



Złożenie pracy online:
2011-10-05 15:42:15
Kod pracy:
6241

Agnieszka Ostasiuk
(nr albumu: 17840*Z/LIC)

Praca licencjacka

Pomiar wartości przedsiębiorstwa metodą DCF i jego ocena na przykładzie Danone Spółka Z O.O.

Corporate value measurement based on DCF method and its evaluation on the example of Danone Company

Wydział: Przedsiębiorczości i Zarządzania

Kierunek: Zarządzanie

Specjalność: zarządzanie biznesem

Promotor: dr Dariusz Woźniak

Z dedykacją dla B.

oraz Dr Wiktora Pateny i Dr Dariusza Woźniaka za wkład włożony w niniejszą pracę

ABSTRAKT

W niniejszej pracy podjęto tematykę wyceny przedsiębiorstwa, w części badawczej dokonano wyceny Danone Spółka Z O. O. metodą DCF, inaczej zwaną metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dla dawców kapitału.

W pracy temat wyceny został przedstawiony od podstaw, począwszy od istnienia przedmiotu wyceny, a skończywszy na przeprowadzeniu wyceny. W części teoretycznej zaprezentowano metody majątkowe, dochodowe oraz porównawcze, które służą do przygotowania wyceny. W części praktycznej autor przeprowadza czytelnika przez kolejne etapy wyceny metodą dochodową, do której zalicza się metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych do firmy.

Zakończeniem pracy jest podanie oszacowanej wartości Danone Spółka Z O. O. na dzień 22 września 2011 roku.

Słowa kluczowe: wartość, wartość przedsiębiorstwa, wycena, przedsiębiorstwo, DCF, zdyskontowane przepływy pieniężne

ABSTRACT

In the present thesis author considered topic of company valuation. In a research part basing on DCF method Danone Company valuation was measured, author used discounted cash flows for capital donors.

The topic of company valuation was presented starting from the existence of the word good, value, valuation, and ending with the of the valuation. The theoretical part presents financial performance, asset valuation and comparable methods which are used to prepare the valuation. Author conducted the practical part of the reader through the steps of the financial performance method of valuation, which includes a discounted cash flow method to firm.

Completion of the thesis is to provide the value of Danone Company estimated on 22 September 2011.

Key words: value, corporate value, valuation, enterprise, DCF, discounted cash flows.

Spis Treści

ABSTRAKT	3
ABSTRACT	3
WSTĘP.....	6
1 Rozdział I – Teoria wartości i wyceny przedsiębiorstwa	8
1.1 Dobro i klasyczna teoria dóbr.....	8
1.2 Aksjologia - teoria wartości	13
1.3 Definicje wartości	14
1.4 Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa.....	19
1.5 Wycena.....	22
1.5.1 Definicja wyceny.....	23
1.5.2 Przedsiębiorstwo jako przedmiot wyceny.....	24
2 Rozdział II –Klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstw.....	25
2.1 Metody majątkowe	26
2.1.1 Metoda wartości księgowej – book value metod	28
2.1.2 Metoda skorygowanej wartości księgowej	28
2.1.3 Metoda wartości likwidacyjnej.....	29
2.1.4 Metoda wartości odtworzeniowej	30
2.2 Metody dochodowe	30
2.2.1 Metoda zdyskontowanych dywidend	32
2.2.2 Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych.....	33
2.2.2.1 Rodzaje przepływów pieniężnych	34
2.2.2.2 Wartość rezydualna.....	36
2.2.2.3 Koszt kapitału	37
2.2.2.4 Metoda pośrednia – FTF.....	39
2.2.2.5 Metoda bezpośrednia – FTE.....	40
2.3 Metody porównawcze.....	41
2.3.1 Model natychmiastowy	43
2.3.2 Model jednoczynnikowy.....	43
2.3.2.1 Współczynniki zysku (P/E)	44
2.3.2.2 Współczynniki wartości księgowej (P/BV).....	44
2.3.2.3 Współczynniki sprzedaży (P/S)	45
2.3.3 Model wieloczynnikowy	45
3 Rozdział III - Wycena Danone Sp. Zoo metodą DCF	46
3.1 Informacje o wycenianej spółce.....	46

3.2	Analiza makroekonomiczna.....	47
3.3	Budowa dokumentów pro forma.....	50
3.3.1	Prognoza RZiS	52
3.3.2	Budowa bilansu pro forma	60
3.4	Kalkulacja wolnych przepływów.....	63
3.5	Szacowanie kosztu kapitału.....	64
3.6	Oszacowanie wartości spółki.....	66
	ZAKOŃCZENIE	68
	BIBLIOGRAFIA	69
	ŹRÓDŁA INTERNETOWE.....	70
	SPIS RYSUNKÓW	71
	SPIS TABEL	71

WSTĘP

Tematyka podjęta w niniejszej pracy wykracza poza program nauczania realizowany podczas studiów i wypływa z zainteresowań autora. Celem głównym pracy było zapoznanie się z zagadnieniami dotyczącymi tematyki wyceny przedsiębiorstw, autor stara się go osiągnąć poprzez poniższe cele:

1. Usystematyzowanie wiedzy z zakresu teorii dóbr
2. Przedstawienie teorii wartości
3. Przedstawienie pojęcia wyceny
4. Zapoznanie się teorią wyceny
5. Samodzielne zastosowanie jednej z metod wyceny na wybranym przez siebie przedsiębiorstwie.

Na metodę badawczą zastosowaną w poniższej pracy składały się studia literaturowe oraz analiza przypadku (case study). Autor jest członkiem Austriackiego Klubu Ekonomii, dlatego w pracy wykorzystał dorobek austriackiej myśli ekonomicznej. Układ treści pracy prezentuje poniższa systematyka.

W pierwszym rozdziale przybliżone zostały pojęcia niezbędne do realizacji celu głównego, bowiem wyceny można dokonać dopiero, gdy zna się przedmiot wyceny, a to sprowadza się do pojęcia dobra. W pierwszym rozdziale przedstawiono terminy potrzeby, dobra, aksjologii, wartości oraz wyceny. Zaznaczono również rolę i zastosowanie wyceny w na potrzeby przedsiębiorstwa.

Pierwszy rozdział pracy jest bazą, na której buduje się rozdział drugi, w którym autor w sposób ustrukturyzowany przedstawił teorię wyceny przedsiębiorstwa. Treść rozdziału drugiego została ułożona zgodnie z poniższą logiką, w pierwszej kolejności nakreślono 3 główne metody wyceny, które stanowią odpowiednie podrozdziały. W każdym podrozdziale dotyczącym poszczególne metody znajduje się podział na techniki zawierające się w danej metodzie. Rozdział składa się z metod majątkowych, dochodowych oraz porównawczych. Punkt ciężkości rozdziału drugiego znajduje się w metodach dochodowych, ponieważ są to metody najbardziej zaawansowane i obecnie bardzo często stosowane.

Podsumowaniem pracy jest rozdział trzeci, w którym autor samodzielnie przeprowadza wycenę Danone Sp. z o. o. metodą dochodową za pomocą techniki zdyskontowanych przepływów pieniężnych dla wszystkich dawców kapitału. W tym rozdziale szczegółowo opisano wszystkie kroki prowadzące do przeprowadzenia wyceny spółki. Bazując na analizie sytuacji rynkowej oraz analizie branży przetworów mlecznych, autor zbudował dokumenty pro forma będące podstawą do przygotowanie zestawienia przyszłych przepływów pieniężnych. Za pomocą kosztu kapitału WACC oszacowanego dzięki modelowi CAPM sprowadzono wolne przepływy pieniężne do wartości dzisiejszej. Po przeprowadzeniu powyższych kroków oszacowano wartość przedsiębiorstwa na dzień 22 września 2011 roku.

1 Rozdział I – Teoria wartości i wyceny przedsiębiorstwa

1.1 Dobro i klasyczna teoria dóbr

„Pożądanie jest oczywiście przede wszystkim świadomością przedmiotu pożądanego.

Jakże mógłbym inaczej pożądać?”

Jean-Paul Sartre¹

Zanim powstała wartość, musiał istnieć jej przedmiot – dobro (materialne, niematerialne). Czym jest dobro, kiedy przedmiot staje się dobrem i kiedy można określać jego wartość? Menger² w teorii dóbr powiedział, iż każde zaspokajanie potrzeb wynika z pewnych przyczyn, a potrzeby zaspokajają się określonymi dobrami, zatem dobrem staje się przedmiot, który zaspokaja potrzeby człowieka. Według Mengera istnieją cztery warunki, które muszą być spełnione, aby przedmiot mógł stać się dobrem³:

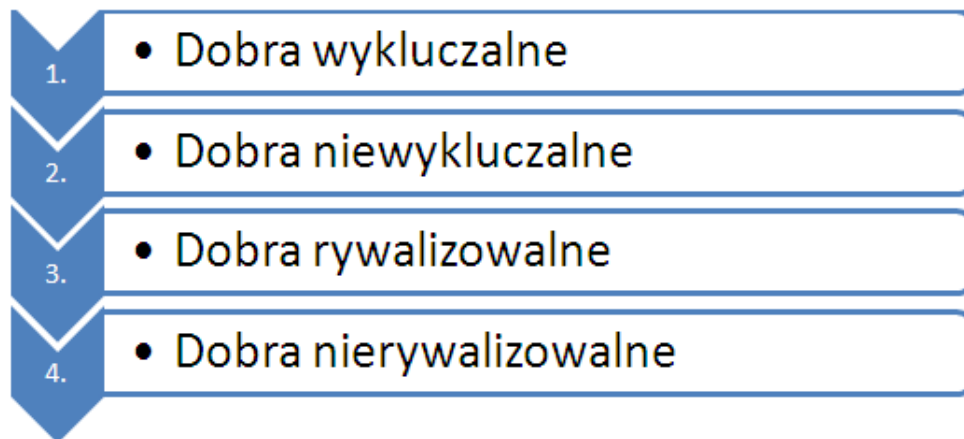
1. Musi istnieć ludzka potrzeba;
2. Rzecz musi posiadać właściwości implikujące przyczynowość między nią a satysfakcją odczuwanej potrzeby;
3. Musi istnieć ludzka wiedza o własnościach implikujących;
4. Musi istnieć możliwość, by ukierunkować rzecz na zaspokojenie wymienionej potrzeby.

¹Jean-Paul Charles Aymard Sartre (ur. 21.06.1905 w Paryżu, zm. 15.04.1980 w Paryżu) - filozof i pisarz francuski. Reprezentował nurt filozoficzny zwany egzystencjalizmem. W roku 1964 odmówił przyjęcia Nagrody Nobla w dziedzinie literatury.

²Carl Menger (ur. 28.02.1840 w Nowym Sączu, zm. 26.02.1921 w Wiedniu) – austriacki ekonomista, w 1871 r. opublikował „*Zasady ekonomii*”, ich wydanie uznano za początek austriackiej szkoły ekonomii. Autor teorii wartości i ceny, prakseologicznej metodologii badań, współautor koncepcji krańcowej użyteczności

³ C. Menger, Principles Of Economics, Ludwig von Mises Institute, Auburn 2007, s. 52 (<http://mises.org/books/mengerprinciples.pdf>, data odczytu: 25.08.2011)

Mówiąc o dobrach w ekonomii należy zastanowić się nad dwoma kryteriami, czy dobro jest wykluczane oraz konkurencyjne. Według ekonomii klasycznej⁴ istnieją 4 główne rodzaje dóbr, podstawą do ich wyróżniania są pojęcia, które w pierwszej kolejności klasyfikują dobra następująco:



1. Rysunek 1 Podstawowy podział dóbr (Źródło: Opracowanie własne)

Dobra wykluczane to takie, z których w określonym czasie może korzystać ograniczona liczba osób, oznacza to, iż korzystanie przez jednostki jest ograniczeniem dla pozostałych konsumentów, natomiast konsumpcja dóbr niewykluczanych przez jedną jednostkę, nie oznacza wyłączenia innej jednostki z tego procesu. Oczywiście jest, iż część zasobów np. pożywienie jest ograniczona, dlatego trzeba o nie rywalizować, są to dobra konkurencyjne, rywalizowalne. Istnieją również dobra, które nigdy się nie zużywają, a konsumpcja ich przez jedną osobę nie wyklucza możliwości korzystania z nich przez inne osoby. Warto zwrócić uwagę, że w przypadku tego typu dóbr inwestycje dają zyski przewyższające nakłady.

Dobra rozumiane według klasycznej teorii ekonomii powstają z korelacji ujętych powyżej definicji rywalizacyjności i wykluczalności, jak wcześniej wspomniano, klasycy wyróżniają 4 podstawowe rodzaje dóbr, podział obrazuje Tabela 1.

⁴ Ekonomia klasyczna – szkoła ekonomii, za której ojca uznaje się Adama Smitha, zapoczątkowana II połowie XVIII w., uważana jest za pierwszy współczesny, naukowy kierunek ekonomiczny. Przedstawicielami klasycyzmu byli: Adam Smith, William Petty, David Ricardo, Thomas Malthus, John Stuart Mill oraz Johann Heinrich von Thünen.

Klasyczny podział dóbr		Możliwość wyłączenia z konsumpcji	
		TAK	NIE
Konkurencyjność w konsumpcji	TAK	dobra prywatne: żywność, ubrania, samochód, komputer, zatłoczone prywatne autostrady	wspólne zasoby: środowisko naturalne, ryby w morzu, zakorkowane drogi publiczne
	NIE	dobra klubowe: szkoly prywatne, teatry, kina, kluby, puste drogi płatne	dobra publiczne: obrona narodowa, policja, straż pożarna, puste drogi publiczne

1. Tabela 1 Klasyczny Podział dóbr (Źródło: Opracowanie własne na podstawie H. H. Hoppe, *The Economics and Ethics of Private Property. Studies In Political Economy and Philosophy*, II wyd., Ludwig von Mises Institute, Auburn 2006, s. 15-18)

Konsumpcja dóbr prywatnych jest dostępna dla osób posiadających środki na ich zakup, oznacza to, że są nabywane ze środków własnych konsumenta i służą zaspokojeniu jego prywatnych potrzeb. O wolumenie i rodzaju zakupionych dóbr prywatnych decyduje wysokość dochodów jednostki. Dobra prywatne to takie, których konsumpcja przez daną jednostkę wyklucza jego konsumpcję przez inną osobę. Dobro prywatne nie może być jednocześnie konsumowane przez wiele osób bez szkody dla którejkolwiek z nich. Zarządzaniem dobrami prywatnymi zajmuje się wolny rynek, to na nim regulowane są jego ceny, podaż, czy popyt. Przykładami dóbr prywatnych jest chleb, samochód, odzież etc.

Dobra wolne, to takie, w których wytworzeniu nie ma udziału człowieka, inaczej zwane są wspólnymi zasobami, są nieograniczone, nieodpłatne i dostępne naturalnie. O tego typu dobra jednostki konkurują, jednak nie ma możliwości wyłączenia kogokolwiek z ich konsumpcji, co oznacza, że mogą być konsumowane przez wiele osób bez wzajemnego uszczerbku. Tego typu dobra są kwalifikowane do zarządzania przez państwo, jednak wg Austriackiej Szkoły Ekonomii⁵ wprowadzenie prawdziwej własności regulowałoby zbyt intensywną eksploatację. Przykładem takiego dobra jest pastwisko, korzysta z niego jednocześnie wiele zwierząt i jest to opłacalne. Te dobra bardzo często są zaliczane do dóbr publicznych.

⁵ Austriacka szkoła ekonomii – zwana szkołą wiedeńską, prakseologiczną, libertariańską, powstała w latach 70 XIX w., jej twórcą był Carl Menger. Stworzyła i rozwinęła subiektywistyczną teorię wartości, łączącej wartość towaru z jego użytecznością. Przedstawiciele szkoły austriackiej byli zwolennikami liberalizmu gospodarczego i przeciwnikami marksistowskich poglądów ekonomicznych. Jej przedstawiciele to F. von Wieser, E. von Böhm-Bawerk, L. E. von Mises, H. Mayer, F. A. von Hayek a w Polsce Włodzimierz Czerkawski.

Dobra klubowe, inaczej monopole naturalne, mogą być konsumowane przez wiele osób bez szkody dla któregokolwiek z konsumentów. Zwykle są to dobra odpłatne, następuje tutaj sztuczne ograniczanie dostępności dla osiągnięcia korzyści emocjonalnej bądź materialnej. Przykładem dóbr klubowych są szkoły prywatne i różnego rodzaju kluby np. klub golfowy.

Dobra publiczne są najbardziej dostępnymi, z ich konsumpcji nie można nikogo wykluczyć i nie występuje rywalizacja o nie, ponieważ jednocześnie może z nich korzystać wiele osób bez wzajemnego uszczerbku. Przykładem dobra publicznego jest pokaz sztucznych ogni, nie ma możliwości wyłączenia nikogo z konsumpcji, ponieważ widać je na niebie. Fajerwerki nie są konkurencyjne w konsumpcji, oglądanie ich przez jedną osobę, nie wyklucza innej osoby z pokazu⁶.

W opozycji klasycyzmu staje Austriacka Szkoła Ekonomii, która bardzo mocno krytykuje teorię dóbr publicznych deprecjonując dobra powszechnie uznawane za publiczne bądź podając liczne przykłady innych dóbr, które można uznać za publiczne.

Hoppe⁷ bardzo mocno skrytykował podział dóbr na publiczne. Ekonomista uważa, że podział dóbr jest płynny i nie da się na jego podstawie dokonywać prawnych rozróżnień. Dowodem może być przykład infrastruktury drogowej, która zależnie od natężenia ruchu, może być klasyfikowana jako różne dobra na podstawie wyżej wymienionej klasyfikacji. W przypadku, gdy na drodze jest niewielu użytkowników, bez problemu można powiedzieć, że jest ona dobrem publicznym, natomiast, gdy występuje duże natężenie ruchu, pojawia się konkurencyjność w konsumpcji, co oznacza, że infrastruktura drogowa staje się już wspólnym zasobem. Na przykładzie zanieczyszczeń środowiska zobrazował sytuację wątpliwą, kiedy nie szuka się społecznych korzyści, ale pragnie się uchronić przed nieprzewidzianymi stratami. Dodatkowo uznał, iż samo wykreowanie systemu tworzenia dóbr publicznych jest niepoprawne. Zgodnie z panującym egalitaryzmem, nie da się wyznaczyć osoby, która będzie decydować, co jest zyskiem lub stratą i co można poświęcić, by osiągnąć zysk lub zapobiec

⁶ H. H. Hoppe, *The Economics and Ethics of Private Property*. Studies In Political Economy and Philosophy, II wyd., Ludwig von Mises Institute, Auburn 2006, s. 15-18.

⁷ Hans-Hermann Hoppe (ur. 2 września 1949 w Peine) – filozof, ekonomista niemieckiego pochodzenia, przedstawiciel austriackiej szkoły ekonomii, wykładowca na Uniwersytecie Nevady w Las Vegas. Autor wielu książek i publikacji z dziedziny ekonomii i filozofii np. "Demokracja - bóg, który zawiódł".

stracie. Na podstawie „efektu gapowicza”⁸ (np. teatr, kino) przedstawił zagrożenia płynące z definiowania dóbr publicznych. Istnieją tzw. gapowicze, którzy będą unikali płacenia za korzystanie z tego rodzaju dóbr, może to doprowadzić do sytuacji, w której dobra te staną się nierentowne. Hoppe powiedział też, iż usługa nierentowna z definicji nie może być dobrem publicznym, a jedynie obciążeniem dla całego społeczeństwa, a w związku z tym nie można mówić o wzroście użyteczności bez uznania czegoś za użyteczne. Najsilniejszym argumentem, którego użył Hoppe podczas krytyki teorii dóbr publicznych było stwierdzenie, iż dobra publiczne mogące zaistnieć wyłącznie w wyniku działania podatkowego aparatu przymusu, automatycznie przestają być dobrami.⁹

Według przedstawiciela libertarian¹⁰ wyróżnia się dobra:

- a) Rzeczywiste;
- b) Urojone;
- c) Niższego rzędu;
- d) Wyższego rzędu.

