dochodowym jest określenie strumieni dochodów ekonomicznych i właściwego dla danego strumienia dochodu kosztu kapitału.

III. Metoda porównawcza

Podejście porównawcze (ang. *Market Approach*) obejmuje grupę metod wyceny polegających na określeniu wartości przedsiębiorstwa przez porównanie go z innymi. Bazuje ono na cenach transakcyjnych uzyskanych w warunkach rynkowych. Podstawowym zagadnieniem jest wybór przedsiębiorstw porównywalnych oraz mierników ekonomiczno-finansowych (mnożników porównawczych). Dobór przedsiębiorstw porównywalnych powinien zostać uzasadniony. Przedsiębiorstwa porównywalne powinny należeć do tego samego sektora lub jego części. W szczególnych przypadkach można odnieść się do przedsiębiorstw z sektorów pokrewnych, uzasadniając dokonany wybór.

Mnożniki porównawcze wykorzystywane w wycenie opierają się na kluczowych wielkościach ekonomiczno-finansowych opisujących potencjał dochodowy i majątkowy przedsiębiorstwa. Wyróżnić można trzy rodzaje mnożników wynikające z kapitału własnego i długu:

- 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*).

Wycena oparta na mnożnikach sektorowych nie może stanowić jedynej metody wyceny. Dane na temat przedsiębiorstw stanowiących bazę porównawczą, powinny być wiarygodne, a dane dotyczące cen, aktualne na datę wyceny.

Zastosowanie mnożników powinno być spójne poprzez przeprowadzenie obliczeń w ten sam sposób dla wycenianego przedsiębiorstwa i dla przedsiębiorstw porównywalnych. Ze względu na różnice pomiędzy udziałami w wycenianym przedsiębiorstwie, a udziałami w przedsiębiorstwach porównywalnych, konieczne jest dokonanie odpowiednich korekt m.in. z tytułu kontroli, płynności i wielkości. W uzasadnionych przypadkach należy dokonać korekty danych finansowych przedsiębiorstwa wycenianego lub przedsiębiorstw porównywalnych o elementy nieoperacyjne, nadzwyczajne i o charakterze jednorazowym oraz inne czynniki zaburzające porównywalność.

Sylwetka autora



Mateusz Laska,

e-mail: mateusz.laska@wycenafirm.com.pl

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

Doradca Inwestycyjny nr 570
Makler Papierów Wartościowych nr 2931

Od 2014 roku **Makler Papierów Wartościowych nr 2931**.

Od 2016 **Doradca Inwestycyjny nr 570**. Prawo wykonywania zawodu doradcy inwestycyjnego przysługuje osobom, które są wpisane na listę doradców inwestycyjnych prowadzoną przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Mateusz Laska swoje doświadczenie zdobywał instytucjach rynku kapitałowego nadzorowanych przez KNF. Odpowiednio na stanowiskach: **Makler Papierów Wartościowych, Doradca Inwestycyjny, Zarządzający portfelem inwestycyjnym, Dyrektor departamentu emisji czy Dyrektor ds. inwestycji**. W trakcie wieloletniej pracy na rynku kapitałowym Mateusz Laska wykonał łącznie **kilkaset analiz finansowych, wycen czy due diligence finansowych**. W swojej pracy zawodowej kieruje się: dokładnością, terminowością, umiejętnością dotarcia do rzetelnych źródeł informacji a przede wszystkim profesjonalizmem.

Mateusz Laska



Jesteśmy źródłem rzetelnych informacji gospodarczych dla właścicieli, współwłaścicieli, inwestorów oraz przedsiębiorstw w zakresie wartości przedsiębiorstwa. Zapewniamy indywidualne i wysokiej jakości usługi wyceny dostosowane do konkretnych potrzeb klienta



Więcej informacji znajdziesz na stronie: <https://wycenafirm.com.pl/>