



*dr Dariusz Stronka – Dyrektor Działu Finansowego,  
DCF Dotacje – Consulting – Finance sp. z o.o.  
Biegły Sądowy w zakresie wyceny przedsiębiorstw przy SO w Poznaniu  
Wykładowca Wyższych Uczelni, Trener Biznesu*

## Metody wyceny przedsiębiorstw

### 1. Wprowadzenie do metod wyceny przedsiębiorstw

Wycena przedsiębiorstwa (firmy, spółki) ma na celu ustalenie wartości przedsiębiorstwa (firmy, spółki), która to wielkość ma kluczowe znaczenie w wielu decyzjach z zakresu zarządzania przedsiębiorstwem, a w szczególności w przypadku decyzji długookresowych (zarówno inwestycyjnych jak i finansowych). Przykładowo znajomość wartości firmy jest niezbędna przy zmianie stosunków własnościowych (sprzedaży przedsiębiorstwa), zmianie stosunków użytkowania (przekazanie majątku w dzierżawę, leasing, agencje itp.), zmianie form organizacyjnych (fuzje, przejęcia, podziału firmy, likwidacji lub upadłości spółki itd.), do ustalenia podstawy wymiaru podatku od wartości majątku, do ustalenia ceny emisyjnej akcji spółki (w przypadku nowych emisji akcji), ubezpieczenia podmiotu gospodarczego i wielu innych.

Pisząc o wartości firmy należy również wskazać na jej determinanty. Podstawowymi czynnikami od których zależy wartość firmy (w mniejszym lub większym zakresie) są: stan i wielkość majątku, stosowana technologia i technika produkcji, gospodarka majątkiem, posiadane know-how, wielkość udziałów w innych firmach, kondycja ekonomiczno-finansowa, potencjał ludzki, jakości organizacji i zarządzania, stan prawny przedsiębiorstwa, strategia rozwojowa firmy, atrakcyjność rynku i branż w których działa przedsiębiorstwo itp.

Warto jednakże w tym miejscu zwrócić uwagę na rozgraniczenie wartości przedsiębiorstwa od ceny ewentualnie zapłaconej przez przyszłego nabywcę. Jakkolwiek wycena firmy stanowi punkt wyjścia, to jednak ostateczna cena sprzedaży zostaje ustalona w procesie negocjacji. Przykładowo tzw. „nabywcy strategiczni” za możliwość nabycia pakietu kontrolnego przedsiębiorstwa są często skłonni zapłacić wyższą cenę. Z kolei w przypadku dwóch podobnych firm z których jedna jest notowana na rynku kapitałowym, druga zaś nie, sprzedaż akcji tej drugiej firmy wymaga na ogół zastosowania odpowiedniego dyskonta (obniżenia ceny) w stosunku do wartości określonej w procesie jej wyceny.

---

**Potrzebujesz Informacji w tym temacie? Nasi eksperci są do Twojej dyspozycji!**

Zadzwoń lub napisz do nas:

◆ tel. 532 305 342

◆ email: [kontakt@dcfconsulting.eu](mailto:kontakt@dcfconsulting.eu)

[www.dcfconsulting.eu](http://www.dcfconsulting.eu)



Wielość różniących się od siebie sytuacji w których potrzebna jest znajomość wartości firmy powoduje występowanie szeregu zróżnicowanych metod wyceny jego wartości. Najczęściej spotykana klasyfikacja wyróżnia następujące grupy:

- 1) majątkowe metody wyceny firm;
- 2) dochodowe metody wyceny firm:
  - metody oparte na zdyskontowanych przepływach środków pieniężnych,
  - metody rynkowe (porównawcze);
- 3) mieszane metody wyceny firm.

Wyceny wartości przedsiębiorstwa na podstawie metod majątkowych koncentrują się na zróżnicowanych sposobach oceny majątku przedsiębiorstwa. Do grupy tych metod zalicza się: metodę księgową, metodę odtworzeniową oraz metodę likwidacyjną.

Z kolei metody dochodowe bazują na szacunkach oczekiwanych w przyszłości nadwyżkach finansowych (cash flow), bądź na oczekiwanych wynikach finansowych (zyskach) przedsiębiorstw. W ramach tej grupy wyróżnia się metody oparte na zdyskontowanych przepływach środków pieniężnych (podstawowa metoda w tej podgrupie to DCF) oraz tzw. metody rynkowe. Istotą tych ostatnich jest wyszukiwanie na rynku kapitałowym najbardziej podobnych firm a następnie, bazując na rynkowych wycenach tych firm, wykorzystuje się wskaźniki rynku kapitałowego (po uprzednim skorygowaniu ich wielkości) do określenia wartości wycenianego przedsiębiorstwa.

Ostatnia grupa metod łączy wartość przedsiębiorstwa zarówno z posiadanym majątkiem, jak i oczekiwanyymi w przyszłości dochodami. Są to więc rozwiązania kompromisowe między metodami opisanymi w punkcie pierwszym i drugim. W ramach tej grupy wyróżnia się przykładowo następujące metody: niemiecką, szwajcarską, anglosaksońską oraz opartą na tempie pomnażania wartości. Różnią się one przede wszystkim znaczeniem przypisywanym czynnikom: majątkowym i dochodowym.

## **2. Metody majątkowe wyceny przedsiębiorstw**

Zgodnie z tym, co zostało napisane we wprowadzeniu do podstawowych metod majątkowych wyceny przedsiębiorstw zaliczyć należy:

- 1) metodę księgową,
- 2) metodę odtworzeniową
- 3) metodę likwidacyjną.

---

**Potrzebujesz Informacji w tym temacie? Nasi eksperci są do Twojej dyspozycji!**

Zadzwoń lub napisz do nas:

◆ tel. 532 305 342

◆ email: [kontakt@dcfconsulting.eu](mailto:kontakt@dcfconsulting.eu)

[www.dcfconsulting.eu](http://www.dcfconsulting.eu)



Cechą wspólną tych metod jest wycena przedsiębiorstw w oparciu o ich majątek. Poniżej zostanie pokrótce omówiona każda z tych metod z osobna.

