

Wstęp

Witam serdecznie

Nazywam się Michał Stopka. Prowadzę blog [Michał Stopka Inwestor Profesjonalny](#) dotyczący: inwestowania na podstawie analizy fundamentalnej, analizy biznesów oraz kluczowych rzeczy dla gospodarki. Ponadto prowadzę szkolenia. Więcej informacji znajduje się tutaj: [SZKOLENIA](#)

Wiedza zawarta na blogu jak i przekazywana podczas [szkoleń](#) jest owocem mojego wieloletniego doświadczenia jako inwestor indywidualny oraz instytucjonalny. Więcej na ten temat można dowiedzieć się tutaj: [O autorze](#)

Poniżej wybrałem część wpisów z mojego bloga, które poruszają zagadnienia związane z metodami wyceny. **Jest to podstawa w „Poznaniu biznesu” inwestowania: [“Inwestowanie: poznaj biznes?”](#) [Poznaj biznes: Inwestowanie... Zasada nr 1: Nigdy nie trać pieniędzy; Zasada nr 2: Nigdy nie zapominaj o zasadzie nr 1; Warren Buffet.](#)** Opisałem dwie podstawowe metody wyceny: Teoria DCF oraz metodę mnożnikową + podałem przykład wyceny DCF firmy Luksus. W ten sposób poruszam kompleksowo powyższe zagadnienie.

Bardzo ważnym uzupełnieniem poszczególnych artykułów są dodatkowe pytania, przykłady jak i komentarze użytkowników bloga jak i moje. Wystarczy wejść na wpis „klikając w niego” myszką i automatycznie otworzy się artykuł z mojego bloga z komentarzami pod nim.

Miłej lektury☺

Michał Stopka

P.S. Mam prośbę. Wkładam naprawdę dużo serca żeby dzielić się wiedzą jaką zdobyłem podczas pracy zawodowej: [O autorze](#) a zagadnienia poruszane na moim blogu były ciekawe i użyteczne. Mam nadzieję, że wpisy ze [Spisu treści](#) oraz rzeczy w zakładce [Do pobrania](#) naprowadzą na ciekawe wnioski. Będę wdzięczny za linkowanie do moich wpisów, wrzucanie linków na forach i w komentarzach pod różnymi artykułami i generalnie polecenia go innym. Ponadto zapraszam do śledzenia co dzieje się na Facebooku: [Michał Stopka Inwestor Profesjonalny](#) oraz do “lajkowania” bloga oraz wpisów przez “Lubię to”. Z góry dziękuję! Z kolei jeżeli ktoś chce otrzymywać informacje o nowych rzeczach do pobrania, wpisach oraz moich przyszłych działaniach związanych ze szkoleniami i szerzej inwestowaniem, zapis na NEWSLETTER jest po prawej stronie bloga.

Spis treści

Wstęp	1
O autorze.....	3
SZKOLENIA.....	4
Zakładka “Spis treści” na moim blogu czyli parę lat historii mojego rozwoju zawodowego... ..	8
Do pobrania.....	9
“Inwestowanie: poznaj biznes?” Poznaj biznes: Inwestowanie... Zasada nr 1: Nigdy nie trać pieniędzy; Zasada nr 2: Nigdy nie zapominaj o zasadzie nr 1; Warren Buffet	10
Historia DCF.....	12
Wycena spółki: Metoda DCF-zdyskontowane przepływy pieniężne (discounted cash flows)	12
Metody wyceny spółki: Jak powstaje FCF (free cash flow)?.....	13
Kapitał obrotowy, kapitał obrotowy netto, kapitał stały,	15
Inwestycje w majątek trwały (FCI-fixed capital investments).....	17
Re-Koszt kapitału własnego.....	18
Wartość rezydualna dla okresu kontynuacji-TV (Terminal Value)	18
Przykład DCF dla firmy LUKSUS cz.1: Okres prognozy	19
Przykład DCF dla firmy LUKSUS cz.2: Stopa wzrostu przychodów.....	19
Przykład DCF dla LUKSUS cz.3: Obliczanie Free Cash Flow	21
Przykład DCF dla LUKSUS cz.4: Prognoza kosztów operacyjnych	21
Przykład DCF dla LUKSUS cz.5: Podatek i Inwestycje w majątek trwały netto	22
Przykład DCF dla LUKSUS cz.6: Kapitał pracujący.....	23
Przykład DCF dla firmy LUKSUS cz.7: Ustalenie stopy dyskontowej, czyli kosztu kapitału	23
Przykład wyceny DCF dla spółki LUKSUS cz.8: Obliczenie wartości bieżącej przepływów pieniężnych FCF oraz wartości kapitału własnego.....	25
Przykład DCF dla firmy LUKSUS cz.9: Podsumowanie.....	26
Narzędzie w excel do wyceny DCF firmy LUKSUS.....	26
Metody wyceny firmy: Metody porównawcze (metody mnożnikowe) cz.1- Podział na Equity Value oraz Enterprise Value.....	27
Metoda porównawcza cz.2-Mnożniki Equity Value: P/E oraz P/BV,	28
Metody porównawcze cz.3: Mnożniki Enterprise Value: EV/Sales, EV/EBIT, EV/EBITDA ,	30
Metody porównawcze cz.4: Procedura wyceny metodą mnożnikową ,	31
Metody porównawcze cz.5: Obliczanie wartości firmy,	32
Metoda porównawcza cz.6: Obliczanie wartości firmy-korekty	33
Metody porównawcze (metody mnożnikowe) cz. 7: Podsumowanie ,	34
NAV: (wartość aktywów netto) wycena biur i centrów handlowych.....	34
Bibliografia	36

O autorze

Witam serdecznie na moim blogu dotyczącym: inwestowania na podstawie analizy fundamentalnej, analizy biznesów oraz kluczowych rzeczy dla gospodarki.

Wiedza zawarta na blogu jak i przekazywana podczas szkoleń jest owocem mojego wieloletniego doświadczenia jako inwestor indywidualny oraz instytucjonalny.

W latach 2009-2012 pracowałem jako zarządzający częścią portfela akcyjnego w Funduszu Emerytalnym ING. Pomimo, że OFE ING jako inwestor instytucjonalny miał największe aktywa w Polsce: około 60 mld zł, za moich czasów Fundusz Emerytalny ING miał najlepszy wynik wśród 14 OFE: [OFE ING ma najlepszy wynik w rankingu KNF za ostatnie 3 lata:-\)](#).

Wcześniej w latach 2007-2009 pracowałem jako analityk akcji w Funduszu Emerytalnym Pocztylion, który również miał wtedy bardzo dobre wyniki inwestycyjne: [Zmiana pracy na ING PTE oraz podsumowanie wyników OFE Pocztylion za poprzednie 2 lata, kiedy tam pracowałem](#).

Przed pracą zawodową w latach 2000-2007 zdobywałem doświadczenie jako inwestor indywidualny, co bardzo pomogło mi później osiągać ponadprzeciętne wyniki inwestycyjne w pracy zawodowej.

Ponadto w latach 2007-2009 prowadziłem blog: www.michalstopka.pl, który odwiedzało kilkadziesiąt tysięcy osób miesięcznie. W tamtym okresie opisałem wiele rzeczy związanych z inwestowaniem, jak również postawiłem kilka prognoz dotyczących rozwoju sytuacji gospodarczej Polski w latach 2009-2012. Z perspektywy czasu okazały się one w większości aspektów trafne: [Jak sprawdziły się moje tezy dotyczące polskiej gospodarki dla lat 2009-2012?](#).

Do pisania bloga powróciłem we wrześniu 2012 r., po tym jak zrezygnowałem z pracy w Funduszu Emerytalnym ING, gdyż postanowiłem, że chcę się realizować w zakresie indywidualnego inwestowania oraz szkoleń: [Rezygnacja z pracy w ING Funduszu Emerytalnym, czyli zrobiłem to co większość osób chciałaby zrobić, ale nie ma odwagi:-\)](#)

W rozwoju moich umiejętności inwestycyjnych wiele pomogło mi też uczestniczenie w Programie CFA: [Tytuł CFA](#) oraz studia dzienne w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie.

Ulubione cytaty:

Zasada nr 1

Nigdy nie trać pieniędzy

Zasada nr 2

Nigdy nie zapominaj o zasadzie nr 1

Waren Buffet

“DZIESIĄTY SEKRET SZCZĘŚCIA” Tworzenie szczęścia to przygotowywanie warunków dla możliwości. Ale możliwości nie mają nic wspólnego z fartem czy szczęśliwym trafem: możliwości są zawsze”

z książki [“Szczęście czy fart ?”, czyli co liczy się w inwestowaniu](#)

“To, że możemy zrobić niewiele nie znaczy, że możemy nic nie robić” autor nieznan

SZKOLENIA

Zapraszam na szkolenie, w trakcie którego przedstawiam mój autorski mix wiedzy teoretycznej oraz praktycznej. Jest ona owocem mojego wieloletniego doświadczenia jako inwestor indywidualny oraz instytucjonalny. Podczas szkolenia dzielę się sporą dawką wiedzy, dzięki której osiągałem ponadprzeciętne wyniki inwestycyjne.

Moje szkolenie poparte jest licznymi przykładami praktycznymi i dotyczy:

1. Praktycznego podejścia do inwestowania na giełdzie
2. Metod wyceny firmy
3. Analizy makro (PKB)
4. Analizy strategicznej biznesu

O szkoleniu “Michał Stopka: Inwestor Profesjonalny” :

Pierwszy dzień szkolenia ma na celu zrozumienie idei inwestowania, wyceny oraz narzędzi używanych przy analizie biznesu oraz całej giełdy. Szkolenie jest tak skonstruowane, że mogą w nim brać również osoby nie mające żadnych podstaw teoretycznych. Zakres szkolenia jest szeroki, dzięki czemu uczestnik uzyskuje możliwość “zobaczenia lasu a nie drzew” czyli ogromu czynników, które mogą wpływać na nasze analizy (również z powodu możliwości wyboru różnego horyzontu czasowego naszych analiz). Zbudowanie takiej bazy jest kluczowe zanim uczestnik weźmie udział w kolejnym dniu szkolenia.

