

Wycena Przedsiębiorstwa Metodą Porównawczą

Spis treści

Wycena Przedsiębiorstwa Metodą Porównawczą.....	1
Wycena przedsiębiorstwa metodą porównawczą – jak dokonać wyceny?	1
Istota wyceny przedsiębiorstwa metodą porównawczą.....	1
Etapy wyceny metodą porównawczą, aby określić wartość przedsiębiorstwa.....	4
Najczęściej stosowane wskaźniki w wycenie firmy (także na sprzedaż)	4
Korekta mnożników rynkowych	5
Wycena spółki poprzez porównanie	5
Podsumowanie - metoda mnożnikowa / analiza porównawcza	6
.....	6

Wycena przedsiębiorstwa metodą porównawczą – jak dokonać wyceny?

[Wycena przedsiębiorstwa](#) metodą porównawczą jest jedną z naszych specjalizacji. Dzięki naszemu doświadczeniu i wiedzy rynkowej, pomagamy naszym klientom oszacować wartość ich biznesu, porównując go z podobnymi firmami na rynku. Nasz zespół dokładnie analizuje dane finansowe, trendy branżowe i czynniki ryzyka, aby dostarczyć obiektywną i rzetelną wycenę. Gwarantujemy profesjonalizm, indywidualne podejście do każdego przypadku oraz poufność danych. Wybierając naszą firmę, zyskujesz niezbędne narzędzia do podejmowania świadomych decyzji biznesowych opartych na rzetelnej wycenie przedsiębiorstwa metodą porównawczą.

Istota wyceny przedsiębiorstwa metodą porównawczą

Metoda porównawcza zwana jest również metodą mnożnikową. Zgodnie z podejściem porównawczym (mnożnikowym) wartość podmiotu gospodarczego, tj. przedsiębiorstwa (lub jego kapitałów) wyznaczana jest jako wielokrotność efektów generowanych przez ten podmiot.

Efektom gospodarczym mogą być:

- przychody ze sprzedaży [S],
- zyski operacyjne [EBIT],
- zyski operacyjne powiększone o amortyzację [EBITDA],
- zysk netto [ZN]

Im wyższy efekt, tym wartość przedsiębiorstwa jest większa.

Metoda mnożnikowa jest bardzo popularna, ponieważ:

- pozwala dokonać wyceny szybciej i z mniejszą liczbą skomplikowanych założeń niż w przypadku metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych [DCF],
- metoda jest prosta do zrozumienia i zaakceptowania przez potencjalnych odbiorców wyceny, jak np. kupujący przedsiębiorstwo

- metoda uwzględnia bieżącą sytuację na rynku poprzez porównanie. Zatem metoda mnożnikowa w silniejszy sposób wiąże wyniki wyceny z aktualnymi trendami na rynku [cenami rynkowymi spółek porównywalnych],
- wycena ta pozwala w sposób całościowy popatrzeć na spółkę, ocenić jej perspektywy i ocenić efektywność decyzji inwestycyjnych,
- jest wygodną metodą stosowaną do szacowania wartości przez menedżerów, którzy są oceniani na podstawie decyzji, których skutki rozpatrywane są w kontekście alternatywnych inwestycji możliwych do podjęcia w tym samym czasie.

Zgodnie z podejściem mnożnikowym wartość wycenianego przedsiębiorstwa wyraża formuła:

Wzór:

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

Gdzie:

- V – wartość całej spółki [EV] lub jej kapitału własnego [EQ]
- Efekt – efekt gospodarczy wyrażony liczbowo (np. zysk netto czy EBITDA)
- Mnożnik – relacja wartości porównywalnych spółek do efektu generowanego przez wyceniany podmiot

Mnożnik ustalony jest dla spółek porównywalnych do wycenianej firmy.

Można go wyrazić formułą:

$$\text{Mnożnik} = \frac{\text{Wartość podmiotu odniesienia}}{\text{Efekt generowany przez podmiot odniesienia}}$$

Wzór na wartość całej spółki [EV] lub jej kapitałów własnych [E] można przedstawić w sposób nieznacznie zmodyfikowany jako:

$$V_i = \left(\frac{\text{Wartość podmiotu odniesienia}}{\text{Efekt generowany przez podmiot odniesienia}} \right) \times (\text{Efekt generowany przez podmiot wyceniany})$$

Gdzie:

- V_i - wartość całej spółki [EV] lub jest kapitału własnego [EQ]

W metodzie mnożnikowej zakłada się, że:

- nośnikiem wartości przedsiębiorstwa (jego kapitałów) jest „efekt generowany przez wyceniany podmiot”,
- między wartością podmiotu (aktywów, kapitałów), a „efektem” istnieje stała zależność liniowa.

