

Opis stosowanych modeli wyceny

Przy sporządzaniu rekomendacji Dom Analiz SII wykorzystuje co najmniej jedną z niżej wymienionych i opisanych metod wyceny.

1. Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF – ang. Discounted Cash Flow) polega na oszacowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę, które następnie są zdyskontowane w celu ustalenia ich wartości bieżącej (uwzględniającej zmianę wartości pieniądza w czasie).

Ogólny wzór wykorzystywany w wycenie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych przedstawić można następująco:

$$PV_0 = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_t}{(1+k)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

gdzie:

PV_0 – wartość bieżąca przyszłych przepływów pieniężnych;

CF_t – przepływ pieniężny generowany przez spółkę w okresie t ;

k – stopa dyskontowa.

Najczęściej jako przepływy pieniężne wykorzystuje się dywidendy lub tzw. wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego (FCFE) i wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i obcego (FCFF). Za stopę dyskontową przyjmuje się natomiast koszt kapitału, który powinien uwzględniać poziom ryzyka inwestycyjnego.

Silną stroną metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest uwzględnianie w wycenie przyszłych przewidywanych przepływów pieniężnych oraz zmiany wartości pieniądza w czasie, natomiast do jej wad należy zaliczyć relatywnie dużą ilość potrzebnych założeń i dużą wrażliwość na prognozowane wielkości finansowe, w tym duże uzależnienie końcowej wyceny od tzw. wartości rezydualnej (RV – Residual Value).

2. Metoda porównawcza

Metoda porównawcza opiera się na założeniu, że dwie podobne inwestycje powinny być podobnie wyceniane. Może być ona dokonywana na podstawie transakcji przeprowadzonych na rynku prywatnym (przejęcia) lub na podstawie bieżących wskaźników (mnożników) rynkowych spółek giełdowych.



Dom Analiz SII

Kluczowym elementem wyceny metodą porównawczą jest odpowiedni dobór spółek porównywalnych (grupy porównawczej) oraz stosowanych w wycenie wskaźników. Wśród najczęściej wykorzystywanych wskaźników wymienić można między innymi: P/E (cena do zysku), P/BV (cena do wartości księgowej), P/S (cena do przychodów ze sprzedaży), P/CF (cena do przepływów pieniężnych), EV/EBITDA (wartość przedsiębiorstwa do wyniku EBITDA), EV/EBIT (wartość przedsiębiorstwa do wyniku operacyjnego), EV/S (wartość przedsiębiorstwa do przychodów ze sprzedaży) i EV/CF (wartość przedsiębiorstwa do przepływów pieniężnych).

W przypadku wyceny porównawczej zaletą jest relatywna prostota modelu oraz uwzględnianie aktualnych rynkowych wycen spółek porównywalnych do spółki wycenianej, natomiast do jej wad należy zaliczyć ryzyko nieefektywnej wyceny (przewartościowania lub niedowartościowania) przez rynek spółek porównywalnych, trudności z doбором właściwej grupy porównawczej czy duży subiektywizm w wyborze zastosowanego przy wycenie mnożnika.

3. Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych polega na oszacowaniu przyszłych zysków rezydualnych generowanych przez spółkę, które następnie są dyskontowane przy wykorzystaniu kosztu kapitału własnego. Aby otrzymać bieżącą wycenę spółki, do powyższej wartości należy dodać jeszcze bieżącą wartość jej kapitału własnego.

Ogólny wzór wykorzystywany w wycenie metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych przedstawić można następująco:

$$V_0 = BV_0 + \frac{RI_1}{1+r} + \frac{RI_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{RI_n}{(1+r)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{RI_t}{(1+r)^t}$$

gdzie:

V_0 – bieżąca wycena spółki;

BV_0 – bieżąca wartość kapitału własnego spółki;

RI_t – zysk rezydualny spółki w okresie t ;

r_e – koszt kapitału własnego.

Zysk rezydualny spółki wylicza się natomiast najczęściej w następujący sposób:

$$RI_t = E_t - r * BV_{t-1} = (ROE_t - r) * BV_{t-1}$$

gdzie:

RI_t – zysk rezydualny spółki w okresie t ;

E_t – zysk netto spółki w okresie t ;

r – koszt kapitału własnego;

BV_{t-1} – wartość kapitału własnego spółki w okresie $t-1$;

ROE_t – rentowność kapitału własnego spółki w okresie t ;



Dom Analiz SII

Wśród silnych stron metody zdyskontowanych zysków rezydualnych wymienić można mniejsze niż w przypadku metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych uzależnienie końcowej wyceny od oszacowanej wartości rezydualnej. Słabą stroną tej metody jest stosunkowo niska jej znajomość i zrozumienie wśród inwestorów, a także relatywnie duża ilość potrzebnych do wyceny założeń.

4. Metoda księgowa

W metodzie księgowej wykorzystuje się bilansową wartość aktywów spółki, która pomniejszana jest o sumę zobowiązań spółki.

Zaletą wyceny metodą księgową jest jej prostota, natomiast wada to skupianie się na bieżącym stanie majątku i brak uwzględniania przyszłych korzyści dla akcjonariuszy spółki.