Drugi dzień szkolenia ma na celu pokazanie praktycznego podejścia do dylematów inwestowania z jakimi boryka się inwestor na giełdzie każdego dnia: Teoria teorią, ale tak naprawdę każdego dnia trzeba zdecydować czy i co zrobić z konkretną pozycją na giełdzie. **Są trzy pozycje: kupić, sprzedać i nic nie robić.** W zależności od tego czy staramy się analizować ruchy indeksów czy też poszczególnych spółek oraz jaki horyzont czasowy nas interesuje, jest tylko kilka kluczowych czynników ważnych dla konkretnej pozycji, a resztę czynników po prostu można pominąć. Zazwyczaj są to czynniki różne dla każdego instrumentu. I o tym właśnie jest to szkolenie: **konkretne przykłady, czyli praktyka, praktyka i jeszcze raz praktyka.**

Uwaga: Istnieje możliwość zorganizowania indywidualnego szkolenia na terenie całej Polski, cena do uzgodnienia w zależności od zakresu szkolenia, w takim wypadku proszę o kontakt tutaj: [Kontakt](#)

Informacje dotyczące moich szkoleń znajdują się pod poniższymi linkami:

- [FORMULARZ ZGŁOSZENIA NA SZKOLENIE](#)
- [Jakie korzyści mieszczą się w ramach ceny?](#)
- [Plan szkolenia: “Michał Stopka: Inwestor Profesjonalny”](#)

- [Miejscowości, terminy oraz cena szkolenia](#)
- [Dlaczego moje szkolenia może być wartościowe dla osób inwestujących na giełdzie?](#)
- [Dlaczego moje szkolenie może być wartościowe dla przedsiębiorców?](#)
- [Dlaczego moje szkolenia może być wartościowe dla pracowników: inwestycja firmy w kapitał ludzki?](#)
- [Warunki uczestniczenia w szkoleniach](#)
- [Nota prawna](#)

Giełda to bardzo ciekawe miejsce:-) Jak to jest, że jak zapukasz do drzwi sąsiada i poprosisz go o pożyczenie 100 PLN to bardzo poważnie zastanowi się czy w ogóle to zrobić... Ale jeżeli ktoś zaproponuje mu “zainwestować” oszczędności życia na giełdzie, zrobi to bez wahania. A skutki takich decyzji zazwyczaj prędzej czy później są opłakane...

Celem mojego szkolenia jest przedstawienie idei analizy fundamentalnej krok po kroku oraz wskazanie na przykładach na co warto zwrócić uwagę inwestując na giełdzie.

Potocznie wiele osób myśli, że w inwestowaniu chodzi tylko o cyferki znajdujące się w sprawozdaniu finansowym. Tak naprawdę cyferki to tylko efekt końcowy procesów zachodzących w gospodarce i firmach. Mało kto zadaje sobie trud zrozumienia biznesu, czyli skąd te cyferki się biorą, co na nie wpływa i jakie mogą być w przyszłości. A to jest podstawowa sprawa w inwestowaniu i analizie fundamentalnej.

Również potocznie wiele osób sądzi, że analiza fundamentalna generuje sygnały transakcyjne za późno i dlatego analiza techniczna jest lepsza. Moim zdaniem nic bardziej mylnego! To właśnie dlatego, że inwestorzy dokonują transakcji na giełdzie na podstawie analizy fundamentalnej “rysowany jest wykres” kursu giełdowego...

A co najciekawsze giełda to jedyne miejsce, gdzie popyt jest tym większy im wyższe są ceny i tym mniejszy im niższe są ceny...Dokładnie na odwrót niż uczy się w podręcznikach do ekonomii:-) Sprowadza się to do tego, że ludzie zazwyczaj kupują akcje jak jest zaawansowana hossa (roczne stopy zwrotu są dodatnie) i sprzedają akcje jak jest bessa (roczne stopy zwrotu są ujemne). A to oczywiście zazwyczaj kończy się fatalnie...a główną przyczyną takiego zachowania jest brak wiedzy...

W moim szkoleniu szczególny nacisk kładę na metody wyceny, czyli zrozumienie jak to możliwe, że np. kurs akcji może wzrosnąć z 10 do 50 PLN w relatywnie krótkim czasie. Jednocześnie staram się tłumaczyć analizę fundamentalną tak, aby było to zrozumiałe również np. dla osób nie związanych z finansami.

Wiele z rzeczy, o których mówię na moich szkoleniach przychodzi:

1. Albo z czasem po prostu wyciągając wnioski po decyzjach inwestycyjnych (inwestorzy mają tendencje do nazywa szczególnie tych gorszych decyzji “doświadczeniem:-)
2. Albo po prostu rzeczy te widzi się tylko pracując zawodowo w instytucji finansowej

zarządzającej aktywami. Jeżeli kogoś interesuje moje doświadczenia w kwestii inwestowania zapraszam tutaj: [O autorze](#)

Mógłbym uniknąć wielu błędów, niepotrzebnie straconych pieniędzy i zmarnowanego czasu, gdybym kiedyś miał możliwość pójść na takie szkolenie jak moje.

Po prostu o wielu rzeczach nie przeczyta się w książkach...

Poniżej przykłady, które pokazują, że mając odpowiednią wiedzę i doświadczenie, można ZE ZNACZNYM WYPRZEDZENIEM przewidzieć przyszłe poziomy kursów spółek giełdowych (oraz indeksów):

Pracując w OFE ING ([O autorze](#)) zakupiłem znaczne pakiety akcji, warte kilka/kilkanaście mln zł w firmach poniżej, a co później stało się z kursami można zobaczyć na wykresach tych spółek:

1. **Zetkama** ogłoszenie w sierpniu 2011 w okolicach 20 zł. Po roku kurs “podwoił się” pomimo tego, że indeksy spadły w tym czasie, co widać na drugim wykresie (oficjalne ogłoszenie funduszu ING o przekroczeniu 5 % głosów, opublikowane przez spółkę 19 sierpnia 2011: [Zetkama ogłoszenie o przekroczeniu 5% prze OFE ING](#)):

Zachowanie kursu giełdowego Zetkamy:



Zachowanie kursu Zetkamy w porównaniu do Indeksu Giełdowego WIG:



2. **Forte** ogłoszenie w grudniu 2011 w okolicach 8 zł. W ciągu kilku miesięcy kurs wzrósł kilkadziesiąt %, pomimo tego, że indeksy w tym czasie “stały w miejscu”, co widać na drugim wykresie (oficjalne ogłoszenie funduszu ING o przekroczeniu 5 % głosów, opublikowane przez spółkę 22 grudnia 2011: <http://www.forte.com.pl/> raporty bieżące za 2011 r.):

Zachowanie kursu giełdowego Forte:



Zachowanie kursu Forte w porównaniu do Indeksu Giełdowego WIG:



Oczywiście nie jest też tak, że 100% pomysłów inwestycyjnych super wychodzi. Powyższe przykłady pokazują, że mając odpowiednią wiedzę i doświadczenie, na podstawie Analizy Fundamentalnej można całkiem inteligentnie inwestować. Można też po prostu analizować czynniki wpływające na gospodarkę oraz różne biznesy oraz dodatkowo dokonać wyceny firmy.

Pod informacjami o szkoleniach: [SZKOLENIA](#) znajdują się również opinie wielu osób, które wzięły już udział w moich szkoleniach. Serdecznie zapraszam do zapoznania się z nimi i oczywiście do wzięcia udziału w moich szkoleniach.

[Zakładka “Spis treści” na moim blogu czyli parę lat historii mojego rozwoju zawodowego...](#)

Główną ideą prowadzenia bloga była, jest i będzie budowa bazy wiedzy o inwestowaniu, analizie biznesów i ważnych sprawach dla gospodarki. Poszczególne zagadnienia grupuję tematycznie, podobnie jak można znaleźć pojęcia w encyklopedii/dobrej książce. Dzięki temu można łatwiej zapoznać się z poszczególnymi kwestiami.

Umieszczam tutaj wszystkie moje historyczne wpisy, jakie pojawiły się na blogu od 2007 r. a jest ich na ten moment w sumie ponad 200... (dodatkowo przy każdym wpisie są komentarze moje i czytelników bloga, w sumie już ponad tysiąc...) Zdecydowana większość z nich opisuje zagadnienia, zależności, kwestie, które są ponadczasowe, były aktualne kiedyś i pewnie będą aktualne w przyszłości (ponadto można tam znaleźć też moje najciekawsze historyczne wpisy, które wrzuciłem do pliku PDF).

“Spis treści” podzieliłem na działy:

1. WYBRANE ARTYKUŁY
2. SPOSTRZEŻENIA “PONADCZASOWE”
3. ANALIZY HISTORYCZNE
4. ANALIZA MAKROOTOCZENIA
5. ANALIZA SEKTOROWA
6. ANALIZA SYTUACJI SPÓŁKI
7. ANALIZA SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH
8. METODY WYCENY
9. POZOSTAŁE ARTYKUŁY

Poniżej parę słów na temat każdego działu:

1. **WYBRANE ARTYKUŁY**
Tutaj jest kilka wpisów, które moim zdaniem są szczególnie warte zwrócenia uwagi na początek przygody z moim blogiem.
2. **SPOSTRZEŻENIA “PONADCZASOWE”**
Tutaj trafiają artykuły, które moim zdaniem są ciekawe i aktualne teraz jak i pewnie będą za parę lat. Nie są tylko “suchą wiedzą” i w większości opisują moje spostrzeżenia na różne tematy dotyczące inwestowania czy gospodarki
3. **ANALIZY HISTORYCZNE**
Tutaj można zobaczyć jakie tezy historycznie stawiałem, co zauważyłem i czy później to się sprawdziło czy też nie
4. **ANALIZA MAKROOTOCZENIA**
Tutaj jest kilka artykułów dotyczących makrootoczenia oraz samego “makro”
5. **ANALIZA SEKTOROWA**
Tutaj są artykuły dotyczące analizy sektora, między innymi Pięć sił Portera, kluczowa teoria dotyczący analizy sektora.

6. ANALIZA SYTUACJI SPÓŁKI

Tutaj są artykuły dotyczące teorii jak analizować sytuację danej firmy ale również opisanych jest kilka ciekawych książek, które mówią jakie działania firmy przynoszą sukces a jakie porażkę.