Mnożnik wyznacza się, analizując podobne firmy i porównując ich wartość z osiąganymi wynikami. Zakładamy, że wyceniana firma będzie generować wartość w podobny sposób, jak inne porównywane firmy. Metoda mnożnikowa polega na uproszczonym założeniu, że wyniki finansowe porównywanych firm i wycenianej firmy będą się powtarzać w przyszłości. Do najczęściej używanych podstaw (nośników wartości) należą takie wielkości jak:

- sprzedaż [S],
- zysk operacyjny [EBIT],
- zysk operacyjny powiększony o amortyzację [EBITDA],
- zysk netto na akcję [EPS – Earnings per Share],
- cena/wartość księgową [P/BV – Price to Book Value].

Mnożniki sprzedaży [S], zysku operacyjnego [EBIT], zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację [EBITDA] pozwalają bezpośrednio wyznaczyć wartość całej spółki, natomiast mnożnik zysku netto na akcję [EPS] oraz cena/wartość księgową [P/BV] umożliwiają wycenę kapitału własnego. Zgodnie z tym podejściem, wartość całej spółki lub jej kapitałów własnych ustala się, mnożąc jedną z wymienionych wielkości przez właściwy mnożnik ustalony na podstawie porównywalnych jednostek.

Każdy z mnożników jest przydatny w różnych branżach, ponieważ różne branże tworzą wartość w różny sposób. Badania pokazują, że różne mnożniki mają różną praktyczną użyteczność i trafność przy wycenie firm. Goedhart, Koller i Wessels (2005) sugerują, żeby w pierwszej kolejności używać wskaźników, które mierzą wartość całej firmy, a nie tylko korzyści dla właścicieli, takich jak zysk netto na akcję. Ich zdaniem wskaźniki oparte na zysku mogą być mylące, ponieważ zależą od struktury kapitałowej firmy i wielu innych czynników, które nie mają bezpośredniego związku z działalnością operacyjną firmy i mogą być przypadkowe. Proponują również, aby mnożniki opierać na prognozach przyszłych wyników, ponieważ lepiej odzwierciedlają one wartość firmy niż wyniki historyczne. Wartość firmy jest bardziej związana z przyszłymi korzyściami, które firma może osiągnąć, niż z jej przeszłymi wynikami.

Aby prawidłowo wycenić wartość firmy za pomocą metody porównawczej, musimy założyć, że porównywane firmy są dokładnie wyceniane na rynku kapitałowym. Oznacza to, że rynek działa efektywnie, czyli wszyscy uczestnicy rynku mają równy dostęp do wszystkich ważnych informacji. Jeśli firmy porównawcze są źle wycenione, wycena naszej firmy również będzie nieprawidłowa. Efektywność rynku kapitałowego zakłada, że ceny akcji uwzględniają wszystkie dostępne informacje o firmach, takie jak dane historyczne, plany rozwojowe i strategie. Metoda mnożnikowa pozwala oszacować wartość rynkową firmy, czyli to, ile jest warta na rynku, a nie jej wewnętrzną wartość. Według Janiszewskiego (2011), wycena spółki metodą mnożnikową odzwierciedla aktualne nastroje na rynku kapitałowym.

Etapy wyceny metodą porównawczą, aby określić wartość przedsiębiorstwa

Wycenę konkretnej spółki z wykorzystaniem konkretnego mnożnika można przedstawić jako trzyetapowy proces:

Krok	Opis
Wybranie porównywalnych firm	Wybranie porównywalnych firm, które są najbardziej podobne do wycenianej spółki. 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. Dlatego też przy obliczaniu wartości często bierze się do obliczeń wartość centralną w grupie dla danego wskaźnika [np. mediana].
Określenie przeciętnych wielkości mnożnika dla branży	Wartości wskaźników liczy się dla poszczególnych porównywalnych firm, a następnie wyznacza się ich wartość średnią (z wykorzystaniem mediany lub średniej arytmetycznej).
Wycena firmy	Wycena firmy polega na określeniu wartości firmy na podstawie pomnożenia średniej wartości mnożnika przez prognozowaną wartość bazowego parametru np. zysku netto. 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).

