

Metody wyceny przedsiębiorstw — kompleksowy poradnik

Spis treści

Metody wyceny przedsiębiorstw — kompleksowy poradnik	1
Przedsiębiorstwo we wczesnym etapie - elementy wspólne.....	2
Metody Wyceny Przedsiębiorstw – klasyfikacja	2
<input type="checkbox"/> Dochodowe metody wyceny przedsiębiorstw.....	3
<input type="checkbox"/> Metoda majątkowa.....	3
<input type="checkbox"/> Metody mieszane wyceny przedsiębiorstw	3
<input type="checkbox"/> Porównawcze metody wyceny przedsiębiorstw	4
<input type="checkbox"/> Niekonwencjonalne - metody wyceny	4
<input type="checkbox"/> Majątkowe metody wyceny przedsiębiorstw	5
<input type="checkbox"/> Metoda księgową wyceny przedsiębiorstwa	5
<input type="checkbox"/> Metoda odtworzeniowa wyceny przedsiębiorstwa	5
Podsumowanie - metody wyceny wartości przedsiębiorstwa	5
Najczęściej zadawane pytania	6
Jakie są metody wyceny przedsiębiorstw ?	6
Na czym polega wycena spółki metodą DCF ?.....	6
Co to jest metoda szwajcarska ?.....	6
Jak wycenia się spółki ?	7
Jakie są metody wyceny aktywów i pasywów ?	7
Na czym polega metoda odtworzeniowa ?.....	7

Jeżeli ktoś nie czytał jeszcze artykułu ” [Wycena przedsiębiorstwa lub firmy - jak ustalić wartość, od czego zacząć?](#)” to jest odpowiednim moment gdyż niniejszy artykuł jest kontynuacją oraz porusza bardziej zaawansowane aspekty wyceny. W poprzednim artykule zostały poruszone absolutne podstawy jak np.: czym jest [wycena firmy](#), czy funkcje wyceny przedsiębiorstwa.

Wycena przedsiębiorstwa zanim rozpoczniemy proces musimy odpowiedzieć sobie na wiele pytań oraz przyjąć szereg założeń. Określenie ów założeń nierzadko jest wyzwaniem z pogranicza nauki oraz sztuki. Gdy dodamy do tego czasy w których obecnie przyszło nam żyć [m.in pandemia wirusa covid-19, kryzys energetyczny, polityka monetarna, polityka fiskalna czy zmiany geopolityczne] zadanie wydaje się wyjątkowo trudne, ale to nie wszystko. Wyobraźmy sobie, że musimy określić szereg założeń dla przedsiębiorstwa na wczesnym etapie rozwoju czyli dla spółki bez historii, która jest dopiero na etapie budowania oraz testowania swojej oferty produktowej. Czy w ogóle jesteśmy w stanie wycenić takie przedsiębiorstwo ? A jeżeli tak to jakich metod użyć ? Czy należy prognozować przyszłe wyniki, może lepiej oprzeć się na majątku przedsiębiorstwa? Co jeżeli przedsiębiorstwo nie posiada jeszcze majątku? Jaki mam zatem wachlarz różnych metod, które możemy wykorzystać ?

Zanim przejdziemy do odpowiedzi na pytanie zdefiniujmy elementy wspólne dla przedsiębiorstw na wczesnym etapie.

Przedsiębiorstwo we wczesnym etapie - elementy wspólne

- Brak lub krótka historia – oznacza to bardzo ograniczony dostęp do danych finansowych oraz operacyjnych

Definicja: European Startup Monitor (ESM) (2016), startup oznacza przedsiębiorstwo działające poniżej 10 lat.

- Innowacyjność – oferowanie nowych produktów i usług które dostarczają wartość klientom
- Brak lub niewielkie przychody [jeżeli już są przychody to najczęściej jednorazowe]
- Wysokie prawdopodobieństwo bankructwa – statystyki nie pozostawiają złudzeń. Poniżej pierwszy wynik w wyszukiwarce google dla rynku polskiego „Wskaźnik przeżycia przedsiębiorstwa”:

*„Spośród przedsiębiorstw niefinansowych, deklarujących rozpoczęcie działalności w 2020 r., do roku 2021 aktywnych pozostało 161 048 jednostek, tj. 67,1%. Najwyższy wskaźnik przeżycia pierwszego roku zanotowano dla podmiotów z sekcji działalność profesjonalna, naukowa i techniczna (79,6%).”**Źródło***

- Podmioty prywatne – podmioty te działają w domenie prywatnej i kontrolowane są co do zasady przez osoby fizyczne.

Uzależnienie od środków prywatnych. Najpopularniejszą metodą finansowania przedsiębiorstw na początkowy etapie są środki założycieli, rodziny oraz znajomych

Metody Wyceny Przedsiębiorstw – klasyfikacja

Przyjrzyjmy się jakie są metody oszacowania wartości przedsiębiorstwa i zastanówmy się czy jesteśmy w stanie użyć daną metodę aby uzyskać wycenę przedsiębiorstwa na wczesnym etapie.

