

MIKOŁAJ LIPIŃSKI

PARTNER W BLACKPARTNERS

Problemy wyceny przedsiębiorstw – modele na każdą okazję?

Rozwinięta gospodarka i towarzyszące jej dynamiczne zmiany dają nam wiele okazji do wyceny firmy. Ilość okazji, jak i złożoność procesów sprawiają, że zmienia się również podejście do przeprowadzania wycen przedsiębiorstw. Kiedyś jedyną „właściwą” metodą było podejście majątkowe. Lata 80. na świecie i czas od drugiej połowy lat 90. w Polsce to z kolei okres dynamicznego rozwoju metod dochodowych. Dzisiaj korzystamy z obu tych metod i uzupełniamy kolejnymi, ale przy jednoczesnej zmianie metodologii wyceny. Co zatem determinuje wybór konkretnej metody? Jak uniknąć najważniejszych błędów? Jak dopasować metodę (i jej warianty) do konkretnej sytuacji i firmy? Czy istnieje metoda uniwersalna?

Wycena wartości firmy ma mieć aspekt przede wszystkim praktyczny. Nie jest to zatem wartość, która wyjdzie nam w ostatniej komórce w Excelu, ale kwota, za jaką kupujący i sprzedający dobiliby targu, przy względnie równym dostępie do informacji. Przystępując do wyceny zadajmy sobie zatem pytanie, w jakim celu jej dokonujemy. Chociaż może to brzmieć irracjonalnie, powód wyceny ma wpływ na wartość firmy. Przedsiębiorstwo można porównać do każdego innego aktywa. Kupując snickersa liczymy się z tym, że będzie on kosztował więcej na lotnisku przed dłuższą podróżą lub w sklepie typu *convenience*, gdzie będzie zakupem impulsowym, a tańszy będzie w hipermarkecie. A przecież za każdym razem jest to dokładnie to samo aktywo, o tych samych „wartościach wewnętrznych” i możliwości zaspokajania głodu. Negocjując sprzedaż naszej firmy – na inną cenę zgodzimy się w przypadku dużej presji czasowej, a na inną, gdy czas nie będzie dla nas priorytetem.

Dobór metod wyceny

Odpowiedni dobór metod, to chyba jeden z bardziej newralgicznych elementów całego procesu wyceny. Wymaga znajomości zasad wyceny oraz wad i zalet każdej z metod (o tym za chwilę). Niedawno zwró-

cił się do nas klient z prośbą o wycenę swojej marki. Biorąc pod uwagę, że jest to duża firma produkcyjna z Pomorza z ochotą rozpoczęliśmy rozmowy o zleceniu. W trakcie wstępnej rozmowy dowiedzieliśmy się, że spółkę chce kupić globalny koncern i właściciel na swój użytek dokonał już wyceny dochodowej. Niestety kwota, którą otrzymał zarząd była zbyt niska i w związku z tym chcieliby dodatkowo wycenić swój znak towarowy, aby podnieść wartość firmy. Firma, która ma przychody liczone w dziesiątkach milionów złotych oraz zatrudnia profesjonalnego dyrektora finansowego, chce łączyć metody wyceny, aby podnieść wartość firmy! Dodatkowo inni doradcy zaproszeni do rozmów wstępnych, nie widzieli w tym żadnego problemu. Dlatego zdziwienie naszego klienta było ogromne, gdy powiedzieliśmy, że marka „już tam jest”. Gdzie? W marzy, wartości sprzedaży, relacjach z klientami, stabilności etc. Ta sytuacja pokazuje, jak zwykła niewiedza (także doradców) może prowadzić do nierealnych wyników. Jak zatem dobrać metodę odpowiednią do naszego przedsiębiorstwa?

