

Wybrane aspekty stosowania metod porównawczych w wycenie przedsiębiorstw

1. Wstęp

Metody porównawcze (zwane też rynkowymi, lub mnożnikowymi) to osobna grupa metod wyceny przedsiębiorstwa. W metodach tych punktem odniesienia do wyceny danego przedsiębiorstwa jest wartość rynkowa innego, podobnego przedsiębiorstwa. Takie podejście opiera się na zasadzie arbitrażu – podobne spółki powinny być podobnie wyceniane, bo w innym przypadku miałby miejsce arbitraż, czyli np. krótka sprzedaż spółek przeszacowanych i kupno nieszacowanych. Metoda ta budzi kontrowersje: nie ma wsparcia w postaci zbyt wielu publikacji naukowych, brakuje jej mocnych podstaw teoretycznych i nazywana jest często „szybką i brudną metoda wyceny”¹. Z drugiej strony, ogromna część wycen, szczególnie tych dokonywanych w krajach z rozwiniętymi rynkami kapitałowymi, realizowana jest właśnie z użyciem metod porównawczych. Jest to sytuacja nieco odwrotna do wycen stosujących opcje realne, gdzie istnieje bardzo mocne wsparcie naukowe w postaci wielu opracowań teoretycznych, ale modele te prawie w ogóle nie są używane w praktyce gospodarczej.

Oponenty metody porównawczej wskazują, że oparta jest ona na założeniu o efektywności rynków (w wersji mocnej), oraz założeniu o istnieniu bliźniaczego w odniesieniu do wycenianej spółki przedsiębiorstwa. Dopiero wtedy bowiem wycena z użyciem metody porównawczej nosiłaby znamiona miarodajnej, a oba założenia są problematyczne. Faktycznie, głównym warunkiem stosowania metod porównawczych² jest „dostępność wiarygodnych informacji o kształtowaniu się wartości rynkowych innych, podobnych do wycenianego, podmiotów gospodarczych”. Źródłem takich informacji jest rynek kapitałowy, stąd wyraźna korelacja między rozpowszechnieniem tej metody a stopniem rozwoju rynku kapitałowego. Ponadto, wycena porównawcza dokonywana jest w bardzo krótkiej perspektywie czasowej, bierze pod uwagę (np. w odróżnieniu od metod dochodowych) przyszłe wydarzenia w tym wyniki finansowe spółki jedynie pośrednio, poprzez założenie, że rynek dyskontuje przyszłość w aktualnej cenie spółki będącej punktem odniesienia. Na koniec, metoda może zostać łatwo zmanipulowana, brak bowiem czytelnych standardów dotyczących metodologii, w szczególności doboru mnożników, spółek do porównania, oraz wag stosowanych w modelach wieloczynnikowych.

Kolejne badania naukowe dotyczące stosowanej w metodzie porównawczej metodologii z pewnością przyczynią się do większej akceptacji metody także w kręgach akademickich. Badaniu powinny podlegać następujące kwestie: metody doboru próbki – spółek do porównań, metody doboru mnożników i ich wpływ na wynik wyceny, problemy związane ze stosowaniem modeli jednoczynnikowych, standardy używania modeli wieloczynnikowych. Zła sława porównawczych metod wyceny ma związek głównie z faktem, że często używane są modele jednoczynnikowe, a wybór mnożnika jest bardzo subiektywny i oparty niemal wyłącznie na doświadczeniach danego wykonawcy.

2. Klasyfikacja modeli porównawczych

Punktem wyjścia do dokonywania klasyfikacji modeli porównawczych jest, zgodnie z ich nazwą, rodzaj spółek używanych do dokonywania porównań. Stosuje się różne podejścia w poszukiwaniu najlepszego, a czasami jedynego istniejącego i możliwego do wykorzystania, punktu

¹ Benninga S., Sarig O. (1997): *Corporate Finance. A Valuation Approach*, New York, p. 330.

² Jaki A. (2006): *Wycena przedsiębiorstwa. Przesłanki, procedury, metody*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków, s. 145.

odniesienia. Są to: dane transakcyjne z rynku przejęć, dane z rynku spółek giełdowych, oraz dane sektorowe będące pochodną lub mieszanką obu wcześniej wymienionych³.

Klasyfikacja metod porównawczych (kryterium: metoda doboru spółek do porównania):

1. Podejście transakcyjne.
2. Podejście sektorowe.
3. Podejście rynkowe.

Z natury rzeczy podejście rynkowe jest najbardziej rozpowszechnione i daje najbardziej miarodajne wyniki – rynek kapitałowy jest źródłem obiektywnych informacji a ilość zawieranych transakcji daje rękojmię ich wiarygodności.

