



Sukcesja



Doradztwo



Ważny temat

# Akademia wycen

Cykl artykułów Grant Thornton dla przedsiębiorców



## O Grant Thornton



### Szanowni Państwo

Jako firma działamy na polskim rynku od 1993 r. Początkowo jako firma audytorska, obecnie jako podmiot świadczący kompleksowe usługi z zakresu audytu, outsourcingu rachunkowości oraz kadr i płac, doradztwa europejskiego, a także podatkowego, prawnego i biznesowego. Naszą pasją jest rozwój, dlatego naszym klientom towarzyszymy na każdym jego etapie.

Zespół Wycen i Konsultingu realizuje corocznie kilkadziesiąt projektów z zakresu wycen przedsiębiorstw, zorganizowanych części przedsiębiorstw, a także aktywów niematerialnych i prawnych.

Wspieramy naszych klientów zarówno w bieżącej działalności poprzez optymalizację kosztów oraz procesów biznesowych, jak również w określaniu dalszych kierunków rozwoju poprzez opracowywanie strategii rozwoju, biznes planów i modeli finansowych.

Na co dzień staramy się dzielić wiedzą z naszymi klientami, dlatego oddaję w Państwa ręce cykl artykułów Grant Thornton nt. wycen przedsiębiorstw. Mam nadzieję, że nasz przewodnik będzie dla Państwa cennym źródłem wiedzy, ale przede wszystkim inspiracją do dalszych działań. W przypadku rodzących się po lekturze pytań, jesteśmy gotowi do dalszej rozmowy.

#### Anatol Skitek

Senior Menedżer  
T: +48 61 625 1461  
M: +48 661 538 546  
E: [anatol.skitek@pl.gt.com](mailto:anatol.skitek@pl.gt.com)





Anatol Skitek  
Senior Menedżer



Tomasz Mleczak  
Doradca



Małgorzata Kaczmarczyk  
Doradca

Większość z Państwa zapewne zastanawia się, ile wart jest ich biznes. Niektórzy myślą o tym, gdyż rozważają sprzedaż swojego przedsiębiorstwa.

Inni chcą ocenić, jaki wymierny efekt przyniosły lata mozolnego budowania firmy. Jeszcze inni otrzymali właśnie ofertę od potencjalnego wspólnika, który gotów jest dokapitalizować prowadzoną działalność albo chce wyjść z firmy. Powodów może być wiele. Bez wątpienia, warto wiedzieć, ile jest warta firma, którą Państwo zbudowali. Wiedza ta może mieć wpływ na podejmowane decyzje o przyszłości własnej i przyszłości firmy.

Odpowiedzi na tytułowe pytanie można szukać na kilka sposobów, każdy z nich ma swoje uzasadnienie, przewagi, ale też i ograniczenia.

Najbardziej intuicyjnym sposobem określania wartości przedsiębiorstwa jest obliczenie wartości majątku, jakim ono dysponuje. Sposób ten rzadko jednak daje informację o rynkowej wartości firmy. Przedsiębiorstwo to mechanizm, który ma służyć zarabianiu pieniędzy, dlatego też wielu ocenia jego wartość na podstawie tego, ile gotówki jest w stanie wygenerować.

Pojawia się tutaj jednak dodatkowe pytanie – czy chodzi o to, ile gotówki było w stanie wygenerować do tej pory, czy o to, ile będzie w stanie wygenerować w przyszłości?

Patrząc z jeszcze innej strony, wartością może być cena, jaką ktoś jest gotów zapłacić za dany biznes. Sytuacja analogiczna jak przy transakcji zakupu dzieła sztuki – ono nie ma obiektywnej wartości, a cenę kreują podobne transakcje z przeszłości oraz subiektywna ocena licytujących.

Dodatkowo, w ramach swojej działalności, przedsiębiorstwa tworzą pewną wartość dodaną, która jest wartością samą w sobie. Znak towarowy czy marka korporacyjna często stanowią wewnętrzne dobro, pozwalające przedsiębiorstwu na wyróżnienie się wśród konkurentów. Efektem mozolnego, wieloletniego budowania zaufania wśród klientów i obecności na rynku może być zbudowanie rozpoznawalnej i cenionej w branży marki, która następnie może stać się przedmiotem sprzedaży lub licencji.



## Emocje czy liczby?

Wielu przedsiębiorców ma wyobrażenie dotyczące wartości spółki, którą stworzyli. Bardzo często opiera się ono na emocjach i wspomnieniach związanych z włożonym wysiłkiem, długimi latami ciężkiej pracy, radościami wynikającymi z osiągniętych sukcesów finansowych, stresem będącym efektem nietrafionych decyzji i gorszych momentów w historii przedsiębiorstwa. W efekcie, wspomniane wyobrażenie o wartości może być zniekształcone przez czynnik emocjonalny. Czasem może on powodować przeszacowywanie wartości firmy, ale często powoduje również, że właściciele nie doceniają wartości, którą wytworzyli.

W świecie biznesu jest jednak mało miejsca na sentymenty i emocje. W większości przypadków ustępują one miejsca chłodnym analizom i kalkulacjom. W związku z tym, podchodząc do wyceny, należy z odpowiednim dystansem spojrzeć na wcześniejsze sukcesy oraz aktualne plany rozwoju. Tak, aby z jednej strony ich nie przeceniać, ale z drugiej nie zmniejszać skali tego, co się wypracowało do tej pory, i co przewiduje się osiągnąć w przyszłości

Jednocześnie należy pamiętać, że często dla wyceniających ważniejsze są bieżące i najbliższe wyniki finansowe – przychody, koszty, zyski, straty, marże, przepływy pieniężne czy nakłady inwestycyjne. Często nie oznacza jednak zawsze. W przypadku stabilnych i ugruntowanych biznesów historia ma bez wątpienia większe znaczenie.

Faza rozwoju, w jakiej znajduje się firma, plany rozwoju oraz cel wyceny mogą w diametralny sposób zmienić perspektywę, z której patrzymy na przedsiębiorstwo i szacujemy jego wartość. Różnice te nie muszą być problemem. Powinniśmy być jednak ich świadomi oraz wiedzieć, kiedy i w jaki sposób zmienić perspektywę patrzenia i wykorzystać tę wiedzę dla własnych potrzeb.

## Przedsiębiorstwo jest warte tyle, ile może wygenerować gotówki

Powyższe stwierdzenie jest podstawą jednej z najbardziej rozpowszechnionych metod wyceny, stosowanej w szczególności w przypadku przekształceń, wejścia nowego inwestora oraz sytuacji, kiedy właściciel chce poznać wartość w pełni uwzględniającą potencjał rozwoju firmy.

Oparcie wyceny na pojęciu zarobku czy przepływu pieniężnego pozwala określić dochodową wartość przedsiębiorstwa (wycena metodą dochodową). Metoda ta opiera się na założeniu, że właściciel sprzedający swoją firmę w rzeczywistości oddaje nabywcy możliwość osiągnięcia w przyszłości zysków wynikających z prowadzenia dotychczasowej działalności operacyjnej. Będąc właścicielem w kolejnych latach, mógłby co roku osiągać zyski finansowe i wypłacać dywidendy.

Wartość przedsiębiorstwa powinna być zatem sumą korzyści, jakie wynikają z prowadzenia biznesu po uwzględnieniu czynnika czasu i rozłożenia tych korzyści na przestrzeni wielu kolejnych lat.



W tym momencie pojawiają się jednak pytania:

?

Jak długi okres czerpania korzyści  
wziąć pod uwagę?

?

Czy te wzrosty są w ogóle pewne?

?

A może kolejne lata okażą się  
trudniejsze niż się spodziewamy?

Powyższe pytania powstają zarówno w głowie właściciela, chcącego poznać możliwie precyzyjnie wartość swojego biznesu, jak również w głowie potencjalnego nabywcy. Odpowiedzi, oczywiście, nie są proste, jednak postaramy się na nie odpowiedzieć w artykule „Jak oszacować potencjał dochodowy przedsiębiorstwa?”.

Warto jednak zaznaczyć, że w przypadku transakcji strony często dochodzą do wniosku, że właściwym sposobem wyceny jest porównanie danej firmy do rynku.



## Cenę dyktuje rynek

W wielu przypadkach sprzedaż przedsiębiorstwa po cenie wynikającej ze wspomnianej wcześniej metody dochodowej jest trudne, ponieważ opiera się ona na potencjale i prognozach rozwoju spółki, które w przyszłości nie muszą się zrealizować.

W większości przypadków w momencie sprzedaży swojego biznesu, właściciele oddają w obce ręce kierowanie przedsiębiorstwem. Wobec tego ryzyko niezrealizowania zakładanego poziomu zysków przenoszone jest na nabywcę. Dlatego też należy się spodziewać, że kupiec będzie chciał zapłacić mniej niż wynika to bezpośrednio z wyceny dochodowej. Z jego punktu widzenia, po uwzględnieniu wszystkich czynników ryzyka, wartość spółki jest niższa.

Innymi słowy, tylko zdeterminowany kupiec, dostrzegający potencjalne efekty synergii, będzie skłonny zapłacić kwotę bliską czy nawet wyższą niż szacowana wartość dochodowa. W większości przypadków nabywca oprze swoją wycenę na danych historycznych przedsiębiorstwa i porówna je z wynikami osiąganymi przez inne, podobne spółki.

Aby wiedzieć zatem, jakiej oferty można się spodziewać od potencjalnego nabywcy, należy znaleźć porównywalne przedsiębiorstwa, których wartość rynkowa jest już znana i odpowiednio zestawić wyniki finansowe tychże z wynikami naszej spółki. W jaki sposób wyszukać takie firmy i jak odnieść ich wartość do ceny biznesu, opiszemy szczegółowo w artykule „Za jaką cenę mógłbym sprzedać swoją firmę?”.

## Jak wartość majątku wpływa na wartość spółki?

Wśród sporej części przedsiębiorców funkcjonuje przeświadczenie, że wartość firmy jest zbieżna z wartością posiadanego majątku. W praktyce, w większości przypadków wycena bazująca wyłącznie na wartości majątku spółki (wycena majątkowa) jest jednak najniższa w porównaniu z wyceną rynkową i dochodową, stanowiąc tym samym dolną granicę przedziału wartości. Gdyby było inaczej, zwyczajnie nie byłoby ekonomicznego uzasadnienia do prowadzenia działalności gospodarczej. Bardziej opłacalnym byłoby spieniężenie majątku niż uzyskiwanie za jego pomocą dochodów, których wartość byłaby równa kwocie, jaką można uzyskać ze sprzedaży.

Dodatkowo, patrząc na swoje przedsiębiorstwo, należy pamiętać, że z punktu widzenia inwestora zainteresowanego danym biznesem, najważniejsze są elementy bezpośrednio wpływające na możliwość prowadzenia działalności operacyjnej. W związku z tym, dla potencjalnego inwestora składniki majątku, które nie są wykorzystywane do podstawowej działalności, mogą być warte zdecydowanie mniej niż wynikałoby z ich wartości rynkowej. Dlatego też istotnym jest, aby przedsiębiorcy mieli pełną świadomość, jaka część majątku faktycznie przyczynia

się do generowania przychodów. W innym przypadku ich subiektywna ocena wartości przedsiębiorstwa będzie wyższa w odniesieniu do oceny nabywcy.

W takich sytuacjach warto zastanowić się, czy oplota się zgodzić na pewne dyskonto w wycenie wartości majątku nieoperacyjnego i sprzedać go łącznie ze zbywanym przedsiębiorstwem, czy jednak podjąć próbę niezależnej sprzedaży tych elementów, które z perspektywy inwestora są mniej atrakcyjne albo też wycofać te składniki majątku z działalności do majątku prywatnego.

Niemniej jednak, część z tych przedsiębiorców, którzy patrzą na swoje biznesy przez pryzmat majątku, ma rację. W niektórych bowiem sytuacjach wartość przedsiębiorstwa determinowana jest w głównej mierze przez majątek, którym spółka może dysponować. Przykładem mogą być sytuacje, w których działalność spółki jest nierentowna lub przedsiębiorstwo nie zamierza kontynuować swojej działalności. Są to jednak wyjątkowe i niezbyt często spotykane sytuacje.

Szerzej na ten temat w artykule „Na ile posiadany majątek jest istotnym czynnikiem budującym wartość mojej spółki?”

Aby zrozumieć punkt widzenia inwestora, przedsiębiorca powinien znać nie tylko wartość rynkową składników swojego majątku, ale także wiedzieć, które z nich faktycznie przyczyniają się do generowania przychodów.



## Przedsiębiorstwo jest warte więcej, gdy posiada unikalne zasoby w postaci wartości niematerialnych i prawnych

Analizując aktywa, jakimi dysponuje spółka, nie można jednocześnie pominąć aktywów niematerialnych. Podobnie jak w przypadku majątku trwałego, aktywa niematerialne pomagają w generowaniu przychodów oraz zysków.



Czy firma Coca-Cola byłaby warta tyle samo, gdyby nie wypromowała charakterystycznej międzynarodowej marki? Być może to właśnie jej znak towarowy wraz z recepturą to te dwa elementy, które w największym stopniu stanowią o wartości przedsiębiorstwa. Moce wytwórcze są tu prawdopodobnie czynnikiem wtórnym.

Podobnie rzecz ma się z markami o dużo mniejszej rozpoznawalności i zasięgu niż Coca-Cola. Są one istotnym elementem wspomagającym sprzedaż, a w konsekwencji – wartość spółek. Znaki te same w sobie również posiadają własną wartość. Należy się zatem zastanowić czy marka, czy też marki, które są wykorzystywane w prowadzonej działalności gospodarczej, nie powodują, że klienci częściej sięgają po nasze produkty niż

po towary sprzedawane przez konkurentów. Jeśli tak, to warto sprawdzić, ile warty jest taki znak towarowy. Z jednej strony, bez wątplenia stanowi on w jakimś stopniu o wartości przedsiębiorstwa, a z drugiej może sam w sobie stanowić przedmiot transakcji. Podobnie jak ochrona patentowa rozwiązań zastosowanych w produktach, wyszukanego wzoru użytkowego lub też nowoczesnej linii technologicznej. Każde z tych aktywów może stanowić istotny element budujący wartość biznesu.

Jesteśmy przekonani, że oceniając wartość swojego przedsiębiorstwa należy być świadomym, jak mocnymi aktywami niematerialnymi dysponują właściciele firm rodzinnych. Dlatego też artykuł „W jakim stopniu rozpoznawalna marka, know-how czy patenty wpływają na wartość mojego biznesu?” poświęcimy tej tematyce.

## Czy przedsiębiorstwo będzie warte więcej w przyszłości?

Przychody, generowane zyski i przepływy pieniężne, majątek oraz wartości niematerialne i prawne oraz zestawienie z innymi graczami na rynku - wszystko to wpływa na wartość przedsiębiorstwa w danym momencie. Z biegiem czasu zmienia się jednak otoczenie, jak również sama firma. Jej wartość zmienia

się wraz z przechodzeniem do kolejnych faz rozwoju. Wyceny spółek w fazie wzrostu różnią się od tych, które są już w fazie dojrzałości. W tym kontekście, właściciele firm – podczas rozważań nad wartością lub sprzedażą swojego przedsiębiorstwa – powinni zastanowić się, czy to już jest odpowiedni moment do wyjścia. Czy ewentualne pozostanie w spółce i dalszy trud związany z rozwojem działalności zostanie wynagrodzony w wystarczającym stopniu, dzięki osiąganym w kolejnych latach wynikom finansowym? Ostatni artykuł w cyklu, „Czy to już czas, żeby sprzedać swoje przedsiębiorstwo?”, poświęcony będzie właśnie poszukiwaniu odpowiedzi na pytanie, w jakim momencie rozwoju i dlaczego warto rozważyć sprzedaż firmy.