Więcej o procesie wyceny przedsiębiorstwa można przeczytać w artykule: [Jak wygląda proces wyceny przedsiębiorstwa?](#)

Najczęściej stosowane wskaźniki w wycenie firmy (także na sprzedaż)

Wskaźniki oparte o kapitały własne:

- **P/E** – [price earnings ratio] - odzwierciedla jak cena akcji firmy ma się do jej zysków na akcję. Ceną akcji porównywanej firmy jest jej kurs zamknięcia w dniu wyceny. Zysk to rozwodniony zysk netto na akcję, czyli zysk osiągnięty przez firmę w ostatnich czterech pełnych kwartałach. Rozwodniony zysk na akcję uwzględnia możliwość zamiany instrumentów finansowych na zwykłe akcje.
- **P/S** – [price to sales ratio] – odzwierciedla jak cena akcji spółki ma się do 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 posiadają znacznych aktywów trwałych.
- **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
- **EV/FCF** – [enterprise value to free cash flow ratio] – porównuje całkowitą wartość przedsiębiorstwa do jej możliwości generowania gotówki. Uwzględnia wygenerowaną gotówkę przedsiębiorstwa w ostatnich czterech pełnych kwartałach.

Wybór najbardziej odpowiedniego miernika efektywności będzie zależeć od profilu działalności, danego sektora, rodzaju wycenianej działalności prowadzonej przez dane przedsiębiorstwo [m.in. od aktywów i struktury kapitałowej w porównaniu z podobnymi spółkami]. Należy jednak pamiętać, że nie ma wzorcowego wskaźnika, który zawsze będzie się sprawdzał.

Tematyka wyceny na podstawie mnożnika EBIDTA została rozwinięta w artykule: [Wycena przedsiębiorstwa mnożnik EBITDA](#)

Korekta mnożników rynkowych

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 [w tym: aktywa netto itp.],
- poziom i tempo wzrostu zysków,
- zróżnicowanie oferty produktowej,
- zróżnicowanie i jakość bazy klientów,
- poziom zadłużenia, zwłaszcza jeśli stosowane są mnożniki oparte na zysku lub przychodach,
- lokalizacja (np. jeśli dane spółek porównywalnych, które prowadzą działalności na rynkach rozwiniętych są wykorzystywane do wyceny przedsiębiorstwa prowadzącego działalności na rynkach wschodzących).

Wycena spółki poprzez porównanie

[Wycena wartości przedsiębiorstwa metodą porównawczą](#) pozwala naszym klientom uzyskać obiektywny i realistyczny szacunek wartości ich biznesu. Dzięki naszej wiedzy i doświadczeniu, porównujemy kluczowe wskaźniki finansowe i czynniki branżowe z innymi podobnymi przedsiębiorstwami. Wybierając naszą usługę wyceny metodą porównawczą, otrzymujesz narzędzie do optymalizacji wartości swojego przedsiębiorstwa i osiągnięcia sukcesu na konkurencyjnym rynku.

Podsumowanie - metoda mnożnikowa / analiza porównawcza

Metody porównawcze są powszechnie wykorzystywane do wyceny wartości spółek notowanych na giełdzie. Wycena przedsiębiorstw notowanych na giełdzie jest relatywnie szybka z racji publicznie dostępnych danych. Wycena przeprowadzana jest poprzez porównanie wycenianej spółki do grupy spółek notowanych na giełdzie dlatego też wycenę porównawczą [mnożnikową] często nazywano analizą porównawczą.

Poprawne stosowanie metod porównawczych wymaga poniesienia znaczących nakładów czasowych. Należy zwrócić uwagę na prawidłowy dobór spółek porównywalnych, możliwie w pełni porównywalnych z wycenianą spółką. Warunek ten jest trudny do spełnienia w sytuacji stosunkowo niedużej ogółem liczby spółek notowanych i jednocześnie małej liczby jednorodnych spółek w poszczególnych branżach. Ponadto rynek kapitałowy nie w każdym okresie jest dostatecznie efektywny. Poprawne stosowanie tej metody wyceny wymaga użycia odpowiedniego mnożnika dopasowanego do specyfiki danego przedsiębiorstwa czy warunków na rynku kapitałowym. W wielu przypadkach określenie wartości tego mnożnika należy w sposób zindywidualizowany skorygować, dopasować do konkretnej sytuacji. Oczywiście metoda porównawcza wyceny tak jak i inne metody określania wartości [np. metody dochodowe] posiada zalety i wady, których wyceniający musi być świadomy przystępując do procesu wyceny.



Autor: Katarzyna Wróbel

Specjalizuje się w wycenie przedsiębiorstw, wycenie wartości niematerialnych i prawnych i modelowaniu finansowym. W Corporate Mind Sp. z o.o. zajmuje się również wyceną obligacji i pożyczek. Swoje doświadczenia zdobywała między innymi w jednym z domów maklerskich na polskim rynku kapitałowym przeprowadzając transakcje pomiędzy klientami indywidualnymi oraz instytucjonalnymi.