Metoda porównawcza w najprostszym ujęciu oznaczałaby znalezienie bliźniaczej spółki dla wycenianej. Wtedy wycena byłaby natychmiastowa⁴. Niestety, takie sytuacje są czysto teoretyczne. W rzeczywistości udaje się znaleźć jedynie spółkę podobną do wycenianej, a jej wartość musi podlegać procesowi dopasowania poprzez znalezienie różnego typu relacji (mnożników), za pomocą których te mniejsze lub większe niedopasowania zostaną uwzględnione w wycenie. Zależnie od liczby używanych mnożników, mówi się o modelach jedno-, lub wieloczynnikowych.

Klasyfikacja metod porównawczych (kryterium: stopień podobieństwa spółek wycenianej i używanej jako punkt odniesienia, ewentualnie liczba mnożników):

1. Model bezpośredni (immediate CCV).
2. Model jednoczynnikowy (single factor CCV).
3. Model wieloczynnikowy (multi factor CCV).

Zwykle, aby uniknąć błędów, do wyceny używa się grupy podobnych spółek. Stosuje się jednak różne podejścia, aby zapewnić najlepszą z możliwych porównywalność. Istnienie bliźniaczej spółki to przypadek czysto teoretyczny. Niektórzy uważają, że najlepszym rozwiązaniem jest wybór całego sektor z ewentualnym pominięciem obserwacji odstających⁵. Inni skłaniają się ku ograniczeniu grupy do spółek najbardziej zbliżonych do wycenianej⁶. Pierwotnie szersza próbka – baza kilkunastu firm, zostaje wskutek szczegółowej analizy różnych aspektów ich działalności i analizy wyników finansowych zredukowana do kilku spółek najbardziej zbliżonych profilem do spółki wycenianej⁷.

Klasyfikacja metod porównawczych (kryterium: liczba spółek w próbce):

1. Spółka bliźniacza.
2. Sektor z pominięciem obserwacji odstających.
3. Grupa profilowana.

3 Model bezpośredni

Model bezpośredni to koncepcja czysto teoretyczna oznaczająca, że wartość wycenianego przedsiębiorstwa zostaje określona bezpośrednio poprzez znalezienie spółki bliźniaczo podobnej, czy identycznej. Wtedy wycena dokonuje się bez potrzeby stosowania żadnych mnożników, przez proste przeniesienie wartości. Zakładamy bowiem, że takie same przedsiębiorstwa mają takie identyczne

³ Cooper I., Cordeiro L. (2008): *Optimal Equity Valuation Using Multiples: The Number of Comparable Firms*, SSRN Working Paper, p. 4

⁴ Meitner M. (2006) ... op. cit. p. 17

⁵ Benninga S. (2000) ... op.cit.p.351

⁶ Zarzecki D. (1999): *Metody wyceny przedsiębiorstwa*, FRR, Warszawa, s. 39

⁷ Cooper I. (2008) ... op.cit.p.10

wartości, w innym przypadku miałyby zastosowanie arbitraż (ignorując jego znane ograniczenia), który po pewnym czasie sprowadziłby obie wartości do właściwego poziomu. Formalnie biorąc, model tej wyceny można przedstawić następująco:

$$E_{W,t} = E_{B,t}$$

gdzie, W – oznacza spółkę wycenianą,

B – oznacza spółkę bliźniaczą.

Przyznając, że model jest czysto teoretyczny, alternatywnie zamiast waloru bliźniaczego można by rozważyć możliwość utworzenia portfela złożonego z kilku spółek, którego charakterystyka byłaby bliższa spółce wycenianej. Podejście takie stosowane jest powszechnie przy wycenie opcji realnych, z tą różnicą, że przy opcjach realnych służy wyłącznie jako założenie umożliwiające przejście do dalszego etapu w metodologii wyceny, podczas gdy w przypadku metody porównawczej bezpośredniej oznaczałoby realną konieczność zbudowania takiego portfela, co wydaje się iluzoryczne.

4 Model jednoczynnikowy

Pogodziwszy się z faktem, że znalezienie bliźniaczo podobnego przedsiębiorstwa nie wydaje się łatwe, do dyspozycji mamy jedynie rynek, na którym istnieją tylko przedsiębiorstwa w pewnym stopniu podobne do wycenianego. Następuje więc próba zbudowania substytutu spółki wycenianej poprzez dokonanie dopasowania⁸ czyli znalezienie odpowiedniego mnożnika (parametru dopasowującego). Wartość spółki służącej do porównania nie jest równa wartości spółki wycenianej, stąd potrzeba korekty.

$$E_{W,t} \neq E_{P,t}$$

Model jednoczynnikowy można zdefiniować następująco:

$$E_{W,t} = m_{Q,t} \times C_{W,t} = \left(\frac{E_{Q,t}}{C_{Q,t}} \right) \times C_{W,t}$$

gdzie, komponent w nawiasie pełni rolę mnożnika.