## 2.1. Metoda księgową wyceny przedsiębiorstwa

Metoda księgową wyceny firmy może być stosowana w dwóch odmianach:

- a) jako bilansowa metoda wyceny aktywów netto,
- b) jako metoda wyceny skorygowanych aktywów netto.

Bilansową wycenę aktywów netto dokonuje się poprzez obliczenie różnicy między sumą bilansową (aktywów ogółem) a zobowiązaniami ogółem. Przedstawia to poniższa formuła:

$$WP_{kb} = A - Z_o$$

gdzie:

- $WP_{kb}$  - wartość przedsiębiorstwa dokonana na podstawie księgowej metody wyceny aktywów netto opartej wyłącznie o dane z bilansu,
- A - aktywa ogółem,
- $Z_o$  - zobowiązania ogółem.

Należy zauważyć, że ważną zaletą powyższej metody jest prostota wyznaczania wartości firmy. Posiada ona jednak szereg istotnych wad wśród których najważniejsze to: abstrahowanie od przyszłego przepływu środków pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo, możliwość znacznego „przekłamania” co do wartości niematerialnych i prawnych takich jak marka, know-how itp. (wycena w bilansie wartości niematerialnych i prawnych może znacznie się różnić od ich rzeczywistej wartości). Poza tym należy zwrócić uwagę, że wycena tą metodą opiera się na kosztach historycznych (zapłaconych w momencie zakupu majątku) i nie uwzględnia inflacji, jak również postępu technicznego oraz tzw. kapitału organizacyjnego firmy. Wszystkie te czynniki powodują, że rzeczywista rynkowa wartość przedsiębiorstwa zazwyczaj znacznie odbiega od jej wartości księgowej. Wyjątek stanowią przedsiębiorstwa z branży finansowej (banki, fundusze itp.) w których w zasadzie jest ona dość zbliżona do wyceny rynkowej (w branży tej wartość poszczególnych składników wykazanych w bilansie w zasadzie niewiele się różni od ich wartości rynkowych). W innych przypadkach, jakkolwiek należałoby zachować dużą ostrożność przed formułowaniem pochopnych wniosków bazujących na otrzymanym wyniku takiej wyceny, znajomość jej może mieć istotne znaczenie informacyjne. Poza tym metoda ta jest

---

**Potrzebujesz Informacji w tym temacie? Nasi eksperci są do Twojej dyspozycji!**

Zadzwoń lub napisz do nas:

◆ tel. 532 305 342

◆ email: [kontakt@dcfconsulting.eu](mailto:kontakt@dcfconsulting.eu)

[www.dcfconsulting.eu](http://www.dcfconsulting.eu)



zazwyczaj wykorzystywana do wyznaczenia stawki ubezpieczenia majątku, naliczania podatków majątkowych itp.

Odmiana wyceny przedsiębiorstwa metodą skorygowanych aktywów netto ma, poprzez dokonanie odpowiednich korekt zarówno po stronie aktywów jak i pasywów, bardziej przybliżyć otrzymany wynik do rzeczywistej rynkowej wartości przedsiębiorstwa. Formuła na obliczenie wartości przedsiębiorstwa metodą skorygowanych aktywów netto przyjmuje następującą postać:

$$WP_{ks} = (A + /- K_A) - (P + /- K_P)$$

gdzie:

$WP_{ks}$  - wartość przedsiębiorstwa dokonana na podstawie księgowej metody wyceny skorygowanych aktywów netto,

$K_A$  - korekta aktywów,

$K_P$  - korekta pasywów,

pozostałe oznaczenia jak poprzednio.

Korekta wartości bilansowej może dotyczyć m. in.:

I. W zakresie aktywów:

1. Zmian wartości nominalnych (historycznych) składników majątku na wyrażone w cenach bieżących wartości poszczególnych składników majątku.
2. Oceny stopnia przydatności aktywów, co polega na korekcie aktywów o:
  - a) pozycje wykorzystywane, a niewykazywane w bilansie (np. na skutek umorzenia) składników majątku trwałego (powiększenie),
  - b) składniki majątku zbędne z punktu widzenia prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności (ujęcie ich wg wartości likwidacyjnej lub potencjalnej rynkowej ceny sprzedaży).
3. Oszacowania różnic cenowych, co sprowadza się do wyrażenia poszczególnych składników majątkowych wg aktualnych cen rynkowych (np. posiadanych papierów na podstawie aktualnych kursów giełdowych, materiałów, towarów itp. na podstawie aktualnych rynkowych cen sprzedaży itp.)
4. Skorygowania należności o wielkość przeterminowanych lub trudno ściąganych.

---

**Potrzebujesz Informacji w tym temacie? Nasi eksperci są do Twojej dyspozycji!**

Zadzwoń lub napisz do nas:

◆ tel. 532 305 342

◆ email: [kontakt@dcfconsulting.eu](mailto:kontakt@dcfconsulting.eu)

[www.dcfconsulting.eu](http://www.dcfconsulting.eu)



## II. W zakresie pasywów:

1. Uwzględnienie zobowiązań pozabilansowych.
2. Uwzględnienie planów finansowych (np. zamiany wierzytelności na akcje lub udziały, umorzenia wierzytelności).

O ostatecznie dokonanych korektach powinna decydować przewidywana skala odchyleń oraz cele dla jakich wycena ma być sporządzona.

### 2.2. Metoda odtworzeniowa wyceny przedsiębiorstwa

Punktem wyjścia w tej metodzie jest założenie, że przedsiębiorstwo jest tyle warte, ile jest wart jego potencjał (materialny i niematerialny). Celem metody odtworzeniowej jest uzyskanie odpowiedzi na pytanie, jakie należałoby ponieść nakłady w danym momencie, aby móc prowadzić działalność gospodarczą identyczną co do rodzaju i wielkości z obecnie prowadzoną (stąd wynika nazwa tej metody). Innymi słowy należy oszacować obecną wartość potencjału przedsiębiorstwa. Metodę odtworzeniową można ująć w następującej formule:

$$WP_o = A + \Delta W - ZT_A$$

gdzie:

- WP<sub>o</sub> - wartość przedsiębiorstwa dokonana metodą odtworzeniową,
- A - aktywa ogółem,
- ΔW - różnica między nakładami, które muszą zostać poniesione na odtworzenie dotychczasowego potencjału, a bilansową wartością aktywów,
- ZT<sub>A</sub> - stopień zużycia technicznego aktywów.

