

MARCIN GŁĘBOCKI
MICHAŁ GRUDZIŃSKI
MICHAŁ KUNDERA
MAŁGORZATA SYLWESTRZAK

STUDIUM METODYKI WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW STOSOWANEJ W REKOMENDACJACH GIEŁDOWYCH

Wprowadzenie

Wyceny spółek giełdowych, sporządzane przez domy maklerskie w postaci rekomendacji¹, mają stanowić wskazówki ułatwiające podejmowanie decyzji inwestycyjnych. Objawia się tutaj jedna z podstawowych funkcji wyceny – funkcja doradcza. Polega ona na dostarczeniu inwestorowi niezbędnych informacji dotyczących wartości wycenianego przedsiębiorstwa w związku z zamierzoną realizacją transakcji kapitałowej. Głównym celem tego rodzaju wycen jest określenie wartości fundamentalnej spółki, zwanej również wartością wewnętrzną (ang. *intrinsic value*). Sytuacja, w której cena rynkowa wycenianej firmy jest niższa od jej wartości fundamentalnej jest dla inwestora sygnałem do kupna akcji. Jeśli wartość fundamentalna okaże się niższa od wartości kapitalizacji rynkowej, inwestorzy posiadający akcje danej spółki powinni rozpocząć ich sprzedaż. W niniejszym artykule przedstawiono wyniki badań empirycznych dotyczących zastosowania wybranych metod wyceny w rekomendacjach giełdowych wydawanych przez polskie domy maklerskie.

Cel i zakres badania

Celem badania jest prezentacja i ocena metodyki wyceny przedsiębiorstw, stosowanej w rekomendacjach giełdowych wydawanych przez biura maklerskie w Polsce. Realizacja tak sformułowanego celu wymagała analizy biur maklerskich działających na polskim rynku kapitałowym. W badaniu pod uwagę zostały wzięte rekomendacje wydane w okresie od 1 stycznia do 30 września 2010 roku.

Wstępna analiza polegała na zidentyfikowaniu wszystkich biur maklerskich, które wydają rekomendacje spółkom giełdowym. Z grupy pięćdziesięciu siedmiu domów ma-

¹ Definicja oraz zasady sporządzania rekomendacji określone zostały w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (DzU 2005, nr 206, poz. 1715, ze zm.).

klerskich działających na polskim rynku nieco mniej niż połowa, bo dwadzieścia sześć instytucji przygotowuje rekomendacje. Jednakże tylko część z nich udostępnia je publicznie w postaci raportów. Niektóre biura maklerskie bowiem przygotowują rekomendacje jedynie na potrzeby swoich klientów lub też wyłącznie do użytku wewnętrznego, podając do informacji publicznej jedynie rekomendowaną cenę akcji dla wycenianej spółki.

Przedmiotem badań były tylko te rekomendacje, które miały formę raportu z wyceny spółki. Kryterium przyjęcia konkretnej rekomendacji do grupy badawczej stanowiło zamieszczenie w raporcie informacji w stopniu umożliwiającym stwierdzenie, jakimi metodami posłużono się podczas wyceny oraz jakie założenia lub konkretne wartości przyjęto w modelach. Badaniem nie objęto rekomendacji stanowiących aktualizację wcześniej wydanych raportów. W grupie badawczej nie mógł znaleźć się wobec tego żaden z raportów wydanych przez Dom Maklerski KBC Securities, gdyż wszystkie z ponad trzydziestu rekomendacji wydanych w badanym okresie są krótkimi aktualizacjami poprzedniej analizy danej spółki. Zawierają one informację na temat powodów skorygowania rekomendowanej ceny, lecz nie została zaprezentowana w nich metodyka zastosowanej wyceny. Podobne raporty są wydawane w innych biurach maklerskich. Ponadto z badania zostały wyłączone raporty będące analizą sektorową, w których zamieszczono rekomendacje dla kilku spółek. Badaniem nie zostały objęte także rekomendacje banków oraz firm ubezpieczeniowych, gdyż metody, jakimi posługują się przy ich wycenie biura maklerskie są specyficzne dla tej konkretnej branży.

Ostatecznie liczba rekomendacji wydanych w okresie od 1 stycznia do 30 września 2010 roku przez biura maklerskie działające w Polsce, które spełniły kryteria umożliwiające realizację celu niniejszego badania i stanowią próbę badawczą, jest równa 224 (por. tab. 1).

Tabela 1

Wykaz domów maklerskich, których rekomendacje objęto badaniem

Lp.	Nazwa biura maklerskiego	Liczba rekomendacji objętych badaniem
1	2	3
1.	Beskidzki Dom Maklerski SA	19
2.	Biuro Maklerskie Banku BGŻ SA	3
3.	Biuro Maklerskie Banku BPH SA	3
4.	Biuro Maklerskie Banku DnB NORD Polska SA	1
5.	Copernicus Securities SA	12
6.	Dom Inwestycyjny BRE Banku SA	77
7.	Dom Maklerski AmerBrokers SA	22
8.	Dom Maklerski Banku BPS SA	5
9.	Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska SA	6
10.	Dom Maklerski BZ WBK SA	24

1	2	3
11.	Dom Maklerski PKO Banku Polskiego	15
12.	Millennium Dom Maklerski SA	34
13.	NOBLE Securities SA	3
Razem		224

Źródło: opracowanie własne.