7. ANALIZA SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH

Tutaj są wpisy, które opisują same sprawozdania finansowe firmy, ale również są wpisy dotyczące analizy finansowej oraz rachunkowości.

8. METODY WYCENY

Tutaj opisałem dwie podstawowe metody wyceny: DCF (teoria + przykład wyceny firmy Luskus) oraz metodę mnożnikową.

9. POZOSTAŁE ARTYKUŁY

Tutaj znajdują się artykuły, które nie znalazły się w żadnej powyższej kategorii

Serdecznie zapraszam do zapoznania się z powyższymi działami i z moimi historycznymi wpisami.

[Do pobrania](#)

W tym miejscu stopniowo umieszczam różne rzeczy do pobrania. W planach mam między innymi wrzucić tutaj:

1. Plik excel z różnymi danymi makro
2. Roczne sprawozdania finansowe spółek giełdowych w excel (przykład takiego pliku podałem tutaj, czyli Zetkame: [Jakie korzyści mieszczą się w ramach ceny?](#))
3. Ebooki oparte na moich historycznych artykułach pogrupowane według zagadnień
4. Inne ciekawe rzeczy

Uwaga: Jeżeli ktoś chce otrzymywać informacje o nowych rzeczach do pobrania zapis na NEWSLETTER jest po prawej stronie bloga.

“Inwestowanie: poznaj biznes?” Poznaj biznes: Inwestowanie... Zasada nr 1: Nigdy nie trać pieniędzy; Zasada nr 2: Nigdy nie zapominaj o zasadzie nr 1; Warren Buffet

Dzisiaj rozpoczynam nową kategorię wpisów na moim blogu: **“Poznaj biznes: Inwestowanie...”**

Będę tutaj umieszczał moje spostrzeżenia na temat analizy “biznesu” jakim jest... samo inwestowanie. Jest to podejście do zagadnienia inwestowania jak do analizy biznesu. Każdy biznes trzeba przeanalizować, poznać, zobaczyć gdzie ma/można zbudować “przewagę konkurencyjną”. Prawdę powiedziawszy zbudowanie “przewagi konkurencyjnej” jest sporym wyzwaniem, również w biznesie jakim jest inwestowanie...

Nie ma co się lądzić... Jest masa osób, które chciałyby zarobić na giełdzie więc konkurencja jest ogromna! Biznesowo można powiedzieć, że jest to rynek “konkurencji doskonałej” ... Ludzie każdego dnia śledzą informacje, poświęcają na to czas, pieniądze, czytają książki, chodzą na szkolenia, latami zdobywają doświadczenie. Zazwyczaj doświadczeniem nazywa się “wtopy”:-)

Mało tego, jest cała branża ludzi, którzy zajmują się tym zawodowo. Mają na to kilkanaście godzin dziennie, czytają masę analiz, mają dostęp do wielu biur maklerskich, pracują w tej branży długie lata. Od wyniku ich pracy zależy, czy... ” szef nie przyjdzie i nie położy pudełka do spakowania na biurku...”. Część z nich zdobywa branżowe uprawnienia, np. Tytuł CFA.

Prawda jest więc taka, że w efekcie inwestowanie jest dla zdecydowanej większości ludzi ogromnym wyzwaniem. **Jak wskazują statystyki zdecydowana większość ludzi traci pieniądze na giełdzie (zresztą podobnie jak większość zarządzających nie pobija indeksów).** Gdzieś widziałem, że jest to około 80% ludzi. Z pozostałych 20% większość co prawda nie traci, ale i jakoś specjalnie nie zarabia w dłuższym terminie. W efekcie jest tylko kilka niskich procent inwestorów, którzy tak naprawdę zarabiają... Dlaczego?

Co tu dużo mówić. **Jeżeli porównać inwestowanie do biznesu, to żeby zostać Prezesem danej firmy, trzeba mieć wieloletnie doświadczenie, odpowiednią wiedzę, swoje przeżyć itd.** Nikt o zdrowych zmysłach nie “zrobi” Prezesem osoby, która nie ma odpowiedniej wiedzy i doświadczenia...

A jak jest na giełdzie? Zdecydowana większość ludzi zaczyna przygodę z giełdą nie mając do tego praktycznie żadnego przygotowania. Nawet jeżeli ktoś przeczytał jakieś książki, skończył jakieś studia, to podobnie porównując to do biznesu, to tak jakby przeczytał jakieś książki, skończył jakieś studia na temat ”biznesu”... **Teoria to jedno a praktyka to drugie...**

(no chyba, że trafi się na naprawdę dobrą książkę, dobre studia, wtedy to ma sens. **Myślę, że moje doświadczenie zawodowe, mój blog: Michał Stopka Inwestor Profesjonalny, moje**

SZKOLENIA, są taką “wartościową pozycją”. Pewnie w przyszłości wydam książkę, będę miał inne ciekawe pomysły związane z inwestowaniem, więc warto dopisać się do newslettera po prawej stronie bloga:-)

Ja sam zajmuję się inwestowaniem już 12 lat i to zarówno zawodowo jak i jako inwestor indywidualny. Z jednej strony widzę, że już naprawdę wiele potrafię, wiele się nauczyłem, z drugiej strony każdego roku uczę się czegoś nowego i jest jeszcze pewnie sporo rzeczy, których będę musiał się nauczyć...

Stąd też pojawił się mój pomysł na kategorię “Poznaj biznes: Inwestowanie...”. Mam sporo spostrzeżeń, dlaczego ludzie tracą pieniądze a nie zarabiają. Wiem gdzie warto budować “przewagę konkurencyjną” względem innych uczestników rynku giełdowego.

Przemyślenia te w zdecydowanej większości są możliwe, gdyż mam 5-letnie doświadczenie zawodowe. Poznałem “od środka biznes jakim jest inwestowanie”, wiem jak “myślą” instytucje finansowe, zarządy spółek, miałem dostęp do wielu brokerów, analiz giełdowych.

Wiem też z doświadczenia jak myślą i z jakimi wyzwaniami borykają się inwestorzy indywidualni. Sam przez to przechodziłem i wiem, gdzie popełniałem błędy i jak wiele musiałem się nauczyć.

Na tej podstawie można zauważyć sporo rzeczy, o których nie zdają sobie sprawy nawet osoby mające już spore doświadczenie w inwestowaniu... Spostrzeżeniami tymi dzielę się po części na blogu, ale w głównej mierze podczas moich **SZKOLEŃ**

Zresztą to paradoks, bo jeżeli porównać cenę moich szkoleń do wartości jaką można uzyskać na własnym kapitale, to ich cena jest śmiesznie niska... Jeżeli ktoś tylko dzięki moim szkoleniom raz/kilka razy nie straci, raz/kilka razy zyska na zainwestowanym kapitale, to już mamy pewnie spokojnie cenę mojego szkolenia... Więc serdecznie zapraszam:-)

Następnym razem napiszę, dlaczego moim ulubionym cytatem jest ten cytat:

Zasada nr 1

Nigdy nie trać pieniędzy

Zasada nr 2

Nigdy nie zapominaj o zasadzie nr 1

Warren Buffet

Moim zdaniem potęga powyższego spostrzeżenia jest ogromna, nie bez powodu jest to podstawowa zasada **Warrena Buffeta**, dzięki czemu sporo zarobił na giełdzie. Jest to kluczowa zasada do uświadomienia sobie w ramach zagadnienia ”Poznaj biznes: Inwestowanie...”

Historia DCF

Rozpoczęcie stosowania na szeroką skalę metody DCF (Discounted Cash Flow- zdyskontowane przepływy pieniężne) datuje się na lata po wielkim krachu z 1929r. Wtedy właśnie została ona przeciwstawiona metodzie wartości księgowej (accounting book value), która była oparta na wartościach historycznych. Metoda DCF zakłada, że o wartości wewnętrznej akcji decydują przyszłe dochody, jakie może generować firma a nie wartość księgowa zysku, która ma charakter memoriałowy oraz może podlegać łatwym manipulacjom.¹

Osobami, które jako pierwsze, formalnie opisały metodę DCF był Irving Fisher („The Theory of Interest; 1930 r.”) oraz John Burr Williams („[The Theory of Investment Value](#)”; 1938)²

Wycena spółki: Metoda DCF-zdyskontowane przepływy pieniężne (discounted cash flows)³

Zgodnie z metodą DCF wycena firmy (projektu inwestycyjnego) wyznaczona jest przez sumę generowanych przez niego przyszłych wolnych przepływów pieniężnych – [FCF](#) (free cash flow). Przepływy gotówkowe dotyczą różnych przyszłych okresów dlatego należy je sprowadzić do wartości bieżącej (zgodnie z zasadą wartości pieniądza w czasie). Zgodnie z tym założeniem wartość przedsiębiorstwa V (value) to suma wszystkich przyszłych przepływów pieniężnych od okresu pierwszego do okresu n, zdyskontowanych odpowiednią stopą procentową, nazywaną też stopą dyskonta. Stopą tą jest [średni ważony koszt kapitału \(WACC-weighted average cost of capital\)](#).

$$V=CF1/(1+WACC)^1+ CF2/(1+WACC)^2+CFn/(1+WACC)^n+PVP/(1+WACC)^n$$

gdzie:

V- to wartość firmy

CF- to przepływ pieniężny w danym roku czy okresie (CF2 to przepływ w roku drugim)

WACC-to średni ważony koszt kapitału

^ – ten daszek oznacza potęgowanie (taki znak jest używany w excelu)

¹ http://en.wikipedia.org/wiki/Discounted_cash_flow#History

² http://en.wikipedia.org/wiki/Discounted_cash_flow#History

³ „Metody wyceny spółki-perspektywa klienta i inwestora” Praca zbiorowa pod redakcją Marka Panfila i Andrzeja Szablewskiego; Poltext; Warszawa 2006

Zazwyczaj dokonuje się szczegółowej prognozy FCF na kilka lat (od pięciu do dziesięciu), każdy przepływ dyskontuje się odpowiednim współczynnikiem dla danego roku, a potem sumuje się wartość bieżącą poszczególnych okresów.