Według Austriackiej Szkoły Ekonomii¹¹ do grupy dóbr urojonych zalicza się rzeczy niezaspokajające faktycznych potrzeb, na które są skierowane. Jako przykład dóbr urojonych można wskazać kosmetyki - poprawiają urodę chwilowo, a nie czynią człowieka pięknym na stałe. Dobrym przykładem będą też narzędzia tortur – nie spowodują, że człowiek będzie prawdomówny, wywołają jedynie strach, a efektem ubocznym może być mówienie prawdy w chwili ich stosowania. Dobra rzeczywiste odpowiadają i zaspokajają konkretną potrzebę. Dobra dzieli się również na zaspokajające potrzeby wyższego i niższego rzędu, te pierwsze to na przykład szare mydło, tanie perfumy, chleb, popyt na te dobra ma ujemną elastyczność dochodową, co oznacza, że przy wzroście dochodów spada na nie popyt. Natomiast dobra wyższego rzędu to np. markowe perfumy, chleb z ziarnami, czy droższe papierosy, udział tych dóbr w wydatkach rośnie wraz ze wzrostem majątku¹². Użyteczność dóbr wyższego

⁸ Efekt gapowicza – problem dotyczący efektywności alokacji zasobów na rynkach dóbr o wysokich kosztach wykluczenia z konsumpcji. Gapowicz bierze udział w konsumpcji z dóbr lub usług w stopniu przewyższającym swój udział w ich kosztach wytworzenia. Problem ten najczęściej dotyczy dóbr publicznych.

⁹ H. H. Hoppe, Fallacies of public goods theory and the production of security, *The Journal of Libertarian Studies*, tom IX, nr. 1 (<http://mises.org/etexts/hoppe5.pdf>, data odczytu: 22.08.2011)

¹⁰ Libertarianie – przedstawiciele Austriackiej Szkoły Ekonomii

¹¹ C. Menger, *Principles Of Economics*, Ludwig von Mises Institute, Auburn 2007, s. 51-67 (<http://mises.org/books/mengerprinciples.pdf>, data odczytu: 25.08.2011)

¹² Encyklopedia PWN „dobra ekonomiczne” (<http://biznes.pwn.pl/index.php?module=haslo&id=3893228>, data odczytu: 05.09.2011)

rzędu sprowadza się systematycznie do produkcji dóbr coraz niższego rzędu, a finalnie do tworzenia dóbr konsumenckich (pierwszego rzędu np. chleba), które zaspokajają określone ludzkie potrzeby. Proces ten zawsze odbywa się w tym samym kierunku, najpierw produkuje się dobra niższego rzędu, a dopiero później wyprowadza się z nich te, które zaspokajają potrzeby wyższego rzędu. Rozważając definicję dobra należy pamiętać, iż kluczowe jest w niej zapotrzebowanie, bez niego dobro nie istnieje, tak jak mówił Sartre. Zapotrzebowanie jest to wskazana suma dobra, która jest niezbędna do zaspokojenia podstawowych potrzeby jednostki. W sytuacji, gdy ilość dobra jest mniejsza od zapotrzebowania możemy mówić o dobru ekonomicznym. Austriackie podejście do dobra ekonomicznego obrazuje przykład, dla mieszkańca niezalesionych terenów chcącego zbudować tratwę dobrem ekonomicznym będzie drzewo, zaś dla mieszkańca puszczy drzewo nie jest dobrem ekonomicznym, gdyż nie dotyka go niedobór tego surowca. Ogólne pojęcie dobra ekonomicznego definiuje je tylko jako „rzecz lub usługę zaspokajającą konkretne potrzeby, powstałe w wyniku procesu produkcyjnego”¹³, oznacza to, że musi być w nim zawarty czynnik pracy, nie mogą one pochodzić bezpośrednio z natury.

1.2 Aksjologia - teoria wartości

Definiowaniem pojęcia wartości¹⁴ zajmuje się aksjologia (z języka greckiego *áxios* - ‘godny, cenny’ oraz *lógos* - ‘słowo, nauka’), jest to filozofia wartości, inaczej nauka o wartościach. Termin aksjologia został wprowadzony na początku XX wieku przez Lapiego¹⁵. Dziedzina ta zajmuje się badaniem natury wartości, ustala normy i kryteria wartościowania oraz hierarchię wartości. Aksjologia to ogólna teoria wartości zajmująca się badaniem istoty i typów wartości oraz tym, co i w jaki sposób wartościować.

Aksjologia oznacza dziedzinę rozważań nad wartościami określonego rodzaju np. moralnymi, estetycznymi, poznawczymi, religijnymi oraz ekonomicznymi. Jednak w głównej mierze zajmuje się filozoficznym i moralnym podejściem do wartości, umiejscawia wartości w życiu człowieka, analizuje jej naturę, charakteryzuje podstawy i kryteria wartościowania. Takie podejście pozwala na budowanie hierarchii wartości

¹³Encyklopedia PWN „dobra ekonomiczne” (<http://biznes.pwn.pl/index.php?module=haslo&id=3893228>, data odczytu: 05.09.2011)

¹⁴ A. Warmiński, Kilka uwag o wielkości wielkości, s. 1 (http://eik.110mb.com/archiwum/No_05/z5warminski.pdf)

¹⁵ Paul Lapie – francuski filozof, wprowadził jako pierwszy termin aksjologia w swoim dziele Logika Woli

oraz ustalanie tego, co stanowi *summum bonum*, czyli wartość najwyższą. Filozofowie, którzy zajmowali się tematyką aksjologii to m.in. Kant¹⁶, Nietzsche¹⁷. W Polsce problematykę tę podejmowali autorzy tacy jak Znaniecki¹⁸ czy Tatarkiewicz¹⁹.

W źródłach filozoficznych nie ma bezpośrednich odwołań do wartości w ujęciu ekonomicznym, jednak można się ich doszukiwać podczas interpretacji i odwoływać w późniejszych rozważaniach.

1.3 Definicje wartości

Definicje wartości są różne, w zależności od dziedziny, która rozważa to pojęcie. Najogólniejsza, pasująca do wszystkich dziedzin jest ta, która mówi, iż wartość to „podstawowa kategoria aksjologii, oznaczająca wszystko to, co cenne i godne pożądania, co stanowi cel dążeń ludzkich; uznane wartości stanowią podstawę ocen, norm i wzorów kulturowych”²⁰. Wartość to cecha przedmiotu, towaru bądź usługi, którą wyraża się za pomocą powszechnie przyjętego środka wymiany, środka płatniczego, najczęściej jest określana za pomocą ceny. Wartość określa, „ile coś jest warte pod względem materialnym, to, czy dany przedmiot ma większą lub mniejszą wartość, wskazuje, jak bardzo można go pożądać, jak jest ważny, użyteczny czy godny szacunku.”²¹. Jak wyżej wspomniano istnieje wiele definicji wartości w zależności od dziedziny, należy jednak pamiętać, że w obrębie jednej dyscypliny również istnieje wiele definicji wartości. Poza podziałem ze względu na rodzaje wartości (np. cena, wartość użytkowa, wymienna) istnieje podział wynikający ze szkoły ekonomii, którą osoba definiująca reprezentuje.

Według przedstawiciela Austriackiej Szkoły Ekonomii, Mengera²², wartość to stopień ważności, który jest nadawany dobru przez jednostkę. Wartość zawsze określa się dla danego dobra, które ma zaspokoić daną potrzebę. Powstaje ona w wyniku nieprzerwanych starań jednostki, która chce wykorzystać swoje zasoby i pieniądze, by podnieść poziom swojego

¹⁶ Immanuel Kant – niemiecki filozof, podjął w swoich pracach tematykę aksjologii

¹⁷ Friedrich Wilhelm Nietzsche – niemiecki filozof, twórca relatywistycznej teorii wartości, w swoich rozważaniach skupiał się na moralności i wartości.

¹⁸ Florian Znaniecki pisał o aksjologii w „Zagadnienie wartości w filozofii” w 1910 roku.

¹⁹ Władysław Tatarkiewicz pisał o aksjologii w „O bezwzględności dobra” w 1919 roku

²⁰ Filozofia. Leksykon PWN. Warszawa 2000, s. 344

²¹ W. Patena, W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa, Wolters Kluwer, Warszawa 2011

²² C. Menger, Principles Of Economics, Ludwig von Mises Institute, Auburn 2007, s. 114-121 (<http://mises.org/books/mengerprinciples.pdf>, data odczytu: 26.08.2011)

dobrobytu. Powyższe starania realizuje się poprzez interakcje w na rynku, które umożliwiają osiągnięcie najważniejszych celów oraz pragnień i wyrzeczenie się mniej istotnych. Libertarianie uważają, iż wartość nie jest właściwością dóbr i jest im nadawana przez jednostkę, ponadto nie może ona funkcjonować obiektywnie poza tą jednostką. Ceny rynkowe i koszty produkcji dóbr obrazują na rynku korelację występującą pomiędzy rzadkością dóbr i nieograniczonymi potrzebami ludzkimi. Przedstawiciele Szkoły Austriackiej uważają również, że alternatywnie koszty towarów, które zostaną zakupione można wycenić na podstawie obecnych lub przyszłych dóbr, z których konsumpcji rezygnujemy oraz satysfakcji mogącej towarzyszyć ich konsumpcji, taki koszt decyzji zakupowej określa się mianem „kosztu alternatywnego”. Poświęcenie wynikające z rezygnacji z zakupu określonego dobra będzie ceną, która zdeterminuje decyzję zakupową i określi poniesione koszty.

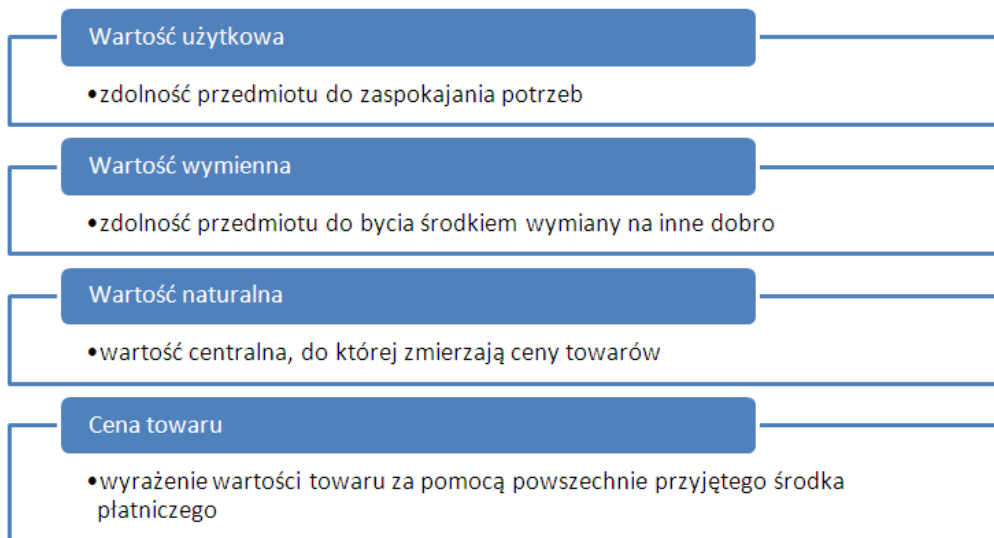
Włoski ekonomista Galiani²³ w XVIII wieku swoim traktacie „O pieniądzu” zauważył, że istnieje rozdźwięk między użytecznością a rzadkością, który stanowił temat rozważań licznych filozofów od czasów Arystotelesa. Autor stwierdził, iż wartość dobra jest kalkulowana w stosunku do innych towarów, a nie wrodzona. Galiani uznał, iż jednostka porównuje dobra i decyduje się na dokonanie wymiany jedynie w przypadku, gdy poziom satysfakcji z wymienionego dobra będzie równy temu, w którego posiadaniu była wcześniej. Smith²⁴ sprecyzował tę teorię, mówiąc, iż wymiana nastąpi jedynie, gdy człowiek uzna, iż wartość dobra, w którego posiadanie chce wejść jest relatywnie większa od tego, które posiada. Galiani zauważył również korelację występującą pomiędzy ceną i wielkością konsumpcji danego dobra. Uznał, że cena towaru wpływa na poziom jego konsumpcji następująco, popyt na towar rośnie, gdy cena maleje, natomiast gdy cena dobra rośnie, jego konsumpcja będzie spadała. Zależność tą obrazuje przykład kraju zajmującego się produkcją wina, w przypadku gdy kraj zostanie napadnięty, zmniejszy się ilość beczek wina, którą będą mogli spożytkować obywatele, oznacza to, że na jedną beczkę wina będzie przypadała większa liczba konsumentów, co jest równoznaczne ze wzrostem poziomu cen wina w tym kraju.

²³ Ferdinando Galiani - włoski ekonomista, prekursor w rozważaniach teorii wartości; wyjaśnił paradoks chleba i diamentu; wprowadził do ekonomii pojęcia użyteczności i rzadkości

²⁴A. Smith, *Banania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, s. 12

(<http://coin.wne.uw.edu.pl/kkowska/Smith - Badania nad natura i przyczynami bogactwa narodow.pdf>, data odczytu: 27.07.2011)

W ekonomii wartość dóbr można wyznaczać na podstawie ich funkcji, podczas stosowania tego typu klasyfikacji wyróżnia się wartość użytkową, wymienną, naturalną oraz wspomnianą już cenę towaru²⁵.



2. Rysunek 2 Podział definicji wartości wg R. Machała (Źródło: Opracowanie własne na podstawie R. Machała, Zarządzanie finansami i wycena firmy, Unimex, Wrocław 2008, s. 408)

Warto zwrócić uwagę, że zależnie od wyznawanego nurtu ekonomicznego różnie definiuje się pojęcia. Dla Marksa wartość przedmiotu jest wynikiem pracy włożonej w jego wytworzenie. Jest to tzw. laborystyczna teoria wartości, jej autor uważa, że wartość przedmiotu można definiować jako „zużyty czas pracy”. W przypadku wartości użytkowej autor stwierdza, że jest to zdolność przedmiotu do zaspokajania potrzeb. Oznacza to, iż wartość przedmiotu określa się na już w tym przypadku jedynie na podstawie jego użyteczności. Marks²⁶ uznaje, iż wartość użytkowa nie istnieje poza przedmiotem i jest uwarunkowana jego własnościami, znaczy to, że przedmiot użytkowy sam w sobie jest wartością użytkową niezależnie od wkładu człowieka w nadanie przedmiotowi tej wartości. Autor opisuje sytuację na przykładzie płótna i surduta, płótno kumulując pracę tworzy surdut, który jest wyrazem wartości. Oznacza to, że praca ma dwojaki charakter, w przypadku płótna ma największy wpływ na wartość, natomiast w przypadku surduta

²⁵ R. Machała, Zarządzanie finansami i wycena firmy, Unimex, Wrocław 2008, s. 408.

²⁶ K. Marks, Kapitał - Krytyka ekonomii politycznej - Tom pierwszy - Księga I - Proces wytwarzania kapitału, Książka i Wiedza, Warszawa 1951, dział pierwszy: towar i pieniądz (<http://www.marxists.org/polski/marks-engels/1867/kapital/01.htm>, data odczytu: 26.08.2011)

już nie, gdyż niezależnie do ilości włożonej pracy, surdut wciąż będzie zaspokajał tę samą potrzebę. Należy pamiętać, iż wartość użytkowa urealnia się podczas konsumpcji dobra²⁷.

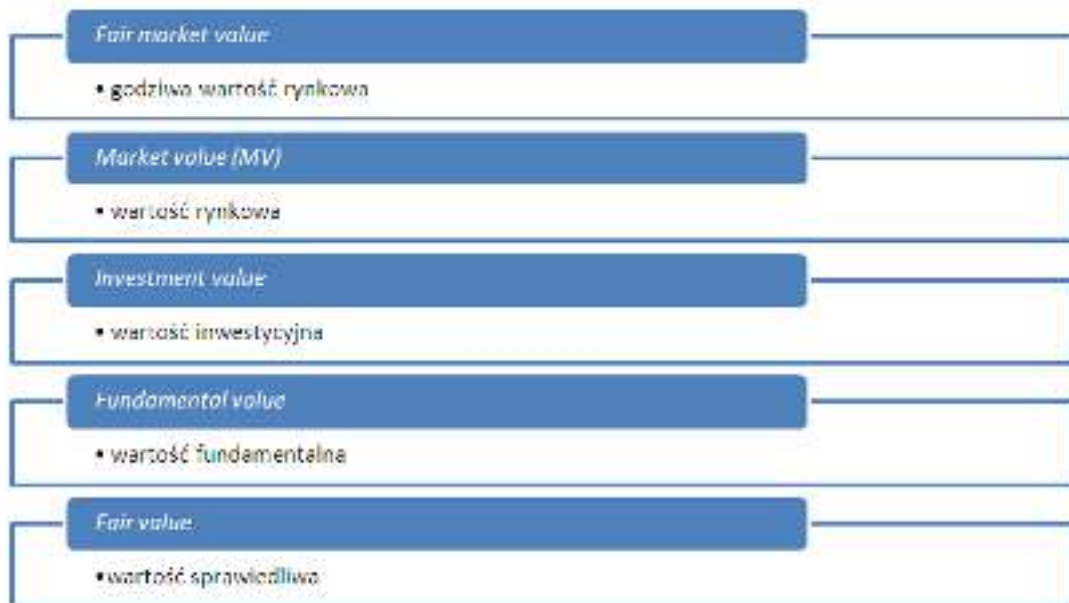
Wartość wymienna jest to zdolność przedmiotu do bycia środkiem wymiany na inne dobro i jest ściśle związana z wartością użytkową. wartość użytkowa przedmiotu jest materialnym reprezentantem jego wartości wymiennej. Innymi słowy wartość wymienna jest to proporcja, w jakiej wymieniane są wartości użytkowe w określonym miejscu i czasie. Towary mogą mieć wiele wartości wymiennych, które bardzo często są umowne np. kilogram cukru może być wymienialny na 3 kilo mąki lub 4 złote. Jednak określona ilość mąki lub waluty stanowi wartość wymienną jednego towaru, w tym wypadku cukru, z czego wynika iż te wartości wyrażają równą wielkość. Wynika stąd, że wartość wymienna może być stosowana również jako środek obrazowania wartości.

Wartość naturalną określa się mianem wartości centralnej, do której zbieżają ceny towarów. Jest ona ściśle związana z ceną towarów, która wyraża ich wartość na podstawie powszechnie przyjętego środka wymiany, środka płatniczego.

Podczas oceny wartości przedsiębiorstwa należy opierać się na jego wartości użytkowej dla strony zaangażowanej w transakcję, pojawia się tutaj bariera relatywności. Zazwyczaj wyceny dokonuje się tylko z jednej perspektywy, ze strony kupującego lub sprzedawcy. Dla kupującego wycena może być rozumiana jako maksymalny próg możliwości finansowych, natomiast dla sprzedającego może wyznaczać wartość minimalną, jaką chciałby otrzymać za oferowane do sprzedaży dobro. Aby określić wartość przedsiębiorstwa w najbardziej obiektywny sposób przyjęto różne schematy dokonywania wycen w zależności od celu, dla którego ma być ustalona wartość przedsiębiorstwa. W przypadku wyceny przeprowadzanej dla podjęcia decyzji inwestycyjnych stosuje się wartość rynkową, natomiast w przypadku sprawozdań finansowych zastosowanie ma wartość fundamentalna. Wartość fundamentalna wynika z możliwości generowania dochodu przez przedsiębiorstwo, natomiast wartość rynkowa bazuje na relacji popytu i podaży. W celu rozwiązania problemu relatywności w ocenie wartości przedsiębiorstwa i pogodzenia strony kupującego ze sprzedającym, w świecie finansów dąży się do unifikacji definicji obiektywnej rynkowej wartości przedmiotu wyceny. Wyróżnia się wiele nazw

²⁷K. Marks, Kapitał - Krytyka ekonomii politycznej - Tom pierwszy - Księga I - Proces wytwarzania kapitału, Książka i Wiedza, Warszawa 1951, dział pierwszy: towar i pieniądz (<http://www.marxists.org/polski/marx-engels/1867/kapital/01.htm>, data odczytu: 26.08.2011)

i definicji takich wartości, jednak można je skumulować do pięciu pojęć dotyczących wartości wycenianej²⁸.



3. Rysunek 3 Podział definicji wartości rynkowej wg S. Pratt²⁹ (Źródło: Opracowanie własne na podstawie ¹ S. Pratt, *Valuing a Business*, 4th ed., McGraw-Hill, New York 2000)

Godziwa wartość rynkowa, to taka, której zadaniem jest obrazowanie ceny oczekiwanej, po której zostanie zawarta transakcja kupna-sprzedaży, przy założeniu, że obie strony dysponują pełną wiedzą w zakresie przedmiotu sprzedaży i przystępują do transakcji z nieprzymuszonej woli.

Wartość sprawiedliwa w rzeczywistości nie jest remedium na interesy kupującego i sprzedającego, gdyż dotyczy ochrony interesów akcjonariuszy. Wartość inwestycyjna również tylko w definicji godzi interesy stron, faktycznie przedstawia wartość dla inwestora.