Niniejszy materiał ma na celu - z jednej strony - unaocnić czynniki wpływające na wartość rodzimych biznesów, a z drugiej strony – pomóc zrozumieć metody oszacowywania wartości oraz przesłanki, dlaczego i w jaki sposób inni mogą szacować wartość naszego przedsiębiorstwa. Mamy nadzieję, że wiedza ta przyczyni się do świadomego kształtowania i kontrolowania wartości biznesów rodzinnych i – przez to – będzie przydatna zarówno w podejmowaniu kolejnych decyzji inwestycyjnych, jak i podczas rozmów z potencjalnymi inwestorami czy nabywcami.



Małgorzata Kaczmarczyk  
Doradca

Każdy przedsiębiorca powinien znać wartość prowadzonego biznesu, gdyż jak słusznie zauważa Warren Buffet: **Jeżeli nie znasz wartości (...) swojego biznesu, znajdziesz się w rękach kogoś, kto ją zna.**

Wskazaliśmy już, że na wartość przedsiębiorstwa można, a wręcz należy, patrzeć poprzez pryzmat dochodów, jakie firma może przynieść jej właścicielom. To proste spostrzeżenie stanowi podstawę najczęściej stosowanego sposobu szacowania wartości przedsiębiorstwa, czyli metody dochodowej. Metoda ta powszechnie uznawana jest za najlepiej odzwierciedlającą realną wartość firmy.

Wycena metodą dochodową przeprowadzana jest z reguły w każdej sytuacji, w której konieczne jest poznanie wartości spółki, m.in. na potrzeby fuzji i przejęć, sprzedaży, debiutu na giełdzie, restrukturyzacji oraz decyzji inwestycyjnych. Dzieje się tak, gdyż metody dochodowe określają tzw. wewnętrzną wartość spółki, czyli stanowią odpowiedź na pytanie, ile warte jest przedsiębiorstwo z punktu widzenia generowanych przez nie dochodów.

**Czym właściwie jest dochód w wycenie?**

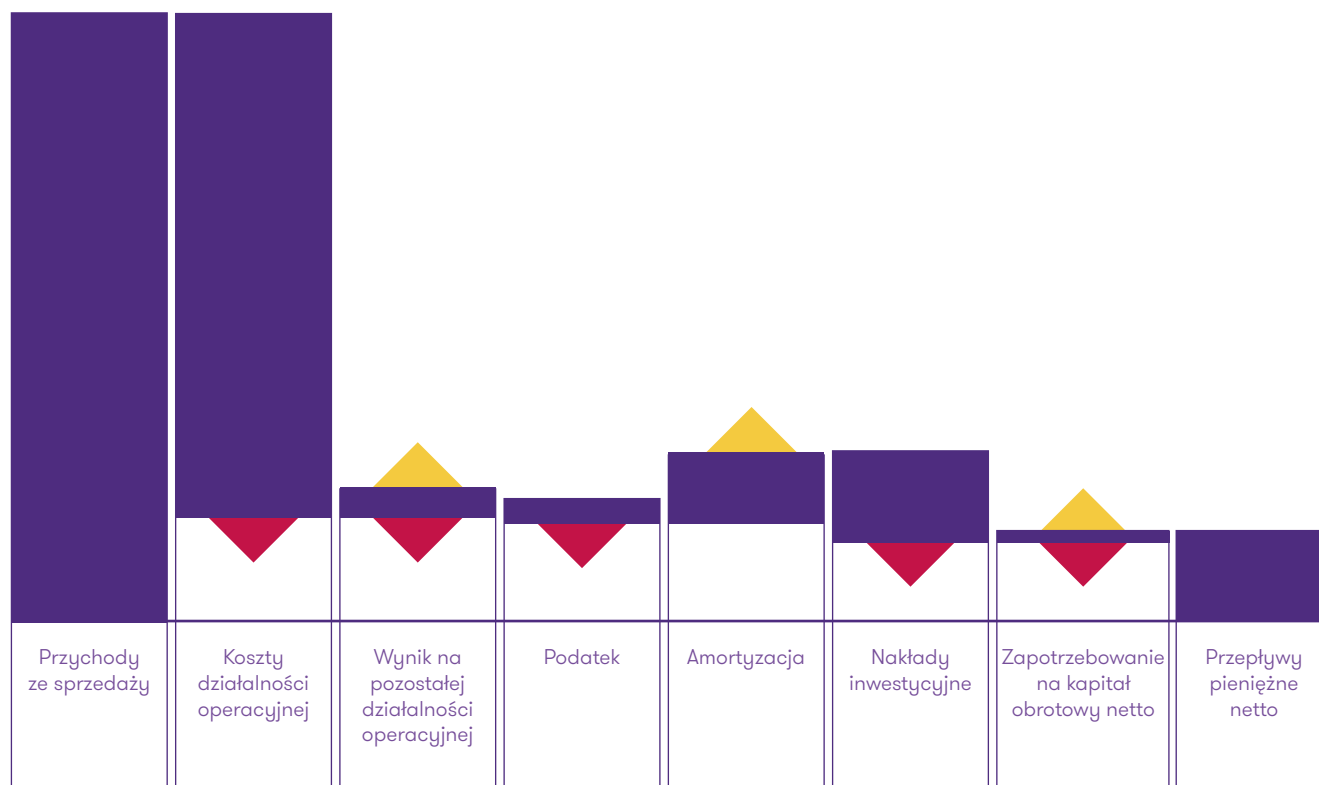
Najczęściej pojęciem „dochód” określa się wolne przepływy pieniężne, dywidendę lub zyski ekonomiczne.

Wolne przepływy pieniężne stanowią środki, które pozostają do dyspozycji przedsiębiorcy po uwzględnieniu w przychodach wszelkich kosztów, nakładów inwestycyjnych oraz obciążeń podatkowych. Z kolei, zysk ekonomiczny określany jest inaczej zyskiem nadzwyczajnym, gdyż stanowi nadwyżkę zysku przedsiębiorstwa ponad zysk normalny, czyli poziom, przy którym realizowane przychody pokrywają wszystkie poniesione koszty.

Punktem wyjścia dla określenia wolnych przepływów pieniężnych jest pomniejszenie przychodów generowanych przez wyceniane przedsiębiorstwo o ponoszone przez nie koszty, które niosą za sobą przepływ środków pieniężnych. Standardowym przykładem kosztu niebędącego wydatkiem dla przedsiębiorstwa jest amortyzacja. Dlatego w trakcie określania wolnych przepływów pieniężnych należy tradycyjne koszty działalności operacyjnej oczyścić z uwzględnionych w nich kosztów amortyzacji.



Schemat określenia wolnych przepływów pieniężnych oraz wpływu poszczególnych czynników na wartość wolnych przepływów pieniężnych przedstawia wykres poniżej:



 **Dodatni** wpływ na wartość przepływów pieniężnych

 **Ujemny** wpływ na wartość przepływów pieniężnych

Wśród innych przychodów/ kosztów, które nie niosą za sobą przepływu środków pieniężnych, wskazać można rozliczenie otrzymanej dotacji lub uwzględnianie w rachunku zysków i strat kosztów ponoszonych raz w roku, a rozliczanych w trakcie okresu obrotowego, na przykład prenumeraty lub podatek od nieruchomości. Stanowią one jednorazowy przepływ środków pieniężnych w momencie ich otrzymania (dotacja) lub poniesienia (prenumeraty, podatek), a w pozostałej działalności operacyjnej uwzględniane są jedynie w celu zapewnienia poprawności zapisów księgowych, a nie ze względu na niesiony wpływ lub wypływ pieniądza z przedsiębiorstwa.

Oznacza to, że nie należy wprost utożsamiać zysku z dostępną w przedsiębiorstwie gotówką.

Oczywiście, potencjalny inwestor najbardziej zainteresowany będzie powtarzalnymi przychodami i kosztami, wynikającymi bezpośrednio z zakresu świadczonych przez przedsiębiorstwo usług lub sprzedawanych przez nie produktów. W związku z tym, zarówno przychody, jak i koszty powinny zostać oczyszczone ze zdarzeń niestandardowych, takich jak: realizacja jednorazowego kontraktu dla klienta czy odpisy aktualizujące wartość posiadanych aktywów. Podobnie, do wyceny powinniśmy ujmować jedynie te koszty, których charakter jest powtarzalny i które mogą mieć miejsce w przyszłości, np. koszty prenumeraty czasopism czy opłaty z tytułu prowadzenia działalności w specjalnych strefach ekonomicznych.

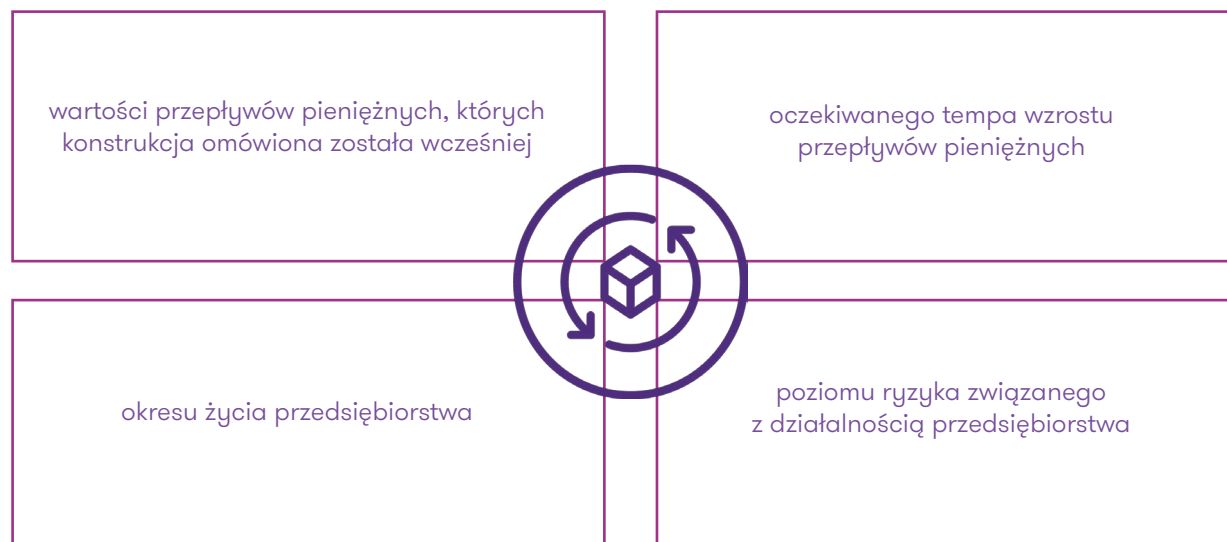
Dalej, na wartość przedsiębiorstwa wpływają nie tylko przepływy pieniężne generowane w najbliższej przyszłości, ale również te generowane w „nieskończoność”.



Przedsiębiorcy w naturalny sposób oczekują, że przychody w kolejnym okresie będą wyższe niż w te w okresie poprzednim, ale czy wzrost ten może być nieograniczony?

Nie należy również zapominać, iż – w związku z oczekiwaną przez inwestora zapłatą za użyczenie kapitału – rozpoznawana na chwilę obecną wartość dochodów z każdym kolejnym okresem prognozy będzie coraz mniejsza.

Porządkując, można przyjąć, iż wartość przedsiębiorstwa zależy przede wszystkim od 4 czynników:





## Przede wszystkim rozwój

Naturalnym oczekiwaniem ze strony właścicieli jest to, że prowadzony przez nich biznes będzie rozwijał się w kolejnych latach działalności. Czasami jednak możliwości wzrostu są ograniczone, przedsiębiorcy odczuwają problemy z utrzymaniem dotychczasowego poziomu przychodów, a przyszłość wydaje się być niewiadomą.

Aby zweryfikować oczekiwania dotyczące przyszłości, należy przeanalizować dotychczasową historię przedsiębiorstwa oraz ocenić perspektywę rynku, na którym prowadzona jest działalność.

Jeśli przedsiębiorstwo odnotowuje coroczne wzrosty przychodów a prognozy rynku są optymistyczne, zarówno przedsiębiorcy, jak i inwestorzy będą skłonni uwierzyć w świetlaną przyszłość spółki.

Co w przypadku, gdy **historyczne wyniki** są niestabilne lub **analizy ekspertów branżowych** nie napawają optymizmem?

**W pierwszej sytuacji** należy zastanowić się, co spowodowało zachwianie wyników spółki. Szczegółowa analiza historii umożliwi identyfikację ryzyk i nieprawidłowości oraz wyeliminowanie ich w przyszłości. Jasno określone założenia na przyszłość oraz wiedza na temat przyczyn niepowodzeń sprawi, że prognozy przyszłych przychodów będą mogły zostać zrealizowane.

**W drugim przypadku**, zidentyfikowanie przewag konkurencyjnych pozwoli na określenie jasnych przesłanek możliwego wzrostu pomimo trudnej sytuacji na rynku. Oczywiście, należy jednoznacznie wskazać, że istnieją również branże, a w konsekwencji przedsiębiorstwa, dla których prognozy wzrostu nie są możliwe w ogóle lub są czasowo ograniczone.

Do kiedy należy przewidywać wzrost przedsiębiorstwa?

Z pewnością, długość okresu prognozy wzrostu zależy będzie od etapu życia przedsiębiorstwa. Zwyczajowo, prognozy powinno dokonywać się do momentu osiągnięcia przez przedsiębiorstwo stabilnego/docelowego poziomu sprzedaży. Czy to oznacza, że po tym okresie wzrost jest niemożliwy? Zdecydowanie nie. Należy jednak mieć na uwadze, iż żadna branża czy przedsiębiorstwo nie mogą rozwijać się w nieskończoność szybciej niż cały rynek. Ustalając wzrost przedsiębiorstwa w późniejszym okresie, warto mieć na uwadze przewidywania rządu, dotyczące rozwoju całej gospodarki.

Oczywiście, prognozy – z założenia – dotyczą zdarzeń, które mogą, ale nie muszą wydarzyć się w przyszłości. Ze względu na naturę takiej informacji, faktycznie osiągnane przez przedsiębiorstwo wyniki mogą różnić się od wyników prognozowanych. Należy jednak dołożyć wszelkiej staranności, aby przedstawiane wartości były rzetelne, zgodne z naszą najlepszą wiedzą na moment ich dokonywania, a także uwzględniły wszelkie dostępne informacje.

## Przedsiębiorstwo a cykl życia

Z punktu widzenia wyceny, wartość przedsiębiorstwa możemy podzielić na wartość wynikającą z okresu szczegółowej prognozy oraz wartość z okresu rezydualnego, czyli – najprościej mówiąc – wartość przedsiębiorstwa wynikającą z jego funkcjonowania w „nieskończoność”.