Należy w tym miejscu również zwrócić szczególną uwagę na zrozumienie terminu „odtworzenie obecnego potencjału przedsiębiorstwa”. W znaczeniu węższym dotyczy to określenie tylko potencjału materialnego, w znaczeniu szerszym – również wartości niematerialnych takich jak np. znak firmowy, know-how, które to mają decydujący wpływ na pozyskanie klientów i udział w rynku. Prawidłowa wycena powinna obejmować nakłady konieczne do odtworzenia potencjału przedsiębiorstwa w szerszym znaczeniu. Jakkolwiek na podstawie tej metody otrzymujemy wartość, jaka jest konieczna, aby prowadzić identyczną działalność gospodarczą, nie wiadomo jednak, czy działalność ta jest nadal opłacalna (tzn. czy przedsiębiorstwo będzie generowało odpowiednio wysokie przepływy pieniężne). Metoda odtworzeniowa, podobnie jak i metoda księgową, abstrahuje od możliwości generowania przez przedsiębiorstwo strumieni pieniężnych.

---

**Potrzebujesz Informacji w tym temacie? Nasi eksperci są do Twojej dyspozycji!**

Zadzwoń lub napisz do nas:

◆ tel. 532 305 342

◆ email: [kontakt@dcfconsulting.eu](mailto:kontakt@dcfconsulting.eu)

[www.dcfconsulting.eu](http://www.dcfconsulting.eu)





### 2.3. Metoda likwidacyjna wyceny przedsiębiorstwa

Podstawowym założeniem metody likwidacyjnej wyceny firmy jest twierdzenie, iż wartość przedsiębiorstwa jest równa sumie wartości którą mogą uzyskać właściciele w przypadku likwidacji przedsiębiorstwa. Do wyznaczenia wartości przedsiębiorstwa według metody likwidacyjnej można posłużyć się następującą formułą:

$$WP_L = W_{LA} - Zob - KL$$

gdzie:

- WP<sub>L</sub> - wartość przedsiębiorstwa dokonana metodą likwidacyjną,
- W<sub>LA</sub> - wartość likwidacyjna aktywów,
- Zob - zobowiązania ogółem,
- KL - koszty likwidacji.

O ile z wyznaczeniem wielkości zobowiązań nie ma zbytniego problemu (jest to suma wszystkich zobowiązania do spłaty uzyskana z bilansu) o tyle z oszacowaniem wartości likwidacyjnej aktywów oraz kosztów likwidacji mogą być znacznie większe problemy. Jeśli chodzi o koszty likwidacji można tu wymienić przykładowo koszty sądownicze likwidacji przedsiębiorstwa wraz z opłaceniem doradców prawnych, wszelkie odszkodowania i odprawy pracownicze w związku z zaprzestaniem działalności. Najtrudniejszym elementem jest jednakże prawidłowe wyznaczenie wartości likwidacyjnej aktywów. Wartość wszystkich składników majątkowych (grunty, budynki, budowle, maszyny, majątek finansowy, zapasy itp.), w przypadku których istnieje możliwość ich sprzedaży (tzn. jest duże prawdopodobieństwo, że znajdą się chętni, by kupić te składniki majątkowe) należy oszacować wg możliwej do uzyskania ceny. Pomocne w tych szacunkach mogą być notowania kursów akcji na giełdach papierów wartościowych (w przypadku oszacowania wartości majątku finansowego), ceny używanych samochodów z portali motoryzacyjnych (w przypadku środków transportu), ceny gruntów w rejonie, w którym mieści się firma itp. W przypadku składników majątkowych, których „nie da” się sprzedać ich wartości można oszacować np. na podstawie ceny możliwej do uzyskania w skupie surowców wtórnych. Jednakże wówczas może się okazać, że majątek ten ma wartość ujemną, gdyż uzyskana za niego cena nie zwróci poniesionych wydatków z nim związanych (demontaż, wywóz itp.).

Powyższa metoda może zostać przykładowo wykorzystana w praktyce, przy istnieniu następującej alternatywy (z powodu braku perspektyw na dalszą działalność): sprzedać przedsiębiorstwo (jako całość) innemu podmiotowi, albo dokonać sprzedaży poszczególnych składników majątkowych osobno. Znając wartość likwidacyjną przedsiębiorstwa należy ją porównać z oferowaną ceną przez podmiot nabywający. Jeśli

---

**Potrzebujesz Informacji w tym temacie? Nasi eksperci są do Twojej dyspozycji!**

Zadzwoń lub napisz do nas:

◆ tel. 532 305 342

◆ email: [kontakt@dcfconsulting.eu](mailto:kontakt@dcfconsulting.eu)

[www.dcfconsulting.eu](http://www.dcfconsulting.eu)



cena ta jest wyższa niż wartość likwidacyjna, wówczas rozsądna byłaby sprzedaż całości przedsiębiorstwa innemu podmiotowi. Jeśli jednak kwota możliwa do uzyskania ze sprzedaży poszczególnych składników majątkowych pomniejszona o zobowiązania i koszty likwidacji byłaby wyższa, wówczas korzystniej byłoby dokonać sprzedaży poszczególnych składników majątkowych osobno.