W klasycznym rozumieniu metody wyceny można podzielić na: dochodowe, majątkowe, mieszane, porównawcze oraz metody niekonwencjonalne. Wybór metody uzależniony jest od profilu działalności, charakterystyki, specyfiki danego przedsiębiorstwa ale też od wielkości danej firmy. To co będzie właściwie w przypadku małych firm okaże się nieskuteczne w przypadku konglomeratów i odwrotnie więcej na ten temat będzie w podsumowaniu. Teraz spójrzmy na klasyczny podział metod wyceny:

Metody wyceny przedsiębiorstw

Dochodowe	Majątkowe	Mieszane	Porównawcze (rynkowe)	Niekonwencjonalne
zdyskontowanych dywidend	wartości księgowej	szwajcarska	transakcji porównywalnych	oparte na teorii opcji
zdyskontowanych zysków	wartości odtworzeniowej	berlińska	spółek porównywalnych	z opóźnieniem czasowym
zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF): *przynależnych wszystkim stronom finansującym *przynależnych właścicielom	skorygowanych aktywów netto	nadwyżki i zysków		inne metody niekonwencjonalne
	wartości likwidacyjnej	stuttgarcka		
		inne metody mieszane		

Źródło: Opracowanie na podstawie: Miciuła I. (2014), Współczesna metodyka wyceny przedsiębiorstw i jej wyzwania w przyszłości, Acta Universitatis Lodzianis, Folia Oeconomica 2(300).

❖ Dochodowe metody wyceny przedsiębiorstw

Metoda dochodowa stanowi grupę metod, które opierają się na założeniu, że wartość to funkcja przyszłych strumieni dochodów [tzw. wolne przepływy pieniężne]. Metody dochodowe są oparte o koncepcję NPV [net present Value] czyli – wartość firmy równa jest sumie zdyskontowanych przepływów pieniężnych przy czym dyskonto stanowi oczekiwaną stopę zwrotu z kapitału. Zatem istotą jest przygotowanie wiarygodnych prognoz na, których opiera się cała **wycena firmy**.

W ramach metody dochodowej możemy wyróżnić 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).

Zastosowanie:

Metoda właściwa zarówno dla dojrzałych jak i przedsiębiorstw na wczesnym etapie rozwoju. W przypadku zastosowania metody dla spółki na wczesnym etapie muszą istnieć racjonalne przesłanki, że firma posiada zdolność do generowania przyszłych przepływów pieniężnych dla właścicieli.

❖ Metoda majątkowa

Fundamentem tej grupy metod jest ustalenie wartości przedsiębiorstwa na podstawie jego majątku netto, czyli wartości majątku pomniejszonego o sumę zobowiązań. Dużą rolę w ustalaniu wartości spółki dla metod majątkowych mają aktywa oraz pasywa wg. wartości księgowej po uwzględnieniu specyficznych korekt.

Do majątkowych metod wyceny zalicza się między innymi:

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

Zastosowanie:

Metoda właściwa dla dojrzałych przedsiębiorstw często działających w branżach kapitałochłonnych. Metody majątkowej wyceny przedsiębiorstw praktycznie nie da się zastosować dla przedsiębiorstw na wczesnym etapie ponieważ przedsiębiorstwa będące we wczesnej fazie rozwoju nie posiadają istotnych składników materialnych. Cała wartość bazuje na składnikach niematerialnych prawnych, które nie są odzwierciedlone w księgach rachunkowych spółki. [więcej na ten temat można odnaleźć w ebooku „jak podnieść wartość przedsiębiorstwa” dostępnego pod [linkiem](#)]

❖ Metody mieszane wyceny przedsiębiorstw

Grupa metod mieszanych sprowadza się do łączenia podejścia majątkowego oraz dochodowego. W praktyce oznacza to przypisanie wag do poszczególnych metod dzięki czemu uzyskujemy wartość finalną wycenianego przedsiębiorstwa. Wycena przy wykorzystaniu metod mieszanych opiera się na założeniu, że wartość przedsiębiorstwa z jednej strony określa wartość posiadanego majątku oraz z drugiej strony determinuje ją zdolność do generowania dodatnich przepływów pieniężnych.

Zastosowanie:

Metoda właściwa dla spółek z odpowiednio długą historią najczęściej działającą w kapitałochłonnej branży. Z racji braku możliwości zastosowania metody majątkowej do wyceny przedsiębiorstw na wczesnym etapie metoda mieszana [połączenie metody majątkowej oraz dochodowej] również nie jest właściwa dla tego typu spółek.