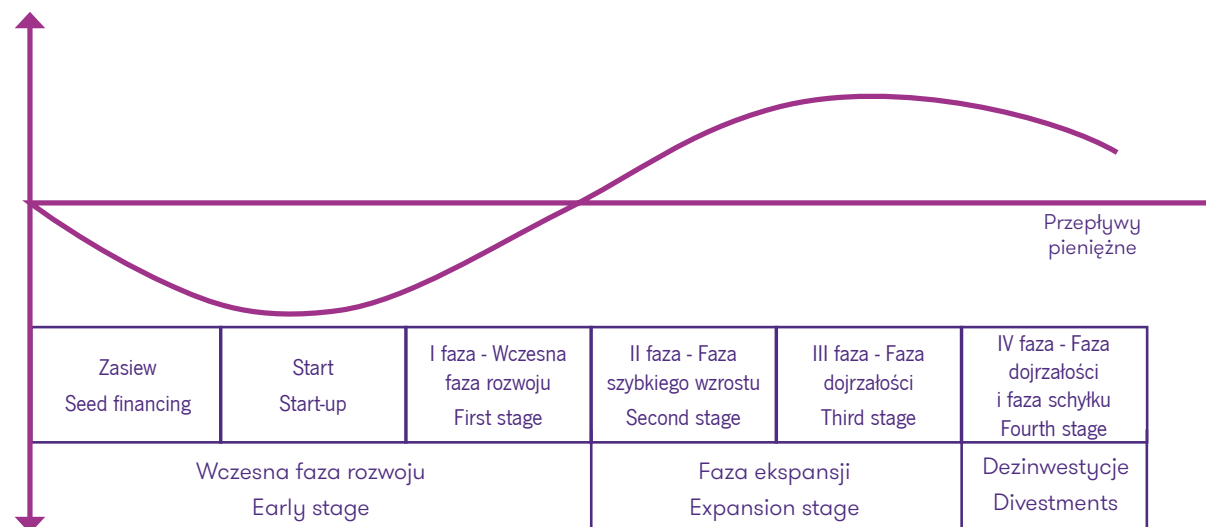
W celu określenia długości okresu szczegółowej prognozy przedsiębiorca powinien ustalić, w którym miejscu cyklu życia przedsiębiorstwa znajduje się aktualnie jego firma. Generalnie, im bliżej naszej firmie do okresu stabilności, tym krótszy okres szczegółowej prognozy możemy brać pod uwagę. Zatem, w przypadku przedsiębiorstw, które dopiero rozpoczynają swoją działalność lub przechodzą etap restrukturyzacji, okres prognozy należy wydłużyć do momentu osiągnięcia przez nie docelowego/stabilnego poziomu przychodów.

Okres prognozy zależy również od rodzaju branży, w której prowadzona jest działalność oraz od charakteru prowadzonego biznesu. Jeżeli możemy wskazać na pewną cykliczność prowadzonej działalności, okres prognozy powinien zawierać co najmniej jeden pełny cykl. W pozostałych przypadkach, okres prognozy ustalany jest zazwyczaj na 3-5 lat, ze wskazaniem na okres pięcioletni.

Taki okres, z jednej strony, pozwala na uchwycenie specyfiki spółki i branży, a – z drugiej strony – nie jest na tyle odległy, aby przedsiębiorca nie był w stanie z dużym prawdopodobieństwem przewidzieć swoich przychodów i kosztów.

Wartość z okresu rezydualnego to wartość przedsiębiorstwa wynikająca z kontynuowania przez nie działalności w następnych latach, po ostatnim roku szczegółowej prognozy.

Szacując wartość przedsiębiorstwa w okresie rezydualnym, należy zastanowić się przede wszystkim nad wartością przepływów pieniężnych oraz omówioną wcześniej stopą wzrostu. Najczęściej, podstawę dalszego wzrostu stanowi wartość przepływu pieniężnego w ostatnim roku szczegółowej prognozy, a w przypadku przedsiębiorstw charakteryzujących się działalnością cykliczną – średni przepływ z pełnego cyklu.



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton



## Wartość przepływu w czasie

Każdy z nas ma świadomość zmiennej wartości pieniądza w czasie. 100 zł, które otrzymamy dzisiaj, ma dla nas większą wartość niż 100 zł, które otrzymamy za rok. Różnica ta wynika choćby z możliwości odłożenia wspomnianych 100 zł na lokatę, dzięki czemu po roku otrzymamy 100 zł powiększone o wartość odsetek. Podobnie, przyszłe przepływy pieniężne przedsiębiorstwa będą miały różną wartość w zależności od momentu, w którym zostaną wygenerowane w przyszłości. Zatem, na potrzeby wyceny przepływy pieniężne należy przedstawić w wartości na dzień dzisiejszy, czyli zdyskontować. Pojawia się pytanie, jak ustalić odpowiednią wartość stopy, po jakiej powinniśmy zdyskontować oczekiwane przepływy pieniężne, czyli tzw. stopy dyskonta.

Zgodnie z metodologią wycen, do zdyskontowania wolnych przepływów do wartości bieżącej należy wykorzystać stopę zwrotu oczekiwaną zarówno przez wierzycieli, jak i przez właścicieli przedsiębiorstwa, czyli tzw. średnioważony koszt kapitału.

Określenie stopy zwrotu oczekiwanej przez wierzycieli z reguły nie stanowi większego problemu, gdyż wyrażona ona jest w stopie oprocentowania kredytu, pożyczki, leasingu

czy dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstwa. Trudność może pojawić się w przypadku, gdy spółka nie posiada aktualnie zadłużenia, ale planuje je pozyskać w przyszłości. Należy wtedy oszacować koszt kapitału obcego, czyli zastanowić się, jakie może być oczekiwane przez wierzycieli wynagrodzenie za pożyczanie kapitału. W takiej sytuacji z pomocą mogą przyjść np. analizy rynkowe Narodowego Banku Polskiego, które zawierają średnie oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw.

Zdecydowanie trudniej określić oczekiwaną stopę zwrotu właścicieli, czyli kapitału własnego przedsiębiorstwa. W uproszczeniu – oszacowanie tej stopy sprowadza się do określenia, ile więcej należy oczekiwać za użyczenie kapitału spółce niż otrzymują inwestorzy za lokatę kapitału w bezpieczne instrumenty, tj. obligacje skarbu państwa.

Dopiero uwzględnienie perspektywy oczekiwanego zwrotu właściciela oraz wierzyciela pozwala w prawidłowy sposób ustalić stopę dyskonta.

## Wartość przedsiębiorstwa a wartość kapitałów własnych

Snując rozważania o wycenie przedsiębiorstwa, należy pamiętać o rozróżnieniu dwóch pojęć, które niekiedy używane są zamiennie, takie

jak wartości przedsiębiorstwa oraz wartości kapitałów własnych. Najprościej rzecz ujmując, wartość przedsiębiorstwa to wartość przynależna zarówno właścicielom, jak również wierzycielom przedsiębiorstwa. Natomiast, wartość kapitałów własnych to wartość należna jedynie właścicielom przedsiębiorstwa. W efekcie wyceny metodą dochodową otrzymujemy wartość przedsiębiorstwa. W celu oszacowania wartości kapitałów własnych należy od wartości przedsiębiorstwa odjąć wszelkie zobowiązania finansowe spółki (kredyty, leasingi, pożyczki, obligacje) oraz dodać wartość posiadanych środków pieniężnych. W ten sposób oszacowana zostaje wartość przynależna właścicielom wycenianego przedsiębiorstwa.

## Podsumowanie

Wycena przedsiębiorstwa metodą dochodową nie jest łatwa, opiera się na wielu założeniach i często wymaga doświadczenia oraz specjalistycznej wiedzy. Niemniej, pozwala na poznanie wewnętrznej wartości posiadanego przedsiębiorstwa.



Błażej Filipczak  
Konsultant

W poprzednim artykule przedstawiliśmy istotę wyceny metodą dochodową, która bazuje na zdolnościach przedsiębiorstwa do generowania przepływów pieniężnych. Teraz przybliżymy założenia metody porównawczej, która stanowi rynkowe podejście do wyceny. Umożliwia ona oszacowanie wartości biznesu w oparciu o wartość i wyniki przedsiębiorstw lub transakcji porównywalnych w odniesieniu do wycenianego podmiotu.

### Przedsiębiorstwa porównywalne i rodzaje metod porównawczych

Co do zasady, przedsiębiorstwo porównywalne powinno charakteryzować się wielkością przepływów, potencjałem wzrostu i ryzykiem, podobnymi do przedsiębiorstwa wycenianego. Czasami bywa to jednak trudne, w szczególności, gdy liczba spółek notowanych na rynku publicznym w danym sektorze jest bardzo mała. Znalezienie podmiotów, które byłyby porównywalne według wspomnianych kryteriów, staje się w takiej sytuacji wręcz niemożliwe. Zatem w praktyce przedsiębiorstwo porównywalne utożsamiane jest zazwyczaj z przedsiębiorstwem z branży, w którym działa podmiot wyceniany.

Wyceny metodą porównawczą można dokonać w oparciu o wyniki przedsiębiorstw notowanych na rynku publicznym lub transakcji przejęć, których przedmiotem były przedsiębiorstwa prywatne z danej branży. W celu oszacowania wartości przedsiębiorstwa musimy dysponować danymi finansowymi. Mogą to być dane historyczne lub prognozowane, które w szczególności powinny obejmować takie pozycje sprawozdania finansowego, jak: przychody, zysk operacyjny, zysk operacyjny powiększony o amortyzację (EBITDA), zysk netto oraz kapitały własne, czyli wartość majątku po uwzględnieniu wszelkich zobowiązań. W przypadku wyceny na podstawie transakcji porównywalnych konieczna jest dodatkowo znajomość wartości transakcji.

W przypadku wyceny porównawczej opartej na danych prognozowanych warto zaznaczyć, że dodatkowy problem może stanowić niska dostępność prognoz publikowanych przez podmioty giełdowe. Bazowanie na danych prognozowanych pozbawia również metodę porównawczą znaczącej zalety, którą jest opieranie się na faktycznie osiągniętych wynikach finansowych.

## Dobór spółek porównywalnych

Na pierwszy rzut oka, dobór spółek wydaje się być prosty, jako że bazuje wyłącznie na zidentyfikowaniu spółek z danej branży oraz zebraniu ich danych finansowych. W praktyce konieczne jest jednak uwzględnienie dodatkowych kryteriów doboru, które umożliwią ustalenie spółek najbardziej porównywalnych, a w konsekwencji osiągnięcie wiarygodnej wartości wyceny.

Kryterium różnicującym spółki z branży może być wielkość przedsiębiorstwa, rynek zbytu czy odbiorcy. Warto zadać sobie kilka pytań, które ułatwią nam najbardziej trafny wybór spółek stanowiących bazę porównawczą:

- Jak duże jest moje przedsiębiorstwo? Jaki poziom przychodów osiąga moje przedsiębiorstwo w stosunku do konkurentów z branży?
- Co stanowi główny przedmiot działalności mojego przedsiębiorstwa? Jak znacząca w przychodach jest pozostała prowadzona przeze mnie działalność?
- Jakie rynki obejmuje działalność mojego przedsiębiorstwa? Rynek krajowy, Unia Europejska czy kraje trzecie?

- Jaki jest profil odbiorców produktów i usług oferowanych przez moje przedsiębiorstwo? Dostarczam swoje produkty lub usługi do klientów (B2C) czy dla innych przedsiębiorstw (B2B)?

Wielkość przedsiębiorstwa jest jednym z kluczowych kryteriów doboru spółek porównywalnych w wycenie porównawczej. Wysokie przychody przekładają się na znaczny udział w rynku, co z kolei skutkować może istotnym poziomem siły przetargowej przedsiębiorstwa. „Duży może więcej” to powiedzenie oddające sedno kryterium wielkości przedsiębiorstw. Liderzy rynku mogą dyktować warunki w swoim otoczeniu bliższym, co znacząco może wpływać na rentowność, ryzyko i wzrost przedsiębiorstwa. Dlatego tak ważne jest dobranie przedsiębiorstw porównywalnych pod względem wielkości przychodów.

Tak jak w przypadku określenia wielkości przedsiębiorstw porównywalnych, identyfikacja przedmiotu ich działalności wydaje się zadaniem prostym, jednak w obecnych warunkach gospodarowania spółki starają się dywersyfikować swoją działalność w celu minimalizacji wpływu czynników ryzyka poszczególnych rynków. Prowadzi to do sytuacji, w której jedna spółka zajmuje się bardzo zróżnicowaną działalnością,

obejmującą wiele branż i segmentów rynku. A im bardziej zdywersyfikowana działalność przedsiębiorstwa, tym trudniej wyznaczyć grupę spółek porównywalnych.

Dopasowanie przedsiębiorstw pod względem rynków, na których funkcjonują, jest bardzo istotne ze względu na zróżnicowane ryzyko działalności w poszczególnych krajach, regionach i częściach świata. Spółki sprzedające produkty i towary oraz świadczące usługi na tych samych rynkach, powinny ponosić to samo ryzyko. Poziom ponoszonego ryzyka to jedno z kryteriów ich porównywalności.

Dominacja kanału B2B lub B2C również może w znaczący sposób różnicować przedsiębiorstwa. Różnice mogą być widoczne m.in. w poziomie realizowanej marży operacyjnej, a także tendencjach rynkowych, które wpływają na zróżnicowany poziom wzrostu sprzedaży w poszczególnych kanałach. Rodzaj kanału dystrybucji może stanowić zatem znaczącą cechę różnicującą spółki w porównaniu do wycenianego przedsiębiorstwa.

Zróżnicowanie cech przedsiębiorstw, które funkcjonują na rynku, może doprowadzić do przeszacowania lub niedoszacowania ich wartości, dlatego dobór odpowiednich

podmiotów porównywalnych jest tak ważny dla przeprowadzenia prawidłowej wyceny metodą porównawczą.

Przy tej okazji warto również wskazać najczęściej popełniane błędy przy doborze spółek porównywalnych, do których można zaliczyć:

- **błędną identyfikację ryzyka kraju prowadzonej działalności** – często ryzyko prowadzonej działalności przypisuje się do kraju, w którym spółka jest zarejestrowana, a nie do krajów, w których spółka faktycznie prowadzi sprzedaż swoich produktów czy usług;
- **niedopasowanie wielkości spółki** – ważne jest, aby poziom uzyskiwanych przychodów był możliwie najbardziej zbliżony do spółki porównywalnej. W praktyce, często niski odsetek spółek publicznych w danej branży uniemożliwia korektę grupy porównywalnej o kryterium wielkości przychodów. Należy mieć na względzie, że spółki, które realizują znacząco wyższe przychody, może charakteryzować odmienne ryzyko i warunki prowadzonej działalności;
- **niedopasowanie pod względem oferty produktowej** – w ramach jednego sektora

mogą występować spółki, które znacząco dywersyfikują swoją działalność poprzez oferowanie szerokiej gamy produktów oraz takie, które oferują wąsko wyspecjalizowany asortyment. Należy zatem przeprowadzić analizę oferty podmiotu wycenianego i szczegółowo porównać ją z ofertami spółek porównywalnych.

- **zakwalifikowanie spółek z ujemną rentownością** – z grupy podmiotów porównywalnych powinno wyłączyć się spółki charakteryzujące się ujemnymi wynikami finansowymi. Określenie mnożników dla takich spółek jest niemożliwe, a inwestorzy dokonują ich wyceny na podstawie innych przesłanek;
- **niedopasowanie modelu biznesowego** – w przypadku spółek porównywalnych powinna zachodzić zbieżność biznesowa. Przykładem mogą być tu przedsiębiorstwa zajmujące się sprzedażą tych samych produktów, ale poprzez różne kanały dystrybucji (hurt i detal). Podobnego rozróżnienia należy dokonać w przypadku obszaru działalności podmiotu wycenianego. W ramach branży mogą funkcjonować podmioty zajmujące się wyłącznie produkcją

lub wyłącznie dystrybucją danego asortymentu lub takie, które zajmują się zarówno dystrybucją, jak i produkcją;

- **pominięcie zdarzeń jednorazowych** – w związku z tym, że do wyliczenia mnożników poszczególnych spółek brane są pod uwagę historyczne dane finansowe, konieczne jest skorygowanie tych danych o wpływ zdarzeń jednorazowych, mających miejsce w ciągu roku obrotowego. Dane finansowe nie powinny obejmować zdarzeń, które najprawdopodobniej nie powtórzą się w przyszłości, a mogłyby zniekształcić wartości samego mnożnika. Przykładami takich zdarzeń mogą być realizacja jednorazowych kontraktów lub odpisy aktualizujące, które nie mają charakteru powtarzalnego a wpływają na wyniki finansowe spółki w okresie będącym podstawą do wyceny.