### 3. Metody dochodowe wyceny przedsiębiorstw

#### 3.1. Metoda DCF wyceny przedsiębiorstwa

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (discount cash flow) wyceny wartości firmy jest najbardziej popularną i jednocześnie uważaną przez wielu za najlepszą metodę wyceny. W metodzie tej wartość firmy bezpośrednio nawiązuje bowiem do zdolności przedsiębiorstwa do generowania nadwyżek pieniężnych (cash flow). Podstawowe jej założenie stanowi, że wartość firmy równa jest sumie generowanych w przyszłości (w całym okresie życia przedsiębiorstwa) i zdyskontowanych określoną stopą dyskontową przepływów gotówkowych będących do dyspozycji akcjonariuszy. Z uwagi na fakt, iż zazwyczaj spółki akcyjne (a o nich głównie mowa) nie mają określonej daty końca działalności (a więc teoretycznie mogą istnieć w nieskończoność) jest w zasadzie niemożliwe oszacowanie wartości przepływów pieniężnych w całym okresie życia przedsiębiorstwa. Poza tym zmienność warunków otoczenia powoduje, iż długookresowe prognozy obciążone są przeważnie znacznym błędem. Z uwagi na powyższe zastrzeżenia w metodzie DCF szacuje się przepływy pieniężne na najbliższe 3-10 lat (okres prognozy powinien obejmować pełen cykl koniunkturalny dla danego przedsiębiorstwa uzależniony w znacznym stopniu od rodzaju działalności), po czym następuje ich zsumowanie po uprzednim zdyskontowaniu określoną stopą dyskontową. Aby wyznaczyć wartość przedsiębiorstwa po okresie prognozy wyznacza się tzw. wartość rezydualną i dyskontuje się ją na moment wyceny. Sumując wielkość zdyskontowanych przepływów w okresie prognozy i zdyskontowaną wartość rezydualną uzyskuje się wartość całego przedsiębiorstwa. Aby oszacować wartość dla właścicieli (akcjonariuszy) odejmuje się od tak uzyskanego wyniku wielkość zobowiązań.

Obliczanie wartości przedsiębiorstwa metodą DCF można ująć w czterech etapach. W etapie pierwszym następuje prognoza przyszłych wolnych przepływów pieniężnych. W ramach tego etapu określa się poszczególne składniki przepływów pieniężnych, dokonuje się kompleksowej analizy przeszłości oraz następuje przyjęcie odpowiednich scenariuszy oraz założeń co do przyszłości. Efektem końcowym pierwszego etapu jest przeprowadzenie odpowiednich obliczeń w celu uzyskania wartości przepływów pieniężnych na najbliższe 3-10 lat.

---

**Potrzebujesz Informacji w tym temacie? Nasi eksperci są do Twojej dyspozycji!**

Zadzwoń lub napisz do nas:

◆ tel. 532 305 342

◆ email: [kontakt@dcfconsulting.eu](mailto:kontakt@dcfconsulting.eu)

[www.dcfconsulting.eu](http://www.dcfconsulting.eu)



W etapie drugim następuje wyznaczenie odpowiedniej stopy dyskontowej, którą stanowi średni ważony koszt kapitału. Aby wyznaczyć średni ważony koszt kapitału należy po pierwsze określić docelową strukturę kapitału, a tym samym wagi w formule na WACC. Następnie należy oszacować koszt kapitału obcego (odpowiednio korygując oprocentowanie kredytu lub/ i obligacji przedsiębiorstw o korzyści podatkowe) i koszt kapitału własnego (korzystając z jednej z trzech metod: dochodu z obligacji z premią za ryzyko, Gordona, bądź CAPM).

Etap trzeci obejmuje oszacowanie wartości rezydualnej, czyli wartości firmy na koniec okresu prognozy. Do prawidłowego wyznaczenia wartości rezydualnej niezbędne jest: określenie relacji pomiędzy wartością rezydualną a zdyskontowanym przepływem środków pieniężnych (oszacowanie odpowiednich parametrów), ostateczny wybór okresu prognozy oraz zdyskontowanie otrzymanego wyniku do daty wyceny.

Ostatni etap stanowi przeprowadzenie ostatecznych wyliczeń i interpretacja wyników.

Zgodnie z tym, co zostało powyżej napisane ogólna formuła na wyznaczenie wartości przedsiębiorstwa za pomocą metody DCF przyjmuje następującą postać:

$$WP_{DCF} = PVCF + WR / (1 + WACC)^n - Zob$$

gdzie:

$WP_{DCF}$  - wartość przedsiębiorstwa wyznaczona metodą DCF,

$PVCF$  - wartość obecna całkowitych wolnych przepływów pieniężnych w okresie prognozy,

$WR$  - wartość rezydualna,

$WACC$  - średni ważony koszt kapitału,

$n$  - okres prognozy,

$Zob$  - zobowiązania ogółem.

W prognozie przepływu pieniężnego należy uwzględnić wszystkie elementy, które mają wpływ na jego ukształtowanie. Najogólniej przepływ ten można wyliczyć wg poniższej formuły.

---

**Potrzebujesz Informacji w tym temacie? Nasi eksperci są do Twojej dyspozycji!**

Zadzwoń lub napisz do nas:

◆ tel. 532 305 342

◆ email: [kontakt@dcfconsulting.eu](mailto:kontakt@dcfconsulting.eu)

[www.dcfconsulting.eu](http://www.dcfconsulting.eu)





### **Wolny przepływ pieniężny =**

przychody ze sprzedaży

+ pozostałe wpływy pieniężne

- koszty działalności operacyjnej

- pozostałe wydatki pieniężne

- podatek dochodowy od zysku brutto powiększonego o koszty finansowe

+ koszty nie pociągające za sobą przepływu pieniężnego (amortyzacja)

- przyrost kapitału obrotowego

- nakłady inwestycyjne.