Stojąc przed obliczem tak wielu definicji wartości należy w pierwszej kolejności ustalić, co jest przedmiotem wyceny, żeby obiektywnie ocenić jej wartość dla interesariusza.

²⁸W. Patena, W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa, maszynopis powielony s. 11

²⁹ S. Pratt, *Valuing a Business*, 4th ed., McGraw-Hill, New York 2000

1.4 Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa

W „Bogactwie Narodów” Smith sformułował teorię niewidzialnej ręki rynku, w dzisiejszych czasach wszyscy wiedzą, że kryje się za nią chęć osiągnięcia zysku i określonych celów przez uczestników rynku. Smith uważa też, że „koncentrując się na prywatnym interesie realizują oni interes publiczny skuteczniej, niż gdyby świadomie podejmowali działania mające na celu dobro ogółu”³⁰. Z teorii Smitha wynika, iż w skutek działań człowieka dążących do realizacji własnych aspiracji i pragnień zarówno jednostka, jak i społeczeństwo bogacą się. Oznacza to, że to człowiek napędza gospodarkę i implikuje sukces, a co za tym idzie majątek, a im bardziej człowiek tego majątku pragnie, tym bardziej inwestuje w przedsiębiorstwo, które może generować jeszcze większe zyski. Ta logika tworzy podwaliny dla dzisiejszej koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa, z jęz. ang. value based management – VBM³¹.

W XIX wieku Marshall powiedział, iż dopiero po pokryciu kosztu kapitału własnego oraz obcego przedsiębiorstwo generuje zysk rzeczywisty. Angielski ekonomista nie odnosił się do wartości księgowych, a do faktycznego wyniku działalności przedsiębiorstwa, zdefiniował on w ten sposób teorię dochodu rezydualnego. Rapport wskazywał na zasadność kreowania wartości dla akcjonariuszy, wykazał on, że księgowe miary oceny wyników przedsiębiorstw nie referują się do wyników rzeczywistych i na tej podstawie rozwinął finansowe czynniki wzrostu wartości, które powinny być stosowane przez menedżerów³². Należy zwrócić uwagę, iż w złotych latach silnego wzrostu gospodarczego maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy była bardzo często pomijana. Dopiero w latach 70. XX wieku, gdy nastąpiły kryzysy naftowe, gospodarki spowolniły, a Stany Zjednoczone obawiały się rosnącej przewagi konkurencyjnej Japonii, kultura wartości dla akcjonariuszy powróciła do łask. Obecnie główną rolą menedżerów jest maksymalizowanie wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy. Dzisiejsza teoria zarządzania wartością przedsiębiorstwa została ukształtowana przez lata działań naukowców, którzy opracowali narzędzia służące

³⁰A. Smith, Bdanania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów, ([http://coin.wne.uw.edu.pl/kkowalska/Smith - Badania nad natura i przyczynami bogactwa narodow.pdf](http://coin.wne.uw.edu.pl/kkowalska/Smith-Badania_nad_natura_i_przyczynami_bogactwa_narodow.pdf), s. 13, data odczytu: 09.09.2011)

³¹ Systemy VBM i zysk ekonomiczny. Projektowanie, wdrażanie, stosowanie, pr. zniór. pod red. A. Cwynara i P. Dżuraka, Warszawa, POLTEX sp. z o.o. 2010, s. 37.

³² Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa – logika i prawidłowości (<http://www.e-finanse.com/artykuly/96.pdf>; data odczytu: 09.09.2011)

do budowania wartości przedsiębiorstwa, a także kładli nacisk na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy oraz istotę wartości niematerialnych w przedsiębiorstwie. W erze fuzji, wrogich przejęć, a także inwestycji ze strony Aniołów Biznesu można zauważyć dużą rolę VBM. Obecnie obserwuje się aktywne podejście akcjonariuszy do spółek osiągających słabsze wyniki, już nie wycofują się oni z inwestycji, a intensywnie komunikują się z przedsiębiorstwem i wdrażają różne narzędzia, których celem jest poprawienie kondycji spółki³³.

Na zarządzanie wartością przedsiębiorstwa składa się sposób myślenia i podejmowania decyzji mających wpływ na terażniejszą i przyszłą sytuację firmy, dotyczy to menedżera każdego szczebla, a nie jedynie głównych osób decyzyjnych. W związku z dużą rolą menedżerów w pozycji firmy obecnie bardzo często motywuje się ich do efektywniejszych działań poprzez udział w wypracowanym zysku, zwrocie z kapitału zainwestowanego przez akcjonariuszy. Dzięki tego rodzaju praktykom menedżerowie są bardziej zaangażowani i chętniej włączają się w VBM.

VBM w przedsiębiorstwie można przyporządkować do czterech kluczowych obszarów. Pierwszy z nich dotyczy kreowania wartości dla akcjonariuszy, co istotne musi ono skupiać się na wartości ekonomicznej, która odzwierciedla siłę dochodową przedsiębiorstwa³⁴. W przypadku koncentracji na kreowaniu wartości można zadać sobie pytania kiedy generowana jest wartość i jakie są jej generatory. Wracając do słów Marshalla – przedsiębiorstwo generuje zysk rzeczywisty po pokryciu kosztu kapitału własnego oraz obcego. Pozostaje jedynie kwestia wyjaśnienia generatorów wzrostu. Mogą nimi być zarówno czynniki finansowe tj. wzrost sprzedaży, marża, zainwestowany majątek, ale także czynniki pozafinansowe m. in. lojalność klientów, marka, skuteczne działania marketingowe, czy kapitał intelektualny. Drugim obszarem VBM jest mierzenie wartości przedsiębiorstwa, jest to działanie ciągłe, które zdecydowanie ułatwia kontrolę realizacji postawionych przed spółką celów. Koncentrując się na tej płaszczyźnie należy zastanowić się jaka jest luka pomiędzy wartością i potencjałem przedsiębiorstwa w stosunku do spółek liderów oraz jak migruje kapitał i wartość pomiędzy regionami, sektorami i spółkami. Trzecim obszarem VBM jest budowanie wartości, które również jest procesem długoterminowym. Strategię tą można rozpocząć od pytanie o kluczowe

³³A. Cwynara, P. Dżurak, Systemy..., op. cit., s. 38-39.

³⁴Ibidem, s. 41-42.

czynniki sukcesu, które pozwalają na realizację programu budowy wartości. Pomocne jest tutaj odwołanie się do misji, wizji przedsiębiorstwa, a także do jego kultury organizacyjnej. Ostatnim wyszczególnionym obszarem VBM jest zwrot gotówki do właścicieli. Kluczowym jest tutaj zastanowienie się nad zwrotami rzeczywistymi a zwrotami możliwymi do osiągnięcia przez spółkę. Zwroty referują tutaj do gotówki, której akcjonariusze oczekują w zamian za zainwestowany kapitał. Poniższy schemat przedstawia uproszczoną wersję obszarów zarządzania wartością przedsiębiorstwa.



4. Rysunek 4 Schemat zarządzania wartością przedsiębiorstwa
(Źródło: <http://www.e-finanse.com/artykuly/96.pdf>, data odczytu: 09.09.2011)

Zgodnie z teorią Smitha, że przedsiębiorca koncentrujący się na swoim bogactwie buduje także bogactwo społeczeństwa w bieżących czasach powinniśmy odczuwać dobrobyt, bowiem głównym celem przedsiębiorstw jest maksymalizacja zysku. Jak zatem uznać tą teorię za słuszną, gdy obserwujemy, że wiele państw do tej pory odczuwa efekty ostatniego kryzysu gospodarczego? Może podążanie akcjonariuszy za rosnącą wartością wywołało niepojęte wzrosty cen akcji na giełdach papierów wartościowych? Nie od dzisiaj wiadomo, że rynek zatacza koło, wszystkie kryzysy się kończą, a czasy koniunktury nie trwają wiecznie, zatem i tym razem nie będzie wyjątku, ponadto historia nauczyła nas już, że kryzysy zawsze są skutkiem rynkowych ekscesów. Abstrahując od narzędzi VBM traktowanych jako niszczycielskie paliwo, może jednak warto je zastosować, by szybciej

wyprowadzić przedsiębiorstwo na prostą i pociągnąć gospodarkę w stronę koniunktury? Należy pamiętać, że każdy kryzys ma dwie strony, jedną mroczną stronę upadku, drugą można nazwać stroną szansy i sukcesu, żeby wydostać się z tej pierwszej warto pamiętać, że maksymalizując wartość przedsiębiorstwa trzeba referować się do rynku. Narzędzia VBM powinny ułatwiać rynkowi jak najbardziej racjonalne postępowanie i rzeczywistą wycenę spółek, bowiem „akcje przewartościowane są równie niebezpieczne, jak niedowartościowane”³⁵.

1.5 Wycena

W dzisiejszej gospodarce bardzo często słyzy się pojęcie wyceny, funkcją giełdy jest określanie rzeczywistej wartości przedsiębiorstwa, na podstawie wyceny podejmuje się wiele decyzji inwestycyjnych, dokonuje się fuzji, przejęć i alokuje kapitał. Często jednak wycena może być nieadekwatna prawdziwej wartości przedsiębiorstwa, aby była przeprowadzona prawidłowo należy uwzględnić szereg kryteriów i zastosować odpowiednie metody wyceny. Podczas ostatniego kryzysu, jak wspomniano w ostatnim rozdziale okazało się, że akcje wielu spółek były przewartościowane. Jego przykład pokazał niedoskonałość rynku w wycenie przedsiębiorstw.

Jak wcześniej wspomniano istnieją dwa podejścia do funkcji przedsiębiorstwa, jedna z nich mówi, że przedsiębiorstwo to zespół majątku, a co za tym idzie wycenę przeprowadza się na podstawie wartości wynikającej z posiadanego majątku (aktywa pomniejszone o zobowiązania). Natomiast druga mówi, iż główną wartością przedsiębiorstwa jest możliwość generowania dochodów, a więc wartość ocenia się na podstawie kapitalizacji dochodów przez przedsiębiorstwo (wartość fundamentalna). W obu przypadkach istnieje szereg warunków, które mogą wpływać na różnice w wycenie np. opcjonalność w wycenie aktywów i zobowiązań przedsiębiorstwa może wprowadzić do wyceny takie różnice.

Należy pamiętać, że wycena jest jedynie szacunkiem wartości przedsiębiorstwa a nie dokładnym jej określeniem. Na jego wartość może mieć wpływ wiele czynników często niewycenianych i niepowiązanych bezpośrednio z samym przedsiębiorstwem.

³⁵J. Fuller, M.C. Jensen, Just Say No to Wall Street, “Journal of Applied Corporate Finance” 2002, vol. 14, nr 4, s.42.

1.5.1 Definicja wyceny

Wiele źródeł wyjaśnia, iż wycena³⁶ jest procesem określania wartości, w logiczny sposób taką definicję na myśl podsuwa również sama nazwa. Trzeba jednak być ostrożnym i pamiętać, że wycenianie to szacowanie wartości, a nie jej to obliczanie, szacowanie powinno się opierać o dane ex post oraz ex ante. Wycenie poddaje się zarówno rzeczy materialne i niematerialne – tzw. goodwill³⁷. Do grupy materialnych obiektów wyceny należą rzeczy proste tj. produkt, obraz, maszyna czy drzewo, przedmioty złożone tj. nieruchomości, które są składową gruntów, budynków oraz niekiedy roślinności i przedmioty bardzo złożone, którymi są przedsiębiorstwa. Wartości niematerialne, które podlegają wycenie to kapitał ludzki, np. w kancelariach prawnych na jego podstawie szacuje się wartość. Podczas przeprowadzania wyceny należy uwzględnić również własność intelektualną oraz posiadane prawa własności. Te czynniki niematerialne są możliwe do wycenienia, trudniej jest jednak wycenić wartość marki, czy np. reputacji. Wiadomo, że rola reputacji jest niezwykle istotna, gdyż to ona ma wpływ na postrzeganie przedsiębiorstwa i kreowanie jego marki, a także na budowanie lub utratę przewagi konkurencyjnej³⁸.



5. Rysunek 5 Przedmioty podlegające wycenie (Źródło: Opracowanie własne na podstawie A. Adamus Muszyńska, Reputacja – nieuchwytna wartość firmy http://www.proto.pl/PR/Pdf/reputacja_nieuchwytna_wartosc_firmy.pdf, data odczytu: 10.09.2011)

³⁶Słownik Języka Polskiego PWN (<http://sjp.pwn.pl/slownik/2538705/wycena>, data odczytu: 08.09.2011)

³⁷Słownik Języka Polskiego PWN (<http://biznes.pwn.pl/haslo/3994147/wartosc-firmy.html>, data odczytu: 10.09.2011)

³⁸A. Adamus Muszyńska, Reputacja – nieuchwytna wartość firmy (http://www.proto.pl/PR/Pdf/reputacja_nieuchwytna_wartosc_firmy.pdf, data odczytu: 10.09.2011)

1.5.2 Przedsiębiorstwo jako przedmiot wyceny

Z definicji wyceny wiadomo, że jest to proces szacowania wartości przedmiotu, według Saługi³⁹ jest to proces badawczy polegający na sformułowaniu lub podtrzymaniu opinii o rzeczywistej wartości przedmiotu wyceny. W przypadku wyceny przedsiębiorstw badanie to jest długotrwałe i skomplikowane, ponadto proces ten jest regulowany i ujednolicany poprzez osobne dokumenty np. standardy wyceny, czy raporty⁴⁰. Celem wyceny przedsiębiorstwa jest podanie jego wartości, która niezbędna jest podczas poniższych okoliczności:

- zmiany formy prawnej działalności przedsiębiorstwa;
- zmiany stosunków użytkowania (leasing, dzierżawa);
- wewnętrznych nieporozumień lub rozliczeń;
- łączenia i podziału przedsiębiorstwa;
- ubezpieczeń – składki są naliczane od wartości przedmiotu ubezpieczenia;
- zabezpieczenia kredytów;
- kontraktów menedżerskich;
- emisji akcji;
- budowy strategii rozwoju przedsiębiorstwa.

W procesie wyceny przedsiębiorstwa biorą udział przedmioty zainteresowane jego wartością, mogą to być zarówno obecni właściciele, jak i jego potencjalni nabywcy, banki, firmy ubezpieczeniowe, partnerzy, a także menedżerowie, pracownicy i często rynkowi konkurenci. Na ich prośbę eksperci przeprowadzają wycenę spółki zgodnie z przyjętymi zasadami. Wycena musi być zgodna z faktami, przyjęto, że raport z wyceny jest ważny do 6 miesięcy od jego sporządzenia. Ponadto wszystkie wykorzystane do wyceny dane powinny odnajdywać swoje odzwierciedlenie w dokumentach spółki. Eksperti muszą przestrzegać poprawności rachunkowej w swoich szacunkach oraz dobierać odpowiednie podejścia i metody wyceny w zależności od warunków. Nie można zapomnieć o najważniejszej rzeczy, podczas oceniania wartości przedsiębiorstwa eksperci powinni zachować obiektywizm.

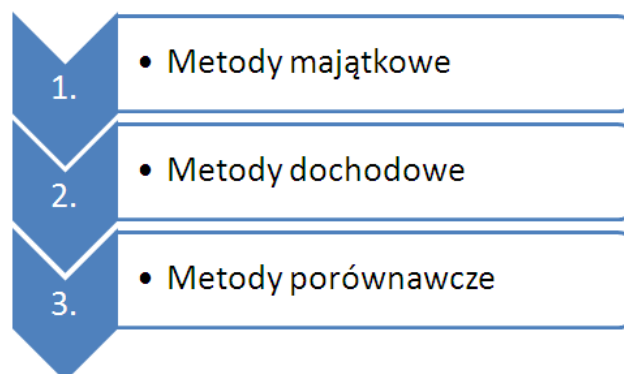
³⁹ P. Saługa, Ocena ekonomiczna projektów i analiza ryzyka w górnictwie, Instytut Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią PAN, Kraków 2009, s. 66.

⁴⁰W. Patena, W poszukiwaniu..., op. cit.

W celu przeprowadzenia wyceny, przedsiębiorstwo przygotowuje zlecenie na wykonanie wyceny, bardzo często odbywa się to w formie przetargu, szczególnie jeżeli mamy na myśli spółki Skarbu Państwa⁴¹. Następnym krokiem jest zidentyfikowanie przedmiotu wyceny i jej celu, dopiero po ich ustaleniu dobiera się adekwatną metodę oszacowania wartości spółki. W celu uniknięcia błędów w przeprowadzonej analizie, stosuje się co najmniej dwie różne metody wyceny. Dokumentem przedstawiającym wyniki analizy sytuacji spółki, jest raport z jej wyceny sporządzany przez eksperta. Znajdują się w nim objaśnienia dotyczące przyjętych założeń, przedmiot wyceny, termin, cel, charakterystyka zastosowanej metody wyceny oraz to, co najważniejsze, czyli sama analiza sytuacji spółki. Poprawnie sporządzony dokument jest podstawą prawną do podawania wartości bankom, akcjonariuszom i innym interesariuszom.

2 Rozdział II –Klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstw

W wyniku istnienia wielu podejść do roli przedsiębiorstwa, które rzutują na dobór kryterium oceny wartości w świecie finansów istnieje wiele sposobów klasyfikacji metod wyceny. Najbardziej podstawowy sposób klasyfikacji obrazuje rysunek 6.



6. Rysunek 6 Klasyfikacja metod wyceny (Źródło: Opracowanie własne)

Metody majątkowe wyceny przedsiębiorstw (assets based methods) są najstarszymi i obecnie najbardziej rozpowszechnionymi koncepcjami używanymi do szacowania wartości przedsiębiorstwa. Nazwa tej grupy metod wynika z przyjęcia majątku za podstawę

⁴¹Regulacje dotyczące wyceny Spółek Skarbu Państwa zawarte zostały w Dzienniku Ustaw z 2009 r. nr 37, poz. 288 - Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 17 lutego 2009 r. w sprawie analizy spółki, przeprowadzanej przed zaoferowaniem do zbycia akcji należących do Skarbu Państwa.

do obliczenia wartości, od sumy aktywów firmy należy odjąć wartość jej zobowiązań. Metoda ta jest powszechnie stosowana przy wycenie spółek Skarbu Państwa w Polsce.

Najbardziej znaną metodą wyceny jest metoda dochodowa, jest ona bardzo często uznawana za najlepiej obrazującą rzeczywistą wartość przedsiębiorstwa. Jak pisze Patena⁴², wartość przedsiębiorstwa to „dzisiejsza wartość wszystkich przyszłych korzyści finansowych uzyskanych przez interesariuszy”. Oznacza to, że spółkę wycenia się bazując na osiągniętych i prognozowanych dochodach, a to wprowadza do wyceny ryzyko błędnego oszacowania dochodów. Przyszłe korzyści muszą zostać sprowadzone do wartości dzisiejszej za pomocą kosztu kapitału. Trudność w tej metodzie polega na prognozowaniu wyników i działań przedsiębiorstwa pro forma.

Obok metod majątkowych istnieją metody porównawcze, bazują one na porównaniach spółki wycenianej do innego, działającego w podobnych warunkach przedsiębiorstwa, które zostało wycenione przez rynek. Ten rodzaj wyceny uwzględnia założenie, iż nie mogą istnieć radykalne rozbieżności pomiędzy wartościami podobnych przedsiębiorstw, gdyż mogłoby dochodzić do arbitrażu⁴³.

Podsumowując, wartość przedsiębiorstwa można szacować na podstawie czterech modeli wyceny. Jak wyżej wspomniano w niniejszej pracy zostaną objaśnione trzy pierwsze modele. Należy jednak pamiętać, że w Polsce zgodnie z Rozporządzeniem Rady Ministrów z dnia 17 lutego 2009 roku w sprawie zakresu analizy spółki przeprowadzonej przed zaoferowaniem do zbycia akcji należących do Skarbu Państwa (Dz. U. z 2009 r. Nr 37, poz. 288) wartość spółki należącej do Skarbu Państwa należy szacować przy użyciu co najmniej dwóch metod szacowania wartości przedsiębiorstwa.

2.1 Metody majątkowe

Metody majątkowe wyceny przedsiębiorstw, jak już wcześniej wspomniano, bazują na majątku przedsiębiorstwa, czyli sumie nakładów pracy, gotówki oraz środków rzeczowych przeznaczonych na utworzenie przedsiębiorstwa. Do oceny wartości spółki

⁴²W. Patena, W poszukiwaniu..., op. cit.