Wskazane powyżej błędy mogą zostać zniwelowane poprzez obiektywny dobór spółek porównywalnych. Może jednak dochodzić do sytuacji, w której po uwzględnieniu wszystkich przyjętych przez analityka kryteriów, liczebność grupy porównawczej będzie niereprezentatywna a zastosowanie metody porównawczej – niemożliwe.



## Czym jest mnożnik w wycenie porównawczej?

Mnożnik możemy inaczej nazwać wskaźnikiem. Upraszczając, można powiedzieć, że wartość spółki w oczach inwestorów stanowi pewną krotność poszczególnych danych finansowych. Mnożnik w wycenie porównawczej może bazować na kapitalizacji rynkowej lub wartości rynkowej przedsiębiorstwa, a dzielony przez odpowiednie dane finansowe ze sprawozdań finansowych określa wartość przedsiębiorstwa lub wartość dla właścicieli spółki.

Punktem odniesienia w mnożnikach jest stosunek wartości akcji [P[1]] lub wartości rynkowej przedsiębiorstw [EV[2]] porównywalnych do odpowiednich wartości z ich sprawozdań finansowych, np. zysk operacyjny (EBIT), zysk operacyjny powiększony o amortyzację (EBITDA), zysk netto czy wartość księgową kapitałów własnych (book value).

W konsekwencji otrzymujemy dwie grupy mnożników, opartych na kapitalizacji i wartości przedsiębiorstwa.

Tabela 1. Podział mnożników

Mnożniki oparte na kapitalizacji (ang. Equity Value)	Mnożniki oparte na wartości przedsiębiorstwa (ang. Enterprise Value)
<ul style="list-style-type: none"> <li>Cena/Kapitały własne <b>P/BV</b></li> <li>Cena/Sprzedaż <b>P/S</b></li> <li>Cena/Zysk netto <b>P/E</b></li> <li>Cena/zysk operacyjny <b>P/EBIT</b></li> <li>Cena/(zysk operacyjny + amortyzacja) <b>P/EBITDA</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wartość przedsiębior./Sprzedaż <b>EV/S</b></li> <li>Wartość przedsiębior./Zysk operacyjny <b>EV/EBIT</b></li> <li>Wartość przedsiębior./ (zysk operacyjny + amortyzacja) <b>EV/EBITDA</b></li> </ul>

Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton

Porównywanie różnych wielkości ekonomicznych pozwala na oszacowanie wskaźników dla poszczególnych przedsiębiorstw, a na tej podstawie wartości przeciętnych dla branży w postaci mediany lub średniej arytmetycznej. Mediana określa wartość środkową zbioru liczb, co oznacza, że połowa liczb jest większa, a połowa mniejsza od reprezentowanej przez medianę wartości.

W przypadku średniej arytmetycznej wyniki z próby są sumowane i dzielone przez ich ilość, co czyni tę miarę bardziej podatną na wahania danych. W praktyce częściej używanym wskaźnikiem jest mediana mnożników spółek porównywalnych ze względu na to, że niweluje ona wpływ wartości skrajnych. Otrzymane w ten sposób wskaźniki rynkowe mnożone są przez odpowiednie wartości ze sprawozdania finansowego przedsiębiorstwa wycenianego. Rezultatem przeprowadzonych działań jest wartość kapitału własnego lub wartość całego przedsiębiorstwa.

Jednym z najpopularniejszych mnożników jest mnożnik EV/EBITDA, który zawiera w sobie najprostszą formę przepływów pieniężnych, czyli zysk operacyjny powiększony o amortyzację. W praktyce oznacza to, że inwestor oferujący EV/EBITDA np. na poziomie 10, oferuje za spółkę de facto 10-krotność rocznego wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację. Przykładowo dla EBITDA w wysokości 10 mln zł, oferta inwestora za spółkę wynosiłaby 100 mln zł. Ze strony właściciela konieczne jest jeszcze uwzględnienie wartości długu netto, czyli wartości zobowiązań finansowych pomniejszonych o środki pieniężne.

W ten sposób może on określić wartość należną właścicielom spółki. Przy założeniu, że spółka wyceniana posiada 20 mln zł zobowiązań finansowych i 5 mln zł środków pieniężnych, właściciel otrzyma 85 mln zł.

### Premia za kontrolę i dyskonto z tytułu płynności

W przypadku nabycia większego pakietu udziałów, który daje nam kontrolę nad spółką niepubliczną, musimy liczyć się z możliwością zapłaty dodatkowej kwoty, tzw. premii za kontrolę. Większościowy pakiet udziałów umożliwia znaczący wpływ na decyzje podejmowane w przedsiębiorstwie, co dodatkowo należy uwzględnić w wycenie metodą porównawczą. Z drugiej strony, w przypadku zakupu udziałów spółek niepublicznych należy pamiętać, że udziały te nie są płynne. Oznacza to, że nie ma możliwości ich natychmiastowego zbycia tak jak w przypadku spółek giełdowych, gdzie transakcje kupna/sprzedaży akcji dokonują się kilkadziesiąt razy dziennie.

Z racji tego, że wskazana sytuacja może przyczynić się do ograniczonych możliwości zbycia udziałów spółki niepublicznej, konieczne jest zastosowanie w wycenie dyskonta z tytułu braku płynności.

### Podsumowanie

Metody porównawcze są często stosowane przy szybkim procesie decyzyjnym, kiedy przedsiębiorca znający poziom poszczególnych mnożników może bardzo szybko ocenić ofertę kupna jego firmy po wykonaniu wyłącznie jednego rachunku mnożenia. Prostota metodologii wyceny i łatwość w zastosowaniu to jedna z zalet metod porównawczych. Wadą, z kolei jest ograniczona możliwość stosowania w przypadku braku spółek lub transakcji porównywalnych. Im bardziej rozwinięty rynek kapitałowy i gospodarka danego kraju, tym mniejsze ryzyko wystąpienia tego typu ograniczenia. Za zaletę uznaje się również obiektywność związaną z wyceną rynkową, która w założeniu efektywnego rynku kapitałowego uwzględnia wszelkie informacje wpływające na wyniki spółki wycenianej.

Z drugiej strony, w procesie wyceny, wyceniający może spotkać się z zarzutem subiektywnego doboru podmiotów i transakcji porównywalnych. Pomimo wspomnianych wad i zalet metody porównawcze są najszybszym i najczęściej stosowanym przez inwestorów sposobem na określenie wartości przedsiębiorstwa.

### [1] P

Wartość akcji (price, equity value), czyli cena, jaka płacona jest za udział w kapitale własnym danej spółki na rynku publicznym.

### [2] EV

Wartość przedsiębiorstwa (enterprise value), która stanowi sumę wartości rynkowej kapitału własnego (iloczyn wolumenu i ceny akcji) i rynkowej wartości zadłużenia netto (zobowiązania odsetkowe pomniejszone o środki pieniężne).





Joanna Klarzak  
Senior Konsultant

W ramach poprzednich artykułów zostały Państwu przedstawione najpopularniejsze podejścia do wyceny wartości przedsiębiorstwa. Dochodowe – bazujące na zdolności spółki do generowania przepływów pieniężnych oraz rynkowe – oparte na porównaniach wycenianego przedsiębiorstwa do innych podmiotów z branży. W tym artykule zaprezentujemy mniej powszechne, jednak w praktyce również stosowane – majątkowe spojrzenie na wartość spółki, w którym, jak sama nazwa wskazuje, głównym wyznacznikiem wartości jest posiadany przez spółkę majątek.

### Czym jest majątek?

Chcąc odpowiedzieć na tytułowe pytanie, należy w pierwszej kolejności zdefiniować pojęcie „majątek”. Pierwszym skojarzeniem są zasoby dóbr materialnych, które przedsiębiorstwo zgromadziło w trakcie swojej dotychczasowej egzystencji. W rzeczywistości pojęcie to jest znacznie szersze.

Majątek firmy, co do zasady, stanowią aktywa i pasywa danego podmiotu. Majątek trwały i majątek obrotowy ujęty w zapisie bilansu po stronie aktywów oraz źródła pochodzenia majątku i sposób jego finansowania, czyli kapitał firmy (kapitał własny i kapitał obcy) po stronie

pasywów. Aktywa firmy pomniejszone o rezerwy i zobowiązania, stanowiące kapitał obcy, nazywane są majątkiem netto lub kapitałem własnym.

## MAJĄTEK PRZEDSIĘBIORSTWA

Składniki majątku,  
czyli **AKTYWA**

Co firma posiada?

(ujęcie rzeczowe)

Źródła finansowania  
czyli **PASYWA**

Skąd firma to ma?

(ujęcie finansowe)

Majątek przedsiębiorstwa w ujęciu rzeczowym stanowią zarówno: składniki materialne (np. budynki, maszyny, papiery wartościowe oraz gotówka), jak i niematerialne (np. patenty, znaki, marki, prawa, licencje), które są wykorzystywane w działalności gospodarczej.

W ujęciu finansowym majątek przedstawia się według źródeł finansowania składników majątkowych. Może on bowiem być finansowany kapitałem własnym (np. wniesione wkłady wspólników) lub kapitałem obcym (np. kredyt bankowy).

## AKTYWA

## A. AKTYWA TRWAŁE

- I. Wartości niematerialne i prawne
- II. Rzeczowe aktywa trwałe
- III. Należności długoterminowe
- IV. Inwestycje długoterminowe
- V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe

## B. AKTYWA OBROTOWE

- I. Zapasy
- II. Należności krótkoterminowe
- III. Inwestycje krótkoterminowe
- IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe

## PASywa

## A. KAPITAŁ WŁASNY

- I. Kapitał podstawowy
- II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy
- III. Udziały (akcje) własne
- IV. Kapitał zapasowy
- V. Kapitał z aktualizacji wyceny
- VI. Pozostałe kapitały rezerwowe
- VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych
- VIII. Zysk (strata) netto
- IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku

## B. KAPITAŁ OBCY

- I. Rezerwy na zobowiązania
- II. Zobowiązania długoterminowe
- III. Zobowiązania długoterminowe
- IV. Rozliczenia międzyokresowe

Dokumentem księgowym przedstawiającym strukturę i wielkość majątku przedsiębiorstwa jest bilans, który stanowi element sprawozdania finansowego firmy i podstawowe źródło danych w majątkowych metodach wyceny przedsiębiorstw.

### Kiedy majątek może stanowić istotny miernik wartości przedsiębiorstwa?

Patrzenie na biznes przez pryzmat posiadanego majątku ma swoje wady i zalety. Zasadność uznania majątku, jako najistotniejszego elementu, świadczącego o wartości przedsiębiorstwa zależy od kilku czynników:

- sytuacji finansowej przedsiębiorstwa,
- planów, co do kontynuacji prowadzonej działalności,
- charakteru i cech prowadzonej działalności oraz specyfiki branży, w jakiej przedsiębiorstwo działa.

Powszechnie uznaje się, że oceniając dany biznes należy spojrzeć na jego wartość poprzez zdolność do generowania przepływów pieniężnych, przychodów oraz zysków w przyszłości. Dzieje się tak, ponieważ przedsiębiorstwo jest zazwyczaj postrzegane jako podmiot gospodarczy ukierunkowany przede wszystkim na wzrost dochodów, a w konsekwencji wzrost wartości.

W praktyce występują jednak sytuacje, w których podejście to jest niemożliwe lub niezasadne, a na wartość biznesu należy spojrzeć poprzez wielkość posiadanego przez niego majątku.

Dzieje się tak między innymi w przypadkach, gdy podmiot osiąga ujemne wyniki finansowe, a w ciągu najbliższych lat nie widać perspektywy dla ich poprawy. Ujemne przyptywy pieniężne uniemożliwiają przeprowadzenie wyceny metodami dochodowymi oraz rynkowymi. Nie oznacza to jednak, że spółka jest nic nie warta. W takiej sytuacji na przedsiębiorstwo należy spojrzeć przez pryzmat posiadanego majątku i jego wartości. Zasadne jest wtedy dokonanie oszacowania wartości przedsiębiorstwa metodą majątkową.

Kolejnym sztandarowym przykładem są podmioty, które znajdują się w stanie likwidacji, postępowania upadłościowego lub są tuż przed podjęciem decyzji o zakończeniu prowadzenia biznesu. Brak założenia kontynuacji działalności stanowi jedną z podstawowych przesłanek do wyceny spółki metodą majątkową. Bowiem zarówno metody dochodowe, jak i rynkowe oparte są na założeniu czerpania korzyści z funkcjonowania spółki, a zatem założenia o ciągłości jej działania.



Najczęstszą przyczyną zakończenia działalności gospodarczej jest trudna sytuacja finansowa firmy, generowanie strat, zatory płatnicze utrzymujące się przez dłuższy okres czasu, brak perspektyw na poprawę, a w konsekwencji niewypłacalność przedsiębiorstwa. Wszystkie wskazane czynniki wpływają na brak możliwości przeprowadzenia wyceny innymi metodami niż majątkowe.

Na rynku działają również przedsiębiorstwa prowadzące biznes w branżach, które poprzez swoją specyfikę narzucają konieczność posiadania np. licznych nieruchomości, bogatego parku maszynowego, drogich specjalistycznych urządzeń, licznej floty samochodowej lub innych istotnych elementów majątku trwałego. Przykładem takich branż mogą być między innymi: branża nieruchomości, energetyczna, zbrojeniowa, transportowa, motoryzacyjna, przemysłowa itp. Podchodząc do wartości przedsiębiorstw funkcjonujących w tego typu branżach, należy – oczywiście – kierować się wielkością generowanych przepływów pieniężnych, jak i perspektywami dalszej działalności, ale również wielkością posiadanego majątku. Niejednokrotnie zdarzają się bowiem sytuacje, w których wartość takich przedsiębiorstw, oszacowana metodą majątkową, jest zbliżona, a niekiedy nawet

przekracza wartość uzyskaną przy użyciu metod dochodowych lub rynkowych.

Jak widać, majątkowe podejście do wartości przedsiębiorstwa znajduje swoje uzasadnienie jedynie w określonych przypadkach. Sytuacje, o których wspomniano, nie występują często, niemniej jednak się zdarzają. Należy przede wszystkim pamiętać, że – dobierając sposób wyceny – warto w pierwszej kolejności przeanalizować wyceniany biznes – jego cechy, charakter oraz otaczającą rzeczywistość rynkową. Majątek nie musi być jedynym wyznacznikiem wartości spółki, może jedynie stanowić miernik uzupełniający, potwierdzający wartości uzyskane z wykorzystaniem innych podejść lub wskazującym na minimalną wartość przedsiębiorstwa.

### Metody wyceny majątkowej

Metody majątkowe traktują przedsiębiorstwo jako obciążony zobowiązaniami zestaw składników majątkowych. Z tego powodu, głównym źródłem informacji w wycenach majątkowych jest bilans, który zawiera zestawienie wszystkich składników majątku firmy.

