

Weryfikacja metod wyceny wartości przedsiębiorstwa w odniesieniu do kursu giełdowego na przykładzie Paged S.A.

SEBASTIAN SZYMAŃSKI

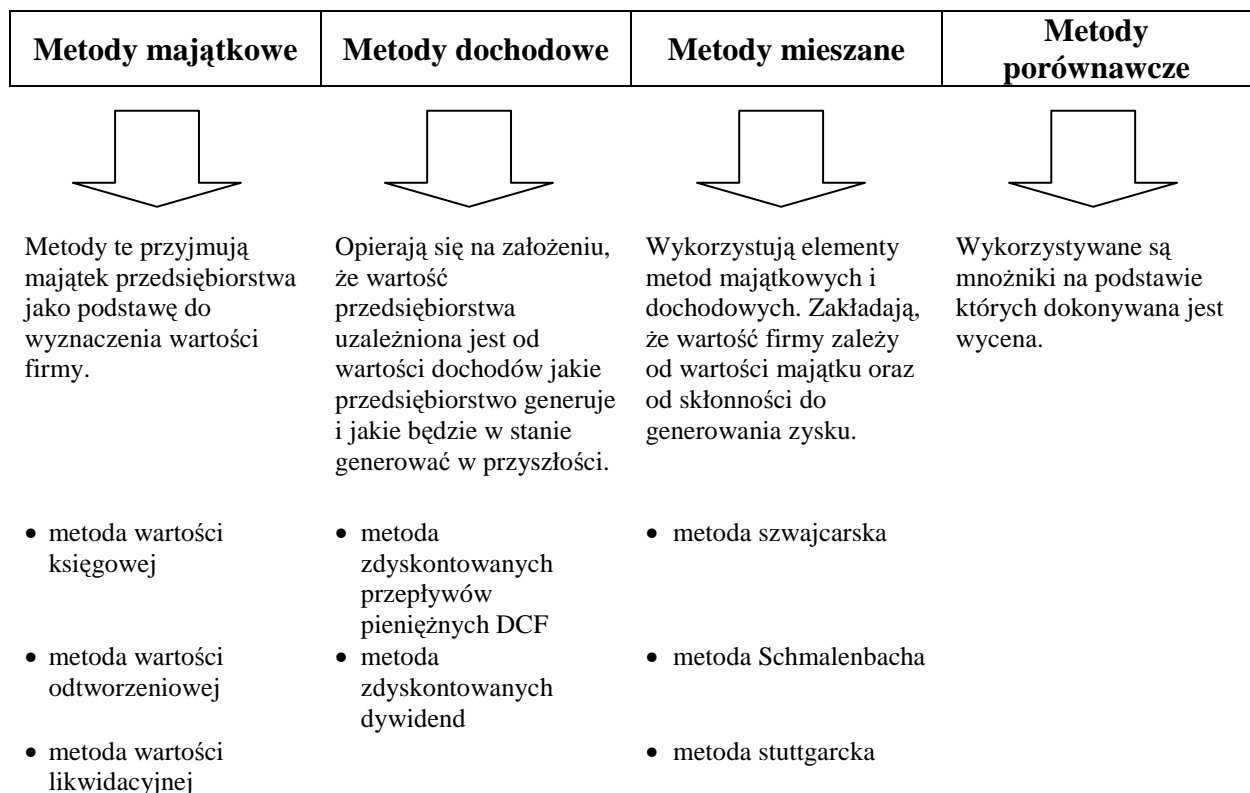
Department of Technology, Organisation and Management in Wood Industry,
Faculty of Wood Technology, Warsaw Agricultural University (SGGW)

Abstract: *Dokonując wyceny wartości przedsiębiorstwa można napotkać problem wyboru metody. Efektywnym narzędziem do ustalenia wartości spółki jest rynek. Jednakże nie każdą firmę można poddać takiemu procesowi. Porównując metody wyceny wartości przedsiębiorstwa w odniesieniu do kursu giełdowego, można wykluczyć metody, których wyniki znacząco odbiegają od ceny ustalonej przez rynek.*

Key words: wycena wartości przedsiębiorstw, analiza finansowa.