Zdecydowanie najwięcej raportów wydał Dom Inwestycyjny BRE Banku SA, który łącznie opublikował blisko 90 rekomendacji w analizowanym okresie, w tym 77 zakwalifikowane do badania. Najwięcej badanych rekomendacji dotyczyło spółek z sektora budownictwa² (por. tab. 2).

Tabela 2

Liczba badanych rekomendacji wg sektorów działalności wycenianych spółek

Sektor GPW	Liczba rekomendacji
Budownictwo	30
Przemysł paliwowy	20
Media	18
Handel detaliczny	16
Przemysł chemiczny	16
Przemysł metalowy	15
Telekomunikacja	14
Handel hurtowy	12
Informatyka	12
Przemysł spożywczy	12
Przemysł elektromaszynowy	11
Energetyka	11
Deweloperzy	8
Przemysł drzewny	7
Przemysł materiałów budowlanych	6
Finanse – inne	4
Inne usługi	4
Przemysł tworzyw sztucznych	4
Hotele i restauracje	3
Przemysł lekki	1

Źródło: opracowanie własne.

² Pełna lista sektorów spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie jest dostępna pod adresem: <http://gpwinfostrafa.pl> (dostęp: 10.01.2011 r.).

W analizowanym okresie wyraźnie odznacza się udział rekomendacji *neutralnie/trzymaj* w liczbie 87, *akumuluj* – 71 rekomendacji, *kupuj* – 30 rekomendacji. Może to stanowić formę informacji na temat nastrojów na rynku kapitałowym i oczekiwań co do spodziewanego kierunku zmian cen. Najczęściej wycenianą spółką była Telekomunikacja Polska SA (por. tab. 3).

Tabela 3

Najczęściej wyceniane spółki w badanych rekomendacjach

Lp.	Spółka	Ogólna liczba rekomendacji	Dom maklerski	Liczba rekomendacji
1.	TPSA	10	Dom Inwestycyjny BRE Banku SA	3
			Dom Maklerski BZ WBK SA	3
			Millennium Dom Maklerski SA	3
			Dom Maklerski PKO Banku Polskiego	1
2.	PGNiG	7	Dom Inwestycyjny BRE Banku SA	3
			Dom Maklerski BZ WBK SA	2
			Dom Maklerski PKO Banku Polskiego	1
			Millennium Dom Maklerski SA	1
3.	LW Bogdanka	6	Dom Inwestycyjny BRE Banku SA	2
			Beskidzki Dom Maklerski	1
			Dom Maklerski AmerBrokers SA	1
			Dom Maklerski BZ WBK SA	1
			Millennium Dom Maklerski SA	1
4.	KGHM	6	Dom Maklerski BZ WBK SA	2
			Beskidzki Dom Maklerski	1
			Dom Inwestycyjny BRE Banku SA	1
			Dom Maklerski PKO Banku Polskiego	1
			Millennium Dom Maklerski SA	1
5.	Trakcja Polska	5	Beskidzki Dom Maklerski	2
			Copernicus Securities SA	1
			Dom Inwestycyjny BRE Banku SA	1
			Dom Maklerski BOŚ SA	1
6.	Mondi	5	Millennium Dom Maklerski SA	3
			Dom Inwestycyjny BRE Banku SA	2
7.	Grupa Kęty	5	Dom Inwestycyjny BRE Banku SA	3
			Beskidzki Dom Maklerski	1
			Millennium Dom Maklerski SA	1
8.	Agora	5	Dom Inwestycyjny BRE Banku SA	3
			Millennium Dom Maklerski SA	2

Źródło: opracowanie własne.

Wszystkie rekomendacje zostały przeanalizowane pod kątem przyjmowanych założeń oraz stosowanych metod wyceny. Szczególną uwagę poświęcono metodom dochodowym i porównawczym. Wyniki badania zostały zamieszczone w dalszej części artykułu.

Analiza stosowanych metod wyceny

W grupie rekomendacji objętych badaniem były stosowane metody należące do podejścia rynkowego, dochodowego oraz majątkowego³.

Wśród rekomendacji giełdowych, do których przygotowania zastosowano podejście dochodowe, w dwustu dwudziestu dwóch przypadkach posłużono się metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Stanowiło to 100% ogółu wszystkich rekomendacji, w których wykorzystano to podejście. Dominującą metodą z grupy podejścia rynkowego, wykorzystywaną w rekomendacjach giełdowych, jest metoda mnożnikowa, wykorzystana również w dwustu dwudziestu dwóch raportach z wyceny. W badanej grupie nie zastosowano innych metod rynkowych niż metoda mnożnikowa. Tylko w jednym przypadku posłużono się metodą skorygowanych aktywów netto, dwukrotnie metodą wartości aktywów⁴, a raz zastosowano model Wilcoxa-Gamblera.