Najczęściej w roli mnożnika występuje P/E (cena/zysk), wtedy w roli C dla spółki wycenianej wystąpiłby zysk netto tej spółki. Ponadto, poza brakiem potrzeby znalezieniu bliskiego substytutu dla spółki wycenianej, można używać kilka spółek pełniących rolę punktu odniesienia, lub kilku mnożników. Wzór poniżej jest ilustracją tej drugiej opcji.

$$E_{W,t} = \left(\sum_{j=1}^n \left(\frac{E_{Qj,t}}{C_{Qj,t}} \right) \times C_{Wj,t} \right) / n$$

Lista mnożników używanych w modelach jednoczynnikowych jest długa. Najpowszechniej stosowane to: P/E (price to earnings ratio), P/BV (price to book value), EV/EBIT (enterprises value to earnings before interest and tax), EV/S (EV to sales), EV/EBITDA (EBITDA earnings before interest, tax and depreciation ratio, EV market value of equity and debt).

5 Model wieloczynnikowy

⁸ Meitner M. (2006) ... op.cit.32

Model wieloczynnikowy opiera się na podobnej zasadzie dopasowania substytutu do cech spółki wycenianej. Różnicą jest liczba spółek będących punktem odniesienia, oraz wielość parametrów jakie są używane do wykreowania właściwego elementu dopasowującego. Jest to często, po pierwsze, macierz składników będących punktem wyjścia do wyceny. W jej skład wchodzi grupa spółek (A-D) stanowiących bazę do porównań. Każda spółka zostaje jednak porównywana na podstawie kilku mnożników (V-Z). mAV to, dla przykładu, wartość mnożnika V dla spółki A.

Tabela 1. Macierz spółek i mnożników

Spółki P / Mnożniki Q	Q1	Q2	Q3	Q4
P1	m P1, Q1	m P1, Q1	m P1, Q1	m P1, Q1
P2	m P2, Q1	m P2, Q1	m P2, Q1	m P2, Q1
P3	m P3, Q1	m P3, Q1	m P3, Q1	m P3, Q1
P4	m P4, Q1	m P4, Q1	m P4, Q1	m P4, Q1

Źródło: Opracowanie własne

Drugim etapem w modelu wieloczynnikowym jest proces szukania właściwej wartości każdego z mnożników. Wartość ta jest wypadkową wartości danego mnożnika dla kilku spółek, znaleziona za pomocą użycia średniej arytmetycznej, mediany, bądź modelu regresji (np. $m \bar{P}, Q1$). Wtedy w oparciu o tak określone wartości mnożników można znaleźć wartości spółki wycenianej oparte osobno na każdym z mnożników (np. E: $m \bar{P}, Q1$). Ostatnim krokiem jest znalezienie wartości wypadkowej opartej na wszystkich zastosowanych mnożnikach poprzez np. alokację odpowiednich wag do każdej z wartości (E: m, P, Q, ω).

Tabela 2. Macierz spółek i mnożników 2

Spółki P / Mnożniki Q	Q1	Q2	Q3	Q4
P1	m P1, Q1	m P1, Q1	m P1, Q1	m P1, Q1
P2	m P2, Q1	m P2, Q1	m P2, Q1	m P2, Q1
P3	m P3, Q1	m P3, Q1	m P3, Q1	m P3, Q1
P4	m P4, Q1	m P4, Q1	m P4, Q1	m P4, Q1

Wypadkowa wartość mnożnika	$m \bar{P}, Q1$	$m \bar{P}, Q2$	$m \bar{P}, Q3$	$m \bar{P}, Q4$
Wartość spółki oparta o mnożnik	E: $m \bar{P}, Q1$	E: $m \bar{P}, Q1$	E: $m \bar{P}, Q1$	E: $m \bar{P}, Q1$
Wartość końcowa	E: m, \bar{P}, Q, ω			

Źródło: Opracowanie własne

Proces ten można zapisać, w uproszczonej wersji, w formie wzoru następująco:

$$E_{w,t} = \sum_{j=1}^n [m_{\bar{P}_i, Q_j} \times C_{w_i} \times \omega_j]$$

gdzie: P – poszczególne spółki używane do porównań,

Q – poszczególne mnożniki,

ω – wagi przyznane poszczególnym mnożnikom.

Podójście wieloczynnikowe bywa krytykowane. Jest to często (tak jak w przykładzie opisanym powyżej) jedynie kombinacja kilku mnożników. Ponadto, dodatkowym problemem pozostaje kwestia wag, jakie należy przydać poszczególnym mnożnikom. Wybór wartości wag musi być uzasadniony. Inaczej wycena zostanie sprowadzona do wyboru dowolnej wartości z pewnego przedziału (np. przedziału między 799 346 a 1 822 071 z tabeli 3).