Generalnie można powiedzieć, że w znacznej części metod majątkowych wartość przedsiębiorstwa szacowana jest jako wartość majątku po stronie

aktywów minus zobowiązania, które stanowią częściowe źródło finansowania tego majątku.



Do najpopularniejszych metod wyceny majątkowej zaliczyć należy:

- **Metodę wartości księgowej** – najprostsza spośród metod majątkowych. Wyceny dokonuje się przy założeniu, że wartość aktywów i pasywów w sprawozdaniu finansowym w pełni odpowiada ich wartości godziwej, w związku z czym, wartość dla właścicieli stanowi bilansowa wartość kapitałów własnych. Zaletą tej metody jest przede wszystkim szybkość, prostota i jej niski koszt wykonania. Do podstawowych wad należy jednak ryzyko nieujęcia rzeczywistej wartości rynkowej posiadanego majątku oraz brak związku z dochodowością.

- **Metodę skorygowanych aktywów netto (SAN)** – metoda skorygowanych aktywów netto, potocznie nazywana „SAN”, stanowi zmodyfikowaną wersję metody księgowej. Wycena przedsiębiorstwa jest dokonywana w oparciu założenie, że nie wszystkie wartości w bilansie ujęte są w wartości godziwej, czyli wartości, po której mogłyby zostać sprzedane. W celu odzwierciedlenia faktycznej wartości dokonuje się korekt wartości księgowej aktywów i pasywów w celu uzyskania wartości rynkowej aktywów netto. Korekty najczęściej dotyczą: wartości nieruchomości, wartości niematerialnych i prawnych, wartości udziałów w innych spółkach, wartości zapasów, należności czy zobowiązań. Wysokość korekt poszczególnych pozycji jest uzależniona od specyfiki posiadanego przez spółkę majątku oraz prowadzonej polityki rachunkowości (regularnie dokonywanie odpisów aktualizujących itp.). Zaletą metody SAN jest ujęcie wartości rynkowej majątku spółki poprzez dokonanie odpowiednich korekt ich wartości. Wadą, podobnie jak w przypadku metody księgowej, jest brak powiązania wartości z dochodowością przedsiębiorstwa.
- **Metodę likwidacyjną** – metoda likwidacyjna nazywana również metodą upłynnienia

stosowana jest w sytuacjach fizycznej likwidacji przedsiębiorstwa lub w odniesieniu do zbędnych dla prawidłowego funkcjonowania spółki elementów majątku. W ujęciu technicznym wartość likwidacyjną przedsiębiorstwa stanowi wartość uzyskaną z likwidacji lub sprzedaży majątku pomniejszona o koszty likwidacji przedsiębiorstwa oraz o ciężące na spółce zobowiązania. Najważniejszymi zaletami metody likwidacyjnej jest szybkość jej przygotowania oraz powiązanie z uwarunkowaniami rynkowymi. Wadę stanowi ograniczenie zastosowania (w przypadku likwidacji lub upadłości) oraz podatność na manipulację wartością majątku.

- **Metodę odtworzeniową (inaczej metoda kosztów zastąpienia)** – celem metody odtworzeniowej jest uzyskanie odpowiedzi na pytanie, jakie nakłady finansowe należy ponieść, aby odtworzyć istniejący w danej firmie majątek. Na dzień wyceny dokonywane jest oszacowanie wartości nakładów (liczone w aktualnych cenach lub za pomocą wskaźników wzrostu), jakie musiałyby zostać poniesione, aby powstało identyczne przedsiębiorstwo. Niezbędna do zgromadzenia duża ilość

danych, dotycząca aktualnych cen, sprawia, że metoda odtworzeniowa powinna być stosowana głównie w firmach posiadających nowy majątek trwały i działających w branżach o stosunkowo niskim tempie rozwoju technologicznego. Umożliwia to uzyskanie informacji o cenach maszyn i urządzeń, które są nadal produkowane, a ich stan technologiczny i ceny nie uległy znaczącym zmianom. Podstawową zaletą metody odtworzeniowej jest rzetelna prezentacja realnej wartości aktywów i pasywów, a także ich składników niematerialnych w porównaniu do metody księgowej.

Co więcej, uwzględnia ona czynnik inflacji oraz fizyczne zużycie środków trwałych. Jednak podstawową jej wadą, podobnie jak w przypadku pozostałych metod majątkowych, jest jej całkowite oderwanie od dochodowości firmy. Trudności techniczne związane z analizami sprawiają, że charakteryzuje się ona również dużą praco- i czasochłonnością.

Dobór odpowiedniej metody wyceny majątkowej uwarunkowany jest okolicznościami, które stanowią główny motyw wyceny przedsiębiorstwa:

**1**

Jeżeli firma znajduje się w likwidacji, ogłosiła upadłość lub istnieją liczne przesłanki, że w niedługim czasie to nastąpi, należy rozważyć wycenę metodą likwidacyjną, której celem jest uzyskanie wartości likwidacyjnej firmy, czyli takiej, jaką można uzyskać sprzedając poszczególne składniki majątku, ściągając należności, przy uwzględnieniu kosztów upłynnienia majątku oraz regulacji wszelkich zobowiązań wobec wierzycieli.

**2**

Gdy przedsiębiorstwo, z uwagi na specyfikę branży i profil działalności, posiada znaczący majątek, najczęściej stosowaną metodą majątkową jest metoda skorygowanych aktywów netto. Uzyskana wartość firmy przedstawia wartość posiadanych aktywów, skorygowaną do wartości rynkowej i pomniejszoną o skorygowaną wielkość zobowiązań i rezerw. Proces ten pozwala ocenić, ile w obecnych warunkach warte jest przedsiębiorstwo posiadające określony majątek. Metoda ta jest często stosowana jako uzupełnienie wyceny metodami dochodowymi i rynkowymi.

**3**

Zdarzają się sytuacje, **gdym pojawia się zainteresowanie wejściem w określoną branżę i chęć rozpoczęcia działalności w innym niż dotychczas obszarze lub poszerzenie horyzontów obecnie prowadzonego biznesu**. Nasuwa się wówczas pytanie, czy warto budować taki biznes od podstaw, czy lepiej zainwestować w istniejący już podmiot. Odpowiedź może dać wycena metodą odtworzeniową, która uświadomi, jakie nakłady inwestycyjne należy ponieść, aby odtworzyć dany biznes. Należy jednak pamiętać, że uzyskana wartość będzie dotyczyć wyłącznie majątku, nie uwzględniając innych elementów, takich jak: rozpoznawalna marka, portfel stałych klientów, kapitał ludzki itp.

Jak widać, dobór odpowiedniej metody majątkowej w głównej mierze zależy od sytuacji wycenianego podmiotu oraz celu, jaki przyświeca poznaniu jego wartości.

## Kiedy poza wyceną wartości przedsiębiorstwa szacuje się wartość poszczególnych składników majątku?

Biorąc pod uwagę fakt, że majątkowe wyceny wartości przedsiębiorstwa nie są stosowane w praktyce zbyt często, a jedynie w określonych okolicznościach, warto pamiętać również o innych sytuacjach poza wyceną spółki, w których majątek firmy odgrywa istotną rolę.

Należą do nich wszelkie okoliczności, podczas których głównym elementem wyceny są poszczególne składniki majątku. Wśród najpopularniejszych wymienić warto wyceny majątku na potrzeby:

- transakcyjne (sprzedaż pewnych składników majątku, zakup innego podmiotu i konieczność alokacji ceny nabycia jego składników majątku itp.),
- podatkowe i ubezpieczeniowe,
- ustalenie wartości darowizny, aportu, zastawu itp.,
- wynikające z przyjętej przez podmiot polityki rachunkowości (utrata wartości aktywów – MRS 36, wycena niektórych składników majątku w wartościach godziwych).

Wyceną rzeczowych aktywów trwałych zajmują się licencjonowani rzeczoznawcy majątkowi, którzy na podstawie przeprowadzonej wizji lokalnej oraz udostępnionej dokumentacji ustalają wartość nieruchomości, maszyn, urządzeń, środków transportu, wyposażenia, narzędzi itp. Wycenie podlegają również wartości niematerialne i prawne (o czym szerzej w kolejnym artykule), należności, zobowiązania itp. Wycen tego rodzaju dokonują najczęściej niezależni specjaliści z branży finansowej, posiadający bogate doświadczenie i umiejętności pozwalające na dobór odpowiednich metod wyceny.

## Podsumowanie

Odpowiadając na tytułowe pytanie – posiadany przez spółkę majątek jest istotnym czynnikiem budującym jej wartość, ale wyłącznie w ściśle określonych okolicznościach.

Przedsiębiorstwo powinno być postrzegane szerzej. Nie tylko jako arytmetyczna suma składników majątkowych, pomniejszona o wielkość zadłużenia, ale przede wszystkim jako organizacja, w której działa niezliczona ilość mechanizmów, dzięki którym możliwe jest jej funkcjonowanie i generowanie korzyści.



Majątkowe ujęcie wartości przedsiębiorstwa skupia się na nakładach związanych z odtworzeniem majątku, a nie na możliwych do uzyskania dzięki niemu korzyściach, a przedsiębiorstwo to przede wszystkim podmiot gospodarczy ukierunkowany na wzrost dochodów i wartości. Należy zatem analizować jego wartość poprzez zdolność do generowania dochodów.

Istnieją jednak wyjątkowe sytuacje, w których analizowanie przepływów pieniężnych ma drugorzędne znaczenie lub nie jest możliwe. W takich przypadkach zgromadzony przez spółkę majątek staje się istotnym czynnikiem świadczącym o wartości spółki i stanowi jej kluczowy miernik.



Tomek Mleczak  
Doradca

W poprzednich artykułach spoglądaliśmy na wartość przedsiębiorstwa przez pryzmat osiąganych dochodów oraz porównań z innymi firmami. Zwracaliśmy również uwagę na majątek trwały, którym dysponuje przedsiębiorstwo oraz źródła jego finansowania. Tym razem postaramy się spojrzeć dokładniej na pozostałe specyficzne aktywa, którymi mogą dysponować firmy. W ramach artykułu otwierającego wspominaliśmy już, że zdarzają się sytuacje, w których na wartość prowadzonego biznesu wpływają w dużej mierze aktywa niematerialne. Mogą one stanowić istotną przewagę konkurencyjną, dzięki której firma wyróżnia się na rynku, co pozwala jednocześnie na realizację ponadprzeciętnych zysków.

## Aktywa niematerialne – co może stanowić istotną wartość?

Wiele osób utożsamia wartość przedsiębiorstwa z majątkiem, który pozostaje do dyspozycji zarządzających. W poprzednim artykule wskazaliśmy, że założenie to jest prawdziwe tylko w szczególnych sytuacjach. W większości przypadków, oceniając wartość przedsiębiorstwa, powinniśmy jednak spojrzeć na przepływy pieniężne generowane dzięki posiadaniu tego majątku, a nie na jego aktualną wartość rynkową czy odtworzeniową. Wspominaliśmy już o tym w poprzednich odsłonach tego cyklu. Jednak w tym miejscu chciałbym zwrócić uwagę, że również to stwierdzenie nie jest do końca precyzyjne. Na wartość dochodową każdej firmy wpływają bowiem przepływy pieniężne generowane przez ogół aktywów będących w posiadaniu przedsiębiorstwa, a nie tylko przez jego aktywa trwałe. W związku z tym, przy analizowaniu wartości każdego przedsiębiorstwa, należy koncertować się również na jego kapitale intelektualnym.

Pojęcie kapitału intelektualnego może być interpretowane niezwykle szeroko, najczęściej jednak utożsamiane jest właśnie z różnicą

pomiędzy wartością rynkową spółki a wartością księgową, która w dużej mierze opiera się na majątku trwałym przedsiębiorstwa.



Źródło: Opracowanie Grant Thornton na podstawie „Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa”, Grzegorz Urbanek



W ramach kapitału intelektualnego można wydzielić aktywa identyfikowalne oraz te, których wyodrębnienie jest w praktyce niemożliwe. Spoglądając głębiej, aktywa z pierwszej grupy należy podzielić na takie, które posiadają oraz nie posiadają oddzielnego bytu ekonomicznego. Dzięki takiej segregacji możemy wskazać te aktywa niematerialne, które zarówno z biznesowego, jak i księgowego punktu widzenia mogą być przedmiotem transakcji, a tym samym możemy w mniej lub bardziej skomplikowany sposób określić ich wpływ na budowanie wartości całego przedsiębiorstwa. Oczywiście, aktywa zgromadzone w grupie nieposiadającej oddzielnego bytu ekonomicznego też mogą wpływać pozytywnie na wartość firmy, jednak z uwagi na brak możliwości bezpośredniego oddzielenia ich od pozostałych zasobów firmy, niemożliwym jest również określenie ich wartości indywidualnej.

Co więcej, w większości przypadków takie aktywa jak: relacje z klientami oraz partnerami biznesowymi, umiejętności przywódcze, kultura organizacyjna czy reputacja, są powiązane bezpośrednio z osobami zatrudnionymi w firmie, a nie samym przedsiębiorstwem. W związku z tym, w przypadku zakończenia współpracy z konkretnym pracownikiem, posiadającym określone kontakty czy relacje biznesowe,

przedsiębiorstwo traci również możliwość osiągnięcia dodatkowych korzyści finansowych.



Najciekawszymi aktywami – z perspektywy możliwości budowania długoterminowej wartości przedsiębiorstwa – są znaki towarowe, patenty, prace autorskie czy bazy klientów, których własność jest bezpośrednio przypisana do firmy.

### Rozpoznawalna marka i znak towarowy, czyli sposób, by wyróżnić się na tle konkurencji

Wśród wymienionych wcześniej aktywów niematerialnych największą uwagę należy poświęcić marce przedsiębiorstwa. W potocznym rozumieniu jest to nazwa, znak, symbol, wzór lub ich kombinacja, nadawana przez sprzedawcę, której celem jest wyróżnienie wyrobu lub usługi na tle oferty konkurentów. By zabezpieczyć od strony prawnej wyjątkowość korzystania z tych elementów, konieczne jest uzyskanie odpowiedniego zastrzeżenia w urzędzie patentowym. W ten sposób marka firmy nabiera „quasi” materialnego charakteru w postaci zarejestrowanego znaku towarowego. Ochroną prawną mogą być objęte zarówno znaki graficzne, jak i m.in. słowne, słowno-graficzne, przestrzenne,

a nawet dźwiękowe. Biorąc pod uwagę przedmiot, którego dotyczy dane prawo ochronne, wyróżnia się marki produktowe oraz korporacyjne. Jak sama nazwa mówi, pierwsze z nich służą do identyfikacji poszczególnych artykułów sprzedawanych przez przedsiębiorstwo na tle podobnych produktów oferowanych przez konkurencję. Z kolei marka korporacyjna pozwala na wyróżnienie całej firmy w odniesieniu do jej bezpośrednich konkurentów.

Istotą budowania własnej identyfikacji wizualnej każdego przedsiębiorstwa, jest chęć wyróżnienia firmy oraz oferowanych produktów na tle innych, dostępnych na rynku, w celu pozyskania nowych klientów lub zwiększenia lojalności tych, którzy już mieli okazję zapoznać się z ofertą. Wszelkie działania marketingowe związane z promocją wizerunku firmy oraz jej asortymentu podejmowane są w celu zwiększenia rozpoznawalności znaków towarowych. Dzieje się tak, gdyż praktyka handlowa pokazuje, że rozpoznawalne znaki towarowe mają pozytywny wpływ na decyzje podejmowane przez klientów w trakcie zakupów. W związku z tym, by przekonać klienta do wyboru konkretnego produktu, warto zainwestować w działania zmierzające do poprawy rozpoznawalności marki.