Pozostaje jeszcze wyjaśnić kwestię współczynnika dyskonta dla [wartości rezydualnej](#), po ang. terminal value (TV=PVP), we wzorze powyżej to PVP, inaczej dla okresu kontynuacji. Kwestię tą rozwiązuje się dwuetapowo:

1) Okres kontynuacji traktuje się jak rentę wieczystą (czyli te same przepływy co roku, po okresie prognozy) i jej wartość wylicza się ze wzoru:

$$PVP = P / WACC$$

gdzie:

PVP-wartość renty wieczystej (present value of perpetuity)

P-renta wieczysta

Powyższy wzór powstaje przy założeniu, że FCF nie wzrasta po okresie prognozy. Jeżeli natomiast zrobić takie założenie, to należy uwzględnić jeszcze stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych, którą oznacza się g:

$$PVP = P / (WACC - g)$$

2) Powstałą wartość renty wieczystej należy jeszcze sprowadzić do wartości bieżącej-obecnej, bo ta wyliczona wartość renty to wartość rezydualna na koniec okresu prognozy, dlatego też należy użyć współczynnika dyskonta z ostatniego roku prognozy:

$$DF = PVP / ((1 + WACC)^n)$$

Metody wyceny spółki: Jak powstaje FCF (free cash flow)?⁴

UWAGA: poniższy artykuł napisałem na podstawie cytowanej poniżej książki. Niestety w książce jest błąd, gdyż opodatkować powinno się EBIT a potem dodać do tego dopiero amortyzację (a nie jak poniżej dodać amortyzację do EBIT a potem opodatkować). Pozostałe wyliczenia są poprawne.

⁴ „Metody wyceny spółki-perspektywa klienta i inwestora” Praca zbiorowa pod redakcją Marka Panfila i Andrzeja Szablewskiego; Poltext; Warszawa 2006

Dochód firmy, który nas interesuje powinien być kategorią pieniężną a nie „papierową”, musi uwzględniać korzyści finansowe inwestorów po pomniejszeniu o inwestycje, które są potrzebne do normalnego funkcjonowania przedsiębiorstwa, a także podatki. Taką kategorią jest FCF (free cash flow), czyli wolny przepływ gotówki. Poniżej umieściłem ogólne zasady, gdyż rozróżnia się FCF w zależności, dla kogo są generowane:

a) FCFF (Free Cash Flow to Firm) – Wolne przepływy przedsiębiorstwa, stopa dyskontowa WACC

b) FCFE (Free Cash Flow to Equity)-Wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego, nazywane też ECF (Equity Cash Flow), stopa dyskontowa koszt kapitału własnego

W tym wypadku $FCFE = \text{zysk netto} + \text{amortyzacja} \pm \text{zmiana w kapitale obrotowym netto} \pm \text{inwestycje netto} \pm \text{zmiana stanu zadłużenia}$

c) CFD (Cash Flow to Debt) – przepływy pieniężne dla wierzycieli, stopa dyskontowa to koszt zadłużenia

Aby uzyskać FCFF należy zysk operacyjny, czyli EBIT skorygować o następujące pozycje:

1) Dodać amortyzację(A), gdyż amortyzacja jest wydatkiem księgowym, lecz nie gotówkowym:

$$EBIT + A = EBITDA$$

2) Opodatkować EBITDA podatkiem(TR), (bo odpływ gotówki):

$$EBITDA * (1 - TR) = EBITDAAT$$

3) Skorygować EBITDAAT o zmiany [kapitału obrotowego netto](#) (NWC-net working capital) oraz [inwestycje w majątek trwały](#) (FCI - fixed capital investments):

$$EBITDAAT \pm \Delta NWC - \Delta FCI = FCF$$

Zwiększenie kapitału obrotowego netto zapisujemy ze znakiem minus, (bo powoduje odpływ gotówki), a zmniejszenie ze znakiem plus.

W efekcie tych trzech korekt otrzymujemy wielkość FCF – wolne przepływy pieniężne z danego okresu (najczęściej danego roku):

$$FCF = \{(EBIT + A) * (1 - TR)\} +/- \blacktriangle NWC - \blacktriangle FCI$$

[Kapitał obrotowy, kapitał obrotowy netto, kapitał stały](#)^{5, 6}

W tym artykule opisuję kapitał obrotowy, kapitał obrotowy netto oraz kapitał stały

AKTYWA		PASYWA	
Majątek trwały =aktywa trwałe	kapitał stały	Kapitał własny	
		Kapitał obcy długoterminowy	
			kapitał obrotowy netto =
Majątek obrotowy =aktywa obrotowe =aktywa bieżące		Kapitał obcy krótkoterminowy =zobowiązania bieżące (krótkoterminowe)	kapitał obrotowy (brutto)

Kapitał obrotowy netto =

=1) Kapitał stały-majątek trwały (podejście kapitałowe

=2) Majątek obrotowy - zobowiązania bieżące (podejście majątkowe)

=3) Kapitał obrotowy-zobowiązania bieżące

Kapitał obrotowy:

Jest to kapitał spółki (część pasywów), który finansuje majątek obrotowy (aktywa obrotowe, środki obrotowe).

Kapitał obrotowy może składać się z

- kapitału własnego

⁵ „Metody wyceny spółki-perspektywa klienta i inwestora” Praca zbiorowa pod redakcją Marka Panfila i Andrzeja Szablewskiego; Poltext; Warszawa 2006

⁶ www.pwsz.nysa.pl/instytut/finanse/wilimowska/anal%20fin.pdf

- kapitału obcego długoterminowego (kapitał własny + kapitał obcy długoterminowy=kapitał stały)
- kapitałów obcych krótkoterminowych

Kapitał obrotowy netto czyli kapitał pracujący:

Kapitał obrotowy netto (NWC-neto working capital) to jedna z miar płynności finansowej przedsiębiorstwa.

Jest to część aktywów bieżących, finansowana kapitałami stałymi. Inaczej jest to wartość majątku obrotowego (kapitału obrotowego brutto), pomniejszona o stan zobowiązań krótkoterminowych. Kapitał obrotowy netto może być obliczony w dwojaki sposób:

- Według podejścia kapitałowego:

Kapitał obrotowy netto = kapitał stały – majątek trwały

- Według podejścia majątkowego:

Od majątku obrotowego (CA - current Assets) odejmuje się zobowiązania bieżące (CL - current liabilities):

$$NWC = CA - CL$$

Wzrost kapitału obrotowego netto następuje, gdy rośnie wielkość majątku obrotowego lub spada wartość zobowiązań bieżących lub też lub gdy obie te zmiany zachodzą równocześnie.

W przeciwnych sytuacjach kapitał obrotowy netto spada

Kapitał stały:

Kapitał stały to długoterminowy kapitał zaangażowany w działalność firmy.

kapitał stały=kapitał własny + zobowiązania długoterminowe + rezerwy długoterminowe + rozliczenia międzyokresowe długoterminowe

Inwestycje w majątek trwały (FCI-fixed capital investments)⁷

Są to inwestycje niezbędne do kontynuowania działalności oraz rozwoju przez firmę. Dzieli się na:

- 1) Odtworzeniowe inwestycje w majątek trwały (RFCI-replacement fixed capital investments). Inwestycje te mają na celu odtworzenie dotychczasowego umorzenia środków trwałych.
- 2) Dodatkowe inwestycje w majątek trwały, inaczej **inwestycje w majątek trwały netto** (IFCI-incremental fixed capital investments). Są to inwestycje po pokryciu amortyzacji środków trwałych, czyli realizowane ponad wymóg odtworzeniowy.

WACC – średni ważony koszt kapitału (weighted average cost of capital)^{8, 9}

Aktywa firmy są finansowane długiem lub kapitałem własnym. Wacc to średni koszt kapitału firmy, ważony odpowiednio udziałem długu oraz kapitału własnego w strukturze kapitału spółki.

Średni ważony koszt kapitału to minimalna wymagana stopa zwrotu, przy której opłaca się firmie wchodzić w nowe projekty lub dokonywać fuzji i przejęć.

$$WACC = (E/V) \cdot Re + (D/V) \cdot Rd \cdot (1 - Tc)$$

Gdzie:

Re = koszt kapitału własnego

Rd = koszt długu

E = wartość rynkowa firmy

D = wartość rynkowa długu

V = E + D

E/V = procentowy udział kapitału własnego

D/V = procentowy udział długu

Tc = podatek dochodowy dla firm

W przypadku długu występuje pojęcie “tarczy podatkowej”. Odsetki od długu zalicza się do kosztów działalności firmy i pomniejszają one podstawę opodatkowania. Stąd też we wzorze pojawia się wyrażenie: (1-Tc).

Na przykład:

Re = 20 % = koszt kapitału własnego

Rd = 6% = koszt długu

E = 500 mln = wartość rynkowa firmy

D = 500 mln = wartość rynkowa długu

V = E + D = 500 + 500 = 1 000 mln

⁷ „Metody wyceny spółki-perspektywa klienta i inwestora” Praca zbiorowa pod redakcją Marka Panfila i Andrzeja Szablewskiego; Poltext; Warszawa 2006

⁸ <http://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp>

⁹ J. Gajdka, E. Walińska – „Zarządzanie finansowe: teoria i praktyka.”, FRR 2000

$E/V = 500/1000 = 50\% = 0,5$ = procentowy udział kapitału własnego

$D/V = 500/1000 = 50\% = 0,5$ = procentowy udział długu

$T_c = 19\% = 0,19$ = podatek dochodowy dla firm

$WACC = (E/V) \cdot Re + (D/V) \cdot Rd \cdot (1 - T_c) = 0,5 \cdot 20\% + 0,5 \cdot 6\% \cdot (1 - 0,19) = 10\% + 2,43\% = 12,43\%$

Re-Koszt kapitału własnego¹⁰

Koszt kapitału własnego można obliczyć na podstawie:

1) CAPM (Capital Asset Pricing Model):

$Re = RFR + \beta \cdot (R_m - RFR)$

Gdzie:

Re-koszt kapitału własnego

RFR-stopa wolna od ryzyka (risk free rate), zazwyczaj rentowność obligacji

β - współczynnik ryzyka inwestowania w daną firmę (ryzyko systematyczne)

R_m - średnia rynkowa stopa zwrotu (market rate)

2) Model Gordona:

$Re = (D/C) + g$

gdzie:

Re-koszt kapitału własnego

D-dywidenda płacona na koniec okresu

C-bieżąca cena akcji g -współczynnik wzrostu dywidendy

Wartość rezydualna dla okresu kontynuacji-TV (Terminal Value)

Wartość rezydualna - wartość dochodów generowanych przez firmę w latach po okresie szczegółowej prognozy przepływów pieniężnych (FCF)

1) Zwolennicy wersji zachowawczej argumentują, że bezpieczniej jest założyć, że FCF po okresie prognozy nie wzrasta, bo każda branża w końcu osiąga fazę dojrzałości. W takiej sytuacji okres kontynuacji traktuje się jak rentę wieczystą, czyli stałe przepływy pieniężne, po okresie prognozy i jej wartość wylicza się ze wzoru:

¹⁰ <http://www.ae.jgora.pl/zbiory/ZFF/WKPK.doc>

$$PVP = P / WACC$$

gdzie:

PVP-wartość renty wieczystej (present value of perpetuity)

P-renta wieczysta

2) Powyższy wzór powstaje przy założeniu, że FCF nie wzrasta po okresie prognozy. Jeżeli natomiast zrobić takie założenie, to należy uwzględnić jeszcze stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych, którą oznacza się g:

$$PVP = P / (WACC - g)$$

Przykład DCF dla firmy LUKSUS cz.1: Okres prognozy

Załóżmy, że mamy do czynienia z próbą wyceny firmy, która działa w branży internetowej. Jest to sklep internetowy sprzedający dobra luksusowe. Pierwszym zadaniem jest określenie okresu szybkiego rozwoju firmy w prognozowanym okresie. Okres szybkiego rozwoju firmy zależy od sektora oraz od pozycji konkurencyjnej danej firmy. Oczywiście jest, że każdy sektor czy produkt wchodzi w końcu w fazę spowolnienia wzrostu. Jeżeli chodzi już o samą firmę, to teoretycznie może zmienić branżę. Na potrzeby tego przykładu przyjmuję, że dla większości firm jest to trudno osiągalne zadanie.

Można przyjąć, że okres szybkiego wzrostu może trwać:

- 1) 1 rok – dla firm działających na bardzo konkurencyjnym rynku oraz z niskimi marżami
- 2) 5 lat – dla firm posiadających przewagę konkurencyjną, np. silne kanały dystrybucji, silną markę (np. LPP)
- 3) 10 lat – dla firm wybitnych, z bardzo wysokimi barierami wejścia, mających dominującą pozycję lub takie perspektywy. (np. Microsoft)

Na potrzeby tego przykładu zakładam, że LUKSUS będzie się rozwijało szybciej niż gospodarka w okresie najbliższych 5 lat. Sektor sprzedaży internetowej to obecnie jeden z najszybciej rozwijających się sektorów w Polsce. Firma ma rozpoznawalną markę, zajmuje się dystrybucją tylko i wyłącznie dóbr luksusowych, (czyli strategia „koncentruj się”) a właściciele to osoby z dużą wiedzą i doświadczeniem zarówno w kwestii prowadzenia biznesu jak i zagadnień związanych z nowymi technologiami.

Przykład DCF dla firmy LUKSUS cz.2: Stopa wzrostu przychodów

Stopa wzrostu przychodów:

Prognoza wzrostu sprzedaży to jedna z najważniejszych części wyceny. Tutaj też można najbardziej się pomylić, gdyż trzeba dobrze przewidzieć uwarunkowania makroekonomiczne, rozwój sektora jak i samej firmy.

Należy wziąć pod uwagę:

-Jakie są perspektywy rozwoju sektora, czy i jak szybko będzie wzrastał

-Co będzie się działo z udziałem rynkowym danej firmy

-Czy firma ma zamiar wprowadzić nowe produkty, które mogą znacznie zwiększyć przychody

Zawsze warto zrobić dwa scenariusze:

1) Optymistyczny

2) Konserwatywny

W ostatnich dwóch latach przychody LUKSUS wzrastały średnio o 30%. Jak już wspomniałem sektor handlu internetowego rozwija się bardzo szybko, z tego powodu w wersji optymistycznej zakładam, że przychody w okresie prognozy będą wzrastały średnio 30% rocznie, co zasugerowali też właściciele.

W wersji konserwatywnej zakładam utrzymanie wzrostu sprzedaży na poziomie 30% w pierwszym roku, potem spadek dynamiki sprzedaży co roku o 5% aż do 10% w roku 2011.

Założenia dużej dynamiki sprzedaży w początkowym okresie wydają się być uzasadnione zarówno sektorem, w którym działa firma LUKSUS, grupą docelową klientów zamożnych jak i obecnym cyklem gospodarczym. Dynamiczny wzrost gospodarczy trwa już od paru lat. Po pierwsze spowodowało to już wzrost zamożności Polaków a po drugie od jakiegoś czasu uruchomiło znaczny wzrost konsumpcji. Z drugiej strony zakładam, że w końcu rynek nasyci się i wejdą nowi konkurenci, co spowoduje spadek dynamiki przychodów do 10% w 2011 r. Zgodnie z tymi założeniami oraz 10 mln przychodów w ostatnim roku, przychody na koniec piątego roku prognozy powinny wynieść prawie 25 mln.

Sytuacja ta została przedstawiona w Tabeli 1 w załączniku:

Tabela 1. Prognoza wzrostu sprzedaży firmy LUKSUS-dwa scenariusze::

Rok	2006	Okres prognozy				
		2007	2008	2009	2010	2011
dynamika %		30%	30%	30%	30%	30%
Optymistyczny:	10	13	17	22	29	37
dynamika %		30,00%	25,00%	20,00%	15,00%	10,00%
Konserwatywny:	10	13	16	20	22	25

Po ustaleniu okresu prognozy oraz wzrostu sprzedaży można przejść do prognozy FCF – wolnych przepływów pieniężnych.

Przykład DCF dla LUKSUS cz.3: Obliczanie Free Cash Flow

Po ustaleniu okresu prognozy oraz wysokości przychodów można przejść do prognozy wolnych przepływów pieniężnych.

Obliczanie Free Cash Flow:

Free Cash Flow uzyskuje się przez odjęcie od przychodów:

kosztów operacyjnych, podatków, inwestycji netto oraz zmiany w kapitale pracującym.

- 1) Przychody
- 2) – Koszty operacyjne
- 3) -Podatek
- 4) -Inwestycje netto
- 5) -Zmiana kapitału pracującego netto
- 6) =FCF

FCF to gotówka generowana przez firmę w danym okresie. Gotówka ta może zostać zużyta w dalszej działalności firmy lub też wypłacona właścicielom lub wierzycielom.

Obliczając FCF można też wyjść od EBIT, o czym pisałem w poście: [Jak powstaje FCF \(free cash flow\)?](#)

Przykład DCF dla LUKSUS cz.4: Prognoza kosztów operacyjnych

Prognoza kosztów operacyjnych:

Prowadząc działalność firma ponosi koszty funkcjonowania (koszty operacyjne), takie jak:

- Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów
- Koszty sprzedaży
- Koszty ogólnego zarządu
- Pozostałe koszty operacyjne

Dla prognozy przyszłych kosztów operacyjnych warto zobaczyć jak historycznie kształtowała się te koszty, czyli jaki był ich stosunek do przychodów. Dla LUKSUS było to 80% w ciągu ostatnich dwóch lat. Właściciele zakładają redukcję kosztów do poziomu 70 %. Ja jednak zakładam spadek kosztów do 75% w pierwszych dwóch latach prognozy, a od roku trzeciego stopniowe nasycenie się rynku i wzrost siły konkurencji. Spowoduje to stopniowy wzrost udziału kosztów operacyjnych do 80%

Prognozę kosztów przedstawiłem w załączniku w Tabeli 2 w pozycji 2)

Tabela 2. Prognoza kosztów operacyjnych::

Rok	2006	Okres prognozy				
		2007	2008	2009	2010	2011
dynamika %		30,00%	25,00%	20,00%	15,00%	10,00%
1) Przychody	10,00	13,00	16,25	19,50	22,43	24,67
2) Koszty operacyjne	8,00	9,75	12,19	15,60	17,94	19,73
Koszty operacyjne %	80%	75%	75%	80%	80%	80%
Zysk ze sprzedaży	2,00	3,25	4,06	3,90	4,49	4,93

Przykład DCF dla LUKSUS cz.5: Podatek i Inwestycje w majątek trwały netto

Podatek:

Zakładam podatek w wysokości 19% od zysku brutto (w tym wypadku od EBIT).

Inwestycje w majątek trwały netto: Firma musi dokonywać inwestycji, aby utrzymać tempo wzrostu. Do obliczenia inwestycji w majątek trwały netto należy: od wydatków inwestycyjnych odjąć nie gotówkową amortyzację, obie pozycje znajdują się w rachunku przepływów pieniężnych.

Historycznie inwestycje netto wynosiły 15 % przychodów. Zakładam stopniowy spadek udziału inwestycji netto w przychodach do 10% w 2011 r.

W załączonej Tabeli 3 pokazano prognozowane inwestycje netto-wiersz 4) a podatek to wiersz 3):

Tabela 3. Prognoza podatku oraz inwestycji netto dla firmy Luksus:

Rok	2006	Okres prognozy				
		2007	2008	2009	2010	2011
dynamika %		30,00%	25,00%	20,00%	15,00%	10,00%
1) Przychody	10,00	13,00	16,25	19,50	22,43	24,67
2) Koszty operacyjne	8,00	9,75	12,19	15,60	17,94	19,73
Koszty operacyjne %	80%	75%	75%	80%	80%	80%
Zysk ze sprzedaży	2,00	3,25	4,06	3,90	4,49	4,93
3) Podatek	0,38	0,62	0,77	0,74	0,85	0,94
stopa podatku	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Zysk po podatku	1,62	2,63	3,29	3,16	3,63	4,00
4) Inwestycje netto	1,50	1,82	2,11	2,34	2,47	2,47
Inwestycje % przychodów	15,00%	14,00%	13,00%	12,00%	11,00%	10,00%

Przykład DCF dla LUKSUS cz.6: Kapitał pracujący

Kapitał pracujący

Definicję kapitału pracującego opisałem w artykule: [Kapitał obrotowy netto \(NWC-net working capital\)](#).