Biorąc pod uwagę powyższe składniki, jakie należy prognozować, aby prawidłowo ustalić przyszłe przepływy pieniężne warto zwrócić uwagę na kompetencje, którymi powinien wykazywać się zespół biorący na siebie to zadanie. Aby dokonać prognozy przyszłych przychodów ze sprzedaży, należy zwykle, oprócz analizy przeszłości, otoczenia bliższego i dalszego, dokonać analizy rynku i jego tendencji. Zadania te powinni wykonać specjaliści ds. marketingu mający zarówno odpowiedni „bagaż” wiedzy teoretycznej, jak i pewne doświadczenie praktyczne. Przy szacowaniu kosztów operacyjnych przydatna może okazać się pomoc technologów. Dzięki nim prognozy odnośnie zużycia materiałów, energii itp. mogą okazać się dokładniejsze. Również niezbędny okaże się z pewnością wykwalifikowany księgowy (naliczanie amortyzacji, korekty kosztów itp.), finansista (oszacowanie zmian kapitału obrotowego netto). Prawidłowe wyznaczenie nakładów inwestycyjnych wymaga konsultacji wielu fachowców znających dobrze daną branżę. Jak więc widać prognoza przyszłych przepływów pieniężnych powinna być dokonywana przez interdyscyplinarny zespół złożony z wielu fachowców z różnych dziedzin. Należy podkreślić tutaj wagę prawidłowej prognozy przepływów pieniężnych w wycenie przedsiębiorstwa, albowiem błędna ocena poszczególnych elementów spowoduje w konsekwencji znaczny błąd w ostatecznie dokonanej wycenie wartości przedsiębiorstwa.

Ostatecznie formuła na obliczenie zdyskontowanej wartości przepływów pieniężnych przyjmuje następującą postać:

$$PVCF = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1 + WACC)^t}$$

gdzie:

PVCF - wartość aktualna przepływów pieniężnych,

n - okres prognozy,

$CF_t$  - przepływ pieniężny w roku t,

WACC - średni ważony koszt kapitału.

---

**Potrzebujesz Informacji w tym temacie? Nasi eksperci są do Twojej dyspozycji!**

Zadzwoń lub napisz do nas:

◆ tel. 532 305 342

◆ email: [kontakt@dcfconsulting.eu](mailto:kontakt@dcfconsulting.eu)

[www.dcfconsulting.eu](http://www.dcfconsulting.eu)



Występujący we wzorze WACC (średni ważony koszt kapitału) stanowi przeciętny koszt kapitału przedsiębiorstwa uwzględniający zarówno koszty poszczególnych składników kapitału, jak i udziały poszczególnych składników w finansowaniu majątku przedsiębiorstwa. Wzór na wyznaczanie średniego ważonego kosztu kapitału w najprostszym ujęciu przyjmuje następującą postać:

$$WACC = w_d \cdot k_d + w_s \cdot k_s$$

gdzie:

WACC - średni ważony koszt kapitału,

$w_d$  - udział długu w kapitale całkowitym,

$w_d = \text{wartość długu} / (\text{wartość długu} + \text{wartość kapitału własnego}),$

$k_d$  - koszt długu,

$w_s$  - udział kapitału własnego w kapitale całkowitym

$w_s = \text{wartość kapitału własnego} / (\text{wartość długu} + \text{wartość kapitału własnego}),$

$k_s$  - koszt kapitału własnego.

W etapie trzecim zostaje oszacowana tzw. wartość rezydualna, czyli wartość przedsiębiorstwa po okresie prognozy. Istnieje wiele różnych podejść do szacowania wartości rezydualnej. Najczęściej jednak przytaczana jest w literaturze przedmiotu następująca formuła:

$$WR = \frac{CF_{n+1}}{WACC - q}$$

gdzie:

WR - wartość rezydualna,

$CF_{n+1}$  - wartość wolnego przepływu środków pieniężnych w pierwszym roku po okresie prognozy,

WACC - średni ważony koszt kapitału,

$q$  - założona stopa wzrostu cash flow po okresie prognozy.

Jak więc widać z powyższej formuły dla oszacowania wartości rezydualnej wymagana jest zarówno znajomość kształtowania się przepływu pieniężnego w pierwszym roku po okresie prognozy, jak i średniego ważonego kosztu kapitału. Najtrudniejszym jednakże zadaniem jest ustalenie stałego średniego tempa wzrostu przepływów pieniężnych po okresie prognozy. Zwykle przyjmuje się tutaj wartości z przedziału 0%-4%. Decyzja o ostatecznej wielkości przyjętej do obliczeń nie powinna być przypadkowa, gdyż w znacznym stopniu wpływa na wartość rezydualną, a w konsekwencji na ostateczną wartość

---

**Potrzebujesz Informacji w tym temacie? Nasi eksperci są do Twojej dyspozycji!**

Zadzwoń lub napisz do nas:

◆ tel. 532 305 342

◆ email: [kontakt@dcfconsulting.eu](mailto:kontakt@dcfconsulting.eu)

[www.dcfconsulting.eu](http://www.dcfconsulting.eu)



przedsiębiorstwa. Przy wycenie należy pamiętać aby zdyskontować wartość rezydualną średnim ważonym kosztem kapitału (w celu wyrażenia wartości przedsiębiorstwa po okresie prognozy w cenach bieżących).

Należy tutaj podkreślić jeszcze raz, że zaprezentowana tutaj formuła jest jedną z alternatywnych możliwości. Wydaje się jednakże być najbardziej popularną zarówno wśród teoretyków, jak i praktyków.

Ostatni (czwarty) etap stanowi dokonanie ostatecznych obliczeń i interpretacja wyników. Formuła na wyznaczenie wartości przedsiębiorstwa metodą DCF, po uwzględnieniu wzorów na obliczenie zaktualizowanej wartości przepływów pieniężnych i wartości rezydualnej oraz zdyskontowanie tej ostatniej na moment wyceny, przyjmuje postać:

$$WP_{DCF} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} + \left[ \frac{CF_{n+1}}{WACC - q} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^n} \right] - Z_{ob}$$

gdzie:

wszystkie oznaczenia jak wyżej.

Ostatecznie uzyskaną wartość należy zinterpretować. W szczególności należy wyjaśnić sposób kalkulowania poszczególnych składowych (WACC,  $CF_t$ ) oraz przesłanki decydujące o przyjęciu ostatecznej wielkości stałego wzrostu po okresie prognozy ( $q$ ). Użyteczne jest również zbadanie wrażliwości poszczególnych parametrów na wartość wyceny. Aby wycena była bardziej rzetelna wskazane jest przeprowadzić ją w kilku wariantach (różnych poziomach  $CF_t$  w zależności od czynników zewnętrznych i wewnętrznych oraz różnych wielkościach WACC i  $q$ ).