⁴³Przyjmuje się założenie, że podobne spółki powinny być podobnie wyceniane, gdyż w innym wypadku dochodziłoby do arbitrażu, czyli na przykład krótkiej sprzedaży spółek przeszacowanych i kupna niedoszacowanych.

wykorzystuje się jej majątek, obliczony na podstawie różnicy pomiędzy sumą aktywów a zobowiązaniami. Metoda ta jest obecnie bardzo powszechna ze względu na łatwość jej zastosowania. Do określenia wartości majątkowej⁴⁴ wykorzystuje się dane finansowe przedsiębiorstwa, głównym dokumentem mającym tutaj zastosowanie jest bilans.

Metody te bardzo często wykorzystuje się podczas sprzedaży bądź likwidacji majątku lub jego poszczególnych składowych. Praktycy i teoretycy wyceny mówią, iż metoda majątkowa, jest w rzeczywistości kumulacją poszczególnych wartości, które składają się na całkowitą wartość przedsiębiorstwa⁴⁵.

Warto wspomnieć, że w skład metod majątkowych wchodzi różne techniki oceny wartości przedsiębiorstwa, szczegółowy podział ilustruje rysunek 7.



7. Rysunek 7 Klasyfikacja majątkowych metod wyceny (Źródło: Opracowanie własne)

⁴⁴Wartość majątkowa – wartość będąca wynikiem wyceny majątkowej, którą przeprowadza się na podstawie majątku przedsiębiorstwa;

⁴⁵W. Patena, W poszukiwaniu..., op. cit.

2.1.1 Metoda wartości księgowej – book value metod

Metoda wartości księgowej (book value) w literaturze występuje też pod nazwami historyczna, księgowa, klasyczna oraz ewidencyjna. Jest to najłatwiejsza, najszybsza i najtańsza w zastosowaniu metoda. Opiera się bowiem na bilansie, na którego podstawie oblicza się różnicę pomiędzy księgową wartością przedsiębiorstwa, a jego wszystkimi⁴⁶ zobowiązaniami - krótko- i długoterminowymi. Należy zwrócić uwagę, iż metoda ta jest obarczona wieloma błędami, nie uwzględnia ona inflacji, rzeczywistej użyteczności majątku, kapitału organizacyjnego, nie ma związku z dochodowością, czy produktywności. Jak pisze Patena⁴⁷ wartość księgowa przedsiębiorstwa bardzo często nie jest równa jego wartości rynkowej. Wynika to z faktu, iż wartość księgowa składowych bilansu opiera się na ich koszcie historycznym, nie zaś uwzględnia inflację, bądź inne czynniki np. reputację, znak firmowy, kapitał ludzki. Wycenę ta można przeprowadzać również od strony pasywów, w takim przypadku wartość przedsiębiorstwa obrazuje wielkość kapitałów własnych. Warto pamiętać, że obie metody powinny sprowadzać się do jednakowych wartości.

2.1.2 Metoda skorygowanej wartości księgowej

Metoda ta swoje źródło ma w metodzie wartości księgowej, można powiedzieć, że powstaje po jej udoskonaleniu. Podstawą są tu skorygowane wartości, nie zaś wartości księgowe, oznacza to, że na potrzeby tej wyceny określone składniki aktywów i pasywów sprowadza się do ich wartości rynkowej. Na potrzeby tej metody koryguje się⁴⁸:

- a. wartości nieruchomości i gruntów;
- b. wartości niematerialnych i prawnych;
- c. wartości środków trwałych;
- d. wartości prawa użytkowania;
- e. akcje i udziały w innych przedsiębiorstwach
- f. wartości zapasów, należności, zobowiązań;

⁴⁶B. Skorupska, Ewidencja księgowa w przedsiębiorstwie, Difin, Warszawa 2001

⁴⁷W. Patena, W poszukiwaniu..., op. cit.

⁴⁸Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora, pr. zbior. pod red. M. Panfila i A. Szablewskiego, Poltext Warszawa 2006, s. 39

Sytuację przedsiębiorstwa przeprowadza się dokładnie w taki sam sposób, jak przy metodzie wartości księgowej, można odjąć od sumy aktywów wszystkie zobowiązania przedsiębiorstwa, jednak dokonuje się tego po wprowadzeniu wszystkich niezbędnych korekt. Zaletą tej metody jest realne przedstawienie wartości spółki wraz z jej niematerialnymi składnikami, jednak jest ona kosztowa, czasochłonna i pracochłonna.

2.1.3 Metoda wartości likwidacyjnej

Metodę likwidacyjną stosuje się w przypadku sprzedaży jego poszczególnych składowych. Wycena tą metodą opiera się na oszacowaniu przychodów ze sprzedaży majątku na dzień wyceny i późniejszym odjęciu wszelkich zobowiązań z tytułu likwidacji. Wartość przychodów należy skorygować o koszt upłynnienia aktywów oraz dług. Przyjmuje się, że za pomocą tej metody określa się minimalny próg wartości, jaki jest w stanie zaakceptować właściciel podczas transakcji kupna-sprzedaży, przy założeniu zakończenia działalności⁴⁹. Jak pisze Wiktor Patena⁵⁰ wartość likwidacyjna niestety zazwyczaj nie pokrywa się z wartością dochodową, w przypadku spółek bankrutujących jest zawyżona, a w przypadku tych dobrze prosperujących często zaniżona. Ponadto stosując ją musimy pamiętać o tym, że procedura likwidacyjna jest czasochłonna, zatem należy uwzględnić czynnik pieniądza w czasie. W celu uniknięcia poważnych błędów w tej wycenie powstała formuła Wilcoxa-Gamblera⁵¹, zgodnie z nią wartość likwidacyjną obrazuje rysunek 8.



8. Rysunek 8 Formuła Wilcoxa-Gamblera (Źródło: Opracowanie własne na podstawie W. Patena, W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa, Wolters Kluwer, Warszawa 2011)

⁴⁹R. Borowiecki, A. Jaki, Skala i przyczyny zróżnicowania wyników wycen przedsiębiorstw prywatyzowanych [w] Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym, pod red. J. Duraja. Łódź, 1997, s.65

⁵⁰W. Patena, W poszukiwaniu..., op. cit.

⁵¹Ibidem

2.1.4 Metoda wartości odtworzeniowej

Metoda wartości odtworzeniowej jest stosowana rzadko, zazwyczaj posługują się nią przedsiębiorstwa, które stoją przed dylematem, czy kupić jakąś spółkę, czy może lepiej zbudować podobną samodzielnie. Celem tej metody jest oszacowanie nakładów, jakie byłyby konieczne do poniesienia podczas odtwarzania majątku podobnego do majątku przedsiębiorstwa wycenianego. Innymi słowy, metoda ta koryguje wartość księgową aktywów i przedstawia ją w stanie nowym z uwzględnieniem zużycia. Niestety ta metoda nie uwzględnia⁵² trudno wycenialnych składowych przedsiębiorstwa tj. marki, struktury organizacyjnej, tradycji, kadry, czy rynków zbytu, które są ściśle powiązane z wartością przedsiębiorstwa. Metoda ta nie uwzględnia jeszcze czynnika czasowego, który też wpływa na wartość wyceny, trudno jest oszacować okres potrzebny do wypracowania określonej pozycji rynkowej.

2.2 Metody dochodowe

Metody dochodowe bazują na zdolności spółki do generowania zysków w przyszłości. Metody dochodowe inaczej zwane są metodami zdyskontowanych przepływów pieniężnych, z języka angielskiego Discounted Cash Flows, w skrócie DCF. Są one obecnie najczęściej stosowanymi metodami wyceny przedsiębiorstwa, to tych metod głównie używa się do przeprowadzania wycen, wyjątek stanowią przedsiębiorstwa zmierzające do bankructwa bądź likwidacji⁵³.

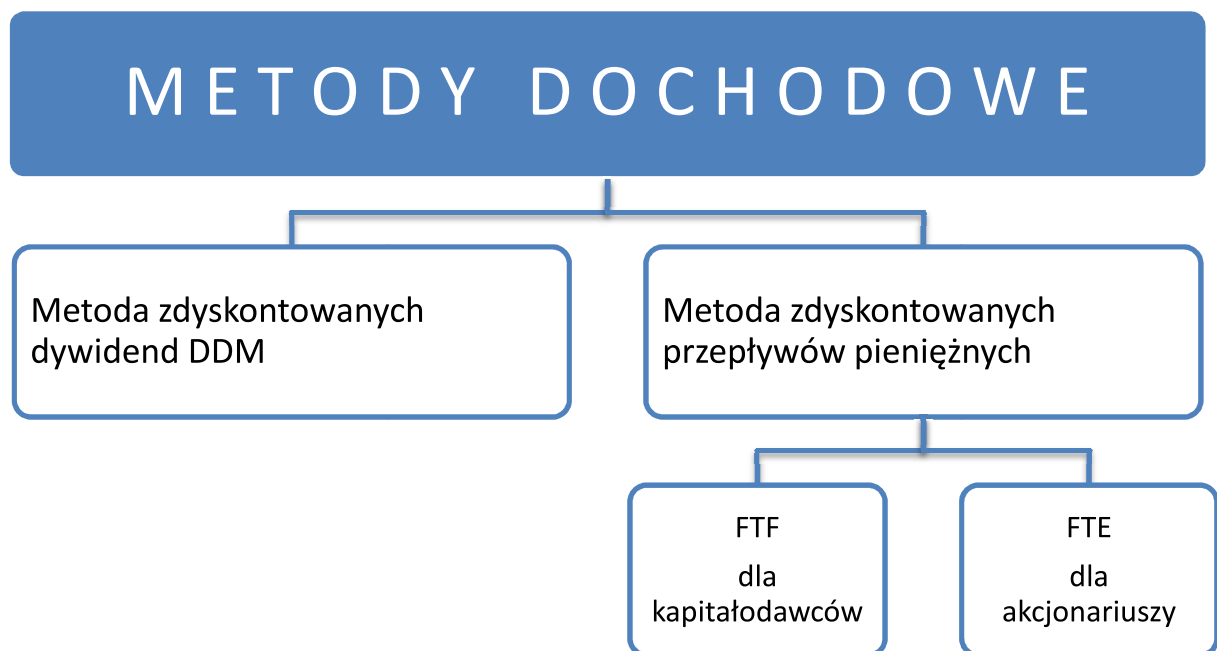
W celu przeprowadzenia wyceny metodą DCF należy określić jaki będzie poziom przepływów pieniężnych, które firma będzie mogła wygenerować w przyszłości, następnie trzeba określić okres czasu, dla którego będzie przeprowadzona prognoza. Kolejnym krokiem jest wybranie właściwej stopy dyskontowej pochodzącej z rynku i sprowadzenie przepływów pieniężnych (CF) do wartości na dzień wyceny. Ostatnią częścią tej wyceny jest określenie wartości rezydualnej spółki na koniec ostatniego prognozowanego roku i jej zdyskontowanie.

⁵² Ibidem

⁵³ Ibidem

Metoda DCF⁵⁴ to dyskonto oczekiwanych wpływów pieniężnych, główną jej ideą jest sprowadzenie przyszłych strumieni pieniężnych tzw. cash flows (CF) do wartości dzisiejszej, zsumowane przepływy formułują całkowity strumień przepływów pieniężnych, który jest dostępny dla kapitału dawców⁵⁵. Modelowe założenie całkowitej dostępności wszystkich wolnych środków dla właścicieli jest obecnie krytykowane, nie zawsze są one w całości udostępniane, trzeba mieć świadomość, że w wyniku tego wycenie mogą pojawiać się błędy⁵⁶.

Oczekiwane wpływy pieniężne mogą być przedstawiane za pomocą wypłacanej przez spółkę dywidendy, w przypadku, gdy robi to regularnie, bądź za pomocą wolnych przepływów pieniężnych, które mogą być przykazywane do dyspozycji wszystkich kapitału dawców, lub wyłącznie dla akcjonariatu spółki. Klasyfikację stosowanych w metodach dochodowych prezentuje rysunek 9.



9. Rysunek 9 Klasyfikacja dochodowych metod wyceny (Źródło: Opracowanie własne)

⁵⁴ Encyklopedia PWN Biznes, DCF (<http://biznes.pwn.pl/haslo/4971731/dcf.html>, data odczytu: 11.09.2011)

⁵⁵ M. Michalski, Zarządzanie przez wartość, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 18-20

⁵⁶ A. Fierla, Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi, SGH, Warszawa 2008, s. 38

W metodzie DCF pierwszym i kluczowym krokiem do przeprowadzenia wyceny jest prawidłowe oszacowanie przyszłych przepływów pieniężnych. Jest to proces trudny i czasochłonny, ponieważ wiąże się z pozyskaniem dużej wiedzy na temat przedsiębiorstwa, bardzo dobrym zrozumieniem jego modelu biznesowego i określeniem czynników determinujących wzrost wartości firmy. Przeprowadzanie prognoz sprowadza się do przygotowywania dokumentów, które są projekcjami bilansu, rachunku wyników oraz sprawozdań z przepływów pieniężnych, zwanych dokumentami „pro forma”. Projekcję zazwyczaj przeprowadza się na przewidywalny okres rozwoju firmy (około kilku lat), w latach późniejszych oblicza się wartość rezydualną bazując na założeniu, że wzrosty będą stabilne.

Po oszacowaniu czasu, którego będzie dotyczyła prognoza i przygotowaniu dokumentów „pro forma” wartości przyszłe sprowadza się do wartości na dzień sporządzenia wyceny za pomocą odpowiedniego czynnika dyskontującego. Stopą dyskontową jest tutaj koszt kapitału niezbędny do sfinansowania inwestycji, innymi słowy wartość zdyskontowana to wartość uszczuplona o odsetki, które można by uzyskać od posiadanego kapitału.

2.2.1 Metoda zdyskontowanych dywidend

Model zdyskontowanych dywidend, w skrócie DDM z języka angielskiego *dividend discounted model* może być stosowany do wyceny jedynie tych spółek, które wypłacają swoim akcjonariuszom dywidendę, w przypadku innych spółek model ten nie ma zastosowania. Jest to dosyć prosty sposób sporządzania wyceny, który zazwyczaj opiera się na modelu Gordona, zwanym inaczej modelem stałego wzrostu dywidendy⁵⁷.

$$S_0 = \frac{Div_1}{k_E - g}$$

$$g = ROE \times p$$

$$Div_1 = Div_0(1 + g)$$

⁵⁷A. Damodaran, Zarządzanie inwestycjami, K.E. Liber, Warszawa 1999, s. 202

$$S_0 = \frac{Div_0(1 + g)}{k_E - g}$$

Gdzie:

- S_0 – dzisiejsza cena akcji
- Div_0 – ostatnia wypłacona dywidenda
- Div_1 – przyszła dywidenda
- k_E – koszt kapitału własnego
- g – współczynnik wzrostu
- ROE – rentowność kapitału własnego
- P – poziom reinwestycji

Aby móc posłużyć się modelem Gordona, należy przygotować prognozy rachunku wyników, projekcja bilansu nie jest konieczna. Zaletami wyceny metodą zdyskontowanych dywidend jest łatwość i szybkość przygotowania wyceny, należy jednak mieć na uwadze, że ten model można stosować jedynie w przypadku spółek systematycznie wypłacających dywidendę akcjonariuszom.

2.2.2 Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Wolne przepływy gotówki są najczęściej stosowane w modelach DCF, na podstawie przygotowanych projekcji dokumentów można oszacować przyszłe przepływy gotówki. Jak wcześniej wspomniano przepływy te mają dwojaki charakter, mogą reprezentować nadwyżkę wygenerowaną przez spółkę na rzecz wszystkich dawców kapitału lub jedynie właścicieli.

W przeciwieństwie do metody zdyskontowanych dywidend, metody obie metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych mają zastosowanie w różnego typu spółkach, należy jedynie pamiętać, iż spółki muszą mieć rzeczywiste perspektywy do generowania dodatnich przepływów w przyszłości, nie mają tu znaczenia teraźniejsze straty, gdy przyszłość maluje się w zyskach. Modele te, jak już wcześniej wspomniano

nie są relewantne wobec spółek stawianych w stan likwidacji, w takim przypadku stosuje się metodę wartości likwidacyjnej.

Wycena przeprowadzana metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest obecnie uznawana za najrzetelniej obrazującą wartość firmy, dużą jej zaletą jest również to, że nie trzeba zagłębiać się w składowe majątku, zaś należy podejść do niej całościowo, jako do generatora majątku. Jak każda metoda, również i ta ma wady, głównie problematyczna jest tutaj złożoność, metoda jest wymagająca pod względem technicznym i czasochłonna.

2.2.2.1 Rodzaje przepływów pieniężnych

W poprzednich rozważaniach zaznaczono, że istnieją dwie kategorie przepływów gotówkowych – przeznaczane wszystkim kapitał dawcom lub jedynie właścicielom. W przypadku, gdy przedsiębiorstwo przekazuje nadwyżkę ogółowi kapitał dawców, mamy styczność z przepływami FCF (free cash flow), czyli przepływami pieniężnymi z łącznego kapitału. W drugim przypadku przedsiębiorstwo przekazuje nadwyżkę jedynie właścicielom, w tej sytuacji stosuje się przepływy ECF (equity cash flow), czyli wolne przepływy pieniężne z kapitału własnego. W przypadku przekazania wolnych przepływów ogółowi kapitał dawców w modelach DCF stosuje się metodę pośrednią (FTF - flow to firm) bazującą na FCF i średnim ważonym koszcie kapitału, natomiast przy przekazywaniu wolnych przepływów jedynie właścicielom, stosuje się metodę bezpośrednią (FTE flow to equity), która bazuje na ECF dyskontowanych kosztem kapitału własnego.

a) Wolne przepływy pieniężne do firmy – FCF

Wolne przepływy pieniężne dla dawców kapitału można zdefiniować jako środki pieniężne, wypracowane przez przedsiębiorstwo w wyniku prowadzenia działalności podstawowej, po odjęciu sumy kosztów operacyjnych z wyłączeniem odsetek i odjęciu zobowiązań podatkowych. Do obliczenia FCF służy poniższy wzór:

$$FCF = NOPLAT + korekta$$

Przy obliczaniu szumowanych przepływów pieniężnych ważne jest uwzględnienie korekty. NOPLAT jest to zysk operacyjny po opodatkowaniu, należy pamiętać, że jest on uszczuplony o amortyzację, która jest jedynie kosztem księgowym, zatem jest jedną z pozycji kwalifikujących się do korekty. Korekt dokonuje się również w obrębie inwestycji całkowitych (inwestycje w kapitał obrotowy netto, czyli bez kredytów i pożyczek oraz nakłady inwestycyjne na środki trwałe). Schemat obliczania FCF prezentuje rysunek 10.

Lp.	Znak	Działania
1		Przychody netto ze sprzedaży
2	-	Koszty działalności operacyjnej
3	+	Amortyzacja od wartości firmy oraz wartości niematerialnych i prawnych
4	=	EBITA
5	+	Koszty obsługi leasingu operacyjnego
6	-	Podatek dochodowy od wydatków operacyjnych
7	=	NOPLAT
8	+	Niegotówkowe wydatki operacyjne (głównie amortyzacja)
9	±	Zmiana kapitału obrotowego (minus, jeśli wzrost)
10	±	Inwestycje w rzeczowe aktywa trwałe (minus, jeśli wzrost)
11	±	Wydatki na leasing operacyjny (minus, jeśli wzrost)
12	±	Inwestycje w goodwill oraz wartości niematerialne i prawne (minus, jeśli wzrost)
13	±	Zmiana w innych długoterminowych aktywach (plus, jeśli wzrost)
14	=	FCF

1. Rysunek 10 Schemat obliczania FCF według T. Kollera (Źródło: Koller 2010)

Aby obliczyć skumulowane przepływy gotówki (FCF), należy odjąć wysokość inwestycji netto od zysków operacyjnych po opodatkowaniu.

b) Wolne przepływy pieniężne do właścicieli – ECF

Wolne przepływy pieniężne dla akcjonariuszy można zdefiniować jako środki pieniężne, wypracowane przez przedsiębiorstwo w wyniku prowadzenia działalności podstawowej, po odjęciu sumy kosztów całkowitych. Pod pojęciem kosztów całkowitych rozumie się tutaj nakłady na środki trwałe, inwestycje w kapitał obrotowy, zobowiązania finansowe, raty kapitałowe kredytów. Przy obliczaniu ECF zastosowanie ma poniższy wzór:

$$ECF = \text{zysk netto} + \text{korekta} + \Delta D$$

Przy obliczaniu szumowanych przepływów pieniężnych ważne jest uwzględnienie korekty, przy czym robi się to adekwatnie do korekty w modelu FTF. Przy obliczaniu wolnych przepływów pieniężnych dla akcjonariatu uwzględnia się zmianę poziomu zobowiązań oprocentowanych - ΔD .