Wycena wartości przedsiębiorstwa jest procesem bardzo złożonym, nie tylko ze względu na złożoność samego przedsiębiorstwa, ale również ze względu na dobór metody wyceny wartości firmy. Wybór metody wyceny jest pierwszym etapem w całym procesie. Uwarunkowany jest on od celu w jakim wycena zostaje sporządzona. Klasyfikację metod wyceny przedsiębiorstw przedstawia rysunek 1.

Rysunek 1. Klasyfikacja metod wyceny wartości przedsiębiorstwa



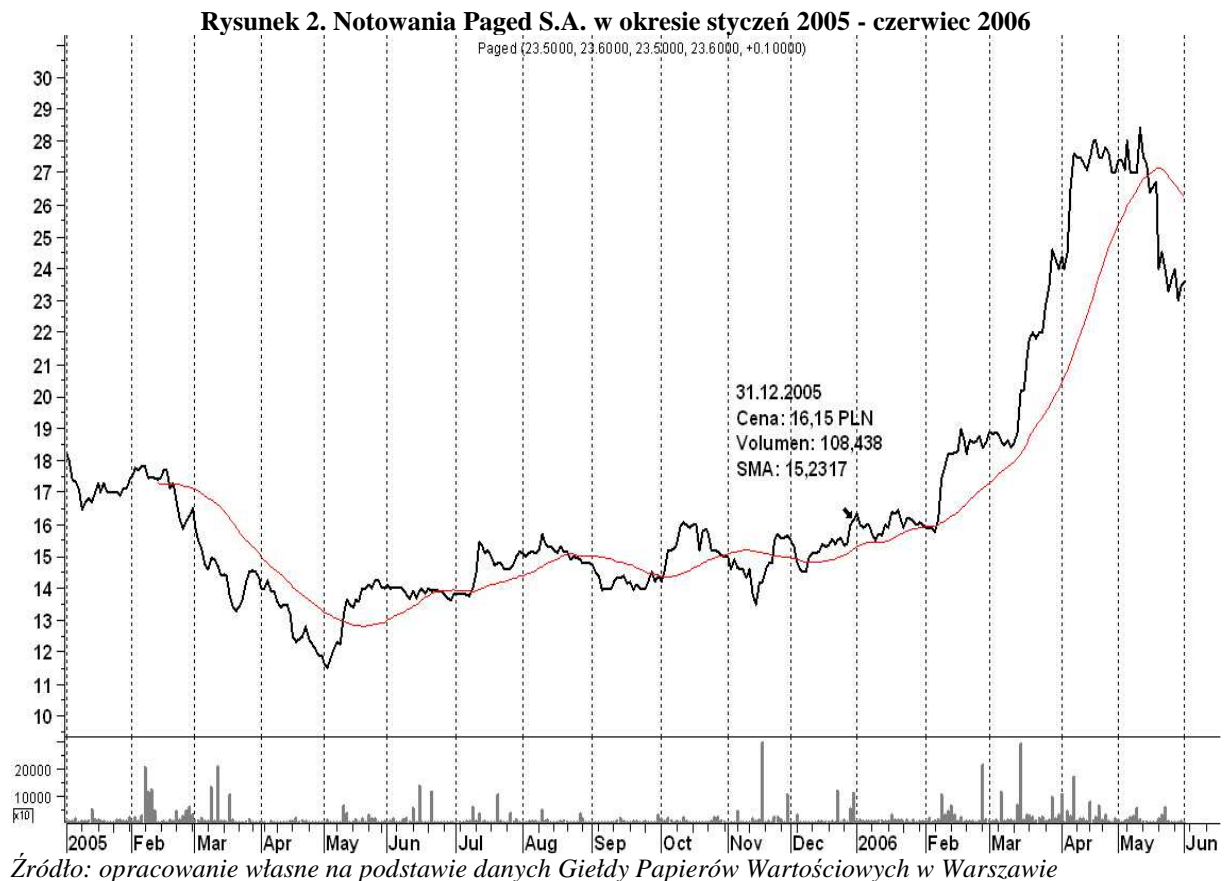
Źródło: opracowanie własne na podstawie Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Warszawa 1999