### 3.2. Metoda porównań rynkowych wyceny przedsiębiorstwa

W ramach metod dochodowych oprócz prezentowanej powyżej metody DCF wyróżnić można tzw. metody porównań rynkowych. O ile metoda DCF opiera się na prognozach, co do kształtowania się przyszłych strumieni pieniężnych w przedsiębiorstwie, o tyle metody porównań rynkowych bazują na przekonaniu, że podobne przedsiębiorstwa będą mieć zbliżone wartości. Aby dokonać wyceny przedsiębiorstwa nienotowanego na rynku kapitałowym należy „wyszukać” przedsiębiorstw podobnych do wycenianego i, po odpowiednich korektach, na tej podstawie oszacować wartość badanego podmiotu. W tym miejscu należy podkreślić znaczenie odpowiedniego doboru porównywanych przedsiębiorstw. Aby bowiem można było odnosić (porównywać) wartości między podmiotami muszą one być pod wieloma względami zbliżone. Niezbędnym warunkiem do

---

**Potrzebujesz Informacji w tym temacie? Nasi eksperci są do Twojej dyspozycji!**

Zadzwoń lub napisz do nas:

◆ tel. 532 305 342

◆ email: [kontakt@dcfconsulting.eu](mailto:kontakt@dcfconsulting.eu)

[www.dcfconsulting.eu](http://www.dcfconsulting.eu)



prawidłowego wyboru najbardziej zbliżonych przedsiębiorstw jest zrozumienie działalności wycenianej firmy i jej otoczenia. Tylko wówczas bowiem, znając kluczowe czynniki działalności przedsiębiorstw, można prawidłowo określić podmiot działający w najbardziej zbliżonych warunkach i prowadzący analogiczną działalność zarówno co do rodzaju jak i wielkości.

Wybierając „porównywalne” przedsiębiorstwa należy w pierwszej kolejności porównać stopień ryzyka pomiędzy podmiotami (wycenianym i potencjalnie przyjmowanymi do porównań) oraz zbieżność pod względem wieku, charakteru, rodzaju i wielkości aktywów. W następnej kolejności o ostatecznie przyjętych podmiotach do porównań zadecyduje stopień podobieństwa między podmiotem wycenianym, a notowanymi na rynku kapitałowym pod względem takich cech jak: rodzaj wytwarzanych produktów, struktura kapitałowa, struktura organizacji i zarządzania, stopień wykwalifikowania załogi, charakter konkurencji, zysk, wartość księgowa majątku etc.

Po wyborze „najbardziej podobnych przedsiębiorstw” należy zdecydować o mierniku na podstawie którego wycena metodą porównań rynkowych zostanie dokonana. Jako, że wycena dokonywana jest poprzez porównanie do przedsiębiorstw notowanych na rynku kapitałowym wykorzystywane są tutaj główne jego wskaźniki takie jak: P/E, P/CE, P/BV, P/S. Na zakończenie należy dokonać interpretacji otrzymanych wyników oraz, w przypadku gdy wycena zostaje przygotowana dla celów sprzedaży przedsiębiorstwa, określić dopuszczalny przedział ceny w przyszłych negocjacjach.

Ogólna formuła na wyznaczenie wartości przedsiębiorstwa metodą porównań rynkowych przyjmuje następującą postać:

$$WP_{pr} = PEk \cdot M$$

gdzie:

- WP<sub>pr</sub> - wartość przedsiębiorstwa wyznaczona metodą porównań rynkowych
- PEk - parametr ekonomiczny,
- M - mnożnik (wybrany wskaźnik rynku kapitałowego).

Po wyborze mnożnika rynkowego należy pamiętać o doborze prawidłowego parametru ekonomicznego. I tak wyceniając spółkę przy wykorzystaniu rynkowego wskaźnika P/E parametrem ekonomicznym musi być zysk przedsiębiorstwa wycenianego, natomiast wykorzystując wskaźnik P/CE parametrem jest cash flow obliczany jako suma zysku netto i amortyzacji. Zatem, wyceniając wg metody porównań rynkowych spółkę nienotowaną na giełdzie parametr ekonomiczny uzyskuje się z wycenianej spółki natomiast mnożnik - z wybranych „porównywalnych” spółek notowanych na rynku kapitałowym. Sposób wyceny

---

**Potrzebujesz Informacji w tym temacie? Nasi eksperci są do Twojej dyspozycji!**

Zadzwoń lub napisz do nas:

◆ tel. 532 305 342

◆ email: [kontakt@dcfconsulting.eu](mailto:kontakt@dcfconsulting.eu)

[www.dcfconsulting.eu](http://www.dcfconsulting.eu)



wg prezentowanej tu metody spółek nie notowanych na giełdzie obrazuje poniższy przykład:

Przy wycenie przedsiębiorstw metodą porównań rynkowych należy zwrócić uwagę, oprócz poruszanego już wyżej znaczenia prawidłowego wyboru spółek podobnych, na dokonanie odpowiednich korekt do otrzymanego wyniku. Wybór nawet najbardziej zbliżonych podmiotów nie oznacza, że podmioty te są identyczne. Należy więc ten fakt wziąć pod uwagę w formułowaniu ostatecznej wyceny. Zazwyczaj bowiem spółki notowane na rynku kapitałowym mają większą wartość aniżeli analogiczne podmioty nie będące w publicznym obrocie. Jest to związane z większą płynnością walorów będących w publicznym obrocie, co powoduje ich wyższą wartość (posiadacze tego typu papierów wartościowych mogą je łatwo zbyć na rynku kapitałowym). Należy więc również i ten czynnik wziąć pod uwagę i dokonać odpowiedniego dyskonta wobec otrzymanej wyceny.