Tabela 3. Ilustracja podejścia macierzowego

Spółki porównywane	Kapitalizacja	EV	Q1 - P/E	Q2 - P/BV	Q3 - P/EBT	Q4- EV/EBIT	Q5 - EV/S
P1	101 030	113 862	1,63	1,41	26,3	10,66	1,02
P2	887 152	1 138 743	13,3	1,12	22,39	10,07	1,40
P3	614 889	862 383	17,73	3,85	27,14	23,42	9,17
P4	514 838	551 976	25,97	2,22	28,14	21,46	3,18
Mediana wartości wskaźników spółek porównywalnych (m)			15,51	1,82	26,72	16,06	2,29
Wartość spółki wycenianej w oparciu o medianę			875 236	799 346	1 822 071	1 523 584	928 720
Wagi wskaźników do wyceny (ω)			12%	15%	25%	35%	13%
Wartość spółki wycenianej E: m, P, Q, ω			1 334 435				

Źródło: Opracowanie własne

Podejście wieloczynnikowe opiera się jednak także na modelach innych niż macierzowe. Wzór poniżej obrazuje model dwuczynnikowy autorstwa Meitnera⁹, gdzie wartość kapitału własnego danej spółki zostaje określona na podstawie dwóch punktów odniesienia: wartości księgowej i oczekiwanych wartości zysku netto, a wagi α i β to współczynniki regresji pokazujące wpływ odpowiednio wartości księgowej i zysku netto na wartość spółki.

$$E_{w,t} = \alpha \times BV_t + \beta \times E(EAT_{t+1})$$

6. Wybrane problemy w zastosowaniu metod porównawczych

6.1 Stopień efektywności rynku

Metoda porównawcza opiera się w dużym stopniu na założeniu o efektywności rynków. Tylko wtedy wyniki generowane przez tę metodę mogą być uznane za miarodajne. Rynek definiuje się jako efektywny w sytuacji, gdy ceny walorów w pełni odzwierciedlają dostępną informację. Zakłada się, że wszelka istotna informacja zawarta jest w cenie danego waloru. „Skrót teorii efektywności” według E. Fama¹⁰ to stwierdzenie, że oczekiwana wartość nadzwyczajnych zwrotów równa się zero, choć los może generować zwroty różne od zera (anomalie), jednak w obu kierunkach. Strategie inwestycyjne obiecujące nadzwyczajne zwroty obciążone są wyższym ryzykiem. Po uwzględnieniu stopnia tego ryzyka dochody inwestora wynikające z realizacji strategii nie przewyższą dochodów portfela reprezentującego rynek. Niekoniecznie należy przyjmować tak mocne założenie, że ceny zawierają wszystkie ogólnie dostępne informacje. Wystarczy przyjąć, że związek pomiędzy nieujawnioną informacją, a ceną waloru jest zbyt subtelny, aby mógł zostać odkryty łatwo i bez ponoszenia kosztów.

Ważną kategorią w analizie efektywności rynków jest koncepcja wartości informacyjnej ceny wprowadzona przez L. Harrisa¹¹. Cena ma wartość informacyjną, jeśli jest bliska wartości fundamentalnej. Taka cena jest niezmiernie ważna dla gospodarki, jako że pozwala na efektywną gospodarkę zasobami. Walory będące przedmiotem handlu są charakteryzowane przez co najmniej dwie wartości: cenę rynkową (po której dany walor zostaje sprzedawany i kupowany), oraz cenę fundamentalną (czyli wewnętrzną, prawdziwą wartość waloru). W sensie finansowym, cena

⁹ Meitner M. (2006) ... op.cit.p.127

¹⁰ Fama E. F. (1991): *Efficient capital markets: II*, "The Journal of Finance", 46(5), str.1575-1617.

¹¹ Harris L. (2002): *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*, Oxford University Press, London

fundamentalna to oczekiwana dzisiejsza wartość wszystkich przyszłych korzyści i kosztów związanych z posiadaniem danego waloru. Wartość rynkowa waloru rzadko jednak jest identyczna z fundamentalną, jako że nie wszyscy mają dostateczną ilość informacji potrzebną do dokonania wyżej wymienionej wyceny. Ponadto, nie wszyscy uczestnicy rynku właściwie analizują znane sobie informacje, a w końcu różnie postrzegają korzyści i koszty płynące z posiadania danego waloru.

Rynek efektywny można zatem zdefiniować jako generujący ceny równe wartościom fundamentalnym danych walorów. W przypadku używania metody porównawczej należy sprawdzić stopień efektywności rynku w danym okresie. Jest to trudne i wymaga skomplikowanych badań – testów efektywności. Niemniej, na początek warto stwierdzić czy spełnione są warunki brzegowe umożliwiające tę efektywność: wysoka płynność rynku, szybkość i efektywność arbitrażu, oraz brak anomalii rynkowych, czy wybrane do testów spółki nie są systematycznie niedoszacowane, lub przeszacowane.