Posiadanie znaku, który jest głęboko osadzony w świadomości klientów, przekłada się w bezpośredni sposób na wyniki finansowe producentów. Z jednej strony wpływa na ilość sprzedawanych produktów, gdyż konsument częściej wybiera mocno reklamowane produkty. Z drugiej natomiast promowanie produktów uzasadnia stosowanie przez sprzedawców wyższych cen. W wielu przypadkach, mając do dyspozycji porównywalne jakościowo produkty, konsumenci są skłonni zapłacić wyższą cenę za produkt, który dzięki działaniom marketingowym postrzegany jest jako gwarant wysokiej jakości i prestiżu. Warto w tym miejscu przytoczyć przykład firm odzieżowych. Większość z nich produkuje swoje wyroby w niskokosztowych krajach azjatyckich oraz w Ameryce Środkowej. Jednak dzięki posiadaniu rozpoznawalnego znaku towarowego, takie firmy jak: Levi's, Adidas czy Nike mogą stosować zdecydowanie wyższe ceny niż ich konkurenci, którzy nie posiadają tak wyraźnej marki, mimo iż jakościowo ich produkty są na zbliżonym poziomie. Co więcej, mimo wyższych cen ich wielkość sprzedaży jest w większości przypadków zdecydowanie wyższa niż firm, które prowadzą sprzedaż bez wykorzystania międzynarodowego brandu.



Można postawić hipotezę, że posiadanie rozpoznawalnego znaku pozwala na osiągnięcie ponadprzeciętnej rentowności oraz wyższej dynamiki wzrostu.

Nawiązując do omówionej w jednym z poprzednich artykułów wartości dochodowej przedsiębiorstwa, należy zatem zauważyć, że wyższe przepływy pieniężne, wynikające z posiadania znaku towarowego, przekładają się również na wyższą wartość firmy, która z niego korzysta. Porównanie wartości dwóch firm, które działają w tej samej branży, mają zbliżoną ofertę usługowo-produktową, dysponują podobnym majątkiem trwałym i finansują swoją działalność z zachowaniem analogicznej struktury długu oraz kapitału własnego, będzie zawsze wychodziło na korzyść spółki, która posiada markę bardziej rozpowszechnioną w świadomości klientów. Należy zatem podkreślić, że posiadanie takiego aktywa niematerialnego pozytywnie wpływa na postrzeganie wartości całego przedsiębiorstwa.

Trudno nie zgodzić się z faktem, że takie międzynarodowe koncerny jak: Coca-Cola, McDonald czy Mercedes nie osiągnęłyby obecnej pozycji rynkowej bez rozpoznawalnych znaków towarowych. Wartość tych marek mierzona jest w setkach milionów dolarów i często jest głównym aktywem wspomnianych przedsiębiorstw.

Również na naszym rodzimym rynku bez problemu możemy wskazać firmy, które osiągają ponadprzeciętne wyniki finansowe właśnie dzięki posiadaniu wyróżniającej się na tle konkurencji identyfikacji wizualnej. Znaki towarowe Helena, Solidarność, Goplana czy Jutrzenka znajdujące się w portfelu produktowym firmy Colian od wielu lat obecne są na polskim rynku spożywczym. Ich rozpoznawalność wśród klientów jest bardzo duża, co bezpośrednio przekłada się na ostateczne decyzje zakupowe. Tym samym, fakt posiadania tych znaków w prosty sposób buduje wartość całej spółki Colian. Podobnych przykładów jest dużo więcej. Takie firmy jak Bakalland, Delecta, CCC, LPP, Maspex czy Mlekovita byłyby warte dużo mniej, gdyby nie posiadały swoich znaków towarowych.

Jednak nie trzeba być gigantem by posiadać rozpoznawalną markę. Prawdopodobnie również Państwo posiadacie marki, które wykorzystujecie w swojej działalności, a które powodują, że klienci częściej sięgają po Państwa produkty niż po towary sprzedawane przez konkurentów. Warto się zatem zastanowić, jak duży jest wpływ posiadanych znaków na wartość Państwa biznesów. A może to jest właśnie dobry moment, by spróbować położyć większy nacisk na budowanie wśród klientów świadomości Państwa marek, a tym samym – rozpocząć ścieżkę zwiększania wartości całego przedsiębiorstwa.

### Patenty, know-how – sposób na uzyskanie prawa wyłączności

Równie istotnymi aktywami niematerialnymi, które wpływają na wartość biznesu, są różnego rodzaju patenty, know-how oraz innowacyjne rozwiązania technologiczne. W odróżnieniu od znaków towarowych, które wspierają sprzedaż produktów, posiadanie patentów pozwala na poprawę samego procesu produkcyjnego. Istotą patentu jest uzyskanie wyłączności do stosowania w celach zawodowych lub zarobkowych określonego rozwiązania technicznego lub wynalazku przez jego właściciela. W praktyce posiadanie takiego prawa oznacza,

że konkurencja nie będzie miała możliwości kopiowania tego innowacyjnego rozwiązania produkcyjnego.

W większości przypadków korzystanie z patentu pozwala na uzyskanie oszczędności kosztowych na etapie produkcyjnym, co może w znaczący sposób podnieść rentowność prowadzonej działalności. W skrajnych przypadkach, zdobycie ochrony patentowej może skutkować całkowitym zablokowaniem możliwości produkcji po stronie konkurentów. W takiej sytuacji, klienci chcący zakupić dany produkt będą niejako zmuszeni do korzystania z jednego dostawcy. Z punktu widzenia posiadacza takiego prawa, jest to niezwykle korzystne zjawisko, gdyż patent gwarantuje wówczas stabilność zamówień, przynajmniej do czasu wygaśnięcia ochrony prawnej lub do momentu wynalezienia przez konkurentów alternatywnego rozwiązania, które pozwoli na produkowanie zbliżonych jakościowo wyrobów.

Zjawisko patentowania jest bardzo powszechne w branży farmaceutycznej oraz w sektorach opartych na nowych technologiach. Receptury produkcji leków są niejednokrotnie najpilniej strzeżonymi tajemnicami międzynarodowych koncernów farmaceutycznych. Jednak należy zauważyć, że przedmiotem patentu mogą być

objęte również rozwiązania wykorzystywane na mniejszą skalę. Nawet małe firmy mogą starać się o uzyskanie ochrony patentowej dla rozwiązań stosowanych w swojej działalności, o ile są one oczywiście wytworem własnych prac badawczo-rozwojowych. Z drugiej strony, możliwe jest również wejście w posiadanie prawa do korzystania z określonego patentu w drodze zakupu licencji na użytkowanie lub wykupienie od obecnego właściciela pełnej wyłączności. W niektórych przypadkach, posiadacz prawa patentowego, nie będąc w stanie samodzielnie wykorzystać pełni potencjału danego rozwiązania, może być skłonny do odstąpienia go innemu podmiotowi w zamian za udział w zyskach albo odpowiednio skalkulowane opłaty licencyjne. Na takiej sytuacji korzystają obie strony, gdyż zarówno posiadacz patentu czerpie korzyści z jego licencjonowania, jak i licencjobiorca generuje zyski na produkcji oraz sprzedaży wyrobów, których nie był w stanie samodzielnie wytworzyć wcześniej, bez możliwości użytkowania opatentowanego rozwiązania.

Przepływy pieniężne uzyskiwane dzięki posiadaniu takich rozwiązań wpływają w bezpośredni sposób na wartość przedsiębiorstwa, które może z nich korzystać.

Podobnie jak w przypadku znaków towarowych, porównując ze sobą dwa przedsiębiorstwa, które prowadzą identyczny biznes na tym samym rynku, więcej warte jest to, które posiada dostęp do patentu. Przewaga wartości wynika z dwóch wspomnianych już wcześniej czynników. Po pierwsze, z możliwości uzyskania dodatkowych przychodów ze sprzedaży produktów, których nie ma w swojej ofercie konkurencja. Po drugie, dzięki oszczędnościom kosztowym na etapie produkcyjnym, które są wynikiem stosowania rozwiązania, a z którego podobne firmy korzystać nie mogą.

Prawdopodobnie i wśród Państwa firm są takie, które posiadają unikalne na skalę krajową, a może i nawet międzynarodową, rozwiązania technologiczne. Warto spróbować zastanowić się nad uruchomieniem procedury uzyskania ochrony prawnej dla posiadanego know-how. Koszt rejestracji patentu jest niewspółmiernie mały w porównaniu z korzyściami płynącymi z posiadania takiej ochrony.



### Kontrakty, bazy klientów, listy kontrahentów – sposób na stabilizację przychodów w przyszłości

Ostatnią grupą aktywów niematerialnych, których posiadanie wpływa pozytywnie na budowanie wartości przedsiębiorstwa są długoterminowe kontrakty handlowe, bazy potencjalnych klientów oraz inne listy zbierające informacje o dostawcach, pośrednikach, hurtownikach czy konkurentach. Wszystkie wymienione aktywa pomagają w osiągnięciu zadowalającego poziomu przychodów. Podpisane umowy handlowe o charakterze długoterminowym są w dużej mierze gwarantem uzyskania konkretnych przychodów lub

zabezpieczeniem źródła dostaw w kolejnych miesiącach, a czasem nawet latach, prowadzonej działalności.

Z kolei różnego rodzaju bazy potencjalnych klientów lub kontrahentów ułatwiają w dużym stopniu aktywną sprzedaż własnych produktów. W związku z tym, dzięki posiadaniu tego typu aktywów, prowadzenie działalności operacyjnej cechuje się dużo mniejszym ryzykiem, a tym samym – zwiększa wartość przedsiębiorstwa.

Nawiązując do artykułu opisującego dochodową wartość biznesu, należy przypomnieć, że poziom niepewności co do realizacji przyszłych przychodów jest jednym z głównych czynników, które wpływają na wycenę. Zależność jest prosta – im wyższe ryzyko prowadzonej działalności, tym niższa wartość firmy. Wobec tego, dzięki podpisywaniu długoterminowych kontraktów oraz systematycznemu budowaniu baz potencjalnych klientów, właściciele firm mogą uzyskać przewagę nad swoimi konkurentami, którzy działają w oparciu o bieżące zlecenia. Podobnie jak w przypadku omówionych wcześniej aktywów niematerialnych, porównanie dwóch przedsiębiorstw działających z wykorzystaniem kontraktów oraz bez ich wykorzystania wypadnie na korzyść tych pierwszych.

Co więcej, każdy ze wspomnianych aktywów, oprócz budowania wartości przedsiębiorstwa, posiada również własną wartość, którą można w mniej lub bardziej skomplikowany sposób wycenić. Ponadto, odrębny byt ekonomiczny każdego z nich powoduje, że mogą one być przedmiotem niezależnej transakcji kupna/sprzedaży. W związku z tym, jeśli w którymś momencie właściciel firmy zdecyduje się zmienić profil swojej działalności i – podobnie jak w przypadku majątku trwałego – posiadane aktywa niematerialne nie będą już przez niego wykorzystywane, może spieniężyć je w drodze sprzedaży do innego podmiotu.

Jeśli korzyści z posiadania takich aktywów są wymierne finansowo, nie powinno być problemów ze znalezieniem na nie kupca.

### W jaki sposób oszacować wartość aktywów niematerialnych

Świadomość posiadania unikalnych aktywów niematerialnych w postaci rozpoznawalnej marki, know-how czy kontraktów handlowych pozwala w aktywny sposób zarządzać wartością przedsiębiorstwa. O ile wartość majątku trwałego firmy jest stosunkowo łatwa do wycenienia, o tyle ustalenie wartości aktywów niematerialnych nie jest już takie oczywiste.

Wielu właścicieli zapewne zadaje sobie pytanie, jaką część wartości prowadzonego biznesu stanowi kapitał intelektualny. Wsparciem mogą być tutaj sprawdzone i w pełni akceptowalne na całym świecie metody wyceny.

Podobnie jak w przypadku szacowania wartości przedsiębiorstw, można je podzielić na trzy podstawowe grupy:

- dochodowe
- rynkowe
- kosztowe

Aktywo niematerialne	Korzyść	Czynnik wzrostu wyceny
Znaki towarowe	Zwiększenie rozpoznawalności	Dodatkowe przychody
	Wzrost lojalności klientów pozwalający na stosowanie wyższych cen	Wyższa rentowność przychodów
Patenty	Wyłącznieść na sprzedaż produktu	Dodatkowe przychody
	Oszczędności kosztowe w trakcie produkcji	Wyższa rentowność przychodów
Kontrakty	Stabilizacja przychodów	Obniżenie ryzyka i stopy dyskontowej



### W zależności od specyfiki danego aktywa, do jego wyceny stosuje się odpowiednią metodologię.

W sytuacji, gdy możliwe jest bezpośrednie przypisanie części zysku do danego aktywa, najodpowiedniejszym sposobem wyceny jest zastosowanie jednej z metod dochodowych. Najbardziej rozpowszechnionym podejściem jest tzw. metoda zwolnienia z opłat licencyjnych. Jest ona najczęściej wykorzystywana do wyceny znaków towarowych, jednak można ją zastosować w analogiczny sposób również do większości pozostałych aktywów niematerialnych. Metodologia ta opiera się na założeniu, że znak towarowy jest warty tyle, ile firma, która z niego korzysta, musiałaby zapłacić jego właścicielowi za możliwość wykorzystywania go, w przypadku gdyby sama nie była jego właścicielem. Jest to teoretyczne rozważanie, w którym rozdziela się od siebie właściciela znaku od firmy, która posługuje się nim w działalności operacyjnej.

Naturalnym jest, że używanie aktywa, które nie jest naszą własnością wiąże się z koniecznością uiszczenia odpowiedniej opłaty na rzecz osoby, która go posiada. W przypadku aktywów niematerialnych opłata ta jest w większości przypadków swoistą opłatą licencyjną, której wysokość ustala się najczęściej jako procent

od wartości przychodów uzyskanych dzięki stosowaniu danego aktywa.

Dlatego też stosując podejście dochodowe do wyceny znaku towarowego (jak i innych aktywów niematerialnych) ustala się wysokość teoretycznej opłaty licencyjnej, którą należałoby zapłacić za możliwość wykorzystywania danej marki.

Po zsumowaniu wszystkich opłat licencyjnych z okresu, w którym dane aktywo jest chronione, otrzymujemy wartość znaku towarowego. Należy jednak pamiętać, że – podobnie jak w przypadku wyceny przedsiębiorstwa metodą dochodową – konieczne jest uwzględnienie czynnika czasu. Wartość opłaty licencyjnej, którą uzyskamy za kilka lat, jest w chwili obecnej warta mniej niż w momencie, kiedy będzie wypłacona. W związku z tym, przepływy z opłat licencyjnych należy zdyskontować do chwili obecnej. W tym celu najczęściej wykorzystuje się średnioważony koszt kapitału spółki (sposób ustalania analogiczny, jak w artykule o wartości dochodowej przedsiębiorstwa), powiększony o dodatkową premię z tytułu niematerialnego charakteru wycenianych aktywów.