Warto podjąć jeszcze jedną kwestię praktyczną związaną z wyceną wartości przedsiębiorstwa na podstawie metod porównań rynkowych. Wykorzystując rynkowe mnożniki należy pamiętać, że na ich kształtowanie istotne znaczenie ma cena akcji ukształtowana na giełdzie. Notowania te mogą w krótkim okresie znacznie się różnić mimo, iż w przedsiębiorstwie nie wydarzyło się „nic istotnego”. Na cenę giełdową mają bowiem wpływ nie tylko obiektywne informacje otrzymywane ze spółek, ale również koniunktura panująca w danym czasie na rynku wynikająca w znacznej mierze z tzw. psychologii giełdy. Wobec powyższych zastrzeżeń należy rozstrzygnąć, czy przyjmować bieżące wartości mnożników, czy też średnią z pewnego okresu (w tym przypadku należy określić okres z jakiego będzie brana średnia). Zasadniczo należy stwierdzić, że im rynek jest bardziej efektywny (tzn. rzeczywiste poczynania zarządu są lepiej odzwierciedlone w cenie akcji), tym bardziej uzasadnione jest przyjmowanie bieżących wartości mnożników lub średniej ze stosunkowo krótkiego okresu. W przypadku rynków niezbyt efektywnych lepiej jest brać średnią z dłuższego okresu (nie powinien on jednak być również zbyt długi, gdyż wówczas istnieje duże prawdopodobieństwo, że w jego trakcie zmieniły się warunki funkcjonowania podmiotu).

#### **4. Metody mieszane wyceny przedsiębiorstw**

O ile poprzednio omawiane metody wyceny przedsiębiorstw opierały się wyłącznie na podejściu majątkowym (metody majątkowe), bądź dochodowym (metody dochodowe) o tyle te łączą w sobie te dwa podejścia. Główne założenie do tychże metod opiera się na przekonaniu, że o wartości przedsiębiorstwa decyduje zarówno posiadany majątek jak i zdolność do generowania zysków (lub nadwyżki gotówki). Do najbardziej znanych metod dochodowych należy zaliczyć metody: niemiecką, szwajcarską, anglosaksońską oraz tzw.

---

**Potrzebujesz Informacji w tym temacie? Nasi eksperci są do Twojej dyspozycji!**

Zadzwoń lub napisz do nas:

◆ tel. 532 305 342

◆ email: [kontakt@dcfconsulting.eu](mailto:kontakt@dcfconsulting.eu)

[www.dcfconsulting.eu](http://www.dcfconsulting.eu)





„tempa pomnażania wartości”. Główne różnice między tymi metodami sprowadzają się do nadania znaczenia (wagi) metodom majątkowym i dochodowym.

Do obliczenia wartości przedsiębiorstwa metodą niemiecką służy następująca formuła:

$$WP_n = \frac{WP_{maj} + WP_{doch}}{2}$$

gdzie:

- $WP_n$  - wartość przedsiębiorstwa obliczona wg metody niemieckiej,
- $WP_{maj}$  - wartość przedsiębiorstwa obliczona wg metod majątkowych,
- $WP_{doch}$  - wartość przedsiębiorstwa obliczona metodą dochodową.

Z kolei do obliczenia wartości przedsiębiorstwa metodą szwajcarską służy poniższa formuła:

$$WP_{sz} = \frac{WP_{maj} + 2 \cdot WP_{doch}}{3}$$

gdzie:

- $WP_{sz}$  - wartość przedsiębiorstwa obliczona metodą szwajcarską,
- pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Jak łatwo zauważyć metody te różnią się wagami jakie przypisuje się metodom majątkowym (czyli różnią się znaczeniem przypisywanym roli majątku w ostatecznie ustalonej wartości firmy) i dochodowym (znaczenie przewidywanych przyszłych strumieni pieniężnych, bądź zysków). O ile w metodzie niemieckiej metody majątkowe i dochodowe traktowane są jako jednakowo ważne, o tyle w metodzie szwajcarskiej dwa razy wyższe znaczenie (w stosunku do metod majątkowych) przypisuje się metodzie dochodowej. Tym samym metoda ta silniej uwypukla elementy poza majątkowe.

---

**Potrzebujesz Informacji w tym temacie? Nasi eksperci są do Twojej dyspozycji!**

Zadzwoń lub napisz do nas:

- ◆ tel. 532 305 342
- ◆ email: [kontakt@dcfconsulting.eu](mailto:kontakt@dcfconsulting.eu)
- ◆ [www.dcfconsulting.eu](http://www.dcfconsulting.eu)



Nieco inną konstrukcję ma formuła anglosaksońska. Przedstawia się ona następująco:

$$WP_a = WP_{maj} + a_k \cdot (CF - k \cdot WP_{maj})$$

gdzie:

$WP_a$  - wartość przedsiębiorstwa liczona metodą anglosaksońską,

$a_k$  - współczynnik wartości renty rocznej przy stopie dyskontowej „k” obliczany jako:

$$a_k = \frac{1}{k} \cdot \left(1 - \frac{1}{(1+k)^n}\right)$$

CF - przeciętny przepływ środków pieniężnych,

n - liczba lat,

pozostałe oznaczenia jak poprzednio.

Należy tu zwrócić uwagę, że w przypadku tej metody wartość przedsiębiorstwa stanowi suma wartości jego majątku i możliwości generowania zysku (strumienia przepływów pieniężnych), gdzie prognozowane zyski są nierozłącznie związane z wartością majątku (w metodzie tej znacznie większe znaczenie przypisywane jest wartości majątku).

Ostatnią z wymienionych w tej grupie jest metoda oparta na tempie pomnażania wartości. Istota jej opiera się na przekonaniu, że wartość przedsiębiorstwa po „n” latach życia stanowi wartość początkowa (aktywa minus zobowiązania) oraz tempo pomnażania wartości poprzez kapitalizację części wytworzonych dochodów. Sposób obliczania wartości przedsiębiorstwa zgodnie z tą metodą przedstawia poniższa formuła:

$$WP_{pw} = (A_0 - Zob_0) \cdot (1 + tpw)^n \cdot e^{-kn}$$

gdzie:

$WP_{pw}$  - wartość przedsiębiorstwa obliczona na podstawie metody opartej na tempie pomnażania wartości,

$A_0$  - wartość aktywów na początku okresu,

$Zob_0$  - wartość zobowiązań na początku okresu,

tpw - wskaźnik tempa pomnażania wartości,

e - stała e ( $\cong 2,718$ ),

k - stopa dyskontowa,

n - liczba lat.