Metoda dochodowa

Najpopularniejszą z metod (a jednocześnie najbardziej skomplikowaną) jest metoda dochodowa. Polega ona na zaprognozowaniu naszej przyszłości i stworzeniu wyników pro forma. W swoim założeniu

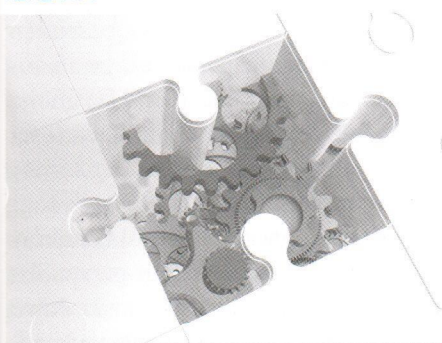
ta metoda jest również bardzo racjonalna, ponieważ bazuje nie na tym co przedsiębiorstwo posiada, ale jakie dochody może, dzięki swoim aktywom, generować w przyszłości. Metodę tę możemy wykorzystać przy wycenie praktycznie każdego przedsiębiorstwa, chociaż im mniej jest ono przewidywalne, tym większym ryzykiem obarczona będzie wycena. Dylematów jest sporo.

Pierwszy to horyzont czasowy: do lamusa odeszły już czasy, gdy dokonywaliśmy prognozy na kolejne 10 lat. Obecne zmiany w gospodarce (nawet w stabilnych branżach) nie pozwalają na prognozowanie w tak długich horyzontach. Obecnie wśród doradców panuje spór, czy przyjmować 3- czy 5-letnie okresy prognozy. W moim odczuciu powinniśmy uzależnić to od branży, w której działamy i naszego przedsiębiorstwa. Jeśli zmiany naszej firmy i otoczenia są przewidywalne w horyzoncie 5-letnim, to dokonajmy takiej prognozy. Jeśli zmiany są bardziej dynamiczne, to przyjmijmy krótszy horyzont. Istotny jest nie czas, ale racjonalność założeń.

Drugi dylemat to szczegółowość samej prognozy. Oczywiście im bardziej szczegółowa prognoza, tym teoretycznie lepiej, bo dokładniej odzwierciedla to naszą firmę, jednak zbyt wiele zmiennych powoduje wzrost ryzyka błędów szacunkowych. Jak zatem planować wzrost sprzedaży? Czy marże zostaną utrzymane na dotychczasowym poziomie, czy ulegną zmianie? Jakie inwestycje planujemy? Wszystkie te elementy mają kluczowe znaczenie dla szacowania wolnych przepływów pieniężnych, a jednak ich uznaniowość powoduje, że praktycznie każda osoba może dokonać innej wyceny.

Kolejnym dylematem jest przyjęcie założeń do kosztu kapitału. Wbrew powszechnej opinii kapitał własny również kosztuje, a dodatkowo jego koszt jest zdecydowanie większy niż koszt długu. Koszt kapitału (zarówno obcego, jak i własnego) to nie wartość gotówkowa, którą płacimy za posiadanie tego kapitału, ale wartość ryzyka z nim związanego. Kapitał własny charakteryzuje się większym ryzykiem, bo w przypadku niewypłacalności firmy to właściciele

REKLAMA



- ◆ Chcą Państwo realizować swój projekt unijny bez komplikacji i **zminimalizować ryzyko zwrotu** otrzymanej dotacji?
- ◆ Interesują Państwa **praktyczne aspekty** zarządzania każdym projektem unijnym, bez względu na program, w ramach którego będą się Państwo starać o dotacje?
- ◆ Ważne jest dla Państwa, by dotacja była **szansą dla firmy**, a nie utrudnieniem w jej funkcjonowaniu?