❖ Porównawcze metody wyceny przedsiębiorstw

Zgodnie z podejściem porównawczym (mnożnikowym) **wycena przedsiębiorstwa** wyznaczana jest jako wielokrotność efektów ekonomicznych generowanych przez to przedsiębiorstwo. Przez efekt ekonomiczny należy rozumieć skutek gospodarczy działalności wyrażony w jednostkach pieniężnych np.:

- przychody ze sprzedaży,
- zyski operacyjne,
- zyski operacyjne powiększone o amortyzację ,
- zysk netto,

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).

Jednym z głównych wyzwań przy wykorzystaniu metod porównawczych jest dobór i selekcja zbliżonych spółek lub transakcji porównywalnych.

Zastosowanie:

Metoda właściwa dla spółek dojrzałych jak i na wczesnym etapie rozwoju pod warunkiem zidentyfikowania odpowiedniej grupy spółek lub transakcji porównywalnych. Należy jednak zaznaczyć, że zidentyfikowanie spółek porównywalnych może być niezwykle trudne szczególnie na mniej rozwiniętych rynkach. W zdecydowanej większości przedsiębiorstwa na wczesnym etapie funkcjonują w sferze prywatnej co utrudnia dobór próby porównawczej

❖ Niekonwencjonalne - metody wyceny

Niekonwencjonalne metody wyceny przedsiębiorstw stosuje się w uzasadnionych przypadkach, kiedy bardziej konwencjonalne narzędzia zawodzą. Jedną z podstawowych metod w tej kategorii jest metoda opcji realnych. Metoda opcji realnych bazuje na założeniu, że przedsiębiorca ma prawo (lecz nie obowiązek) do zmiany decyzji w zakresie projektu inwestycyjnego w czasie jego trwania.

Zastosowanie:

Metoda właściwa dla spółek dojrzałych jak i na wczesnym etapie rozwoju

❖ Majątkowe metody wyceny przedsiębiorstw

Metody majątkowe wyceny przedsiębiorstw to podejście koncentrujące się na wartości aktywów firmy. Kluczowym aspektem jest ocena realnej wartości aktywów netto, które odzwierciedlają różnicę między wartością aktywów a zobowiązaniami. Te metody są często stosowane w przypadkach likwidacji firmy lub gdy przedsiębiorstwo ma znaczne aktywa materialne. Dwa podstawowe podejścia to wycena według wartości księgowej i wycena likwidacyjna.

- Wycena według wartości księgowej polega na ocenie aktywów i zobowiązań według ich wartości ujętej w księgach rachunkowych.
- Wycena likwidacyjna natomiast zakłada, ile firma mogłaby uzyskać ze sprzedaży swoich aktywów w przypadku likwidacji.

Wartość majątkowa jest jednak często krytykowana za ignorowanie zdolności generowania przyszłych zysków i innych niematerialnych wartości, takich jak marka czy relacje z klientami. Metody te najlepiej sprawdzają się w branżach, gdzie dominują aktywa materialne, jak nieruchomości czy produkcja.

❖ Metoda księgowa wyceny przedsiębiorstwa

Metoda księgowa wyceny przedsiębiorstwa opiera się na wartości aktywów i zobowiązań ujętych w księgach rachunkowych. Wartość przedsiębiorstwa jest obliczana przez odjęcie wartości zobowiązań od wartości aktywów. Ta metoda skupia się na aspektach finansowych widocznych w sprawozdaniach finansowych, pomijając niematerialne wartości takie jak marka czy potencjał rynkowy. Jest szczególnie przydatna w branżach z dominującymi aktywami materialnymi, ale może nie odzwierciedlać rzeczywistej wartości rynkowej w dynamicznie zmieniających się sektorach.

❖ Metoda odtworzeniowa wyceny przedsiębiorstwa

Metoda odtworzeniowa wyceny przedsiębiorstwa polega na oszacowaniu kosztów odtworzenia firmy od podstaw. Obejmuje to koszty związane z nabyciem aktywów, infrastruktury, technologii oraz pozyskaniem kapitału ludzkiego i klientów. Metoda ta kładzie nacisk na bieżącą wartość zastępczą aktywów, nie uwzględniając amortyzacji. Jest szczególnie przydatna w wycenie firm z unikatowymi aktywami lub specjalistyczną wiedzą, ale może nie uwzględniać przyszłych zysków czy wartości niematerialnych, jak marka czy pozycja rynkowa.