Przeprowadzona wycena na przykładzie giełdowej spółki Paged S.A. ma na celu porównanie i ocenę dostępnych metod wyceny w odniesieniu do wyceny rynkowej tejże spółki. Dokonując porównania uzyskanych wyników z wyceną giełdową, należy wspomnieć o efektywności giełdowego rynku akcji. Wycena giełdowa jest obiektywna przy założeniu, że rynek giełdowy jest efektywny. Rynek giełdowy jest efektywny gdy zachodzą następujące warunki:

- brak kosztów transakcyjnych w obrocie akcjami

- ogólna dostępność informacji uczestników rynku kapitałowego, przy czym informacja ta winna być dostępna za darmo,
- zgodność poglądów uczestników rynku kapitałowego co do wpływu nowych informacji na ceny¹.

W obecnych warunkach spełnienie wszystkich powyższych założeń staje się mało realne. Jednak za rynek efektywny można przyjąć ten, który dyskontuje w cenie płynące ze spółki informacje.



Rysunek 2 prezentuje wycenę giełdową Paged S.A. w okresie od 1.01.2005 do 1.06.2006 roku. Ze względu na dużą zmienność kursu akcji, kolorem czerwonym oznaczono na rysunku średnią z ostatnich trzydziestu sesji. Zastosowanie średniej pozwala w pewnym stopniu zniwelować chwilowe wahania kursu akcji Paged S.A.

Tabela 2 przedstawia założenia do wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF. Uzyskana wartość przedsiębiorstwa Paged S.A. metodą DCF to 139 mln PLN. Dzieląc uzyskaną wartość przez liczbę akcji będących w obrocie, uzyskujemy wartość jednej akcji na poziomie 14,5 PLN.

¹ Czekaj J., Woś M., Żarnowski J., *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*, PWN, Warszawa 2001

Tabela 1. Wycena wartości spółki Paged S.A. metodą DCF

Wycena DCF											
mln PLN	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	>2014
sprzedaż	305.4	323.3	345.7	369.8	392.1	415.5	440.3	466.6	492.5	519.1	
zmiana sprzedaży	-2.9%	5.9%	6.9%	7.0%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%	5.5%	5.4%	
marża EBIT	5.9%	5.9%	5.8%	5.7%	5.6%	5.5%	5.5%	5.4%	5.3%	5.2%	
EBIT	18.1	19.2	20.1	21.2	22.1	23.0	24.0	25.0	26.0	26.9	
zmiana EBIT	-	6.0%	5.1%	5.2%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%	3.7%	3.5%	
stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
amortyzacja	14.3	14.7	15.2	15.6	16.1	16.5	17.0	17.4	17.9	18.3	
inwestycje	-17.3	-17.7	-18.2	-18.6	-19.1	-19.5	-20.0	-20.4	-20.9	-21.3	
zmiana kapitału	3.2	-2.4	-2.9	-3.2	-2.9	-3.0	-3.2	-3.4	-3.4	-3.4	
FCF	14.8	10.2	10.4	11.0	12.0	12.6	13.2	13.9	14.7	15.4	
zmiana FCF		-	2.2%	5.9%	8.9%	5.3%	4.8%	4.8%	6.0%	4.5%	3.0%
dług/kapitału	13%	11%	10%	10%	9%	9%	9%	8%	8%	8%	8%
stopa wolna od ryzyka	5.3%	5.3%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.0%
premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.0%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
koszt długu	5.5%	5.5%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	4.9%
koszt kapitału	10.3	10.3	10.4	10.4	10.4	10.4	10.5	10.5	10.5	10.5	10.0
WACC	9.6%	9.8%	9.9%	9.9%	10.0	10.0	10.1	10.1	10.1	10.1	9.6%
PV (FCF)	13.5	8.4	7.9	7.6	7.5	7.2	6.8	6.5	6.3	5.9	92.6
Wartość DCF mln PLN	170										
Wartość rezydualna	239										
Zdysk. wart. rezyd.	93										
dług netto	31										
Wycena DCF mln PLN	139										
Wycena DCF na 1 akcję	14,5										