2.2.2.2 Wartość rezydualna

W niniejszej pracy wielokrotnie mówi się o wartości rezydualnej, wartość ta inaczej nazywa się resztową, druga nazwa bardziej ją definiuje. W prognozach przepływów pieniężnych uwzględnia się jedynie okresy, kiedy ma nastąpić zaplanowany wzrost, ale po okresie projekcji nie zakłada się, że spółka przestanie funkcjonować. Będzie ona nadal istniała, jednak przepływy będą już rosły w stałym tempie g , ten fakt trzeba w jakiś sposób uwzględnić w wycenie. Sposobem na to jest wartość rezydualna, która zwraca przyszłą wartość przedsiębiorstwa określoną na koniec ostatniego uwzględnianego w wycenie okresu. Wartość resztową oblicza się na podstawie renty wieczystej, inaczej modelu Gordona.

$$RV = \frac{FCF_n}{WACC_n - g} \quad g = ROE \times p$$

Gdzie:

- RV – wartość rezydualna
- FCF_n – skumulowana wartość przyszłych przepływów pieniężnych
- $WACC_n$ – średnio ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa
- k_E – koszt kapitału własnego
- g – współczynnik wzrostu
- ROE – rentowność kapitału własnego
- p – poziom reinwestycji
- n – ilość okresów projekcji

Podsumowując wartość rezydualna przedstawia wartość przedmiotu wyceny w ostatnim okresie projekcji, jest ona zależna od współczynnika wzrostu g . Należy zwrócić uwagę, że współczynnik wzrostu g zależny jest wprost proporcjonalnie

od rentowności kapitału własnego, którego część jest reinwestowana (część zwrotu z kapitału własnego w wysokości p powraca do kapitału własnego), co oznacza, że warunkiem wzrostu kapitału spółki jest dodatni zwrot na zainwestowanym kapitale.

2.2.2.3 Koszt kapitału

Koszt kapitału rozumie się jako koszt utraconych możliwości, koszt alternatywny⁵⁸ możliwości inwestycyjnych na rynku. W wycenach metodą DCF stosuje się koszt kapitału własnego do dyskontowania przyszłych przepływów pieniężnych, w związku z tym, że spółki mogą finansować się kapitałem własnym oraz długiem, wyróżniamy dwa koszty kapitału. Przy zastosowaniu metody ECF, gdzie przedsiębiorstwo z założenia finansuje się jedynie kapitałem własnym, do dyskontowania stosuje się koszt kapitału własnego. Natomiast podczas przeprowadzania wyceny metodą FCF przepływy pieniężne dyskontuje się średnio ważonym kosztem kapitału tzw. WACC, ponieważ tylko taki koszt kapitału ma zastosowanie, w przypadku, gdy przedsiębiorstwo finansuje się zarówno kapitałem własnym, jak i obcym, długiem.

Istnieje wiele sposobów szacowania kosztu kapitału własnego⁵⁹. W niniejszej zaprezentowany zostanie model CAMP, który służy do wyceny aktywów kapitałowych. Koszt kapitału własnego to inaczej stopa zwrotu, której wymagają inwestorzy, zgodnie z modelem CAMP jest ona wyznaczana według poniższego wzoru⁶⁰:

$$k_E = r_{RF} + \beta * r$$

Gdzie:

- k_E – koszt kapitału własnego
- r_{RF} – stopa wolna od ryzyka
- β – ryzyko systematyczne
- r – premia za ryzyko

⁵⁸B. Włoszczowski, Problemy koncepcji średnio ważonego kosztu kapitału, „Nasz Rynek Kapitałowy”, 2002 nr 2, s. 95

⁵⁹A. Fierla, Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi, SGH, Warszawa 2008, s. 110

⁶⁰Wycena i zarządzanie wartością firmy, pr. zbior. pod red. A. Szablewskiego i R. Tuzimka, Warszawa 2004, s. 163

Stopę wolną od ryzyka szacuje się na podstawie papierów wartościowych wolnych od ryzyka, wskazane jest tutaj odwoływanie się do rentowności obligacji Skarbu Państwa.

Współczynnik premii za ryzyko dotyczy ryzyka właściwego dla danego przedsiębiorstwa, jest on uzależniony od cyklu życia spółki, wyników, a także wskaźników ekonomicznych na ich podstawie można szacować z jakim ryzykiem wiąże się inwestowanie w dane przedsiębiorstwo. Ważne jest jednak, by pamiętać, że oszacowana premia ma odzwierciedlić oczekiwaną przyszłą stopę zwrotu, a nie jej wartość historyczną.

Współczynnik β przedstawia zmienność cen akcji analizowanego przedsiębiorstwa w stosunku do zmienności indeksu. Ryzyko i współczynnik beta rosną, gdy wyżej wspomniany stosunek jest większy. Wartość współczynnika beta można również pobrać z tablic „Damodaran’s Europe Betas” dostępnych w Internecie pod adresem: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/data.html.

Średnio ważony koszt kapitału WACC uwzględnia finansowane działalności przedsiębiorstwa zarówno kapitałem własnym, jak i długiem. Poniższy wzór⁶¹ przedstawia sposób wyliczenia wartości WACC:

$$WACC = k_D(1 - T) \frac{D}{D + E} + k_E \frac{E}{D + E}$$

Gdzie:

- k_D – koszt długu
- k_E – koszt kapitału własnego
- D – rynkowa wysokość długu spółki
- E – rynkowa wysokość kapitału własnego
- T – stopa podatku dochodowego spółki wycenianej

Podsumowując WACC oblicza się na podstawie średniej kosztu długu oraz kapitału własnego, którą następnie waży się za pomocą udziałów powyższych kapitałów w wartości rynkowej spółki.

⁶¹H. Johnson, Koszt kapitału. Klucz do wartości firmy, K.E. Liber, Warszawa 2000

2.2.2.4 Metoda pośrednia – FTF

Metoda pośrednia wyceny DCF opiera się na zdyskontowanych przepływach pieniężnych dla wszystkich kapitału dawców, zarówno akcjonariuszy, jak i wierzycieli. W celu obliczenia wartości rynkowej aktywów należy przepływy pieniężne zdyskontować kosztem kapitału własnego. Oznacza to, że w tej sytuacji wartość przedsiębiorstwa powstaje po dodaniu sprowadzonych do wartości dzisiejszej przepływów pieniężnych dla właścicieli i wartości rezydualnej. Wartość rezydualna bazuje na uproszczonych prognozach ograniczonych do wyestymowania stopy wzrostu, przyjmuje ona formę wcześniej już wspomnianego modelu Gordona⁶². Poniższy wzór obrazuje sposób wyliczania wartości firmy.

$$V_0 = \frac{FCF_n}{(1 + WACC_n)^n} + RV$$

$$RV = \frac{FCF_n}{WACC_n - g}$$

Gdzie:

- V_0 – wartość przedsiębiorstwa
- FCF_n – wartość przepływów gotówki w n okresie projekcji
- $WACC_n$ – średni ważony koszt kapitału dla n okresu projekcji
- RV – wartość rezydualna
- g – współczynnik wzrostu po okresie projekcji
- n – ilość okresów projekcji

⁶²A. Damodaran, Zarządzanie..., op. cit., s. 202

Podsumowując wartość całego przedsiębiorstwa w tym przypadku jest równa sumie dzisiejszych wartości (PV) przyszłych strumieni wartości dostępnych dla dawców kapitału (FCF), czyli sumie wartości kapitału własnego i obcego.

$$V_0 = PV_{(FCF)} = E_0 + D_0$$

Z powyższego wzoru wynika, że wartość kapitałów własnych (E_0) przy zastosowaniu tego modelu można poznać, po odjęciu długu (D_0) od wartości firmy (V_0).

2.2.2.5 Metoda bezpośrednia – FTE

Metodą bezpośrednią wyceny DCF opiera się na zdyskontowanych przepływach pieniężnych dla akcjonariuszy. Również w tym modelu w celu obliczenia wartości kapitału własnego należy prognozowane przepływy pieniężne zdyskontować i dodać do nich sprowadzony do wartości na dzień wyceny koszt kapitału własnego, zatem można ją obliczyć bezpośrednio z modelu zdyskontowanych FCF.

$$E_0 = \sum_{t=1}^N \frac{FCE_t}{(1 + k_E)^t} + \frac{FCE_n}{(k_E - g)(1 + k_E)^n}$$

Gdzie:

- E_0 – wartość przepływów gotówki dla właścicieli
- FCE_1 – wartość przepływów gotówki dla właścicieli w pierwszym okresie projekcji
- FCE_2 – wartość przepływów gotówki dla właścicieli w drugim okresie projekcji
- k_E – koszt kapitału własnego
- g – współczynnik wzrostu po okresie projekcji
- n – ilość okresów projekcji

Podsumowując wartość kapitału własnego w tym przypadku jest równy sumie dzisiejszych wartości (PV) przyszłych strumieni wartości dostępnych dla akcjonariuszy⁶³ (ECF).

$$E_0 = PV_{(ECF)}$$

Jak mówi teoria⁶⁴, wartość kapitału własnego obliczona na podstawie metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy powinna być podobna do wartości kapitału obliczonej przy zastosowaniu metody FCF. Należy zwrócić uwagę, że modele FCF i ECF różni jedynie kwestia długu, w przypadku gdy przedsiębiorstwo go nie posiada, wyliczenia na podstawie obu metod powinny mieć identyczne wskazania.

2.3 Metody porównawcze

Istotą metod porównawczych, jest porównanie spółki wycenianej do podobnej spółki wycenionej przez rynek. Model ten odnosi się jedynie do bilansu, rachunku zysków i strat a także zestawienia przepływów pieniężnych. Jak wcześniej wspomniano, model zawiera założenie, iż nie istnieją znaczne rozbieżności pomiędzy wartościami przedsiębiorstw o podobnym profilu działalności i zasięgu⁶⁵, bazuje on na tzw. prawie ceny⁶⁶, które mówi, że identyczne aktywa winny być nabywane po tych samych cenach.

Pierwszym krokiem przy przeprowadzaniu tego rodzaju wyceny jest odnalezienie przedsiębiorstwa porównywalnego, a następnie sporządzenie wycenę bazując na zawartych transakcjach kupna – sprzedaży. Znalezienie spółki o podobnym profilu działalności pozornie wydaje się łatwe, jednak kiedy zaczyna się jej szukać, okazuje się, że ciężko jest znaleźć taką, która całkowicie odzwierciedlałaby tę poddawaną wycenie. Założenie, że istnieje bliźniacza spółka dla wycenianej jest jedynie teorią, jednak gdyby miało swoje odzwierciedlenie

⁶³ T. Dudycz, Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, PWE, Warszawa 2005, s.45

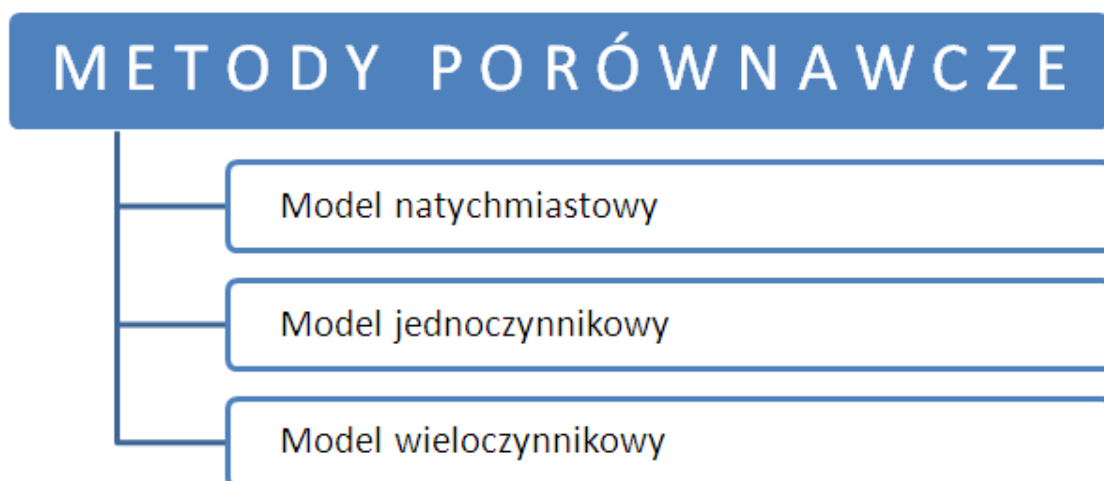
⁶⁴ Ibidem, s. 46

⁶⁵ W. Patena, W poszukiwaniu..., op. cit.

⁶⁶ Wycena i zarządzanie wartością firmy, pr. zbior. pod red. A. Szablewskiego i R. Tuzimka, Warszawa 2004, s. 141, za A. Conenberg, W. Shulze, Das Multiplikator-Verfahren In der Unternehmensbewertung, „Finanzbetrieb”, Dezember 2002

w rzeczywistości, można by było natychmiast dokonać wyceny, byłaby to metoda natychmiastowa wyceny. Należy zatem powrócić do stwierdzenia, że na rynku można odnaleźć spółkę podobną, a w takiej sytuacji trzeba jej wartość dopasować za pomocą różnego rodzaju mnożników do spółki wycenianej. Analizując wartość spółki można również szukać analogii do grupy podobnych spółek, żeby jak najbardziej urealnić przeprowadzaną wycenę. Należy jednak pamiętać, że dobierane przedsiębiorstwa powinny być z tej samej branży, mieć podobny profil działalności i nie różniącą się znacznie strukturę przychodów i kosztów. Ponadto istotne jest zwrócenie uwagi na fazę w której znajdują się przedsiębiorstwa, powinny one mieć zbliżony potencjał wzrostowy oraz potencjał ryzyka. Kolejną ważną rzeczą jest zamknięcie obszaru poszukiwań do tego samego rynku, na którym znajduje się wyceniana spółka. Zagrożenia wynikające z wejścia z poszukiwaniami na obcy rynek takie jak inna struktura, inny cykl życia, w którym znajduje się rynek mogą mieć fatalny wydzźwięk w samej wycenie.

Po dokonaniu wyboru spółki lub grupy do której będzie się referować należy przemnożyć przez siebie dwa parametry, bazą wyceny⁶⁷ jest zmienna finansowa np. wartość sprzedaży, wartość księgowa, zysk, drugim parametrem jest wskaźnik wartości spółki inaczej zwany mnożnikiem rynkowym. W zależności od ilości zastosowanych do wyceny parametrów wyróżnia się modele jednoczynnikowe i wieloczynnikowe wyceny. Podział metod porównawczych wyceny obrazuje rysunek 10.



11. Rysunek 11 Metody porównawcze wyceny (Źródło: Opracowanie własne)

⁶⁷Finanse przedsiębiorstwa, pr. zbior. pod red L. Szyszko i J. Szczepańskiego, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001, s. 425

W doborze mnożników używanych do wyceny również istnieje pewne zagrożenie. Trzeba pamiętać, że wskaźniki dobierane są w określonym czasie, niekiedy jednak czynniki są zaburzone ze względu strat nadzwyczajnych lub innych nieprzewidzianych wydarzeń, które mają małe prawdopodobieństwo ponownego wystąpienia, żeby uchronić się przed wpływem takiego wydarzenia należy przeanalizować również wariację⁶⁸ wskaźników w czasie.

Wycena spółek nie notowanych na giełdzie przysparza jeszcze jednego problemu, porównanie jej do spółki giełdowej będzie błędne, gdy nie uwzględnimy faktu, iż na giełdzie można płynnie obracać akcjami, natomiast podczas sprzedaży spółki nie notowanej trzeba zazwyczaj ponieść wysokie koszty. Uwzględnienie braku płynności spółki nie notowanej nazywa się szacowaniem dyskonta braku płynności.

2.3.1 Model natychmiastowy

Jak wcześniej wspomniano założenie to mówi, iż na rynku istnieje spółka bliźniacza, do której można porównać przedsiębiorstwo, jest to założenie czysto teoretycznie, nie mające odzwierciedlenia w rzeczywistości. Gdyby jednak nie była to teoria, wyceny dokonywałyby się jedynie poprzez przeniesienie wartości spółki bliźniaczej na wartość spółki wycenianej.

2.3.2 Model jednoczynnikowy

W poprzednich rozważaniach pojawiała się tematyka mnożników rynkowych, w modelu jednoczynnikowym, jak sama nazwa wskazuje, do przeprowadzenia wyceny stosuje się jeden mnożnik. W celu oszacowania wartości należy przemnożyć przez siebie dwa parametry, bazą wyceny jest zmienna finansowa np. wartość sprzedaży, wartość księgowa, zysk, drugim parametrem jest wskaźnik wartości spółki inaczej zwany mnożnikiem rynkowym. Iloraz dwóch wyżej wymienionych parametrów obrazuje poniższy wzór:

$$V_A = B_A * \frac{EV}{B}$$

⁶⁸A. A. Gropelli, E. Nikbakht, Wstęp do finansów, WIG Press, Warszawa 1999

Gdzie:

V_A = wartość spółki wycenianej

B_A = baza dla spółki wycenianej (wybrana zmienna finansowa),

B = wybrana zmienna finansowa przedsiębiorstwa, do którego się porównuje

EV (Enterprise Value) = wartość porównywalnej firmy,

EV/B = mnożnik rynkowy.

Wyróżnia się wiele rodzajów mnożników rynkowych, jednak w niniejszej pracy skupimy się na trzech podstawowych, poświęcone im zostaną kolejne podpunkty.

2.3.2.1 Współczynniki zysku (P/E)

Współczynnik zysku jest jednym z najczęściej stosowanym i najpopularniejszym wskaźnikiem. Iloraz ceny do zysku szacuje się dzieląc cenę jednej akcji, na zysk na nią przypadający. Mając świadomość, że inwestorzy są zorientowani na przyszłe⁶⁹ wyniki spółki, a w mniejszym stopniu na jej wyniki historyczne, łatwo można wywnioskować, że wysokość wskaźnika P/E nie oddaje wiernie ceny akcji. W przypadku oczekiwań szybkiego wzrostu zysku w przyszłości ze strony inwestorów poziom wskaźnika P/E może być wyższy niż rzeczywista cena akcji. Ta sama zależność działa w drugą stronę, gdy inwestorzy oczekują spadku zysków przedsiębiorstwa jego akcje wcale nie muszą być tanie, mimo iż malejący wskaźnik P/E może to sugerować. Poziom wskaźnika zysku obrazuje sumę jaką trzeba zapłacić by móc otrzymać jedną złotówkę z zysku księgowego spółki.

2.3.2.2 Współczynniki wartości księgowej (P/BV)

Innym dobrze znanym współczynnikiem, jest wskaźnik wartości księgowej. Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji spółki przez wartość księgową na nią przypadającą. Na standardowy poziom tego wskaźnika duży wpływ ma branża,

⁶⁹ J. C. Francis, R. W. Taylor, Podstawy inwestowania. Wycena papierów wartościowych i konstrukcja portfela, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2001

w której znajduje się przedsiębiorstwo. W gałęziach bardzo zaawansowanych technicznie istnieją dużo większe możliwości rozwoju, a co za tym idzie przychody i zyski, a także wyższy współczynnik wartości księgowej. W niniejszej pracy, często podkreślana jest istota urealniania wartości przedsiębiorstwa, jest kładziony nacisk na odchodzenie od wartości księgowych. W przypadku tego wskaźnika można również zastosować jego odpowiednik w postaci kosztów wymiany aktywów po to, by zapobiec zniekształceniu wyceny. Współczynnik wartości rynkowej spółki do wartości odtworzeniowej aktywów przedsiębiorstwa nosi nazwę współczynnika Q^{70} . Współczynnik Q został stworzony przez Laureata Nagrody Nobla Tobina, pozwala on określić poziom pożądanego kapitału przy uwzględnieniu wszystkich kosztów inwestycji.

2.3.2.3 Współczynniki sprzedaży (P/S)

Wskaźnik sprzedaży oblicza się dzieląc rynkową cenę akcji przez wielkość sprzedaży przypadającą na tę akcję, zatem współczynnik ten mówi ile inwestor musi zapłacić za jedną złotówkę wartości sprzedaży spółki. Jest to wskaźnik, który nie jest w żadnym stopniu zależny od przyjętych przed przedsiębiorstwo zasad rachunkowych, ponieważ stosowany system rachunkowy nie ma żadnego wpływu na wielkość sprzedaży realizowanej przez przedsiębiorstwo. Głównie stosuje się go w celu uniknięcia zniekształcenia w wycenie, bądź podczas porównywania spółek, które różnią się pod względem przyjętych zasad rachunkowych.