6.2 Zgodność miar księgowych z rzeczywistością ekonomiczną

Metoda porównawcza nie jest jedyną metodą wyceny, w której poszukujemy wskaźników oddających wiernie rzeczywistość ekonomiczną przedsiębiorstwa. Z tego samego powodu w metodach dochodowych rzadko posługujemy się kategorią zysku netto, zastępując go przepływami gotówkowymi różnego typu: CF, FCF. Podobnie w metodach porównawczych należy mieć świadomość, że zysk netto nie odzwierciedla idealnie finansowej kondycji przedsiębiorstwa – warto go zastąpić wskaźnikiem bardziej miarodajnym.

Powszechnie używanym wskaźnikiem jest P/BV, ale równie powszechnie wiadomo, że wartość księgowa wielu spółek jest dramatycznie różna od wartości rynkowej ich majątku. Jest to przesłanka stosowania metod majątkowych do wyceny przedsiębiorstw. Co więcej, dopiero wgląd w konkretne przedsiębiorstwo przynosi informację co do potencjalnej miarodajności wartości księgowej majątku. Na przykład, spółki parające się handlem, dysponują majątkiem obrotowym dużej wartości dominującym nad majątkiem złożonym z nieruchomości, a jego wartość księgowa w miarę wiernie oddaje rzeczywistość. Zupełnie inaczej może być w przypadku spółek hotelowych, gdzie dominuje wartość nieruchomości, choć spojrzenie w bilans niekoniecznie nas o tym przekonuje. Osobną kwestią są odnotowywane w księgach wydarzenia nadzwyczajne, zyski kapitałowe, czy przymusowe wypłaty z zysku (w przypadku przedsiębiorstw z większościowym udziałem Skarbu Państwa), równie skutecznie wypaczające obraz operacyjnej kondycji przedsiębiorstwa.

6.3 Struktura kapitałowa a dobór mnożników

Generalną zasadą, jaką należy kierować się przy wyborze mnożników jest wybieranie mnożników, których składowe są wysoko w rachunku zysków i strat. Dobrą ilustracją związanych z tym problemów jest przykład często używanego mnożnika P/E. Jest to wskaźnik ściśle związany z zyskiem. Nie spełnia on wymogu powyżej sformułowanej zasady, co prowadzi do błędów w wycenie, jeśli spółka wyceniana i używana do porównania mają odmienną strukturę kapitałową¹².

Wycena z użyciem P/E odbywa się następująco:

$$E_w = EAT_w \times \frac{P_p}{EAT_p}$$

Wskaźnik P/E odnosi się do jednej akcji (P/EPS), ale możemy go oczywiście stosować do całego zysku otrzymując wartość całej firmy. Można to robić tylko przy założeniu, że firma obserwowana jest w całości finansowana kapitałem własnym – wskaźnik nie uwzględnia kapitału obcego. Ten problem można pokazać. Przypuśćmy, że znamy cenę akcji P oraz wskaźnik P/E firmy finansowanej

¹² Capinski M., Patena W. (2008): *Company Valuation – Value, Structure, Risk*, Hochschule Hof, Hof, p. 12

częściowo długiem, którego wysokość D jak i zapłacone odsetki I również znamy. Znamy też liczbę akcji N . Firma płaci podatek o stopie T . Przypuśćmy, że $P/E = 6,1$ przy cenie akcji $P = 32,50$ zł. To daje $EPS = 32,50/6,1 = 5,3279$ zł. Jeśli liczba akcji wynosi $N = 10.000$ to $EAT = 53.279$ zł. Jeśli wartość długu wynosi 150.000 a stopa odsetek 8% to odsetki wynoszą $I = 12.000$. Gdyby firma nie miała długu, to jej zysk (przy założeniu, że firma płaci 30% podatku) wyniósłby $53.279 + 1200(1-30\%) = 61.679$. Jeśli zastąpimy dług przez kapitał własny to ilość akcji wzrośnie o $15.000/32,50 = 4615$, czyli całkowita liczba akcji wyniosłaby 14.615. Możemy więc obliczyć nowy hipotetyczny wskaźnik dla firmy finansowanej całkowicie kapitałem własnym obliczając zysk na jedną akcję: $61.679/14.615 = 4,22$ i dzieląc przez niego cenę akcji: $P/E = 32,50/4,22 = 7,7$. Ten prosty przykład daje dowód na to, że wskaźnik P/E jest mylący. W oryginalnej sytuacji, z długiem, zysk na akcję był wyższy niż przy całkowitym finansowaniu kapitałem własnym natomiast wskaźnik P/E był wtedy niższy.

Wartość firmy obliczona z użyciem wskaźnika P/E może być obarczona błędem. Pierwszy problem to rozbieżność ceny i wartości. Drugi problem związany jest z księgowym charakterem zysku. Trzeci i najważniejszy to kłopot z porównywaniem przedsiębiorstw o różnej strukturze kapitałowej. W takich przypadkach należy wybierać mnożniki, których mianownik położony jest możliwie wysoko w hierarchii rachunku zysków i strat. EBITDA jest lepsza od EBIT, a EBIT od EAT.