Podsumowanie - metody wyceny wartości przedsiębiorstwa

W artykule został przedstawiony klasyczny podział metod wyceny przedsiębiorstw oraz możliwości zastosowania w zależności od etapu na którym znajduje się przedsiębiorstwo, zatem możemy wyróżnić:

- dochodowe metody wyceny
- majątkowe metody wyceny
- mieszane metody wyceny
- porównawcze metody wyceny
- niekonwencjonalne metody wyceny

Przy wyborze odpowiedniej metody wyceny, oprócz etapu rozwoju danego przedsiębiorstwa należy uwzględnić cele i funkcje wyceny, które zostały omówione w poprzednim [artykule](#). Nierzadko określenie

parametrów, które wpływają na wycenę jest czynnością z pogranicza nauki i sztuki. Nie dziwi zatem fakt, że to samo przedsiębiorstwo będzie inaczej wycenione przez różnych wyceniających.

Należy pamiętać o utrudnieniach, które stoją przed wyceniającym niezależnie od zastosowanej metody. Szczególnie duże znaczenie ma to w przypadku przedsiębiorstw na wczesnym etapie, gdzie praktycznie niemożliwe jest skwantyfikowanie pewnych parametrów [np. prawdopodobieństwo materializacji pewnych specyficznych ryzyk dla danego przedsiębiorstwa]. W konsekwencji wybór właściwej metody wyceny przedsiębiorstwa na wczesnym etapie przypomina bardziej sztukę opartą na doświadczeniu oraz szczęściu niż twardą naukę. W pewnym sensie jest to pochodna definicji przedsiębiorstwa na wczesnym etapie rozwoju gdyż jak wiadomo, jedyną stałą rzeczą w życiu, jak i w biznesie jest zmiana.

PS. W Następnym artykule zostaną przedstawione zmodyfikowane metody wyceny przedsiębiorstw na wczesnym etapie m.in.:

- [Metoda First Chicago](#)
- [Metoda drzew decyzyjnych](#)
- [Metoda stosowana przez A. Damodarana](#)

Najczęściej zadawane pytania

Jakie są metody wyceny przedsiębiorstw ?

Metody **wyceny przedsiębiorstw** obejmują: **metodę dochodową (DCF)**, analizującą przyszłe przepływy pieniężne; **metodę porównawczą** rynkową, bazującą na porównaniu z podobnymi firmami; **metodę majątkową**, skupiającą się na wartości aktywów netto; oraz metodę transakcyjną, opierającą się na cenach rzeczywistych transakcji podobnych firm.

Na czym polega wycena spółki metodą DCF ?

Wycena spółki metodą DCF (Discounted Cash Flow) polega na prognozowaniu przyszłych przepływów pieniężnych firmy i dyskontowaniu ich do obecnej wartości przy użyciu odpowiedniej stopy dyskontowej. Metoda ta skupia się na wewnętrznej wartości przedsiębiorstwa, analizując jego zdolność do generowania zysków w przyszłości, i dostosowuje te przepływy do obecnej sytuacji ekonomicznej.

Co to jest metoda szwajcarska ?

Metoda szwajcarska to hybrydowa metoda **wyceny przedsiębiorstw**, łącząca elementy metody dochodowej i majątkowej. Polega na obliczeniu średniej ważonej z dwóch wartości: wartości substancyjnej firmy (opartej na wartości aktywów netto) i wartości opartej na zysku (dochodowej). W tej metodzie zysk przedsiębiorstwa jest najpierw normalizowany, a następnie mnożony przez odpowiedni współczynnik kapitalizacji. Wynik jest następnie łączony z wartością substancyjną, dając całościową ocenę wartości firmy. Metoda szwajcarska jest ceniona za połączenie perspektywy majątkowej i zyskowej, co jest przydatne w wielu scenariuszach wyceny.

Jak wycenia się spółki ?

Wycena spółek obejmuje **metody dochodowa** (DCF), analizująca przyszłe przepływy pieniężne; **metody porównawcze**, porównującą z podobnymi firmami na rynku; **metody majątkowe**, opierającą się na wartości aktywów netto; oraz metodę transakcyjną, bazującą na cenach rzeczywistych transakcji podobnych firm. Wybór metody zależy od specyfiki i celu wyceny.

Jakie są metody wyceny aktywów i pasywów ?

Metody wyceny aktywów i pasywów obejmują: wycenę rynkową, opartą na obecnych cenach rynkowych; kosztową, bazującą na kosztach reprodukcji lub zastąpienia; dochodową, oceniającą przyszłe przepływy pieniężne generowane przez aktywa; oraz księgową, opierającą się na wartościach zapisanych w księgach rachunkowych firmy.

Na czym polega metoda odtworzeniowa ?

Metoda odtworzeniowa w kontekście wyceny przedsiębiorstwa polega na ocenie kosztu, jaki byłby konieczny do odtworzenia całej firmy od podstaw. Obejmuje to koszty związane z nabyciem wszystkich aktywów firmy, takich jak nieruchomości, sprzęt, technologie, a także niematerialne wartości, jak reputacja czy know-how. Ta metoda skupia się na określeniu, ile by kosztowało zbudowanie podobnej firmy w obecnych warunkach rynkowych.