Premia ta wynika z faktu, że inwestor oczekuje odpowiednio wyższej stopy zwrotu z aktywów,

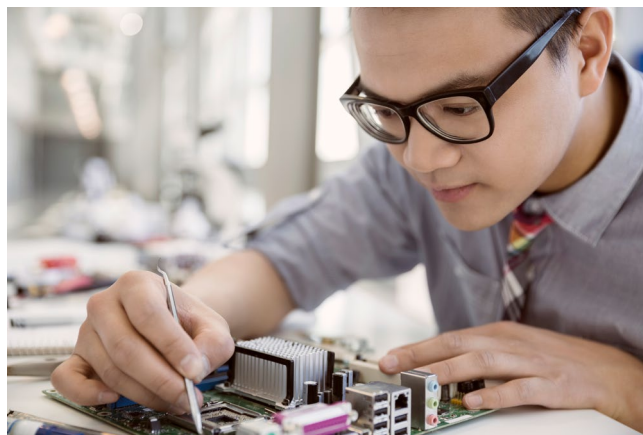
które nie mają formy materialnej (jak np. aktywa trwałe w postaci budynków, maszyn itp.), gdyż wiążą się one z wyższym ryzykiem rynkowym.



Źródło: Opracowanie Grant Thornton

Podstawową alternatywą dla tego podejścia jest zastosowanie porównania z innymi, podobnymi aktywami, których cena jest znana na rynku. Niestety, w odróżnieniu od wyceny przedsiębiorstw metodą porównań rynkowych, w przypadku szacowania wartości aktywów niematerialnych tym sposobem istotnym ograniczeniem jest trudność w znalezieniu odpowiedniej bazy porównawczej. Unikalne aktywa niematerialne rzadko są bowiem przedmiotem transakcji kupna/sprzedaży, a jeżeli już nawet do takich transakcji dochodzi, warunki cenowe nie są zazwyczaj ujawniane. W związku z tym metoda ta jest stosowana stosunkowo rzadko, choć prawdopodobnie w kolejnych latach – wraz z upowszechnianiem transakcji sprzedaży aktywów niematerialnych – podejście to stanie się bardziej popularne.

Gdy żadna z powyższych metod nie może zostać zastosowana, pozostaje jeszcze możliwość wyceny aktywa od strony kosztowej. W takiej sytuacji przyjmuje się, że znak towarowy, patent czy inne aktywo są warte nie mniej niż nakłady, które należałoby ponieść na jego wytworzenie od podstaw. Podejście to jest najczęściej wykorzystywane w sytuacjach, gdy dane aktywo niematerialne nie jest wykorzystywane w działalności operacyjnej (nie generuje przychodów) lub gdy jego wpływu nie można



bezpośrednio przypisać do konkretnej części zysku. Zastosowanie tej metody do wyceny aktywów, które są aktywnie wykorzystywane w sprzedaży, powodowałoby znaczące zniżenie wartości. W większości przypadków, nakłady poniesione na stworzenie takiego aktywa są bowiem zdecydowanie niższe niż jego potencjał przychodowy. Wyjątkiem mogą być tutaj środki poniesione na prowadzenie prac badawczo rozwojowych.

Niejednokrotnie do momentu komercjalizacji patentów czy wynalazków naukowych, oszacowanie rzeczywistego potencjału popytowego jest skomplikowanym zadaniem.

W takiej sytuacji może się zatem okazać, że wycena kosztowa know-how, nawet do późnych etapów badawczych, będzie wyższa niż jego wartość dochodowa.

### Podsumowanie

Posiadanie unikalnych aktywów niematerialnych w istotny sposób wpływa na wartość przedsiębiorstw, które mogą nimi dysponować. Dzięki nim uzyskują wyraźną przewagę nad konkurentami, zarówno od strony potencjału sprzedażowego, jak również po stronie optymalizacji kosztów produkcji. Oba te czynniki w prosty sposób przekładają się na osiągnięte zyski. W niniejszym materiale niejednokrotnie wspominaliśmy już, że głównym czynnikiem, decydującym o wartości przedsiębiorstwa, jest jego potencjał do generowania wysokich, ale również stabilnych zysków. Znaki towarowe, patenty, kontrakty długoterminowe są aktywami, które pomagają te zyski osiągać. Pomagają zatem również tworzyć wartość całego przedsiębiorstwa.



Konrad Graczykowski  
Senior Konsultant

### W pewnym momencie działalności właściciele mogą podjąć decyzję o sprzedaży prowadzonej przez lata firmy.

Powodów obrania takiego kierunku może być wiele – od rozmaitych problemów związanych z sukcesją przedsiębiorstwa po chęć uzyskania godziwego wynagrodzenia za czas poświęcony na rozwijanie działalności. Sprzedaż firmy można również rozważyć jako jedną z możliwości na etapie planowania dalszej przyszłości, traktując ją jako alternatywę w przypadku niepowodzenia sukcesji.

Niezależnie od pobudek i perspektywy czasowej, pytanie, z którym boryka się każdy właściciel to: jak sprzedać tak cenną dla mnie firmę w najbardziej korzystny sposób?

Odpowiedź na postawione powyżej pytanie zależy od dwóch aspektów:

- czynniki (zewnętrzne i wewnętrzne) kształtujące wartość firmy,
- fazy rozwoju przedsiębiorstwa w planowanym momencie sprzedaży.

Zrozumienie tych kwestii i współzależności między nimi jest kluczowe przy podejmowaniu decyzji o zbyciu przedsiębiorstwa.

Wartość przedsiębiorstwa jest kształtowana przez wiele czynników. Trzy z nich mają największy wpływ na wartość firmy. Są to:

- Zdolność przedsiębiorstwa do generowania dochodów dla właścicieli,
- Atrakcyjność branży, w jakiej działa przedsiębiorstwo oraz jego pozycja w tej branży,
- Specyficzny majątek posiadany przez firmę, stanowiący źródło jej przewagi konkurencyjnej.

Każdy z wyżej wymienionych czynników kształtuje się inaczej w zależności od cyklu życia przedsiębiorstwa. Dlatego też rozważania w dalszej części artykułu skoncentrujemy na próbie określenia najlepszego momentu sprzedaży przedsiębiorstwa w zależności od fazy rozwoju, w jakim się ono znajduje. Innymi słowy, postaramy się odpowiedzieć na pytanie, które nurtuje wielu przedsiębiorców: kiedy najlepiej sprzedać moją firmę?

## Fazy rozwoju przedsiębiorstwa

Teoria cyklu życia firmy wskazuje ścieżkę, jaką większość organizacji przechodzi w trakcie swojej działalności. Cykl rozpoczyna się w momencie założenia firmy, prowadzi przez jej dynamiczny rozwój, ustabilizowanie się sytuacji przedsiębiorstwa i kończy na schyłku działalności, który nastąpi, jeżeli nie zostaną dokonane odpowiednie zmiany w funkcjonowaniu dojrzałej organizacji. Schemat cyklu życia przedsiębiorstwa przedstawia poniższy wykres.

Nie jest to jednak jednorodny wzór rozwoju każdej firmy. Dotyczy to przede wszystkim długości trwania każdej z faz – w jednym przedsiębiorstwie faza narodzin może trwać bardzo krótko ze względu na szybkie przejście do fazy wzrostu, natomiast w innym opracowywanie produktu lub prace nad technologią mogą zająć kilka lat.

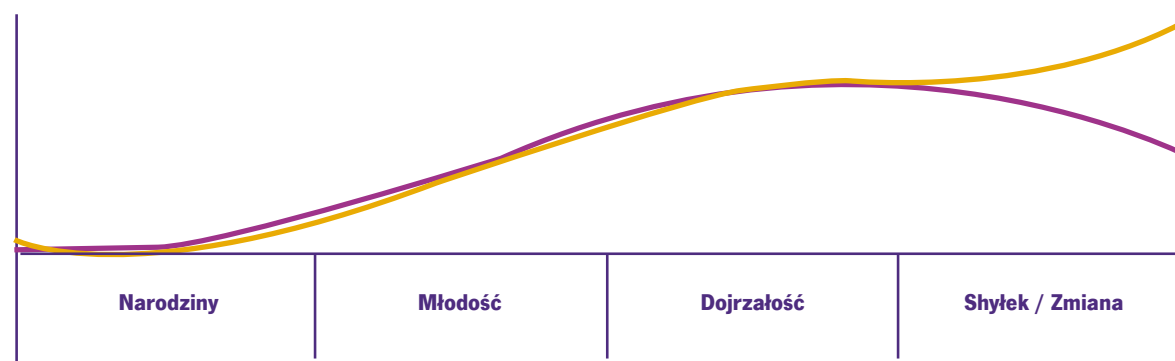
Każdy przedsiębiorca będzie dążył do możliwie jak najdłuższego trwania fazy młodości i dojrzałości oraz do doprowadzenia przedsiębiorstwa do wejścia w fazę zmiany zamiast fazy schyłku.



**Faza narodzin** rozpoczyna się w momencie powstania firmy. W tym momencie cyklu, głównym celem przedsiębiorstwa jest zaistnienie na rynku, zdobycie pierwszych klientów i rozpoczęcie sprawnie funkcjonującej działalności operacyjnej. Firma jest stosunkowo niewielką organizacją, którą można w prosty sposób zarządzać. Naturalnym jest brak lub niewielkie zyski dla właścicieli.

Wartość firmy budowana jest przede wszystkim poprzez obiecujące prognozy dotyczące przyszłych wyników finansowych przedsiębiorstwa. Znaczące ryzyko wynikające z dużej niepewności realizacji prognoz obniża oczekiwaną wartość firmy.

Faza narodzin kończy się w momencie docenienia przez konsumentów wartości, jaką niesie ze sobą korzystanie z produktów lub usług firmy, czyli w momencie znacznego wzrostu popytu na produkty lub usługi oferowane przez firmę.



Źródło: Opracowanie własne Grant Thornton



W **fazie młodości**, przedsiębiorstwo przeżywa gwałtowną ekspansję. Sprzedaż dynamicznie wzrasta, produkty spółki są coraz bardziej popularne, a pozycja na rynku względem innych podmiotów umacnia się. Organizacja znacząco się rozbudowuje, wzrasta zapotrzebowanie na zasoby przeznaczane na rozwój produktów lub usług, następuje zwiększanie mocy produkcyjnych. Właściciele firmy zaczynają otrzymywać stopniowy zwrot z inwestycji w firmę, jednak znaczne nakłady inwestycyjne potrzebne do sfinansowania wzrostu przedsiębiorstwa ograniczają bieżące dochody dla udziałowców. Realizacja oczekiwanych wyników finansowych jest mniej ryzykowna, przy jednoczesnym obniżaniu tempa spodziewanego wzrostu firmy wraz z postępowaniem fazy młodości. Stabilizacja poziomu przychodów oraz zmniejszenie dynamiki zapotrzebowania na dodatkowy kapitał jest sygnałem świadczącym o przejściu do kolejnej fazy rozwoju firmy.



**Dojrzałość przedsiębiorstwa** to faza cyklu, w której przedsiębiorstwo ma już ugruntowaną, stabilną pozycję na rynku. Przychody firmy mogą wciąż lekko wzrastać, osiągając swój najwyższy poziom w całym cyklu życia. Jest to faza, w której dochodowość z perspektywy właścicieli jest największa, z czego naturalnie wynika chęć do jak najdłuższego utrzymania firmy na tym etapie rozwoju. Spodziewany rozwój działalności jest najmniej dynamiczny ze wszystkich faz, natomiast ryzyko związane z realizacją wyników finansowych jest najniższe ze względu na ugruntowaną pozycję rynkową. Kolejny etap rozwoju przedsiębiorstwa zależy od działań podjętych przez zarząd w fazie dojrzałości.



**Faza schyłku** wynika z braku skutecznych działań mających utrzymać firmę w fazie dojrzałości lub wprowadzić w fazę zmiany. Popyt na dotychczasowe produkty stopniowo się kurczy, a nowe rozwiązania nie wzmacniają pozycji firmy. Przedsiębiorstwo charakteryzuje się nadal znaczną dochodowością, natomiast – podobnie do przychodów – wykazuje ona tendencję spadkową. Pogorszenie się wyników finansowych jest konsekwencją słabnącej pozycji rynkowej firmy. Brak odpowiednich działań naprawczych może skutkować pogłębieniem osłabiania się pozycji przedsiębiorstwa, a w najczarniejszym scenariuszu – doprowadzić do jego upadku i zniknięcia z rynku.

Alternatywą dla fazy schyłku jest **faza zmiany**, będąca konsekwencją prac nad wprowadzeniem przedsiębiorstwa z etapu stabilizacji w następny etap wzrostu. Wynika ze zmiany dotychczasowego profilu firmy, czy to poprzez przejęcie innego przedsiębiorstwa czy też zaoferowanie nowych rozwiązań wytworzonych wewnątrz przedsiębiorstwa.



## Faza rozwoju firmy a atrakcyjność dla nabywcy

Na kształtowanie się każdego z czynników warunkujących wartość firmy znaczący wpływ ma faza cyklu życia, w jakiej się ona znajduje.

Ocena zdolności przedsiębiorstwa do generowania dochodów dla właścicieli warunkuje wartość przedsiębiorstwa z perspektywy wyceny metodą dochodową. Ważnym czynnikiem, oprócz wielkości generowanych przepływów, jest prawdopodobieństwo ich wystąpienia.

Naturalnie, największy potencjał występuje w przedsiębiorstwie w fazie narodzin. Jednak poziom niepewności powiązany z ryzykiem przetrwania firmy na rynku sprawia, że wartość takiego przedsiębiorstwa w tej fazie nie jest najwyższa w trakcie całego cyklu życia. Obniżenie poziomu ryzyka oraz dynamiczny rozwój przedsiębiorstwa sprawia, że ma ono znaczącą wartość w ekspansywnej fazie młodości. Podobna ocena kształtuje się w fazie dojrzałości – jednak w tym wypadku szacunki wartości firmy opierają się na stabilnych, dużych przepływach oraz jeszcze niższym ryzyku ich uzyskania. Dlatego też, im większa możliwość wydłużenia tych faz cyklu, tym więcej warte jest przedsiębiorstwo.

Sprzedaż przedsiębiorstwa w fazie schyłkowej nie przyniesie korzyści porównywalnych ze sprzedażą we wcześniejszych fazach cyklu życia. Nawet w wypadku, gdy potencjalny inwestor będzie miał kompetencje i środki, aby wyciągnąć firmę z tej fazy, całkowite korzyści z tego tytułu nie zostaną uwzględnione w kwocie, jaką będzie chciał zapłacić za firmę.

Wpływ na wartość firmy w ramach każdej z faz rozwoju ma również rozwój w ramach danej fazy – przedsiębiorstwa będące bardziej dojrzałe w ramach danego etapu są zwykle oceniane jako więcej warte (przede wszystkim przy przejściu z fazy narodzin do fazy młodości i z etapu młodości do etapu dojrzałości).

Niebagatelne znaczenie w ocenie wartości firmy ma branża, w jakiej funkcjonuje przedsiębiorstwo i jego pozycja w niej. Znaczenie tego czynnika ma odzwierciedlenie w wartości przedsiębiorstwa szacowanej za pomocą metody porównań rynkowych.

Atrakcyjność branży, w której przedsiębiorstwo funkcjonuje, mierzona jest współczynnikiem zwanym mnożnikiem, który został zdefiniowany i wyjaśniony wcześniej. Im wyższy mnożnik, tym wyżej wyceniane są spółki z danej branży.



Ocena atrakcyjności branży jest zatem często skorelowana z cyklami gospodarczymi – zarówno związanymi z samą branżą, jak i całością rynku.