Zapraszamy do udziału w ogólnopolskim kursie:

SPECJALISTA DS. ZARZĄDZANIA PROJEKTAMI UNIJNYMI PLANOWANIE – REALIZACJA – ROZLICZANIE

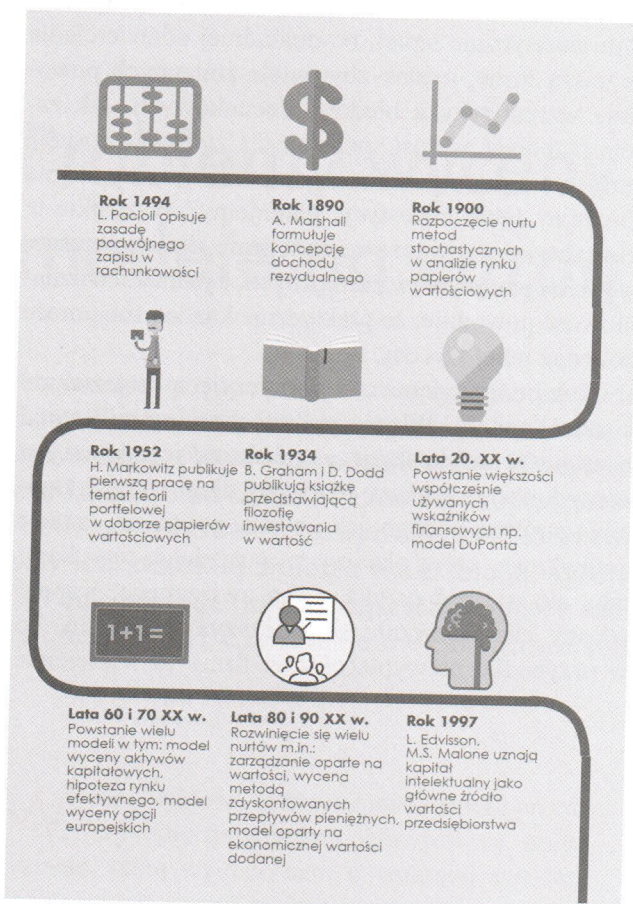
w nowoczesnej formule blended learning, na którą składają się:

- ◆ **2 warsztaty stacjonarne**
- ◆ **4 zestawy multimedialnych materiałów szkoleniowych** do samodzielnej pracy w domu.

Naucz się kompleksowego zarządzania projektami różnego typu od doświadczonych praktyków. Zadbaj o bezpieczeństwo swojej dotacji i zyskaj nowe kompetencje zawodowe.

Więcej informacji: www.zarządzanie-projektami.explanator.pl

Rysunek 1. Historia metod wyceny



Źródło: Opracowanie własne

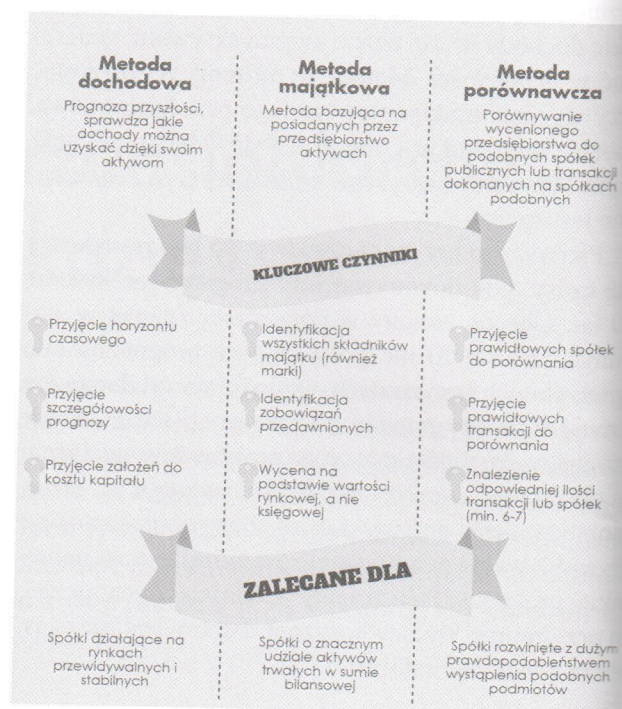
są na szarym końcu zaspokajania roszczeń. Powstają również pytania, jak budować strukturę kapitału, czy i jakie dyskonta uwzględniać (np. z tytułu wielkości spółki lub braku płynności). Wszystkie te elementy diametralnie wpływają na wartość samej wyceny.