2.3.3 Model wieloczynnikowy

Model wieloczynnikowy różni się od jednoczynnikowego ilością wskaźników przyjętych do wyceny a także liczbie spółek, do których przedsiębiorstwo będzie porównywane. Po podjęciu decyzji uwzględnianych spółkach i wskaźnikach następuje czas na odnalezienie prawidłowej wartości dla każdego użytego mnożnika, szacuje się ją na podstawie wypadkowej dla kilku spółek. Takie działanie prowadzi do oszacowania wartości spółki na każdym mnożniku osobno, w celu sprowadzenia wszystkich danych do jednego wyniku, mnożnikom przypisuje się wagi a później oblicza finalną wartość wypadkową, którą uznaje się za wycenę spółki. Wydaje się, że metoda ta jest prosta i rzetelna, jednak relatywność przy określaniu wag mnożników może prowadzić do sporych zniekształceń wyceny.

⁷⁰B. Cornell, Wycena spółek. Metody i narzędzia efektywnej wyceny, K.E. LIBER, Warszawa 1999.

3 Rozdział III - Wycena Danone Sp. Zoo metodą DCF

Bieżący rozdział jest częścią analityczną pracy, została w nim zaprezentowana wycena Danone Spółki z o. o. metodą zdyskontowanych przepływów dla dawców kapitału.

3.1 Informacje o wycenianej spółce

Przedsiębiorstwo Danone należy do Grupy Danone zrzeszającej w Polsce dodatkowo firmę Nutricia i Żywiec Zdrój. Danone Sp. z o. o. działa w branży mleczarskiej, głównym profilem jej działalności jest przetwórstwo mleka i wyrób serów. Danone w Polsce pojawiło się w roku 1990 r., na początku produkty importowano, jednak w roku 1992 firma rozpoczęła działalność w Polsce w halach Zakładu Mleczarskiego Wola. W 1994 roku firma przejęła i wykupiła całość ZM Wola, a w 1995 otworzyła fabrykę w Bieruniu na Śląsku. Obecnie firma zajmuje się produkcją śmietan, kefirów, serków homogenizowanych, jogurtów smakowych i naturalnych, deserów mlecznych oraz mlek smakowych. Swoje wyroby oferuje zarówno dzieciom, dorosłym, a także osobom starszym. Firma słynie również z produktów przynoszących korzyści zdrowotne osobom z trawieniem, podwyższonym cholesterolem, czy chcących poziom swojej odporności.

Firma w dużym stopniu dba o społeczeństwo, jednym z jej celów jest walka z niedożywieniem dzieci. Strategia walki z niedożywieniem opiera się na trzech filarach:

- 1) Program Podziel się Posiłkiem
- 2) Stworzenie produktu Mleczny Start
- 3) Przekazywanie produktów przez Bank Żywności

Program Podziel się Posiłkiem firma prowadzi od roku 2003, polega on na zmniejszaniu niedożywienia wśród dzieci dzięki zapewnieniu im jak największej liczby posiłków, wsparcie ich rozwoju psychospołecznego i fizycznego oraz edukację w zakresie zdrowego odżywiania. Filar drugi to stworzenie wzbogaconego w składniki mineralne i witaminy produktu na śniadanie, kaszki Mleczny Start, którego cenę ustalono tak, aby na

zakup mogli sobie pozwolić najubożsi konsumenci w Polsce. Trzeci filar tworzy przekazywanie potrzebującym produktów Danone poprzez Banki Żywności.

W obszarze Społecznej Odpowiedzialności Biznesu w Danone znajduje się również środowisko, firma od wielu lat optymalizuje procesy na poziomie fabryk, transportów, ale również u swoich dostawców, po to by zminimalizować wpływ swojej działalności na środowisko naturalne. Za główny cel firma corocznie stawia sobie obniżenie emisji gazów cieplarnianych oraz zużycia wody, ale stale dba również o zmniejszanie zużycia energii.

Od dnia 1 czerwca 2001 roku firma widnieje w Krajowym Rejestrze Sądowym pod numerem KRS: 0000014227, Władzami Spółki jest Zgromadzenie Wspólników, Rada Nadzorcza i jednoosobowy Zarząd. Obecnie Prezesem Zarządu jest Frank Uszko, natomiast w skład Rady Nadzorczej wchodzi: Felix Martin Garcia, Olivier Pierredon oraz Damien Leclerc.

3.2 Analiza makroekonomiczna

Gospodarka Polska wykazuje tendencję wzrostową, PKB per capita z roku na rok rośnie, poprawia się sytuacja obywateli i poziom ich życia, w związku z tym nie ma podstaw, by sadzić, iż w gospodarce nastąpi zastój lub regres. Bazując na rozwoju gospodarczym autor spodziewa się, że przedsiębiorstwo również będzie rosło, w celu precyzyjnego oszacowania jego wzrostu należy uważnie przeanalizować również rynek, na którym przedsiębiorstwo funkcjonuje.

Firma Danone działa na rynku przetworów mlecznych, swoje produkty posiada w kategoriach jogurtów oraz serów. Kategoria jogurtów w Polsce na przestrzeni ostatnich lat rozwijał się prężnie, agencja Nielsen podaje, że wzrost całej kategorii jogurtów średnio wynosił 7% rocznie. W 2010 roku wartość rynku jogurtów wyniosła 1,9 miliardów złotych. W 2010 roku konsumenci wygenerowali wzrost całego rynku pod kątem sprzedanej ilości jogurtów o 13,8% w porównaniu do roku 2009, jak i wzrost sprzedaży wartościowej o 12,6%.

Kategoria	Kilkać i obiektywny analizy danych i raporty					
	Wolumen (mln sztuk)	Wolumen (mln sztuk)	Zmiana (%)	Wolumen (mln sztuk)	Wolumen (mln sztuk)	Zmiana (%)
Jogurty ogólnie	272 288	309 000	13,8%	1 007 200	2 101 010	12,8%
Jogurty do jedzenia łyżeczką	27,0%	26,2%	-0,1	24,3%	22,8%	-0,3
Jogurty pitne	22,0%	22,3%	0,1	25,2%	22,8%	0,2
Smażone i suszone	5,0%	5,0%	-0,0	5,0%	5,0%	0,0
Smażone i suszone	3,7%	3,2%	-1,4	3,7%	3,0%	-0,7
Masło	1,0%	1,0%	0,0	1,0%	1,0%	0,0
0-100 g	2,3%	2,2%	-0,1	0,2%	0,2%	-0,0
101-149 g	41,2%	40,5%	-0,4	44,8%	44,4%	-0,1
150 g	3,2%	3,9%	+1,6	5,2%	7,2%	+1,9
25-300 g	4,2%	5,2%	+1,3	3,2%	3,0%	-0,2
30-400 g	21,0%	21,3%	0,1	21,0%	21,7%	0,2
40-500 g	12,2%	12,2%	+0,0	11,2%	11,4%	+0,2
>500 g	8,2%	8,7%	+1,5	8,2%	7,8%	-0,2
Jogurty typu jogurt	204 200	237 748	13,9%	1 262 832	1 522 220	12,7%
Smażone i suszone	25,2%	26,7%	+0,2	25,2%	25,2%	0,0
Smażone i suszone	3,2%	3,0%	-0,7	3,2%	3,0%	-0,2
Masło	20,4%	20,2%	-0,5	12,2%	21,2%	+1,0
0-100 g	2,3%	2,2%	-0,1	0,2%	0,2%	0,0
101-149 g	41,2%	40,5%	-0,3	44,8%	44,4%	-0,2
150 g	3,2%	3,9%	+1,6	5,2%	7,2%	+1,9
25-300 g	4,2%	5,2%	+1,3	3,2%	3,0%	-0,2
30-400 g	21,0%	21,3%	0,1	21,0%	21,7%	0,2
40-500 g	12,2%	12,2%	+0,0	11,2%	11,4%	+0,2
>500 g	8,2%	8,7%	+1,5	8,2%	7,8%	-0,2

12. Rysunek 12 Rynek jogurtów w Polsce
 (Źródło: <http://www.forummleczarskie.pl/RAPORTY/165/tab3.jpg>, data odczytu: 16.09.2011)

Wszyscy zgodnie twierdzą, że rynek produktów mlecznych, w tym także jogurtów i serów, będzie się dynamicznie rozwijał. Firma Euromonitor International szacuje, że do roku 2015 przeciętna konsumpcja jogurtów do jedzenia łyżeczką wzrośnie w Polsce do 9,2kg na osobę, natomiast cały rynek produktów mlecznych osiągnie wartość około 17 miliardów złotych. Rysunek 13 prezentuje prognozę rozwoju rynku przetworów mleczarskich w Polsce z wyszczególnieniem kategorii jogurtów przygotowaną przez Euromonitor International.

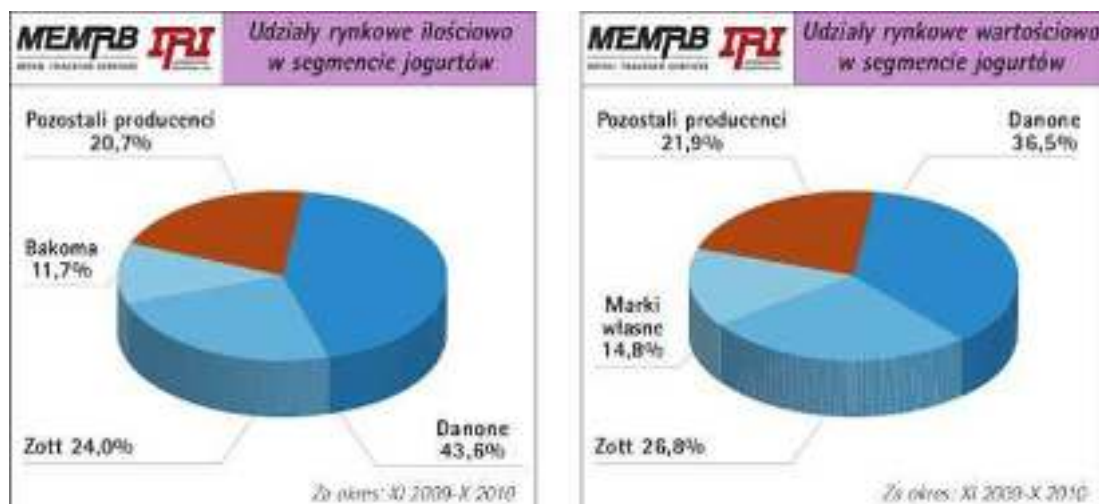


13. Rysunek 13 Sprzedaż przetworów mleczarskich w Polsce w mld zł (Źródło: <http://grafik.rp.pl/grafika2/634353,657271,9.jpg>, data odczytu: 17.09.2011)

Zgodnie z prognozą Euromonitora kategoria jogurtów do roku 2015 ma wzrosnąć o 37,5% w porównaniu do roku 2010. Firma szacuje też, że kategoria serów wzrośnie do 5,1 miliarda złotych w 2015 roku, czyli o prawie 21% w porównaniu do roku 2010, kiedy jej wartość wynosiła 4 miliardy złotych.

Pomiędzy danymi sprzedażowymi opracowanymi przez Nielsen na rysunku 12, które przedstawiają faktyczną sprzedaż jogurtów w latach 2009-2010, a danymi przygotowanymi przez Euromonitor widać różnicę. Nielsen obliczył, że kategoria jogurtów w 2009 była warta około 1,9 miliarda złotych, natomiast Euromonitor podał, że były to 2,3 miliardy złotych. W roku 2010 różnica między danymi zmniejsza się, Nielsen szacuje kategorię na 2,1 miliarda, a Euromonitor na 2,4 miliarda. Różnice między danymi mogą wynikać z okresu przyjętego za podstawę obliczeń.

Warto zwrócić również uwagę na rynkową pozycję firmy Danone, przedsiębiorstwo jest liderem na rynku przetworów mlecznych, ale także w wyżej wspomnianych kategoriach. Firma jest niekwestionowanym liderem w kategorii jogurtów, jej udziały rynkowe kształtują się na poziomie 40%. Daleko za nią jest główny konkurent, firma Zott, jej udziały rynkowe wynoszą około 20%. Trzecim konkurentem Danone jest krajowy producent Bakoma z udziałami rynkowymi na poziomie około 10%. Poniższy rysunek obrazuje podział danych rynkowych zarówno na podstawie ilości, jak i wartości kategorii.

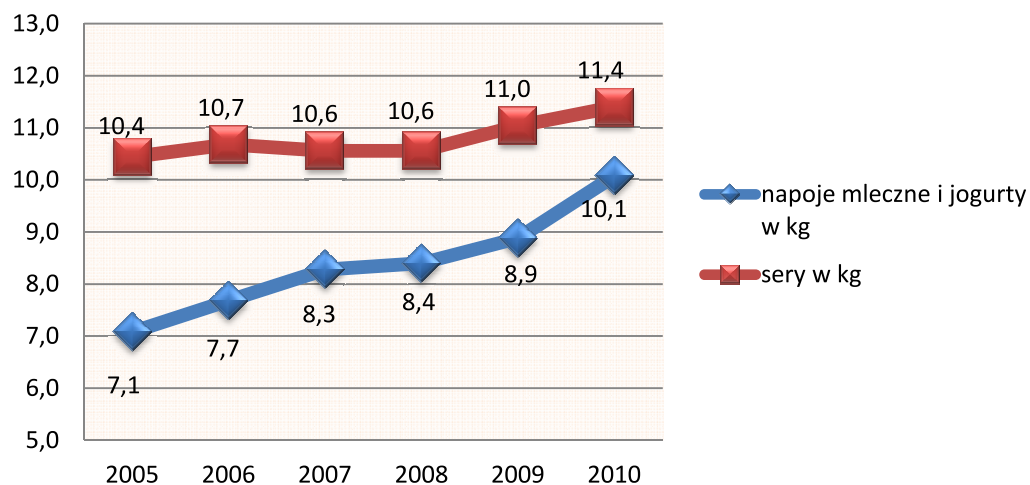


14. Rysunek 14 Udziały rynkowe w segmencie jogurtów w Polsce (Źródło: <http://www.forummleczarskie.pl/RAPORTY/165/tab2.jpg>, data odczytu: 16.09.2011)

Warto zwrócić też uwagę na kategorię serów, a dokładniej serków homogenizowanych, w których obecna jest spółka, również tutaj jest ona liderem, posiada około 40%. W tej kategorii głównym konkurentem jest Mlekovita ze swoim 17% udziałem.

Analizując kategorię serów i jogurtów, należy zwrócić uwagę na systematycznie wzrastający poziom ich konsumpcji, obrazuje go rysunek 15.

Roczna konsumpcja w przeliczeniu na jednego mieszkańca



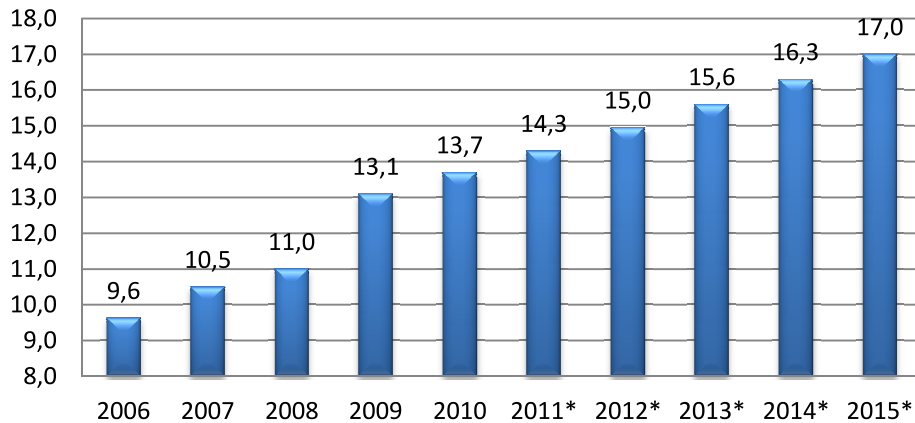
15. Rysunek 15 Roczna konsumpcja serów, jogurtów i napojów mlecznych w latach 2005-2010 (Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z GUS)

Zwracając uwagę na dynamikę rozwoju kategorii, łatwo zauważyć, że spożycie jogurtów i napojów mlecznych rośnie szybciej, natomiast spożycie serów wolniej, w roku 2007 został również zanotowany spadek tego segmentu.

3.3 Budowa dokumentów pro forma

Na podstawie prognozy Firmy Euromonitor i danych historycznych został opracowany wykres, przedstawiający rynek przetworów mlecznych. Obserwuj się na nim stabilny wzrost w latach 2006-2015. Należy zwrócić uwagę, że na lata 2011-2015 została przyjęta prognoza.

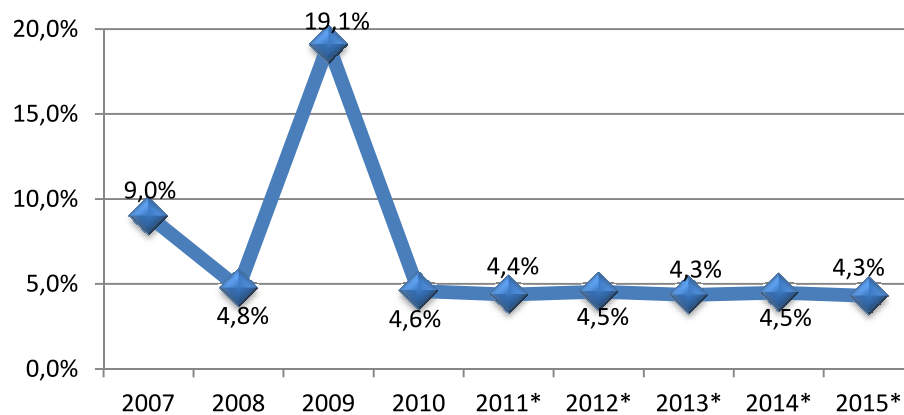
Rynek przetworów mlecznych (w mld PLN)



16. Rysunek 16 Rynek przetworów mlecznych w latach 2006-2015 (Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Euromonitor International)

Opracowano również wykres przedstawiający dynamikę rozwoju rynku przetworów mlecznych. W roku 2009 widać spory pik w porównaniu do lat poprzedzających i kolejnych, wartość rynku wzrosła w tym czasie prawie o 20%, w dużym stopniu na wzrost miały wpływ podwyżki cen. należy pamiętać, że prezentowane dane są podane w złotych, nie zaś kilogramach, więc czynnik cenowy jest tutaj bardzo istotny. W latach późniejszych przyjęty został stabilny wzrost rynku.

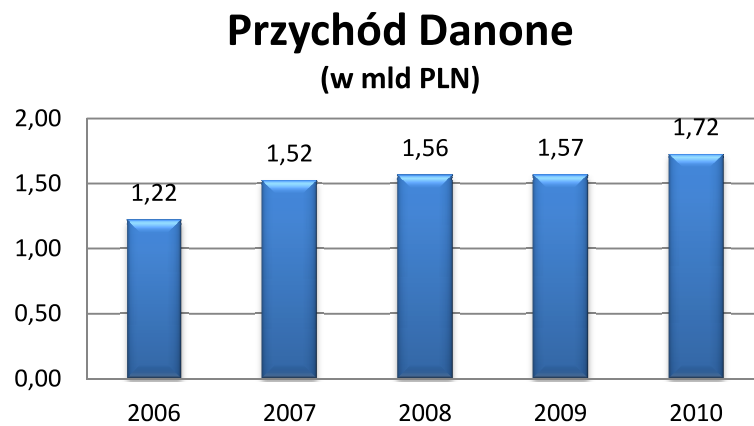
Dynamika rozwoju rynku przetworów mlecznych



17. Rysunek 17 Dynamika rozwoju rynku przetworów mlecznych w latach 2007-2015 (Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Euromonitor International)

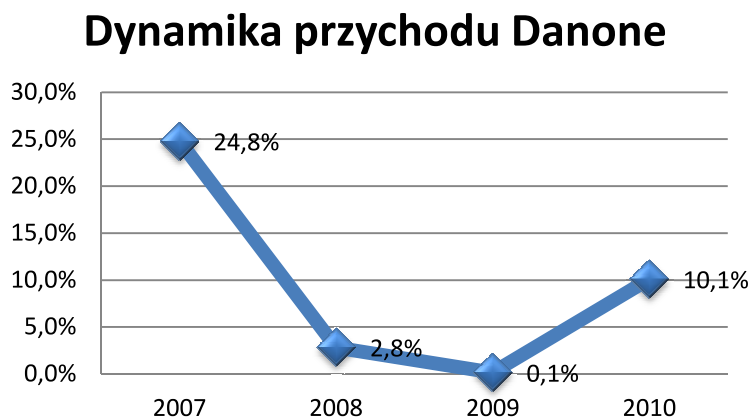
3.3.1 Prognoza RZiS

Projekcję rachunku zysków i strat w głównej mierze oparto na przychodach oraz ich strukturze oraz na strukturze kosztów. Z danych historycznych, wynika, że w spółce Danone wysokość przychodów z roku na rok rośnie, w latach 2007-2009 wzrost bardzo mało dynamiczny. Dane prezentuje rysunek 18.