Źródło: Millenium Dom Maklerski S.A.

Tabela 2 przedstawia wycenę wartości Paged S.A. metodą porównawczą. Do porównania zastosowano następujące mnożniki: EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E. Materiałem badawczym w porównaniu były dwie spółki z Europy: Denka Holding-B, Pfeleiderer AG oraz dwie spółki z USA: Furniture Brands Intl Inc i Stanley Furniture Co Inc. Uzyskana na tej podstawie wycena Paged S.A. kształtuje się na poziomie 148 mln PLN, co daje po przeliczeniu 14,66 PLN za akcję.

Tabela 2. Wycena metodą porównawczą

Wycena metodą porównawczą				
Spółka	Państwo	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
Denka Holding-B	Dania	4,97	8,79	3,04
Pfleleiderer AG	Niemcy	6,34	9,43	23,84
Furniture Brands Intl Inc	USA	6,59	8,86	11,42
Stanley Furniture Co Inc	USA	6,29	7,2	11,47
Mediana		6,32	8,83	11,45
Wyniki spółki Paged (mln PLN)		32,3	18,1	12,6
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników		174	125	145
Średnia wartość wyceny		148		
Wycena na 1 akcję		14,66		

Źródło: Obliczenia własne, Millenium Dom Maklerski S.A.

Tabela 3. Wycena Paged S.A. na dzień 31.12.2006

Wycena metodą DCF	14,50 zł
Wycena metodą porównawczą	14,66 zł
Wycena metodą wartości księgowej	10,70 zł
Wycena metodą Schmalenbacha	11,90 zł
Wartość akcji na GPW w Warszawie	16,55 zł
Wartość akcji na GPW w Warszawie (średnia z 30 ostatnich sesji)	15,23 zł

Źródło: obliczenia własne

Uzyskane wyceny kształtują się od poziomu 10,70 PLN za akcję metodą wartości księgowej, do kwoty 14,66 PLN za akcję metodą porównawczą. Zbliżona wartość została uzyskana metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF – 14,50 PLN za akcję. Wyceniając Paged S.A. metodą mieszaną – Schmalenbacha uzyskano wartość 11,90 PLN za akcję. W tym czasie Warszawska Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie wyceniała jedną akcję na kwotę 16,55 PLN. Średnia cena z ostatnich 30 sesji na GPW w Warszawie wynosiła 15,23 PLN. Można przyjąć, że wyceny dokonane metodą DCF oraz metodą porównawczą dają zbliżone wartości do wyceny rynkowej (zwłaszcza po uśrednieniu ceny rynkowej). Wartości uzyskane metodą wartości księgowej i metodą Schmalenbacha znacząco odbiegają od wyceny rynkowej.

REFERENCES

- CZEKAJ J., WOŚ M., ŻARNOWSKI J., *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*, PWN, Warszawa 2001
PAWLAK Z., *Biznes Plan. Zastosowania i przykłady*, wyd. Poltext, Warszawa 2003
TARCZYŃSKI W., *Rynki Kapitałowe. Metody Ilościowe vol.1*, wyd. Placet, Warszawa 1997
ZARZECKI D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa 1999

Author address:

Department of Technology, Organisation and Management in Wood Industry,
Faculty of Wood Technology, Warsaw Agricultural University (SGGW)
02-776 Warsaw, ul. Nowoursynowska 159
email: sebastianszymanski@yahoo.de