Zgodnie z bilansem LUKSUS na koniec poprzedniego roku, aktywa obrotowe wyniósł 1,6 mln a zobowiązania bieżące 1 mln, co daje kapitał pracujący w wysokości 600 tys. Zmiana netto kapitału pracującego to różnica wartości kapitału pracującego liczona rok do roku. Kapitał pracujący wzrasta zazwyczaj w momencie wzrostu sprzedaży, gdyż należy “zamrozić” więcej gotówki w zapasach i należnościach.

Dla ostatnich dwóch lat kapitał pracujący wyniósł średnio 9% przychodów. Dlatego też zrobiłem takie samo założenie dla prognozy.

Poniżej w Tabeli 4 kapitał pracujący poz. 5) oraz w Tabeli 5 podsumowanie dla obliczeń FCF dla firmy LUKSUS:

Tabela 4. Prognoza kapitału pracującego firmy Luksus:

Rok	Okres prognozy					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
dynamika %		30,00%	25,00%	20,00%	15,00%	10,00%
1) Przychody	10,00	13,00	16,25	19,50	22,43	24,67
2) Koszty operacyjne	8,00	9,75	12,19	15,60	17,94	19,73
Koszty operacyjne %	80%	75%	75%	80%	80%	80%
Zysk ze sprzedaży	2,00	3,25	4,06	3,90	4,49	4,93
3) Podatek	0,38	0,62	0,77	0,74	0,85	0,94
stopa podatku	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Zysk po podatku	1,62	2,63	3,29	3,16	3,63	4,00
4) Inwestycje netto	1,50	1,82	2,11	2,34	2,47	2,47
Inwestycje % przychodów	15,00%	14,00%	13,00%	12,00%	11,00%	10,00%
5) Zmiana kapitału pracującego		0,18	0,20	0,20	0,18	0,13
Kapitał pracujący	0,60	0,78	0,98	1,17	1,35	1,48
Kapitał pracujący jako procent przychodów	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%

Przykład DCF dla firmy LUKSUS cz.7: Ustalenie stopy dyskontowej, czyli kosztu kapitału

Ustalanie stopy dyskontowej można przeprowadzić zgodnie z założeniami opisanymi w poście: [WACC – średni ważony koszt kapitału](#).

Z kolei metody do obliczenia kosztu kapitału własnego opisałem w artykule: [Re – koszt kapitału własnego](#).

Re – koszt kapitału własnego

Dla potrzeb tego przykładu przyjąłem, że wymagana stopa zwrotu dla właścicieli to 20%, czyli to jest stopa dyskontowa dla kosztu kapitału własnego. Gdyby użyć CAPM (Capital Asset Pricing Model), przy obecnych warunkach rynkowych β wyniosłaby 3. Wynika to z następujących założeń:

RFR-5%

Rm- 10% (przyjmuje się premię za ryzyko na emerging markets w wysokości 6% a na rynkach rozwiniętych 4%, więc dla Polski przyjąłem średnią 5%).

$$Re=RFR+\beta *(Rm-RFR)$$

Gdzie: Re-koszt kapitału własnego

RFR-stopa wolna od ryzyka (risk free rate), zazwyczaj rentowność obligacji

β - współczynnik ryzyka inwestowania w daną firmę (ryzyko systematyczne)

Rm- średnia rynkowa stopa zwrotu (market rate)

Przy tych założeniach $Re=Re= 5\%+3*(10\%-5\%)=20\%$

Oczywiście ktoś może się nie zgodzić z tymi założeniami. Przyjąłem jednak, że wymagana stopa zwrotu przez właścicieli to 20%, bo dla mniejszej stopy zwrotu nie chcieliby rozkręcać biznesu. Beta równą 3 można też tłumaczyć w inny sposób: Skoro firma jest mniejsza niż większość spółek giełdowych i działa w branży dóbr luksusowych, to beta musi być też duża, bo i ryzyko jest o wiele większe.

WACC – średni ważony koszt kapitału:

Firma finansuje się w 30% długiem, jego średni koszt to 6%, podatek=19%, w takim wypadku udział kapitału własnego Re to 70%, a jego koszt to 20%. Przy tych założeniach wyliczenie WACC zgodnie ze wzorem poniżej:

$$WACC=(E/V)*Re+(D/V)*Rd*(1-Tc)$$

Gdzie:

Re = koszt kapitału własnego

Rd = koszt długu

E = wartość rynkowa firmy

D = wartość rynkowa długu

$V = E + D$

E/V = procentowy udział kapitału własnego

D/V = procentowy udział długu

Tc = podatek dochodowy dla firm

$$WACC= 70\%*20\%+30\%*6\%*(1-19\%) =14\%+1,46\%=15,46\%$$

I to jest stopa dyskontowa, przy której będziemy sprowadzali przyszłe przepływy pieniężne (FCF) do wartości obecnej, przez co otrzymamy szacowaną wartość obecną firmy.

[Przykład wyceny DCF dla spółki LUKSUS cz.8: Obliczenie wartości bieżącej przepływów pieniężnych FCF oraz wartości kapitału własnego](#)

Więcej informacji na ten temat w artykule: [Metoda DCF-zdyskontowane przepływy pieniężne \(discounted cash flow\)](#).

Opisane poniżej wyliczenia załączyłem również w pliku w excelu, plik excel można znaleźć na moim blogu tutaj:

[dcf-luksus-obliczanie-wartosci-kapitalu-wlasnego.xls](#)

Współczynnik dyskontujący:

Najpierw dla każdego z okresów prognozy należy wyliczyć współczynnik dyskontujący zgodnie z wzorem:

$$1/(1+WACC)^n$$

dla okresu pierwszego będzie to $1/(1+WACC)^1 = 0,87$

dla okresu drugiego $1/(1+WACC)^2 = 0,75$

dla okresu trzeciego $1/(1+WACC)^3 = 0,65$

dla okresu czwartego $1/(1+WACC)^4 = 0,56$

dla okresu piątego $1/(1+WACC)^5 = 0,49$

Następnie mnożymy odpowiedni współczynnik dyskontujący przez FCF z danego okresu, dzięki czemu uzyskujemy wartość bieżącą poszczególnych przepływów pieniężnych

Wartość rezydualna - [Terminal Value-TV](#)

Do wyliczenia TV zakładam g-długoterminową stopę wzrostu FCF na poziomie 3%, zgodnie z tabelką w piątym roku FCF wynosi 1,39 mln. Korzystając z wzoru na rentę wieczystą i przy założonej stopie wzrostu g otrzymuję:

$$PVP=TV=(FCF*(1+g))/(WACC-g)$$

$$PVP=TV=(1,39*(1+0,03))/(0,1546-0,03)=11,53 \text{ mln}$$

Jest to wartość rezydualna (TV) za pięć lat, aby uzyskać wartość bieżącą należy TV pomnożyć przez współczynnik dyskontujący dla okresu piątego (0,49), co daje nam wartość bieżącą w wysokości TV 5,62 mln.

Po zsumowaniu wartości bieżącej FCF od roku pierwszego do piątego oraz wartości bieżącej TV otrzymujemy wycenę firmy LUKSUS: $V = 8,55$ mln zł.

Wreszcie, aby otrzymać wartość udziałów właścicieli w firmie, od wartości firmy $V = 8,55$ należy odjąć kwotę wierzytelności bankowych (w wysokości 600 tys zł), co daje wycenę firmy dla właścicieli/akcjonariuszy w kwocie 7,95 mln zł:

$$8,55 - 0,6 = 7,95 \text{ mln}$$

Przykład DCF dla firmy LUKSUS cz.9: Podsumowanie

1) Wycena DCF jest uzależniona w dużej mierze od prognozy wyników finansowych w przyszłości. Podstawowym warunkiem dobrego DCF jest znać dobrze biznes, który się wycenia. Aby dobrze zaprognozować przychody należy znać również uwarunkowania od strony makro. Bez tego cały model DCF można wyrzucić do kosza.

2) Wycena DCF pokazuje ile warta jest firma w danym momencie, przy konkretnych założeniach i dostępnych informacjach. Nie znaczy to jednak, że wartość firmy nie zmienia się w czasie. Napływają nowe informacje, zmienia się też sytuacja makroekonomiczna.

W wycenie DCF dużo zależy od założeń dotyczących wzrostu przychodów oraz kosztu kapitału (WACC).

Dla przykładu, jeżeli zwiększyć WACC z 15,5% na 18%, wartość firmy spada o -20% do 6,9 mln, jeżeli jednak zmniejszyć WACC do 13%, to wartość firmy wzrasta o 30% do 10,3 mln.

Druga kwestia to wielkość g , czyli wzrost FCF do nieskończoności. W analizowanym przykładzie zmniejszenie g z 3% do 1% daje spadek wyceny o prawie -11% do 7,1 mln, natomiast zwiększenie do 5% zwiększa wycenę o +15% do 9,5 mln

3) Wycena dokonana metodą DCF pokazuje wartość wewnętrzną firmy. W przypadku akcji nie oznacza to jednak, że cena rynkowa natychmiast będzie dążyła do wyceny fundamentalnej. Trzeba liczyć się z tym, że zdarzają się okresy dłuższego przewartościowania lub niedowartościowania.

Narzędzie w excel do wyceny DCF firmy LUKSUS

Link do narzędzia podałem w komentarzu 6 poniżej. Jest to prosta wycena fundamentalna przy użyciu excela.

Szczegółowy opis założeń znajduje się w artykułach związanych z wyceną DCF firmy Luksus: [Spis artykułów](#), pierwszy z nich to: [Przykład wyceny dla firmy LUKSUS cz.1 Okres prognozy](#)

Pola zaznaczone na czerwono można edytować, aby zobaczyć jak wpływa to na wycenę firmy. Modyfikować można:

- stopę wzrostu przepływów pieniężnych po okresie prognozy g

- koszt kapitału własnego
- koszt kapitału obcego
- udział procentowy kapitału własnego w finansowaniu działalności firmy

Oczywiście największe wpływ na zmianę wyceny ma założony koszt kapitału własnego (wymagana stopa zwrotu). Wpływ na wycenę ma również założony koszt kapitału obcego.