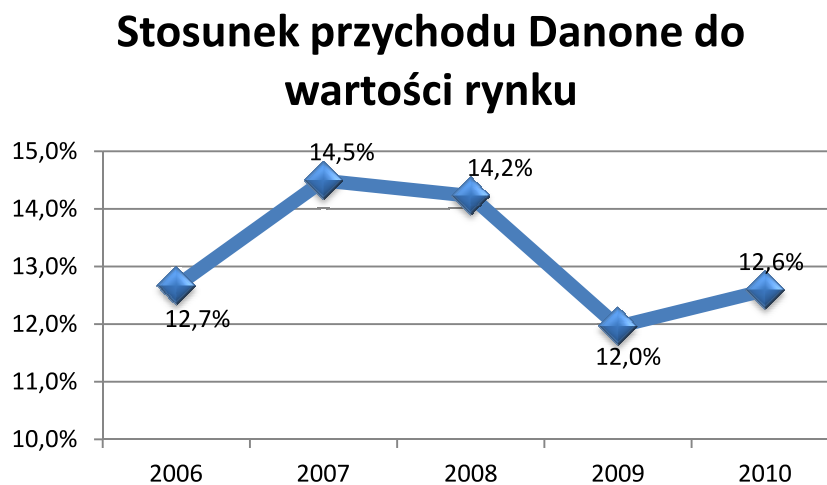
18. Rysunek 18 Przychód Danone Sp. Z o. o. w latach 2006-2010 (Źródło: Opracowanie własne)

Śledząc dane dotyczące przychodu, łatwo można zauważyć, że jego wzrostu w latach 2007-2009 był niewielki, dane obrazuje dynamika przychodu zaprezentowana na poniższym rysunku.



19. Rysunek 19 Dynamika przychodu Danone Sp. Z o. o. w latach 2007-2010 (Źródło: opracowanie własne)

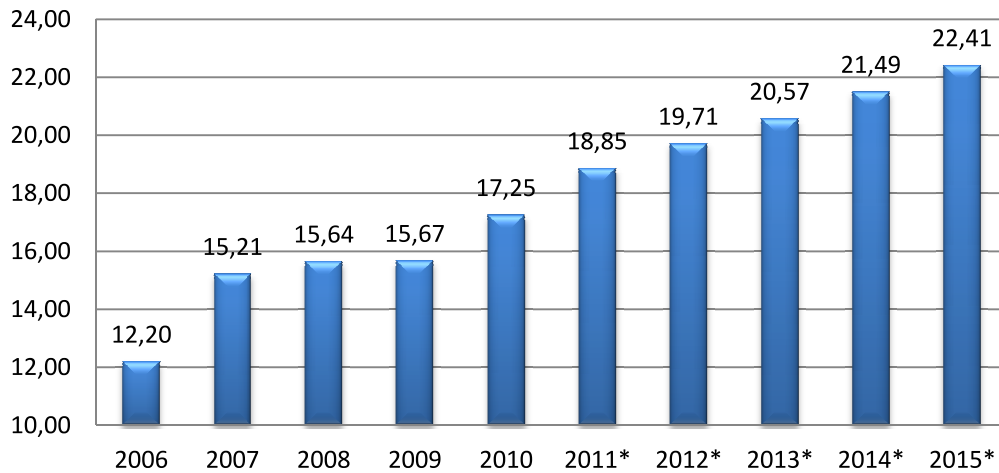
Jak widać dynamika przychodu spółki nie wykazuje prostej zależności, którą można by było wykorzystać przy szacowaniu przyszłych przychodów. W związku z tym postanowiono odwołać się do całego rynku przetworów mlecznych. Analizując dane dotyczące przychodu spółki i wartości rynku zauważono, iż istnieje pomiędzy nimi związek. Co roku spółka osiąga przychody w wysokości 12-14% wartości całego rynku. Dane prezentuje rysunek 20.



20. Rysunek 20 Stosunek przychodu Danone do wartości rynku przetworów mlecznych w latach 2006-2010(Źródło: Opracowanie własne)

W związku ze stabilną relacją przychodu Danone do wielkości rynku, postanowiono przyjąć uśrednioną relację z lat 2006-2010 w wysokości 13,18% za podstawę do prognozowania przychodu na lata 2011-2015. Warto zwrócić uwagę, że przychody będą rosły do roku 2012 z dynamiką zgodną z dynamiką rynku przetworu mlecznych. W wyniku przyjętych założeń powstał prognozowany przychód, który prezentuje rysunek 21.

Przychód Danone (w mld PLN)



21. Rysunek 21 Przychód Danone w latach 2006-2015 (Źródło: Opracowanie własne)

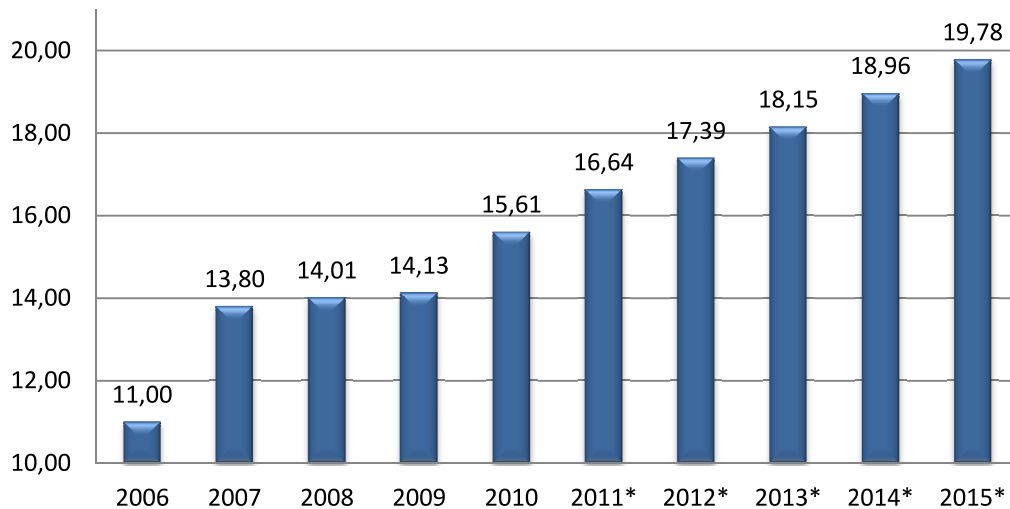
Racjonalnym byłoby skorygowanie wartości przychodu, na podstawie danych historycznych 2006-2010 można by zaobserwować cykliczność w branży niezależną od dynamiki rynku, jednak należy zwrócić uwagę, iż okres 5cioletni jest zbyt krótki, by na jego podstawie szacować korekty. Ponadto w danych historycznych nie widać spadków przychodu, a jedynie spowolnienie dynamiki ich wzrostu. Po rozważeniu czynników, które mogłyby posłużyć jako podstawa do naliczenia korekty postanowiono pozostawić wartość przychodu w relacji do dynamiki rynku, gdyż nie istnieją twarde podstawy do szacowania wyżej wspomnianych korekt.

Przychody ze sprzedaży produktów oraz przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów prognozowano na podstawie średniej z lat 2006-2010 - struktury przychodów, dla przychodów ze sprzedaży produktów i usług średnia była na poziomie 95,13%, a dla przychodów netto ze sprzedaży towarów i materiałów wyniosła pozostałe 4,87% całości przychodu.

Rodzajowy układ kosztów był podstawą do przeprowadzania prognozy kosztów. W jego skład wchodzi: wartość sprzedanych towarów i materiałów, zużycie materiałów i energii, usługi obce, wynagrodzenia, świadczenia na rzecz pracowników, amortyzacja, podatki i opłaty oraz pozostałe koszty rodzajowe. Projekcję kosztów operacyjnych oparto o

dane historyczne marży i struktury kosztów, jako założenie przyjęto, że struktura kosztów się nie zmieni w kolejnych latach. W latach 2011–2015 założono strukturę kosztów identyczną jak średnia z lat 2006-2010, przyjęta marża zysku na sprzedaży wynosi 11,75%, natomiast stosunek kosztów do przychodów 88,25%.

Koszty Danone (w mld PLN)



22. Rysunek 22 Koszty Danone w latach 2006-2015 (Źródło: Opracowanie własne)

W modelu prognostycznym koszty amortyzacji opierają się na stanie rzeczowym majątku oraz przyroście majątku wynikającym z poniesionych nakładów inwestycyjnych. Przyrost majątku trwałego oraz nakłady inwestycyjne w projekcji są zgodne z dynamiką wzrostu przychodów. Poziom amortyzacji został określony na podstawie wartości środków trwałych pomnożonych przez stawkę amortyzacyjną, którą przyjęto na poziomie średniej stawki amortyzacyjnej z lat 2006-2010, w wysokości 14,82%.

W modelu przyjęto, że poziom dotacji jest stały. Inne przychody operacyjne rosną proporcjonalnie do wzrostu przychodu, za stopę wzrostu przychodów, przyjęto tę stopę z roku 2010 w wysokości 2,56%. Proporcjonalnie do przyrostu innych przychodów operacyjnych, rosną koszty operacyjne, za stopę wzrostu przyjęto wysokość tego wskaźnika z roku 2010, czyli 56,40%. Wartość zysków i strat nadzwyczajnych przyjęto na stałym poziomie 0 zł. Natomiast zysk/stratę ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych obliczono na podstawie

wartości środków trwałych, którą pomnożono przez średni stosunek zysku/straty ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych do wartości aktywów z lat 2006-2010, współczynnik ten wyniósł 1,58%.

W rachunku zysków i strat widać, iż spółka ma wypłacaną dywidendę od jednostek powiązanych. Niestety nie jest znany podmiot wypłacający dywidendę, ani rynek na którym działa, dlatego ciężko jest prognozować tę pozycję. Z danych historycznych wynika, że wysoki rozwój tego podmiotu nastąpił w roku 2009, gdzie dywidenda w stosunku do poprzedniej wyniosła 80 402%. Racjonalnym byłoby uwzględnienie w modelu dywidendy, jednak nie ma twardych przesłanek, które pozwoliłyby je prognozować, nie widać cykliczności wypłat, nie są dostępne żadne dane na temat tego podmiotu.

Koszty finansowe zawierają jedynie pozycję odsetek. Odsetki dla jednostek powiązanych prognozowano na podstawie iloczynu długu i kosztu długu. Koszt długu oszacowano na poziomie 9%, przyjęto stawkę WIBOR 3M z dnia 22.09.2010 w wysokości 4,85%, został on zwiększony o prowizję bankową w wysokości 4,15%.

Przychody finansowe są natomiast szacowane na podstawie inwestycji krótkoterminowych, w założeniach przyjęto, że poziom inwestycji spółka zachowa na poziomie średniego zwrotu z lat 2006-2010, czyli w wysokości 6,70%. Często przy szacowaniu tej pozycji rachunku zysków i strat, odwołuje się do stopy procentowej na lokatach krótkoterminowych, jednak zwrot historyczny wskazuje, iż zakładając niższą stopę bardzo możliwe byłoby zaniżenie tej wartości.

Aktualizację wartości aktywów niefinansowych przeliczono jako stosunek do wartości środków trwałych w wysokości 0,52%, czyli o 0,5% mniej niż wynosi średnia tego współczynnika dla lat 2009-2010.

Ostatnim założeniem było przyjęcie, iż przedsiębiorstwo rozlicza się według stawki podatku liniowego w wysokości 19%.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011*	2012*	2013*	2014*	2015*
Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym od jednostek powiązanych	1 219,57	1 521,45	1 564,40	1 566,63	1 724,65	1 885,31	1 971,00	2 056,70	2 148,99	2 241,27
Przychody ze sprzedaży produktów	1 164,89	1 423,06	1 502,96	1 501,47	1 633,42	1 793,58	1 875,11	1 956,64	2 044,43	2 132,23
Zmiana stanu produktów (zwiększenie – wartość dodatnia; zmniejszenie – wartość ujemna)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	54,68	98,39	61,44	65,16	91,23	91,73	95,89	100,06	104,55	109,04
Koszty działalności operacyjnej	1 100,50	1 380,34	1 401,36	1 413,14	1 560,69	1 663,73	1 739,35	1 814,98	1 896,42	1 977,86
Amortyzacja	46,61	45,89	43,41	43,97	46,48	51,83	54,19	56,55	59,08	61,62
Zużycie materiałów i energii	595,15	769,40	756,02	752,27	853,20	903,97	945,06	986,15	1 030,40	1 074,65
Usługi obce	299,55	368,04	402,72	418,84	438,15	466,95	488,18	509,40	532,26	555,12
Podatki i opłaty	3,67	4,88	4,60	3,91	4,08	5,17	5,40	5,64	5,89	6,15
Wynagrodzenia	87,16	95,06	112,63	117,31	120,34	129,29	135,17	141,05	147,38	153,70
Ubezpieczenie społeczne i inne świadczenia	19,46	20,07	21,26	22,84	24,64	26,40	27,60	28,80	30,09	31,39
Pozostałe koszty rodzajowe	13,52	15,85	17,27	13,65	17,49	18,95	19,82	20,68	21,60	22,53
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	35,38	61,14	43,46	40,35	56,30	61,15	63,93	66,71	69,70	72,70
Zysk/strata ze sprzedaży (A – B)	119,08	141,10	163,04	153,49	163,96	221,58	231,65	241,72	252,57	263,41

Pozostałe przychody operacyjne	26,70	26,87	31,03	31,25	67,64	54,57	56,67	58,90	61,29	63,85
Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	0,27	0,00	0,00	0,30	20,10	5,72	6,47	7,33	8,29	9,39
Dotacje	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Inne przychody operacyjne	26,41	26,86	31,02	30,94	47,53	48,84	50,18	51,56	52,99	54,45
Pozostałe koszty operacyjne	22,76	19,34	31,43	33,34	27,84	29,35	30,19	31,05	31,94	32,85
Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	0,00	0,29	4,18	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	7,24	3,03	6,52	5,57	1,03	1,80	1,89	1,97	2,06	2,15
Inne koszty operacyjne	15,52	16,02	20,73	27,76	26,80	27,54	28,30	29,08	29,88	30,71
Zysk/strata z działalności operacyjnej (C + D – E)	123,01	148,63	162,64	151,40	203,76	246,80	258,13	269,58	281,92	294,41
Przychody finansowe	0,27	0,48	1,37	21,05	63,19	28,98	35,01	44,98	59,83	80,71
Dywidendy i udziały w zyskach, w tym od jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,07	0,00	57,71	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Odsetki, w tym od jednostek powiązanych	0,27	0,48	1,30	3,23	5,48	28,98	35,01	44,98	59,83	80,71
Zysk ze zbycia inwestycji	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktualizacja wartości inwestycji	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Inne	0,00	0,00	0,00	17,82	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Koszty finansowe	4,49	5,30	5,38	28,20	61,68	98,97	102,32	108,87	120,14	136,63

Odsetki, w tym dla jednostek powiązanych	4,16	5,27	2,27	28,20	60,18	39,76	41,25	43,63	47,37	52,57
Strata ze zbycia inwestycji	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktualizacja wartości inwestycji	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Inne	0,33	0,03	3,11	0	1,50	0,00	0,00	0,00	0	0,00
Zysk/strata z działalności gospodarczej (F + G - H)	118,79	143,81	158,63	144,24	205,27	176,81	190,81	205,69	221,61	238,49
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych (J.I – J.II)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zyski nadzwyczajne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Straty nadzwyczajne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zysk/strata brutto (I ± J)	118,79	143,81	158,63	144,24	205,27	176,81	190,81	205,69	221,61	238,49
Podatek dochodowy	23,06	27,81	30,77	1,37	27,79	33,59	36,25	39,08	42,11	45,31
Pozostałe obowiązkowe zmniejszenie zysku (zwiększenie straty)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zysk/strata netto (K – L – M)	95,73	116,00	127,86	142,88	177,48	143,22	154,56	166,61	179,50	193,18

2. Tabela 2 Prognoza Rachunku Zysków i Strat na lata 2011-2015 (Źródło: Opracowanie własne)

3.3.2 Budowa bilansu pro forma

W modelu prognostycznym przyjęto, że nakłady inwestycyjne oraz przyrost rzeczowego majątku trwałego są zgodne z dynamiką wzrostu przychodów przedsiębiorstwa. Ponadto założono, iż wartości niematerialne i prawne zmniejszają się, zgodnie z trendem historycznym o 61,11% w stosunku do roku poprzedzającego. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe są szacowane na podstawie przychodu i średniej stosunku długoterminowych rozliczeń międzyokresowych do przychodu z lat 2006-2010.

Ponadto założono, że kluczowe pozycje bilansowe zmieniają się zgodnie ze zmianami w przychodach. Wartości należności, zapasów i zobowiązań krótkoterminowych na potrzeby projekcji obliczono bazując na wskaźnikach rotacji z roku 2010, które wynosiły:

- dla należności 29 – 30 dni,
- dla zapasów 242 – 243 dni,
- zobowiązań dokładnie 104 dni

Pozycja inwestycje krótkoterminowe obrazuje zwiększenia poziomu gotówki wynikające z nadwyżki pasywów nad aktywami, są one obliczone tak, aby nadwyżka została zbilansowana.

Kapitał podstawowy i kapitał zapasowy w okresie projekcji pozostają na poziomie z końca roku 2010. Za dynamikę wzrostu kapitału z aktualizacji wyceny została przyjęta wartość identyczna do dynamiki wzrostu przychodu.

Wartość rezerw na zobowiązania ustalono na poziomie 30% zobowiązań. Poziom zobowiązań długoterminowych oszacowano na podstawie iloczynu zobowiązań z roku poprzedzającego i średniej dynamiki zobowiązań długoterminowych z lat 2009-2010. W przypadku wystąpienie nadwyżki aktywów nad pasywami, zwiększa się suma zobowiązań długoterminowych tak, by zbilansować tę nadwyżkę.. Zobowiązania krótkoterminowe, jak wyżej wspomniano, oszacowano na podstawie cyklu zobowiązań.

Wzrost rozliczeń międzyokresowych po stronie pasywów został oszacowane zgodnie z dynamiką przychodów.

AKTYWA	Na dzień 31.12.2006	Na dzień 31.12.2007	Na dzień 31.12.2008	Na dzień 31.12.2009	Na dzień 31.12.2010	Na dzień* 31.12.2011	Na dzień* 31.12.2012	Na dzień* 31.12.2013	Na dzień* 31.12.2014	Na dzień* 31.12.2015
A. Aktywa trwałe długoterminowe	304,23	305,71	336,21	2026,53	2791,03	3027,92	3165,55	3303,18	3451,40	3599,62
1. Wartości niematerialne i prawne	0,72	0,48	0,17	0,06	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Rzeczowe aktywa trwałe	286,16	286,74	314,21	326,16	319,86	349,66	365,55	381,44	398,56	415,68
3. Należności długoterminowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Inwestycje długoterminowe	0,08	0,08	0,09	1653,63	2414,60	2639,52	2759,50	2879,48	3008,68	3137,89
5. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	17,28	18,41	21,74	46,67	56,55	38,74	40,50	42,26	44,16	46,06
B. Aktywa obrotowe krótkoterminowe	170,98	183,23	309,84	311,51	483,64	632,48	731,53	889,41	1120,67	1441,84
1. Zapasy	39,68	46,37	39,91	37,43	37,88	41,15	43,02	44,89	46,90	48,91
2. Należności krótkoterminowe	125,01	131,29	141,34	126,29	142,95	156,26	163,36	170,47	178,12	185,76
3. Inwestycje krótkoterminowe	5,70	4,90	123,81	144,02	300,55	432,18	522,12	670,90	892,35	1203,72
4. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,58	0,67	4,78	3,76	2,25	2,90	3,03	3,16	3,30	3,44
Aktywa razem	475,21	488,94	646,05	2338,03	3274,66	3660,41	3897,08	4192,60	4572,08	5041,47

Tabela 3 Prognoza Aktywów na lata 2011-2015 (Źródło: Opracowanie własne)

PASYWA	Na dzień 31.12.2006	Na dzień 31.12.2007	Na dzień 31.12.2008	Na dzień 31.12.2009	Na dzień 31.12.2010	Na dzień* 31.12.2011	Na dzień* 31.12.2012	Na dzień* 31.12.2013	Na dzień* 31.12.2014	Na dzień* 31.12.2015
A. Kapitał własny	144,52	164,32	303,76	457,49	1450,85	1598,39	1757,84	1929,99	2115,76	2316,04
1. Kapitał podstawowy	45,43	45,43	45,43	45,43	53,55	53,55	53,55	53,55	53,55	53,55
2. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Akcje własne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Kapitał zapasowy	3,57	3,57	3,60	3,60	800,28	800,28	800,28	800,28	800,28	800,28
5. Kapitał z aktualizacji wyceny	-0,21	-0,67	10,87	21,73	32,80	37,13	42,02	47,56	53,83	60,93
6. Pozostałe kapitały rezerwowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
7. Zysk/strata z lat ubiegłych	0,00	0,00	116,00	243,85	386,73	564,21	707,43	861,99	1028,60	1208,10
8. Zysk/strata z netto	95,73	116,00	127,86	142,88	177,48	143,22	154,56	166,61	179,50	193,18
9. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	330,69	324,62	342,29	1880,55	1823,82	2062,02	2139,24	2262,61	2456,31	2725,43
1. Rezerwy na zobowiązania	58,83	67,88	65,36	66,33	82,77	474,08	491,82	520,21	564,82	626,84
2. Zobowiązania długoterminowe	0,00	0,00	0,00	1497,29	1283,14	1099,61	1136,90	1209,68	1334,87	1518,06
3. Zobowiązania krótkoterminowe	262,85	247,98	268,44	308,68	450,88	480,65	502,50	524,35	547,87	571,40
4. Rozliczenia międzyokresowe	9,01	8,75	8,50	8,25	7,02	7,68	8,02	8,37	8,75	9,13
Pasywa razem	475,21	488,94	646,05	2338,03	3274,66	3660,41	3897,08	4192,60	4572,08	5041,47

4. Tabela 4 Prognoza Pasywów na lata 2011-2015 (Źródło: Opracowanie własne)

3.4 Kalkulacja wolnych przepływów

Podczas szacowania wolnych przepływów dla wszystkich dawców kapitału odwoływano się do dokumentów pro forma. Pierwszym krokiem było obliczenie zysku operacyjnego po opodatkowaniu NOPLAT na podstawie zysku przed opodatkowaniem (EBIT), założono liniowy podatek dochodowy w wysokości 19%.