Wycena dochodowa to, mimo wielu swoich wad, wciąż najpopularniejsza metoda wyceny przedsiębiorstwa. Można ją zastosować właściwie dla każdej firmy, a istotne jest racjonalne podejście do kwestii prognoz. Odejdźmy więc od rozwiązań „książkowych”, a zastanówmy się, czy takie rozwiązanie sprawdzi się w naszym przypadku.

Metody majątkowe

Kolejną istotną grupą metod są wyceny majątkowe, a więc bazujące na posiadanych przez spółkę aktywach. Oprócz rozważań teoretycznych, w praktyce stosowana jest jedynie metoda skorygowanych aktywów netto. Podejście to bazuje na wycenie posia-

Rysunek 2. Obecne metody wyceny



Źródło: Opracowanie własne

danych aktywów i zobowiązań według wartości rynkowej. Chociaż oczywiście bilans spółki powinien względnie rynkowo wyceniać posiadane aktywa i zobowiązania, to jednak zwłaszcza te pierwsze mogą mieć znaczące dewiacje przy porównaniu wartości bilansowych i rynkowych.

Jak dokonujemy zatem tej wyceny rynkowej? Najważniejsza jest identyfikacja wszystkich składników majątku posiadanych przez spółkę. W tym przypadku wyceniamy również markę firmy, która standardowo nie jest ujęta w bilansie, a zdecydowanie może wykazywać wartość (w wielu przypadkach nawet większą niż pozostałe składniki). Weryfikujemy wartość należności o należności nieściągalne. Dokonanie inwentaryzacji pozwoli nam zweryfikować stan magazynów. Dodatkowo wyceniamy również akcje i udziały w posiadanych jednostkach, które w bilansie są zazwyczaj wyceniane według wartości księgowej, a ta często nie odzwierciedla ich wartości rynkowej (in plus oraz in minus).

Po stronie pasywów również sprowadzamy elementy bilansu do wartości rynkowych, chociaż tutaj zwykle nie ma takich rozbieżności. Najczęstszą korektą jest identyfikacja zobowiązań przedawnionych, o których już wiemy, że nie zapłacimy.

Tak powstała wartość kapitałów własnych (różnica pomiędzy sumą bilansową a wartością zobowią-

zań) to wycena dokonana metodą skorygowanych aktywów netto. Stosujemy ją głównie do przedsiębiorstw o znaczącej sumie bilansowej i dużym udziale aktywów trwałych. W firmach handlowo-usługowych ta metoda będzie miała mniejsze uzasadnienie, gdyż inne czynniki budują w nich wartość (*know-how*, kontakty etc).

Metoda porównawcza

Trzecią z najczęściej stosowanych metod jest metoda porównująca wyceniane przedsiębiorstwo do podobnych spółek publicznych lub transakcji dokonanych na spółkach podobnych. Metoda ta bazuje na podejściu: skoro ktoś za podobne aktywo zapłacił już wartość X, to dlaczego ja mam płacić więcej (lub mniej). Jest to najbardziej rynkowe podejście uwzględniające prawo popytu i podaży. To również metoda najszybsza i najłatwiej weryfikowalna.

Na czym polega stwierdzenie spółki lub transakcji „podobnej”? W przypadku spółek publicznych szukamy przedsiębiorstwa notowanego na giełdzie papierów wartościowych, o podobnych właściwościach co wyceniania przez nas firma. Mowa tu o takich cechach, jak wielkość, branża, w której działa firma czy rynek, na którym funkcjonuje. Wycena polega na wykorzystaniu zwykłej proporcji z uwzględnieniem takich mnożników, jak zysk netto, sprzedaż czy wartość EBITDA.