Wartość przedsiębiorstwa z perspektywy segmentu działalności nie zależy wyłącznie od fazy rozwoju samej firmy – równie znaczącym czynnikiem jest faza cyklu życia branży. Cykl życia branży ma bardzo podobną strukturę do cyklu życia pojedynczej firmy. Najczęściej najlepiej ocenianymi branżami przez rynki kapitałowe są te, które znajdują się w fazie dynamicznego wzrostu i wczesnej fazie dojrzałości. Z tego też powodu najlepszym momentem na sprzedaż firmy jest sprzedaż młodego lub dojrzałego przedsiębiorstwa działającego w rozwijającej się branży. Atrakcyjnie wyceniane będzie również dojrzałe przedsiębiorstwo funkcjonujące w branży, która znajduje się we wczesnej fazie dojrzałości.

Ostatnim z najbardziej powszechnych determinantów wartości przedsiębiorstwa jest wartość majątku. O wartości transakcyjnej przedsiębiorstwa mogą świadczyć zarówno posiadane aktywa materialne (w postaci maszyn, gruntów czy też fabryk), jak i niematerialne, takie jak: patenty, know-how czy znaki towarowe. Z tej perspektywy, najwyżej wyceniane są przedsiębiorstwa, które posiadają aktywa stanowiące długotrwałe i silne źródło aktualnej lub potencjalnej przewagi konkurencyjnej. Biorąc pod uwagę aktywa aktualnie stanowiące przewagę konkurencyjną firmy, są one najwięcej warte w fazie dojrzałości przedsiębiorstwa, które generuje dzięki nim znaczące przychody przy dużej zyskowności. Dzięki posiadaniu takiego unikalnego aktywa możliwe jest osiągnięcie wyników lepszych niż te generowane przez bezpośrednich konkurentów. Należy jednak pamiętać, że wartość tych aktywów maleje wraz z osłabianiem się pozycji firmy i jej przejściem w fazę schyłkową. Dzieje się tak poprzez malejącą użyteczność najcenniejszych aktywów, na przykład w porównaniu do nowych rozwiązań wprowadzonych przez konkurencję.

Istotnym elementem z perspektywy wartości całego przedsiębiorstwa są również aktywa stanowiące źródło potencjalnej przewagi nad konkurencją.

Są one najcenniejsze w fazie wzrostu firmy, gdyż na wcześniejszym etapie rozwoju występuje zbyt dużo niewiadomych, takich jak: brak pewności, czy produkt zostanie zaakceptowany przez potencjalnych klientów lub czy – przy wzroście

skali produkcji – nie pojawią się problemy obniżające dochodowość rozwiązania, które jest objęte patentem. Zależność wartości firmy od jej fazy rozwoju przedstawia poniższa tabela.

FAZA	Narodziny	Młodość	Dojrzałość	Schyłek	Zmiana
Przychody	Niewielkie	Dynamiczny wzrost	Stabilizacja	Spadek	Wzrost
Rentowność	Ujemne	Niewielka	Duża	Spadająca	Stabilna lub spadająca
Oczekiwana dynamika rozwoju	Bardzo wysoka	Wysoka	Niewielka	Ujemna	Wysoka lub stabilna
Ryzyko realizacji prognoz finansowych	Znaczące	Wysokie	Niewielkie	Małe	Wzrastające
Wartość firmy	Niska	Rosnąca	Wysoka	Malejąca	Wysoka
Kroki wymagane do wejścia w kolejną fazę	Opracowanie produktu wymagające znacznych nakładów inwestycyjnych oraz wprowadzenie produktu do sprzedaży	Zwiększenie nakładów	Działania naprawcze w odpowiedzi na spadek udziału w rynku lub zmiana profilu przedsiębiorstwa	Brak	Dalsze nakłady inwestycyjne na utrzymanie lub poprawę pozycji rynkowej

Źródło: Opracowanie Grant Thornton



### Podsumowanie

Powracając do problemu postawionego na początku – wyboru optymalnego momentu sprzedaży przedsiębiorstwa – analiza cyklu życia firmy nie przynosi jednoznacznej odpowiedzi.

Biorąc pod uwagę najbardziej powszechne czynniki budujące wartość firmy w oczach nabywającego, najbardziej odpowiednim momentem sprzedaży wydaje się dokonanie zbycia w fazie młodości lub dojrzałości biznesu. Zwykle najwyższą wartość ma przedsiębiorstwo znajdujące się w momencie przejścia z pierwszej wymienionej fazy do drugiej. Doprowadzenie biznesu do tej fazy wymaga jednak czasu oraz znacznych nakładów inwestycyjnych. Tak jak wskazano w tabeli na poprzedniej stronie, wartość przedsiębiorstwa od momentu narodzin do fazy dojrzałości rośnie. Nie oznacza to jednak, że sprzedaż w tej fazie będzie najkorzystniejsza z perspektywy obecnych właścicieli.

W związku z nakładami inwestycyjnymi niezbędnymi do przejścia do kolejnej fazy, to właściciel firmy decyduje, czy uzyskać wyższą cenę kosztem poniesienia nakładów i dodatkowego ryzyka, sprzedając firmę w fazie dojrzałości lub w końcowej fazie młodości czy też sprzedać przedsiębiorstwo wcześniej, uzyskując niższą cenę w zamian za mniejsze ryzyko.

Sprzedaż we wczesnej fazie rozwoju przyniesie stosunkowo niewielkie zyski. Z uwagi na duże ryzyko nieosiągnięcia zakładanego poziomu prognozowanych wyników firma w takiej fazie rozwoju nie będzie jeszcze zbyt wiele warta. Z drugiej strony, należy pamiętać też, że nie można zwlekać zbyt długo ze sprzedażą, ponieważ w ostatniej fazie pozycja konkurencyjna firmy się osłabia, majątek staje się coraz bardziej przestarzały a dochody stopniowo się kurczą, co przekłada się na odpowiednio niższą potencjalną wartość uzyskaną ze sprzedaży przez przedsiębiorcę.



Anatol Skitek  
Senior Menedżer

Na stole pojawia się oferta zakupu firmy, którą prezes-właściciel budował od lat. W ślad za nią, w głowie, pojawia się pytanie: na ile zaproponowana w ofercie kwota faktycznie odzwierciedla rynkową wartość firmy. Jak to ocenić?

Powyższa sytuacja zdarza się, wbrew pozorom, bardzo często. Ma ona zresztą miejsce nie tylko w momencie rozważania sprzedaży biznesu. Wielu z właścicieli czy menedżerów na bieżąco zastanawia się, ile wart jest biznes, który tworzą. I dalej - na ile, w miarę upływu lat, udaje się tę wartość zwiększać?

Wierzę, że zaprezentowane w niniejszym opracowaniu artykuły pomogły Państwu zrozumieć, jak oceniana może być wartość Państwa biznesów i co na nią wpływa.

Przede wszystkim, warto pamiętać, że wyobrażenie o wartości spółki w naturalny sposób opiera się na ilości pracy i wysiłku, jaki został włożony w doprowadzenie firmy do stanu obecnego. Kształtują go nie tylko osiągnięcia i sukcesy, ale i porażki, które spowalniały tempo rozwoju i obniżały zyski. W konsekwencji, pierwsza wycena, która pojawia się w głowach przedsiębiorcy, w naturalny sposób bazuje bardziej na emocjach niż na twardych danych.

W naszym materiale staraliśmy się Państwa przekonać, że w praktyce biznesowej, oceniając wartość danej firmy, bazuje się jednak bardziej na konkretnych wartościach. Najczęściej stosowane są 3 podejścia:

1. Wycena oparta na zdolności przedsiębiorstwa do generowania gotówki (metody dochodowe);
2. Wycena oparta na porównaniu wyników finansowych z podobnymi przedsiębiorstwami (metody rynkowe);
3. Wycena oparta na majątku jakim dysponuje przedsiębiorstwo (metody majątkowe).

## Dla wielu majątek wciąż jest kluczowy

Jak wynika z moich obserwacji, wycena majątkowa jest wciąż najbardziej intuicyjnym sposobem szacowania wartości. Słabość tego podejścia polega na tym, że abstrahuje ono od tego, na ile dane przedsiębiorstwo potrafi skutecznie wykorzystać posiadany majątek (czy szerzej kapitał) do rentownego wytworzenia, a dalej - sprzedania produktów czy usług na rynku.

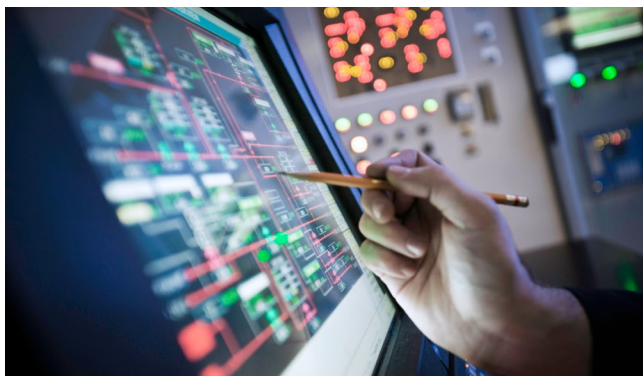
Zastanawiając się nad wartością majątku spółki, należy pamiętać o wartościach niematerialnych i prawnych, posiadanych przez spółkę - nierzadko ich wartość ma kluczowe znaczenie dla wyceny.

## Gotówka przede wszystkim

W podejściu dochodowym, wartość firmy równa jest sumie gotówki, jaką wygeneruje ono w przyszłości, uwzględniając w kalkulacji wartość pieniądza w czasie. W tym przypadku, bazuje się na założeniu, że przedsiębiorca, zbywając swoją firmę, rzeka się na rzecz nabywcy, gotówki, którą byłby w stanie wypracować i wypłacać sobie w formie dywidendy, prowadząc dane przedsiębiorstwo w kolejnych latach.

W wycenie w podejściu dochodowym największym wyzwaniem jest fakt, że odbywa się ona





w oparciu o prognozowane wyniki finansowe spółki, które z natury rzeczy obarczone są ryzykiem niepewności. Stąd też, precyzyjność wyceny zależy w dużym stopniu od skrupulatności w przygotowaniu prognoz finansowych.

### Ceny transakcyjne opierają się głównie na porównaniach

Przeprowadzenie transakcji sprzedaży związane jest najczęściej z przekazaniem kontroli nad przedsiębiorstwem w nowe ręce. W efekcie ryzyko związane z nieosiągnięciem planowanych wyników również przekazywane jest nabywcy. W konsekwencji powyższego, w trakcie negocjacji, nabywca w sposób naturalny dąży do tego, aby zapłacić mniej niż wynika to bezpośrednio z wyceny dochodowej.

Jedynie w sytuacji, w której będzie on widział możliwość znacznego podniesienia rentowności przejmowanego przedsiębiorstwa lub osiągnięcia efektów synergii z innym przedsiębiorstwem, znajdującym się w jego portfelu, będzie gotów zapłacić cenę porównywalną do tej wynikającej z wyceny przeprowadzonej metodą dochodową. W pozostałych przypadkach, punktem odniesienia będzie dla niego relacja wyników finansowych spółek porównywalnych do ich rynkowej wartości. Wyceniając naszą spółkę, będzie on stosował wskaźniki zbliżone do tych wynikających ze wspomnianej relacji.

### Podsumowanie

Nie ma jednej, uniwersalnej metody wyceny, a sam proces wymaga bardzo dobrego zrozumienia specyfiki danego przedsiębiorstwa, jego sytuacji finansowej (obecnej i prognozowanej), rynku na jakim ono działa, ale przede wszystkim celu dla którego jest przeprowadzana.

Jeżeli mają Państwo wątpliwości odnośnie przedstawionych informacji lub chcieliby Państwo przeprowadzić wycenę związaną z Państwa działalnością, zapraszamy do kontaktu lub odwiedzenia strony

**GrantThornton.pl**



Anatol Skitek  
Senior Menedżer  
T: +48 61 625 1461  
M: +48 661 538 546  
E: anatol.skitek@pl.gt.com



## O Grant Thornton - nasz Zespół



### ZESPÓŁ WYCEN

Specjalizujemy się w realizacji prac z zakresu:

- wyceny przedsiębiorstwa
- wyceny majątku
- wyceny marki
- wyceny szkody gospodarczej



Anatol Skitek  
Senior Menedżer  
T: +48 61 625 1461  
M: +48 661 538 546  
E: [anatol.skitek@pl.gt.com](mailto:anatol.skitek@pl.gt.com)

### BIOGRAFIA

Anatol posiada dwunastoletnie doświadczenie w branży konsultingowej. Nadzoruje prace zespołów realizujących usługi w zakresie konsultingu, wycen oraz cen transferowych, biorąc bezpośredni udział w realizacji kluczowych projektów z tych obszarów. Ma szerokie doświadczenie w obszarze audytu wewnętrznego, zarządzania ryzykiem korporacyjnym i kontroli wewnętrznej. Pełni rolę Dyrektora zespołu ds. efektywności biznesu.

Od początku swojej kariery związany z Grant Thornton. Posiada tytuł Certyfikowanego Audytora Wewnętrznego (CIA) nadany przez Instytut Audytorów Wewnętrznych (IIA). Jest członkiem Instytutu Audytorów Wewnętrznych (IIA).

Autor licznych publikacji w prasie fachowej. Prelegent na szkoleniach i konferencjach.

## O Grant Thornton - dlaczego warto zaufać właśnie nam?



Odwiedź nas na:  
[www.GrantThornton.pl](http://www.GrantThornton.pl)  
 lub śledź naszych  
 ekspertów na Twitterze:  
[@GrantThorntonPL!](https://twitter.com/GrantThorntonPL)

### 5 NAJWAŻNIEJSZYCH POWODÓW

Uważamy, że rzetelne doradztwo powinno być głęboko osadzone w specyfice każdego przedsiębiorstwa. Wspierając w towarzyszących Państwa działalności wyzwaniach, będziemy kierować się specyfiką branży, w której funkcjonuje Państwa firma.

#### 1. Doświadczenie i specjalizacja

W ciągu ponad 20 lat działalności na polskim rynku zgromadziliśmy wiedzę z kilkunastu branż i sektorów.

#### 2. Rozumiemy Państwa biznes

Jesteśmy przekonani, że wspomaganie naszych Klientów wymaga zrozumienia otoczenia branżowego, w którym funkcjonują. Aktywnie analizujemy prawo branżowe, czynniki konkurencyjne i trendy rynkowe. Dzięki temu włączamy się w realizację wyzwań stojących przed naszymi klientami i dostarczamy kompleksowe odpowiedzi oraz rekomendacje w pełni dostosowane do potrzeb naszych Klientów i osadzone w realiach ich biznesu.

#### 3. Corocznie realizujemy ponad 60 projektów w zakresie wycen

Rozwiązując pojawiające się problemy, korzystamy z wieloletniej wiedzy i doświadczenia, dzięki czemu patrzymy na firmę w szerszej perspektywie – widzimy całe przedsiębiorstwo i stale zmieniające się warunki rynkowe. Nasze szerokie doświadczenie dla firm z różnych branż pozwala nam interpretować nie tylko standardowe sytuacje, ale również rozwiązywać nietypowe problemy naszych Klientów.

#### 4. Jesteśmy częścią globalnego zespołu Grant Thornton

Należy do niego blisko 12 000 Doradców w 142 krajach na całym świecie.

#### 5. Na co dzień dzielimy się swoją wiedzą

Dzięki naszej obecności w Internecie i mediach społecznościowych (Facebook, LinkedIn, Twitter) na bieżąco informujemy o najciekawszych informacjach dotyczących branży - wystarczy dołączyć do naszej społeczności.