Jeżeli weźmiemy pod uwagę udział procentowy kapitału własnego i obcego, to można dojść do wniosku, że przy udziale kapitału obcego zbliżającego się do 100% wartość firmy znacznie wzrasta. W rzeczywistości jednak rośnie znacznie ryzyko kredytowe (dźwignia finansowa) dlatego też w takiej sytuacji rośnie również znacznie koszt kapitału własnego (czyli rośnie też WACC). Poruszę to zagadnienie w przyszłości.

Metody wyceny firmy: Metody porównawcze (metody mnożnikowe) cz.1- Podział na Equity Value oraz Enterprise Value¹¹

Kolejna metoda wyceny akcji to metoda mnożnikowa nazywana też metodą porównawczą.

Rozróżnia się dwa rodzaje mnożników:

-Mnożniki Equity Value (kapitałów własnych)

Służą one do ustalenia wartości rynkowej kapitału własnego przedsiębiorstwa. Jest to wartość firmy, która należy do właścicieli firmy (udziałowców, akcjonariuszy). Jest to rynkowa wartość kapitałów własnych czy też aktywów netto. Różni się od wartości księgowej, bilansowej kapitałów własnych.

Dwa podstawowe mnożniki Equity Value to:

- 1) P/E – cena zysk (Price/Earnings Ratio)
- 2) P/BV- cena/wartość księgowa (Price/Book Value)

-Mnożniki Enterprise Value (wartość całej firmy)

Służą one do ustalenia wartości rynkowej całego przedsiębiorstwa, łącznie z zadłużeniem.

Wartość rynkowa całego przedsiębiorstwa to suma wartości rynkowej kapitału własnego (equity value) oraz wartości rynkowej zadłużenia netto:

Enterprise Value = EV = rynkowa wartość kapitału własnego + rynkowa wartość długu netto, czyli inaczej:

$$\text{Enterprise Value} = \text{EV} = \text{Equity Value} + \text{DN}$$

¹¹ „Metody wyceny spółki-perspektywa klienta i inwestora” Praca zbiorowa pod redakcją Marka Panfila i Andrzeja Szablewskiego; Poltext; Warszawa 2006

Zadłużenie netto to suma wszystkich zobowiązań oprocentowanych pomniejszone o środki pieniężne i pozostałe ekwiwalenty gotówki, czyli:

Zadłużenie netto = DN = zobowiązania oprocentowane - środki pieniężne

Podstawowe mnożniki Enterprise Value to:

- 1) EV/Sales – Enterprise Value/Sales
- 2) EV/EBIT – Enterprise Value/EBIT
- 3) EV/EBITDA – Enterprise Value/EBITDA

Dodatkowo rozróżnia się:

-Metody mnożnikowe obliczone dla spółek notowanych na rynku publicznym

W tym wypadku wartości Equity Value oraz Enterprise Value są wyliczane na podstawie notowań spółek giełdowych

-Metody mnożnikowe obliczone dla firm z rynku prywatnego

W tym wypadku wartości Equity Value oraz Enterprise Value są wyliczane na podstawie transakcji fuzji i przejęć.

Metoda porównawcza cz.2-Mnożniki Equity Value: P/E oraz P/BV^{12, 13}

Dwa podstawowe mnożniki Equity Value to:

- 1) P/E – cena/zysk (Price/Earnings Ratio)
- 2) P/BV- cena/wartość księgową (Price/Book Value)

1) P/E (Price/Earnings Ratio)

Mnożnik ten powstaje przez podzielenie bieżącej kapitalizacji rynkowej spółki przez zysk netto:

$P/E = \text{wartość kapitalizacji spółki} / \text{zysk netto} = \text{cena akcji} / \text{zysk na jedną akcję}$

Jest to najpopularniejszy wskaźnik używany do wyceny i ukazujący możliwości generowania zysku przez firmę. Pokazuje ile złotych płaci się za każdą jedną złotówkę zysku netto firmy.

¹² „Metody wyceny spółki-perspektywa klienta i inwestora” Praca zbiorowa pod redakcją Marka Panfila i Andrzeja Szablewskiego; Poltext; Warszawa 2006

¹³ http://www.inwestor.edu.pl/materialy/9_wycena_fundamentalna.ppt#17

Na wysokość P/E wpływa:

- prognoza dynamiki zysku na akcję, wyższe P/E dla spółek o lepszych perspektywach zysku
- bezpieczeństwo i stabilność zysków, czyli zmienność, im mniejsza zmienność tym wyższe P/E
- dźwignia operacyjna i finansowa, im wyższa tym wyższe ryzyko a co za tym idzie niższe P/E
- Stopy procentowe, im wyższe stopy procentowe, tym niższe P/E
- Premia za ryzyko całego rynku, im wyższa, tym P/E niższe
- Relacje inwestorskie, im lepsze tym wyższe P/E

Zalety mnożnika P/E:

- metoda łatwa do wy tłumaczenia i interpretacji
- łatwość wyliczenia z powodu dostępności danych
- wartość potencjalnie należna akcjonariuszowi

Wady mnożnika P/E:

- na jego wartość ma wpływ stopień dźwigni finansowej, bo jest obliczany dla zysku netto, czyli po spłacie odsetek
- można obliczyć tylko dla firm generujących zyski netto
- Zyski netto mogą się różnić z powodu przepisów księgowych, systemów podatkowych, czy też z powodu zawiązania/rozwiązania rezerw

2) P/BV- cena/wartość księgową (Price/Book Value)

Mnożnik ten powstaje przez podzielenie bieżącej kapitalizacji rynkowej spółki przez wartość księgową firmy:

$P/BV = \text{wartość kapitalizacji spółki} / \text{wartość księgową}$

Mnożnik ten pokazuje efektywność wykorzystania aktywów, nie uwzględniając źródła pochodzenia kapitału . Spółki z wyższą rentownością kapitału własnego mają zazwyczaj wyższy wskaźnik P/BV.

Wartość księgową majątku=wartość księgową kapitału własnego=aktywa-pasywa bieżące-zobowiązania długoterminowe

Metody porównawcze cz.3: Mnożniki Enterprise Value: EV/Sales, EV/EBIT, EV/EBITDA^{14, 15}

Podstawowe mnożniki Enterprise Value to:

- 1) EV/Sales – Enterprise Value/Sales
- 2) EV/EBIT – Enterprise Value/EBIT
- 3) EV/EBITDA – Enterprise Value/EBITDA

1) EV/Sales – Enterprise Value/Sales:

Mnożnik ten wyznacza się dzieląc Enterprise Value przez sprzedaż.

Zalety:

- Mnożnik ten opiera się na wartości udziału rynkowego spółki
- Brak uzależnienia od zasad księgowania oraz zdarzeń zawartych w rachunku zysków i strat
- Umożliwia stosowanie w przypadku, gdy firma nie generuje zysku netto

Wady:

- Mnożnik nie uwzględnia różnicy w rentowności spółek

2) EV/EBIT – Enterprise Value/EBIT:

Mnożnik ten powstaje przez podzielenie EV przez EBIT, czyli zysk operacyjny.

Zalety:

- Umożliwia porównanie efektywności spółek w zakresie operacyjnym
- Umożliwia porównywanie firm o różnym poziomie zadłużenia (dźwigni finansowej)
- Można go stosować dla spółek, które generują przejściowo straty lub są opodatkowane różnymi stopami podatku dochodowego

Wady:

- Nie uwzględnia różnych metod amortyzacji a przez to nie ukazuje w pełni generowanych przez spółkę przepływów pieniężnych

¹⁴ „Metody wyceny spółki-perspektywa klienta i inwestora” Praca zbiorowa pod redakcją Marka Panfila i Andrzeja Szablewskiego; Poltext; Warszawa 2006

¹⁵ http://www.inwestor.edu.pl/materialy/9_wycena_fundamentalna.ppt#17

-Różne możliwe podejście do szacowania długu netto-można prognozować jego wartość dla roku bazowego lub dla każdego kolejnego roku oddzielnie

3) EV/EBITDA – Enterprise Value/EBITDA

Mnożnik ten powstaje przez podzielenie EV przez EBIT powiększony o amortyzację.

Zalety:

-umożliwia porównywanie spółek posiadających znaczny majątek trwały, wymagających dużych nakładów inwestycyjnych, o długim okresie zwrotu, np. spółki telekomunikacyjne czy energetyczne

-Amortyzacja i różne sposoby opodatkowanie nie zniekształcają obrazu spółki

-Umożliwia porównywanie firm o różnym poziomie zadłużenia (dźwigni finansowej)

-Dobry dla spółek, które generują straty netto lub na poziomie zysku operacyjnego

Wady:

-Mnożnik nie uwzględnia różnic w typach finansowania, np. leasing a inwestycja własna

-Trudniej o dane niż np. w przypadku wskaźnika P/E

-Podobnie jak w przypadku EV/EBIT, możliwe jest różne podejście do szacowania długu netto-można prognozować jego wartość dla roku bazowego lub dla każdego kolejnego roku oddzielnie

Metody porównawcze cz.4: Procedura wyceny metodą mnożnikową^{16, 17}

Procedura wyceny metodą porównawczą (mnożnikową) danej firmy składa się z:

- 1) Wyboru mnożników służących wycenie
- 2) Wyboru spółek porównywalnych, dla których liczone są mnożniki
- 3) Obliczania wartości firmy wycenianej
- 4) Dokonanie niezbędnych korekt

1) Wybór mnożników służących wycenie:

Dokonując porównań należy wybrać więcej niż jeden mnożnik.

¹⁶ „Metody wyceny spółki-perspektywa klienta i inwestora” Praca zbiorowa pod redakcją Marka Panfila i Andrzeja Szablewskiego; Poltext; Warszawa 2006

¹⁷ http://www.e-msp.pl/static/msp/files/szkolenia/wycena_wartosci.pdf

Wyróżnia się wskaźniki liczone dla danych historycznych oraz dla danych prognozowanych. Prognozy wylicza się dla 1-3 lat.

Należy brać pod uwagę między innymi takie czynniki:

-Zróżnicowanie wartości mnożnika pomiędzy firmami do porównania, innymi słowy mnożniki powinny mieć podobną wartość. Do oceny zróżnicowania można użyć odchylenia standardowego, im mniejsze tym lepiej. Dodatkowo, przy występowaniu większego zróżnicowania od średniej, należy użyć mediany.