Transakcje podobne to dokonane już na rynku transakcje fuzji i przejęć na podobnych spółkach prywatnych lub publicznych, gdzie znamy wartość transakcji. Tak jak w poprzednim przypadku metodą proporcji porównujemy naszą spółkę z tzw. spółkami podobnymi. Tutaj również najpopularniejszymi cechami do porównań są wartości zysku netto, sprzedaży czy EBITDA.

Zdecydowaną cechą tej metody jest jej „rynkowość”, a więc to, że uwzględnia, że takie aktywo zostało już kiedyś przez kogoś wycenione. Dodatkowo metoda ta niweluje element szacunku czy niepewności, bo bazujemy na wartościach pewnych i rynkowych. Nie dokonujemy również prognoz na przyszłość, tylko mówimy o wycenie „tu i teraz”.

Niestety nie zawsze można zastosować tę metodę. W przypadku, gdy nie znajdziemy spółek lub transakcji podobnych, nie mamy do czego się odnieść. Znalezienie możliwości porównania również nie gwarantuje, że wycena będzie racjonalna, zwłaszcza gdy mamy do czynienia z wartościami ujemnymi przy zysku netto lub EBITDA. Metoda ta również nie spraw-

dzi się w przypadku startupów, które w początkowym okresie mogłyby otrzymać skrajnie niskie wyceny.

Dobór metody w praktyce

Praktyka pokazuje, że wycena każdą z powyższych metod może dać skrajnie różne wyniki. Dlatego zazwyczaj łączy się użyte metody, przypisując każdej odpowiednią wagę. Jaką wagę przypisać poszczególnej metodzie? Znowu musimy odnieść się do naszego przedsiębiorstwa i branży. Jeśli wyceniamy spółkę produkcyjną o znaczącym udziale aktywów trwałych w sumie bilansowej i niskich marżach, większą wagę przypiszmy metodzie majątkowej. Jeśli nasza branża jest względnie stabilna i jesteśmy pewni naszych prognoz na przyszłość istotniejsza powinna stać się dla nas wycena dochodowa. Z kolei, jeżeli znaleźliśmy na rynku min. 6–7 transakcji/spółek podobnych, to największą wagę przypisujemy metodzie porównawczej. Jeżeli wszystkie te elementy mają miejsce, to równomierne rozłożenie wag wydaje się najbardziej sensowne.

Podsumowanie

Wycena przedsiębiorstwa to czasochłonny i skomplikowany proces. Jeżeli chcemy uzyskać sensowne i racjonalne wyniki, to najważniejszym elementem całego procesu jest... myślenie. Czy dobrałem właściwą metodę do wycenianej firmy? Czy przyjąłem właściwy horyzont wyceny? Czy prognozy są odpowiednio szczegółowe i racjonalne? Czy spółki porównywalne faktycznie są porównywalne? Czy wszystkie składniki bilansowe i pozabilansowe zostały uwzględnione w wartościach rynkowych? Czy wagi metod wyceny są racjonalne i pasują do charakteru spółki?

W całym tym procesie, a zwłaszcza przy metodzie dochodowej, niezwykle istotna jest rola controllera, który powinien czuwać nad racjonalnością danych. To controller powinien być hamulcowym przy zbyt optymistycznych prognozach (95% przypadków), czy pozwolić na większy optymizm przy zbyt konserwatywnych założeniach (5% przypadków). To controller będzie również weryfikował założenia do prognozy *ex post*, to czy plany zostały zrealizowane, a jeżeli nie, to w jakim stopniu fakt ten wpłynął na wycenę. Dlatego tak ważna jest współpraca zarządu (planowanie i strategia), dyrektora sprzedaży (planowanie sprzedaży), dyrektora finansowego (kwestie finansowania) i controllera (weryfikacja założeń) przy sporządzaniu racjonalnej i wiarygodnej wyceny.