<sup>1</sup> zazwyczaj współczynnik ten oblicza się dla 3-8 lat

**Potrzebujesz Informacji w tym temacie? Nasi eksperci są do Twojej dyspozycji!**

Zadzwoń lub napisz do nas:

◆ tel. 532 305 342

◆ email: [kontakt@dcfconsulting.eu](mailto:kontakt@dcfconsulting.eu)

[www.dcfconsulting.eu](http://www.dcfconsulting.eu)



Uwaga: w metodzie tej zarówno stopa dyskontowa, jak i wskaźnik tempa pomnażania wartości podlegają negocjacom.

Podsumowując rozważania na temat omówionej tu grupy metod mieszanych wyceny firmy należy zwrócić uwagę na ich podstawową zaletę, jaką stanowi łączne rozpatrywanie zarówno aspektu wartości majątku, jak i zdolności do generowania przyszłych przepływów pieniężnych (zysków) w ostatecznej wycenie wartości przedsiębiorstwa. Wątpliwości (i główną trudność) stanowi określenie wagi przypisywanej czynnikowi majątkowemu i dochodowemu. Główne różnice dotyczące tych metod wynikają właśnie z różnej roli przypisywanej każdemu z tych czynników.

## 5. Podsumowanie

W niniejszym opracowaniu zostały podjęte kwestie dotyczące wyceny przedsiębiorstw. Znajomość wartości przedsiębiorstw jest niezbędna w wielu różnych decyzjach związanych z procesami zarządzania. Wyznaczeniu wartości przedsiębiorstwa służą różne metody wyceny. Najogólniej wyróżnia się metody majątkowe szacowania wartości firmy opierające się na wycenie majątku przedsiębiorstwa wśród których wymienić należy metodę księgową, metodę odtworzeniową i metodę likwidacyjną. W ramach księgowej metody wyceny przedsiębiorstwa wyodrębnić można dwie odmiany: bilansową metodę wyceny aktywów netto oraz metodę skorygowanych aktywów netto. Jakkolwiek wszystkie te metody nawiązują do oszacowania wartości majątku przedsiębiorstwa pozostającego w dyspozycji właścicieli istnieją między nimi dość duże różnice. Metoda księgowa wyceny firmy opiera się głównie o dane bilansowe (ewentualnie je koryguje) traktując je „jako w przybliżeniu zgodne z rynkowymi”. W efekcie, na podstawie danych bilansowych zostaje ustalona wartość majątku przedsiębiorstwa. W metodzie odtworzeniowej wyceny majątku przedsiębiorstwa dokonuje się z punktu widzenia wartości nakładów koniecznych na odtworzenie działalności w obecnym zakresie. Metoda likwidacyjna wyceny firmy określa wielkość środków, jakie mogliby uzyskać właściciele w wyniku sprzedaży poszczególnych składników majątkowych. Odmienną grupę stanowią metody dochodowe wyceny firm. Metoda DCF, uważana często za najlepszą z punktu widzenia właścicieli (akcjonariuszy), bazuje na prognozie rzeczywistych przepływów gotówkowych generowanych przez przedsiębiorstwo oraz na oszacowaniu wartości przedsiębiorstwa po okresie prognozy. Odejmując od generowanej w przyszłości gotówki wielkość zobowiązań wobec wierzycieli uzyskuje się wartość przedsiębiorstwa przypadającą akcjonariuszom. Nieco inne podejście stosuje się w wycenie firmy za pomocą metod opartych na porównaniach rynkowych. Tutaj, wyceniając podmiot, dąży się do znalezienia podobnych przedsiębiorstw na rynku kapitałowym i następnie odnosi się ich wartości (korzystając ze wskaźników rynku kapitałowego) do wycenianego podmiotu. Ostatnią grupą omówionych metod wyceny

---

**Potrzebujesz Informacji w tym temacie? Nasi eksperci są do Twojej dyspozycji!**

Zadzwoń lub napisz do nas:

◆ tel. 532 305 342

◆ email: [kontakt@dcfconsulting.eu](mailto:kontakt@dcfconsulting.eu)

[www.dcfconsulting.eu](http://www.dcfconsulting.eu)



stanowią metody mieszane będące połączeniem metod majątkowych i dochodowych. Różnice pomiędzy różnymi modelami wycen z tej grupy wynikają przede wszystkim z różnego znaczenia przypisywanemu metodom majątkowym i dochodowym w ostatecznej wycenie przedsiębiorstwa. Największą ich zaletą jest połączenie ze sobą dwóch odmiennych podejść: dochodowego i majątkowego. Niestety poszczególne formuły w różnym zakresie akcentują oba te podejścia, co powoduje, iż wyceny te mogą czasem znacząco się różnić.

Chcesz dowiedzieć się:

- ◆ jak długo **trwa** wycena przedsiębiorstwa?
- ◆ jakie są **etapy** przeprowadzania wyceny przedsiębiorstwa?
- ◆ jakie **dane** dotyczące wycenianej spółki są potrzebne do jej wyceny?
- ◆ **ile kosztuje** wycena przedsiębiorstwa i od czego uzależniona jest cena za wycenę?
- ◆ **czym różni się** wycena **udziałów większościowych** od wyceny **udziałów mniejszościowych**?
- ◆ czy wycena może być **błędna**?

lub **potrzebujesz konsultacji** w zakresie wyceny przedsiębiorstwa?

**kliknij w baner**, aby poznać naszą ofertę!



**Ile warta jest Twoja firma?**

Potrzebujesz wyceny lub szacunkowej wartości? **ZADZWOŃ: 532 305 342**

**Potrzebujesz Informacji w tym temacie? Nasi eksperci są do Twojej dyspozycji!**

Zadzwoń lub napisz do nas:

- ◆ tel. 532 305 342
  - ◆ email: [kontakt@dcfconsulting.eu](mailto:kontakt@dcfconsulting.eu)
- [www.dcfconsulting.eu](http://www.dcfconsulting.eu)