-Zmienność wskaźników w czasie, im mniejsza tym lepiej, bo duża zmienność wpływa na zakres wyceny

-Podobieństwo danych ze spółek do tych z wycenianej spółki, czyli czy poszczególne kategorie w sprawozdaniach są tak samo wyliczane

2) Wybór spółek porównywalnych:

-Powinno się wybierać przedsiębiorstwa z tego samego sektora, o podobnych przychodach i kosztach oraz strukturze kapitału

-Należy zbadać, czy dane dla firm porównywalnych nie są zaburzone zdarzeniami nie związanymi z działalnością operacyjną

-Bardzo ważne jest aby wytypować spółki o podobnym rozmiarze, rentowności czy charakterze dostawców i odbiorców

3) Obliczanie wartości firmy, którą wyceniamy

Powyższy punkt w następnym artykule:

[Metody porównawcze cz.5: Obliczanie wartości firmy.](#)

4) Dokonanie niezbędnych korekt

Opisałem to w artykule: [Metody porównawcze cz.6: Obliczanie wartości firmy-korekty](#)

[Metody porównawcze cz.5: Obliczanie wartości firmy](#)^{18, 19}

Mając już odpowiedni mnożnik można wyliczyć wartość firmy według wzoru:

wartość firmy=wysokość mnożnika*baza wyceny

¹⁸ „Metody wyceny spółki-perspektywa klienta i inwestora” Praca zbiorowa pod redakcją Marka Panfila i Andrzeja Szablewskiego; Poltext; Warszawa 2006

¹⁹ http://www.e-msp.pl/static/msp/files/szkolenia/wycena_wartosci.pdf

Poszczególne mnożniki opisałem w poprzednich postach. Mogą to być wartości dla danych historycznych lub prognozowanych.

Bazą wyceny może być: EBITDA (zysk operacyjny + amortyzacja), EBIT, zysk netto, wartość przychodów, wartość księgową oraz przepływy pieniężne.

Mogą być to też inne specyficzne kategorie jak liczba pasażerów, liczba punktów sprzedaży, wydatki na badania i rozwój czy też liczba odsłon lub Unique Users w przypadku firm internetowych.

Jak już pisałem w poście: [Metody porównawcze \(mnożnikowe\) cz.1- Podział na Equity Value oraz Enterprise Value](#) aby wyliczyć wartość kapitału własnego należy najpierw obliczyć wartość całej firmy, według powyższego wzoru, a następnie odjąć od EV wartość długu netto:

Wartość rynkowa kapitałów własnych=Enterprise Value-wartość długu netto

a dług netto=wartość rynkowa zadłużenia oprocentowanego - środki pieniężne

[Metoda porównawcza cz.6: Obliczanie wartości firmy-korekty](#)²⁰

Poniżej główne korekty:

-Korekty księgowe, które należy zrobić, aby doprowadzić do porównywalności baz wyceny, np. odmienne zasady rachunkowości dla spółek z różnych krajów.

-Korekty dotyczące „one-offów”, czyli zdarzeń jednorazowych, nadzwyczajnych, które wpływają na generowane wyniki.

-Korekty związane z kontrolą pakietu większościowego lub mniejszościowego, w takim wypadku należy zwiększyć wycenę o premię za kontrolę lub zmniejszyć o dyskonto z powodu braku kontroli.

-Korekta o wycenę aktywów pozaoperacyjnych

-Korekty związane z brakiem płynności (dyskonto). Sprzedaż spółek nie notowanych na GPW wiąże się często z przymusem poniesienia dużych kosztów. Wielkość tego dyskonta zależy od rodzaju kosztów, które należałoby ponieść.

W przypadku firm, które w niedługim, przewidywalnym czasie przeprowadzą emisję, dyskonto będzie mniejsze.

Również wycena spółek z GPW o małej kapitalizacji oraz płynności może wiązać się z dyskontem dla wyceny dla tych spółek.

²⁰ „Metody wyceny spółki-perspektywa klienta i inwestora” Praca zbiorowa pod redakcją Marka Panfila i Andrzeja Szablewskiego; Poltext; Warszawa 20062) http://www.emsp.pl/static/msp/files/szkolenia/wycena_wartosci.pdf

Metody porównawcze (metody mnożnikowe) cz. 7: Podsumowanie^{21, 22}

Poszczególne wskaźniki spółek zależą od takich czynników jak oczekiwane tempo wzrostu zysków w przyszłości, poziomu rentowności, amortyzacji, przejrzystości działania, dźwigni finansowej czy operacyjnej.

Czasem zbyt wysokie wskaźniki lub zbyt niskie mogą być wyrazem przewartościowania lub niedowartościowania firmy.

Zalety:

-Metoda mnożnikowa jest powszechnie stosowana dla wyceny firm wchodzących na giełdę, przeprowadzających nowe emisje, sprzedawanych inwestorowi strategicznemu jak i przy fuzjach i przejęciach.

-Bardzo łatwo można ją stosować, łatwo ją wytłumaczyć oraz łatwo uzyskać dane do analizy.

-Zaletą jest jej obiektywność-powiązanie z bieżącą sytuacją na giełdzie i "niewidzialną ręką rynku", który zgodnie z teorią "ryнку efektywnego" dyskontuje wszystkie informacje wpływające na wyniki spółki. Dotyczy to zarówno sfery makro, branży jak i samej spółki.

Wady:

-Metody porównawcze posługujące się prognozami mnożników mają ograniczony horyzont czasowy (1-3 lata), co powoduje, że nie biorą pod uwagę opcji rozwojowych firmy

-Na rynkach, gdzie rynek kapitałowy jest słabo rozwinięty, trudno znaleźć odpowiednią bazę firm do przeprowadzenia porównań

-Różnice w systemach księgowych powodują różnice w mnożnikach

-Powiązanie z bieżącą sytuacją na GPW ma też swoje minusy, powoduje duże fluktuacje wskaźników, niekoniecznie związane z sytuacją fundamentalną spółki, ale np. z okresową modą na daną branżę, np. hossą internetową z 2000 r.

NAV: (wartość aktywów netto) wycena biur i centrów handlowych

Dzisiaj napiszę parę zdań na temat wyceny nieruchomości przy użyciu metody NAV, podam wzór oraz przykład obliczania dla istniejących oraz nowych projektów a na końcu podam wnioski.

NAV:

Wartość projektów deweloperskich takich jak biura lub centra handlowe można oszacować korzystając ze wzoru na NAV (wartość aktywów netto). Poniżej wzór:

²¹ „Metody wyceny spółki-perspektywa klienta i inwestora” Praca zbiorowa pod redakcją Marka Panfila i Andrzeja Szablewskiego; Poltext; Warszawa 2006

²² http://www.e-msp.pl/static/msp/files/szkolenia/wycena_wartosci.pdf

NAV = zysk roczny z projektu / yield = roczny dochód z najmu projektu / stopa kapitalizacji

Stopa kapitalizacji:

Stopa kapitalizacji (yield) to dochód z najmu projektu w skali rocznej odniesiony do konkretnych transakcji zawartych na rynku nieruchomości. Innymi słowy są to parametry przy jakich dochodzi na bieżąco do transakcji na rynku nieruchomości (dane czynsze i ceny nieruchomości). Dla przykładu obecnie w Warszawie stopa kapitalizacji dla najlepszych projektów waha się w granicach 5,5%.

Przykład dla istniejącego projektu:

Dochód z najmu biura w skali rocznej wynosi 10 mln zł, wartość rynkowa tego obiektu przy założeniu stopy kapitalizacji na poziomie 5,5 % wynosi:

$$10 \text{ mln zł} / 5,5\% = 181 \text{ mln zł.}$$

Użycie mnożnika:

Wartość nieruchomości można też policzyć w inny sposób, przy użyciu mnożnika podobnego jak w [metodzie mnożnikowej](#). Liczbę sto dzieli się przez stopę kapitalizacji: $100/5,5$ co daje mnożnik około 18. Następnie oszacowane dochody w skali roku mnoży się przez ten mnożnik, czyli w poprzednim przykładzie byłoby to:

$$10 \text{ mln} * 18 = 180 \text{ mln}$$

Nowe projekty:

W przypadku nowych projektów deweloperskich najpierw należy policzyć wartość nieruchomości po wybudowaniu (jak w przykładzie powyżej) a następnie należy od tej liczby odjąć szacowane koszty wybudowania projektu. Na przykład:

Wartość nieruchomości 180 mln (dochody z czynszu w skali roku 10 mln, yield 5,5%), koszty wybudowania projektu 150 mln, co w efekcie daje zysk na projekcie w wysokości: $180 \text{ mln} - 150 \text{ mln} = 30 \text{ mln}$, czyli wycena projektu wynosi 30 mln zł.

Wnioski:

Wartość nieruchomości takich jak biura i centra handlowe zależą więc od:

1. Dochodów generowanych przez daną nieruchomość, jeżeli dochody rosną, wycena nieruchomości również.
2. Stopy kapitalizacji, która **zmienia się w czasie**, np. obecnie w Warszawie jest to 5,5%, w Pradze podobnie, a w Rumunii może to być w granicach 7-8%. W krajach Europy Środkowo-Wschodniej od ostatnich kilka lat następowała tendencja spadkowa yieldów, podobnie jak było w przypadku stóp procentowych (z tym, że stopy procentowe spadły znacznie szybciej). Podobna tendencja występowała na całym świecie od kilkunastu lat. Pytanie jak będzie w przyszłości:-)

Bibliografia

„Metody wyceny spółki-perspektywa klienta i inwestora” Praca zbiorowa pod redakcją Marka Panfila i Andrzeja Szablewskiego; Poltext; Warszawa 2006

J. Gajdka, E. Walińska – „Zarządzanie finansowe: teoria i praktyka.”, FRR 2000

www.pwsz.nysa.pl/instytut/finanse/wilimowska/anal%20fin.pdf

<http://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp>

<http://www.ae.jgora.pl/zbiory/ZFF/WKPK.doc>

http://www.inwestor.edu.pl/materialy/9_wycena_fundamentalna.ppt#17

http://www.e-msp.pl/static/msp/files/szkolenia/wycena_wartosci.pdf

http://en.wikipedia.org/wiki/Discounted_cash_flow#History