Następnie wprowadzono korektę o amortyzację, została ona odjęta od przychodów w rachunku wyników, amortyzacja jest jedynie kosztem księgowym, który nie jest rzeczywistym odpływem gotówki.

Kolejnym krokiem było naniesienie korekty o inwestycje w rzeczowy majątek trwały oraz wartości niematerialne i prawne – należało odjąć ich zwiększenia.

Następnie obliczono różnicę w kapitale pracującym, w celu przeprowadzenia korekty należy dodać jego zwiększenia, czyli odpływy gotówki lub odjąć zmniejszenia, czyli uwzględnić przypływy gotówki. Zmniejszenia kapitału pracującego pojawiają się, gdy zmniejsza się poziom zapasów oraz należności krótkoterminowych w stosunku do roku poprzedzającego lub, gdy rosną zobowiązania krótkoterminowe.

	ZNAK	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT		176,81	190,81	205,69	221,61	238,49
NOPLAT		143,22	154,56	166,61	179,51	193,17
AMORTYZACJA	+	51,83	54,19	56,55	59,08	61,62
		195,05	208,75	223,15	238,59	254,79
Δ rzeczowego majątku trwałego i wartości niematerialnych i prawnych	+	-29,79	-15,89	-15,89	-17,12	-17,12
		165,26	192,86	207,26	221,47	237,68
Δ kapitału pracującego	-	-13,19	-12,87	-12,87	-13,87	-13,87
FCF		178,45	205,73	220,13	235,34	251,54

5. Tabela 5 Zestawienie wolnych przepływów pieniężnych FCF (Źródło: Opracowanie własne)

Jak widać wolne przepływy pieniężne systematycznie wzrastały, w roku 2010 widać bardzo wysoki poziom przepływów. Wynika on z wysokiego poziomu inwestycji.

W roku 2011 przepływ spada w porównaniu do roku 2010, jednak wynika to z wcześniej wspomnianego dużego przepływu w roku 2010. Dynamika wzrostu przepływów w roku 2011 wynosi 15,29% w stosunku do roku 2010, jednak w późniejszych okresach dynamika wzrostu przepływów FCF spada do poziomu poniżej 7%.

3.5 Szacowanie kosztu kapitału

Do obliczenia kosztu kapitału wykorzystano wskaźnik średnio ważonego kosztu kapitału – WACC, którego sposób obliczania prezentuje poniższy wzór:

$$WACC = k_D(1 - T) \frac{D}{D + E} + k_E \frac{E}{D + E}$$

Gdzie:

- k_D – koszt długu
- k_E – koszt kapitału własnego
- D – rynkowa wysokość długu spółki
- E – rynkowa wysokość kapitału własnego
- T – stopa podatku dochodowego spółki wycenianej

Koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa można oszacować na podstawie modelu CAMP, którego sposób obliczania obrazuje poniższy wzór:

$$k_E = r_{RF} + \beta * r$$

Gdzie:

- r_{RF} – stopa wolna od ryzyka
- β – ryzyko systematyczne
- r – premia za ryzyko

Do szacunków przyjęto premię za ryzyko rynkowe w wysokości 3,5%⁷¹ powiększoną o premię za ryzyko krajowe wynoszącą 2,4%, czyli w sumie premia za ryzyko wyniosła 5,9%. Współczynnik β przyjęto w wysokości 0,59 na podstawie danych opracowanych przez Damodorana⁷² dla rynku Food Processing w krajach europejskich. Stopę zwrotu z rynku oszacowano na podstawie rentowności 20letnich obligacji Skarbu Państwa, które wynoszą 6,17%.

Posługując się modelem CAPM oszacowano koszt kapitału własnego, który prezentuje poniższa tabela.

	2011	2012	2013	2014	2015
ke	9,65%	9,65%	9,65%	9,65%	9,12%

6. Tabela 6 Koszt kapitału własnego (Źródło: Opracowanie własne)

Do obliczenia kosztu kapitału niezbędny jest jeszcze koszt długu, który oszacowano w sposób identyczny ze sposobem wskaźnika wzrostu kosztów finansowych. Za koszt długu przyjęto sumę stopy WIBOR 3M, która wynosi 4,85% i prowizji bankowej od udzielonej pożyczki, którą przyjęto w wysokości 4,15%. Skumulowane dane prezentuje tabela 7.

	2011	2012	2013	2014	2015
E	1598,39	1757,84	1929,99	2115,76	2316,04
D	2062,02	2139,24	2262,61	2456,31	2725,43
ke	9,65 %	9,65 %	9,65 %	9,65 %	9,12 %
kd	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %
T	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %
WACC	8,32 %	8,35 %	8,38 %	8,38 %	8,13 %

7. Tabela 7 Kalkulacja średnio ważonego kosztu kapitału (Źródło: Opracowanie własne)

Stosunek długu do kapitałów własnych obrazuje, iż firma w większym stopniu będzie finansowała się długiem, stanowi on w każdym roku ponad 54% całości środków firmy. Z powyższych szacunków wynika, że WACC będzie utrzymywał się stabilnie na poziomie ponad 8%.

⁷¹Global Investment Returns Yearbook autorstwa E. Dimsona, P. Marsha i M. Stauntona z London Business School (za: A. Damodaran, Country Risk Premiums)

⁷²Damodaran's Europe Betas (http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/data.html, data odczytu: 22.09.2011)

3.6 Oszacowanie wartości spółki

Oszacowanie wartości spółki na podstawie przepływów dla wszystkich dawców kapitału polega na zdyskontowaniu tych przepływów kosztem kapitału WACC, po zdyskontowaniu przepływów należy je zsumować i dodać do nich wartość rezydualną.

Wartość rezydualna jest wartością spółki po okresie prognozy, w celu jej obliczenia szacuje się, że wolne przepływy pieniężne po ostatnim okresie prognozy będą wykazywały dynamikę wzrostu zgodną ze stopą wzrostu g .

W modelu przyjęto, że stopa wzrostu wolnych przepływów będzie wynosiła 2% w skali roku, na potrzeby obliczeń założono, iż WACC zostanie na poziomie z ostatniego roku prognozy – w wysokości 8,13%.

$$RV = \frac{251,54 * (1 + 2\%)}{8,13\% - 2\%} = 4 \text{ \textcircled{1}}$$

Wartość rezydualną należy sprowadzić do wartości dzisiejszej za pomocą czynnika dyskontującego, jest on równy czynnikowi dyskontującemu dla FCF z roku 2015. W celu jego obliczenia zastosowano poniższy wzór na wartość przedsiębiorstwa.

$$V_0 = \frac{FCF_n}{(1 + WACC_n)^n} + RV$$
$$RV = \frac{FCF_n}{WACC_n - g}$$

Czynnik dyskontujący jest w mianowniku powyższych wzorów, poniżej zaprezentowano sposób jego obliczania dla roku 2013.

$$\begin{aligned} \text{Czynnik dyskontujący 2013} &= \\ &= (1 + WACC_{2010} - g) * (1 + WACC_{2011} - g) * (1 + WACC_{2012} - g) = \\ &= (1 + 8,34\% - 2\%) * (1 + 8,32\% - 2\%) * (1 + 8,35\% - 2\%) = \\ &= 120,24\% \end{aligned}$$

	2011	2012	2013	2014	2015
FCF	178,45	205,73	220,13	235,34	251,54
CZYNNIK DYSKONTUJĄCY	106,32%	113,08%	120,29%	127,97%	135,81%
PV	167,84	181,94	183,00	183,91	185,22

8. Tabela 8 Zdyskontowane wartości przepływów pieniężnych FCF

Wartości przepływów sprowadzone do wartości dzisiejszej prezentuje tabela 8, teraz należy je zsumować i dodać do nich wartość rezydualną sprowadzoną do wartości dzisiejszej za pomocą czynnika dyskontującego z roku 2015 w wysokości 135,81%.

Zdyskontowana wartość rezydualna wynosi 3 081,55 mln złotych, a suma przepływów w wartości dzisiejszej 901,91 mln złotych, co w sumie daje wartość przedsiębiorstwa w wysokości 3 983,45 mln złotych.

Przy stosowaniu metody kalkulacji wartości przedsiębiorstwa na podstawie przepływów do firmy można obliczyć wartość kapitału własnego odejmując od oszacowanej wartości przedsiębiorstwa bieżący poziom długu. Dla rozpatrywanego przypadku wygląda to następująco:

$$E_0 = V_0 - D_0 = 3\,983,45 - 1\,283,14 = 2\,700,32$$

Oszacowana wartość spółki na dzień 22 września 2011 roku dla Danone Sp. Z o. o. wyniosła 2 700,32 mln złotych.

ZAKOŃCZENIE

W niniejszej pracy autor podjął tematykę wyceny przedsiębiorstw, jej głównym celem było zapoznanie się z zagadnieniami dotyczącymi tematyki wyceny przedsiębiorstw. Autor postawił sobie cele szczegółowe, które realizował zgodnie z przyjętą poniżej logiką.

W pierwszym rozdziale usystematyzowano wiedzę z zakresu teorii dóbr, przedstawione zostały również kolejne cele tj. teoria wartości oraz pojęcie wyceny. Rozdział ten został oparty na studiach literaturowych, można w nim zauważyć wiele odwołań do dorobku literatury Austriackiej Szkoły Ekonomii.

Na bazie rozdziału pierwszego autor zaprezentował czytelnikowi teorię wyceny. W rozdziale drugim przedstawiono trzy główne metody przeprowadzania wyceny przedsiębiorstw – metodę majątkową, dochodową oraz porównawczą, które następnie podzielono na poszczególne techniki wyceny. Autor w pracy wskazał sytuacje, w których odpowiednie metody oraz techniki wyceny powinny być zastosowane. Najwięcej uwagi zyskał jednak podrozdział dotyczący metody dochodowej, zarówno ze względu na jej złożoność i częstotliwość stosowania, ale również ze względu na posłużenie się wskazaną wyżej metodą w części badawczej pracy.

Ostatnim celem pracy było samodzielne zastosowanie jednej z metod wyceny na wybranym przedsiębiorstwie. Autor w rozdziale trzecim zrealizował ten cel przeprowadzając wycenę Danone Sp. z o. o. metodą dochodową za pomocą techniki zdyskontowanych przepływów pieniężnych dla wszystkich dawców kapitału. W trzecim rozdziale oszacowano wartość przedsiębiorstwa na dzień 22 września 2011 roku uprzednio przeprowadzając czytelnika przez poszczególne etapy wyceny. Opierając się na analizie sytuacji gospodarczej oraz analizie branży przetworów mlecznych, przygotowano dokumenty pro forma. Następnie oszacowano przyszłe przepływy pieniężne dla firmy, które zdyskontowano do wartości dzisiejszej kosztem kapitału WACC.

BIBLIOGRAFIA

1. Francis J. C., Taylor R. W., Podstawy inwestowania. Wycena papierów wartościowych i konstrukcja portfela, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2001
2. Fuller J., Jensen M.C., Just Say No to Wall Street, "Journal of Applied Corporate Finance" 2002, vol. 14, nr 4, s.42
3. GropPELLI A. A., Nikbakht E., Wstęp do finansów, WIG Press, Warszawa 1999
4. Hoppe H. H., The Economics and Ethics of Private Property. Studies In Political Economy and Philosophy, II wyd., Ludwig von Mises Institute, Auburn 2006, s. 15-18
5. Johnson H., Koszt kapitału. Klucz do wartości firmy, K.E. Liber, Warszawa 2000
6. Machała R., Zarządzanie finansami i wycena firmy, Unimex, Wrocław 2008, s. 408
7. Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora, pr. zbior. pod red. Panfila M., Szablewskiego A., Poltext Warszawa 2006, s. 39
8. Michalski M., Zarządzanie przez wartość, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 18-20
9. Patena W., W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa, Wolters Kluwer, Warszawa 2011
10. Pratt S., Valuing a Business, 4th ed. , McGraw-Hill, New York 2000
11. Rappaport A., Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors, The Free Press, New York
12. Saługa P., Ocena ekonomiczna projektów i analiza ryzyka w górnictwie, Instytut Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią PAN, Kraków 2009, s. 66
13. Skorupska B., Ewidencja księgową w przedsiębiorstwie, Difin, Warszawa 2001
14. Systemy VBM i zysk ekonomiczny. Projektowanie, wdrażanie, stosowanie, pr. zbior. pod red. A. Cwynara i P. Dzuraka, Warszawa, POLTEX sp. z o.o. 2010, s. 38-39
15. Włoszczowski B., Problemy koncepcji średnio ważonego kosztu kapitału, „Nasz Rynek Kapitałowy”, 2002 nr 2, s. 95
16. Wycena i zarządzanie wartością firmy, pr. zbior. pod red. Szablewskiego A., Tuzimka R., Warszawa 2004, s. 141, 163

ŹRÓDŁA INTERNETOWE

1. Adamus Muszyńska A., Reputacja – nieuchwytna wartość firmy, http://www.proto.pl/PR/Pdf/reputacja_nieuchwytna_wartosc_firmy.pdf, (data odczytu: 10.09.2011)
2. Damodaran's Europe Betas, http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/data.html, (data odczytu: 22.09.2011)
3. Encyklopedia PWN „dobra ekonomiczne”, <http://biznes.pwn.pl/index.php?module=haslo&id=3893228>, (data odczytu: 05.09.2011)
4. Encyklopedia PWN Biznes, DCF, <http://biznes.pwn.pl/haslo/4971731/dcf.html>, (data odczytu: 11.09.2011)
5. Hoppe H. H. , Fallacies of public goods theory and the production of security, The Journal of Libertarian Studies, tom IX, nr. 1, <http://mises.org/etexts/hoppe5.pdf>, (data odczytu: 22.08.2011)
6. Marks K., Kapitał - Krytyka ekonomii politycznej - Tom pierwszy - Księga I - Proces wytwarzania kapitału, Książka i Wiedza, Warszawa 1951, dział pierwszy: towar i pieniądz, <http://www.marxists.org/polski/marks-engels/1867/kapital/01.htm>, (data odczytu: 26.08.2011)
7. Menger C., Principles Of Economics, Ludwig von Mises Institute, Auburn 2007, s. 51-67, 114-121, <http://mises.org/books/mengerprinciples.pdf>, (data odczytu: 26.08.2011)
8. Słownik Języka Polskiego PWN, <http://biznes.pwn.pl/haslo/3994147/wartosc-firmy.html>, (data odczytu: 10.09.2011)
9. Słownik Języka Polskiego PWN, <http://sjp.pwn.pl/slownik/2538705/wycena>, (data odczytu: 08.09.2011)
10. Smith A., Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów,, <http://coin.wne.uw.edu.pl/kkowalska/Smith - Badania nad natura i przyczynami bogactwa narodow.pdf>, s. 13, (data odczytu: 09.09.2011)
11. Warmiński A., Kilka uwag o wielkości wielkości, s. 1, http://eik.110mb.com/archiwum/No_05/z5warminski.pdf, (data odczytu: 22.08.2011)
12. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa – logika i prawidłowości, <http://www.e-finance.com/artykuly/96.pdf>; (data odczytu: 09.09.2011)

SPIS RYSUNKÓW

1.	RYSUNEK 1 PODSTAWOWY PODZIAŁ DÓBR	9
2.	RYSUNEK 2 PODZIAŁ DEFINICJI WARTOŚCI WG R. MACHAŁA.....	16
3.	RYSUNEK 3 PODZIAŁ DEFINICJI WARTOŚCI RYNKOWEJ WG S. PRATT.....	18
4.	RYSUNEK 4 SCHEMAT ZARZĄDZANIA WARTOŚCIĄ PRZEDSIĘBIORSTWA.....	21
5.	RYSUNEK 5 PRZEDMIOTY PODLEGAJĄCE WYCENIE	23
6.	RYSUNEK 6 KLASYFIKACJA METOD WYCENY	25
7.	RYSUNEK 7 KLASYFIKACJA MAJĄTKOWYCH METOD WYCENY	27
8.	RYSUNEK 8 FORMUŁA WILCXONA-GAMBLERA	29
9.	RYSUNEK 9 KLASYFIKACJA DOCHODOWYCH METOD WYCENY.....	31
1.	RYSUNEK 10 SCHEMAT OBLICZANIA FCF WEDŁUG T. KOLLERA.....	35
11.	RYSUNEK 11 METODY PORÓWNAWCZE WYCENY	42
12.	RYSUNEK 12 RYNEK JOGURTÓW W POLSCE	48
13.	RYSUNEK 13 SPRZEDAŻ PRZETWORÓW MLECZARSKICH W POLSCE W MLD ZŁ	48
14.	RYSUNEK 14 UDZIAŁY RYNKOWE W SEGMENTCIE JOGURTÓW W POLSCE	49
15.	RYSUNEK 15 ROCZNA KONSUMPCJA SERÓW, JOGURTÓW I NAPOJÓW MLECZNYCH W LATACH 2005-2010	50
16.	RYSUNEK 16 RYNEK PRZETWORÓW MLECZNYCH W LATACH 2006-2015.....	51
17.	RYSUNEK 17 DYNAMIKA ROZWOJU RYNKU PRZETWORÓW MLECZNYCH W LATACH 2007- 2015	51
18.	RYSUNEK 18 PRZYCHÓD DANONE SP. Z O. O. W LATACH 2006-2010	52
19.	RYSUNEK 19 DYNAMIKA PRZYCHODU DANONE SP. Z O. O. W LATACH 2007-2010	52
20.	RYSUNEK 20 STOSUNEK PRZYCHODU DANONE DO WARTOŚCI RYNKU PRZETWORÓW MLECZNYCH W LATACH 2006-2010.....	53
21.	RYSUNEK 21 PRZYCHÓD DANONE W LATACH 2006-2015.....	54
22.	RYSUNEK 22 KOSZTY DANONE W LATACH 2006-2015	55

SPIS TABEL

1.	TABELA 1 KLASYCZNY PODZIAŁ DÓBR.....	10
2.	TABELA 2 PROGNOZA RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT NA LATA 2011-2015.....	59
3.	TABELA 3 PROGNOZA AKTYWÓW NA LATA 2011-2015.....	61
4.	TABELA 4 PROGNOZA PASYWÓW NA LATA 2011-2015.....	62
5.	TABELA 5 ZESTAWIENIE WOLNYCH PRZEPIYWÓW PIENIĘŻNYCH FCF.....	63
6.	TABELA 6 KOSZT KAPITAŁU WŁASNEGO	65
7.	TABELA 7 KALKULACJA ŚREDNIO WAŻONEGO KOSZTU KAPITAŁU	65
8.	TABELA 8 ZDYSKONTOWANE WARTOŚCI PRZEPIYWÓW PIENIĘŻNYCH FCF	67