6.4 Stopień podobieństwa spółek w grupie

Spółki w grupie do porównań powinny być podobne do spółki wycenianej. Na tym zasadza się główna idea samej metody. Stosuje się kilka podejść. Jednym z nich, preferowanym przez teoretyków, jest wybór całego sektora. W warunkach polskich, dynamicznie rozwijającego się wprawdzie, ale wciąż małego liczba spółek rynku kapitałowego jest to jednak rzadko możliwe. Załóżmy, że wyceniamy spółkę – sieć hoteli. Istniejący sub indeks U_HiR zawiera jednak tylko jedną spółkę spełniającą warunek porównywalności. Takie podejście z natury rzeczy jest więc na tym konkretnym rynku niewykonalne. Ponadto, nawet na rozwiniętym rynku kapitałowym, wszystkie spółki z danej branży, lub zawarte w jednym sub indeksie będzie zawsze cechować spora odmienność. Badania Coopera¹³ dowodzą, że optymalnym jest użycie 5 spółek do porównań. Spółki powinny pochodzić z tej samej branży a ich współczynnik wzrostu nie powinien być różny od g spółki wycenianej o więcej niż 1%. Jest to podejście powszechnie stosowane przez praktyków.

Tabela 4. Sub index U_HiR

Symbol	Nazwa	Kurs	Kapitalizacja (mln)	P/BV
EAT	AMREST	73,00	1035,60	2,50
INF	INTERFERIE	5,19	75,59	0,82
OEG	OLYMPIC	3,08	465,09	1,09
ORB	ORBIS	47,69	2197,41	1,22
PLJ	POLJADŁO	4,71	102,45	3,46
POL	POLREST	2,97	18,56	0,64
RBW	RAINBOW	4,17	50,26	2,68
SFS	SFINKS	10,13	94,02	b/d

Źródło: www.stooq.pl – data dostępu: 2.10.2009

Spółki dobierane do grupy powinny następujący warunek: żadna z wartości głównych cech spółki mających istotny wpływ na wartość nie powinna być zbyt odległa od wartości charakteryzujących spółkę wycenianą. Do takich cech można zaliczyć: wielkość (kapitalizacja), wartość przychodów, zysk netto, struktura kapitałowa, struktura aktywów. Wagner¹⁴ rozważa dwa podejścia do badania podobieństwa przedsiębiorstw:

¹³ Cooper I. (2008) ... op.cit.p.14

¹⁴ Meitner M. (2006) ... op.cit.p.14

1. Podejście praktyczne.
2. Podejście oparte na teorii wyceny

W pierwszym, stopień podobieństwa określa się badając głównie strukturę organizacyjną przedsiębiorstwa, pozycję strategiczną, oraz model biznesowy firmy. Dokładniejsza lista badanych kryteriów zawiera może zawierać nie tle wskaźniki finansowe co tzw. aktywa handlowe przedsiębiorstwa:

1. Oferowane produkty i usługi
2. Udział w rynku
3. Poziom technologiczny produktów
4. Kanały dystrybucji, typy klientów
5. Pozycja w cyklu życia produktu
6. Nasilenie konkurencji
7. Stopień dywersyfikacji produktów
8. Status prawny spółki, sytuacja podatkowa
9. Rozkład przychodów w układzie regionalnym
10. Jakość i doświadczenie zarządu
11. Rozmiar spółki
12. Struktura kapitałowa
13. Ryzyko operacyjne.

Podejście drugie jest bardziej wyrafinowane, oparte na konkretnych modelach wyceny. Przyjmując np. model Gordona, ewidentnym jest, że główny wpływ na szukaną cenę przedsiębiorstwa mają: współczynnik reinwestycji, stopa wzrostu i koszt kapitału. Tak więc przy użyciu mnożnika P/E (TTM), kryteriami podobieństwa będą właśnie stopa reinwestycji, stopa wzrostu i koszt kapitału.

$$\frac{P_t}{EAT_{tm}} = \frac{Div_{t+1}(1+g)/(k_E - g)}{EAT_{tm}}$$

Z kolei, założywszy stosowanie modelu Gordona i mnożnika P/BV, kryteriami staną się ROE, stopa wzrostu i koszt kapitału. W tabeli poniżej zestawiono wymagania dotyczące kryteriów podobieństwa zależne od rodzaju mnożnika użytego do wyceny w modelu porównawczym. Wymagania te dotyczą jedynie modeli jednoczynnikowych¹⁵.

Tabela 5. Kryteria podobieństwa

Parametr z mnożnika	Wymagane kryteria podobieństwa		
BV	Koszt kapitału	Stopa wzrostu	ROE
CF	koszt kapitału	stopa wzrostu	
EBIT	WACC	g	relacja EAT/EBIT
EBITDA	WACC	g	relacja EAT/EBITDA
S	WACC	g	relacja EAT/S

Źródło: Meitner M., *The Market Approach to Comparable Company Valuation*, Physica- Verlag, A Springer Company, Heidelberg, 2006

W modelach wieloczynnikowych kwestia podobieństwa analizowanej próbki przedsiębiorstwa do spółki wycenianej nie jest aż tak istotna. Tam bowiem podobieństwo jest immanentną częścią samego modelu i nie wymaga tylu warunków brzegowych.

6.5 Dobór mnożnika

¹⁵ Meitner M. (2006) ... op.cit.p.52

W metodzie wieloczynnikowej punktem odniesienia jest grupa podobnych przedsiębiorstw, a co za tym idzie mamy do czynienia z wielością mnożników i problem wyboru wartości mnożnika, jako że każda ze spółek do porównania generuje inną wartość. Istnieją trzy standardowe podejścia określenia wartości mnożnika:

1. Średnia arytmetyczna
2. Mediana
3. Regresja

Mediana (wartość środkowa, lub średnia dwóch wartości środkowych) jest bez wątpienia lepszym wyjściem niż średnia, szczególnie w przypadku istnienia obserwacji odstających, które zniekształcają obraz oddany przez średnią arytmetyczną. Dzieje się tak najczęściej w przypadku małych próbek, co przy stosowaniu metod porównawczych jest dość częstym zjawiskiem – rzadko udaje się znaleźć więcej niż kilka substytutów wycenianej spółki. Liczba spółek to także bariera użycia regresji. Reasumując, w praktyce mediana jest zwykle najlepszym wyjściem. Gdyby jednak liczba spółek uzasadniała użycie regresji to służyłoby to tego celu (w przypadku mnożnika P/E) następujące równanie.

$$P_t = \alpha + \beta \times EAT_t + \varepsilon_t$$

6.6 Cechy statystyczne mnożników

Mnożniki używane w metodzie porównawczej dobierane są dość dowolnie. Tymczasem ich jakość ma przemożny wpływ na finalną wartość, metody ich doboru muszą spełniać określone standardy i nie mogą mieć cech alternatywności¹⁶. Chodzi zarówno o dobór mnożników do charakteru przedsiębiorstwa (o tym była już mowa wcześniej), jak i o pewne cechy statystyczne mnożników odnoszące się głównie do czasu jakiego dotyczą. Najpowszechniej używana normą jest tzw. TTM (trailing twelve months). Oznacza to, że wielkości w danym mnożniku odnoszą się do ostatnich dwunastu miesięcy. Inna powszechnie używana norma to MRQ (most recent quarter) odnosząca się do danych z ostatniego kwartału. Używanie danych pochodzących z różnych okresów może służyć manipulacji. Należy więc, po pierwsze (szczególnie w metodzie wieloczynnikowej) używać mnożników odnoszących się do tego samego okresu, po drugie podawać tę informację w dokumentacji wyceny.

Tabela 6. Wskaźniki do wyceny spółki Heineken NV

	Company	Industry	Sector	S&P 500
P/E Ratio (TTM)	59.52	7.65	142.05	14.03
P/E High - Last 5 Yrs.	--	0.12	0.93	14.12
P/E Low - Last 5 Yrs.	--	0.05	0.35	3.76
Beta	0.70	0.66	0.60	1.33
Price to Sales (TTM)	1.15	0.87	0.54	2.08
Price to Book (MRQ)	3.49	1.94	2.22	2.37
Price to Tangible Book (MRQ)	--	5.34	2.70	5.86
Price to Cash Flow (TTM)	10.19	4.01	3.52	7.49
Price to Free Cash Flow (TTM)	28.67	64.08	52.22	17.36

Źródło: <http://www.reuters.com/finance/stocks/financialHighlights?symbol=HEIN.AS>-data odczytu 31.01.2010

Sporadycznie stosowane są mnożniki obliczane w oparciu o dane prognostyczne, np. forward/leading P/E, co oznacza, że występujący w wartości P/E zysk jest wartością oczekiwaną. Wycena oparta o takie założenia musi być traktowana z dużą dozą ostrożności. Ponadto, należy porównać korzyść płynącą z dostępu do większej ilości informacji płynącej z zastosowania leading P/E, z ryzykiem użycia informacji obciążonej możliwym błędem prognozy. Użycie mnożników podlega także innym oczywistym ograniczeniom. Nie można użyć mnożników, których składowe w postaci np. EBIT, EBITDA, EAT przyjmują wartości ujemne.

¹⁶ Jaki A. (2000) ... op.cit.s.148

7 Podsumowanie

Metody porównawcze (zwane też rynkowymi, lub mnożnikowymi) to osobna grupa metod wyceny przedsiębiorstwa. Metody te budzą kontrowersje: nie mają wsparcia w postaci zbyt wielu publikacji naukowych, brakuje im mocnych podstaw teoretycznych. Z drugiej strony, ogromna część wycen, szczególnie tych dokonywanych w krajach z rozwiniętymi rynkami kapitałowymi, realizowana jest właśnie z użyciem metod porównawczych. Warunkiem rozwoju metodologii wycen opartych o założeniu o istnieniu bliźniaczego w odniesieniu do wycenianej spółki przedsiębiorstwa jest budowanie standardów wyceny. Inaczej metoda może zostać łatwo zmanipulowana. W szczególności standardy powinny dotyczyć metod doboru mnożników, doboru spółek do porównania, doboru wag stosowanych w modelach wieloczynnikowych, spójności cech statystycznych mnożników. W niniejszej pracy wskazano na aspekty i elementy metodologii wymagające standaryzacji. Bez standardów zła sława porównawczych metod wyceny wynikająca z faktu, że używane są głównie modele jednoczynnikowe, a wybór mnożnika jest bardzo subiektywny i oparty niemal wyłącznie na doświadczeniach danego wykonawcy będzie się utrzymywała.

Bibliografia

1. Benninga S., Sarig O., *Corporate Finance. A Valuation Approach*, New York, 1997
2. Capinski M., Patena W., *Company Valuation – Value, Structure, Risk*, Hochschule Hof, Hof, 2008
3. Cooper I., Cordeiro L., *Optimal Equity Valuation Using Multiples: The Number of Comparable Firms*, SSRN Working Paper, 2008
4. Damodaran A., *Investment Valuation*, John Wiley & Sons, New York, 2002
5. Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE Warszawa, 2005
6. Fama E. F., *Efficient capital markets: II*, "The Journal of Finance", 46(5), str.1575-1617, 1991
7. Fernandez P., *Valuation Using Multiples – How Do Analysts Reach Their Conclusions?* Working Paper, IESE, University of Navarra, 2002
8. Harris L., *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*, Oxford University Press, London, 2002
9. Hull J., *Options, Futures and Other Derivatives*, Prentice Hall International, London, 1998
10. Jaki A., *Wycena przedsiębiorstwa. Przesłanki, procedury, metody*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków, 2006
11. Kent D., Sheridan T., *Market Efficiency in an Irrational World*, "Financial Analysts Journal", 11/12, 1999
12. Meitner M., *The Market Approach to Comparable Company Valuation*, Physica- Verlag, A Springer Company, Heidelberg, 2006
13. Michalski M., *Zarządzanie przez wartość*, WIG Press Warszawa, 2001
14. Patena W., *DCF Valuation via Iterations*, in: "Challenges for Analysis of the Economy, the Business and Social Progress", Szeged, 2009
15. Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstwa*, FRR, Warszawa, 1999

dr Wiktor Patena: adiunkt, kierownik Zakładu Finansów i Rachunkowości w Wyższej Szkole Biznesu
– National-Louis University w Nowym Sączu

Streszczenie

Metody porównawcze (zwane też rynkowymi, lub mnożnikowymi) to osobna grupa metod wyceny przedsiębiorstwa. Metody te budzą kontrowersje: nie mają wsparcia w postaci zbyt wielu publikacji naukowych, brakuje im mocnych podstaw teoretycznych. Z drugiej strony, ogromna część wycen, szczególnie tych dokonywanych w krajach z rozwiniętymi rynkami kapitałowymi, realizowana jest właśnie z użyciem metod porównawczych. Warunkiem rozwoju metodologii wycen opartych o założenie o istnieniu bliźniaczego w odniesieniu do wycenianej spółki przedsiębiorstwa jest budowanie standardów wyceny. Inaczej metoda może zostać łatwo zmanipulowana. W szczególności standardy powinny dotyczyć metod doboru mnożników, doboru spółek do porównania, doboru wag stosowanych w modelach wieloczynnikowych, spójności cech statystycznych mnożników. W niniejszej pracy wskazano na aspekty i elementy metodologii wymagające standaryzacji. Bez standardów zła sława porównawczych metod wyceny wynikająca z faktu, że używane są głównie modele jednoczynnikowe, a wybór mnożnika jest bardzo subiektywny i oparty niemal wyłącznie na doświadczeniach danego wykonawcy będzie się utrzymywała.

Comparable Company Valuation Issues

Summary

The comparable company valuation is one of the most controversial valuation approaches. It gained popularity because of a simplified valuation procedure and immediate results it may generate. However, it lacks theoretical foundation and standards dealing with valuation procedures. We point out to certain issues that need to be analyzed so that comparable company valuation method can be used without raising so much controversy. The issues include: comparable company selection, peer group selection, criteria used for multiples selection, relevance of various multiples, the choice of valuation methods, analysis of capital market efficiency, capital structure, interaction between single- and multi-factor models. To conclude, the comparable company valuation method may work well provided one adheres to standards with regard to peer group selection, multiples selection, and relies on high quality data. Otherwise, the market approach to valuation will still be considered controversial and inferior to asset or income base valuation methods.