W analizowanej grupie domy maklerskie posługiwały się w przeważającej mierze dwoma metodami wyceny (w 98,7% z rekomendacji). W 97,8% przypadków posługiwania się dwiema metodami przez dom maklerski parę tą stanowiła metoda DCF i metoda mnożnikowa. Tylko w dwóch raportach z wyceny zastosowano jedną metodę wyceny – wycenę DCF. W jednym z raportów analitycznych, przygotowanym przez Biuro Maklerskie Banku DnB NORD Polska SA, zastosowano cztery metody wyceny – oprócz metody DCF i metody mnożnikowej – metodę skorygowanych aktywów netto i wspomniany powyżej model Wilcoxa-Gamblera.

Analiza zastosowania metod dochodowych

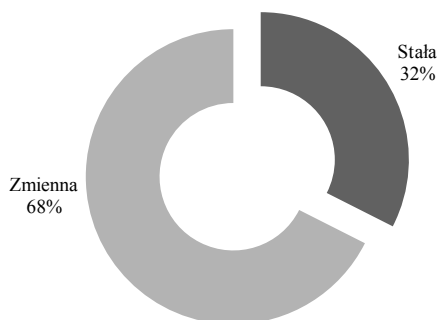
Wycena przedsiębiorstwa opierająca się na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (Discounted Cash Flow) to inaczej przyszła wartość strumieni gotówki firmy, zdyskontowana odpowiednią stopą dyskontową odzwierciedlającą ryzyko uzyskanych finansów. W konstrukcji tej metody wyróżniamy przepływy pieniężne przynależne właścicielom (Free Cash Flow to Equity, FCFE) oraz przypisane właścicielom i wierzycielom (Free Cash Flow to Firm, FCFF). W 224 rekomendacjach występuje 188 przypadków, w których przepływy pieniężne zestawiono metodą FCFF. W 36 raportach nie opublikowano sposobu usta-

³ Kryteria klasyfikacji metod wyceny przedsiębiorstw opisywali m.in.: A. Jaki: *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Oficyna Wolters Kluwer, Kraków 2008, s. 79–87; D. Zarzecki: *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 54–58.

⁴ Rekomendacja przygotowana przez Dom Inwestycyjny BRE Banku SA z 12.02.2010 r. oraz z 28.05.2010 r.

lenia wolnych przepływów pieniężnych, odwołując się w rekomendacji jedynie do wyników przeprowadzonej wyceny.

Według ogólnie przyjętych zasad, dyskontowanie przepływów pieniężnych przynależnych wszystkim stronom finansującym powinno odbywać się za pomocą średnioważonego kosztu kapitału. W wyniku tego uzyskujemy szacunek wartości całego podmiotu gospodarczego, czyli zarówno kapitału własnego, jak i długu. Zasada ta została zachowana w każdej z analizowanych rekomendacji. W większości przypadków stosowano zmienną stopę dyskontową (por. rys. 1).



Rys. 1. Rodzaj zastosowanej stopy dyskontowej w przepływach pieniężnych

Źródło: opracowanie własne.

W 85,6% wycen nie ma jakiegokolwiek uzasadnienia dla przyjętych stóp dyskontowych, co wskazuje na swobodne traktowanie przez wielu wyceniających tego kluczowego parametru wyceny. Przeprowadzone badania wskazują również, że w większości rekomendacji oddzielnie przedstawiano wpływy i wydatki wycenianej firmy. Jednakże spośród 125 tego typu przypadków, tylko 15 dołącza uzasadnienie wysokości różnych pozycji planu finansowego.

Obecnie panuje powszechne przekonanie, że prognozy przepływów pieniężnych zestawia się maksymalnie na okresy pięcioletnie. Inne założenie – prezentowane przez Michaela Mauboussina i Paula Johnsona – bazuje na przekonaniu, iż okres prognoz finansowych powinien pokrywać się z okresem utrzymywania przez podmiot gospodarczy przewagi konkurencyjnej. Ponadto zgodnie z organizacją American Society of Appraisers, okres planowania przepływów pieniężnych wiąże się z osiągnięciem ich stabilności⁵. Według przeprowadzonych badań na 224 rekomendacjach biur maklerskich, przeważającym okresem sporządzania szczegółowych prognoz przepływów pieniężnych jest okres dziesię-

⁵ M. Pęksyk: *Podjęcie dochodowe w wycenie przedsiębiorstw – wybrane problemy*, XIX Krajowa Konferencja Rzeczoznawców Majątkowych, Udział rzeczoznawców majątkowych w wycenie przedsiębiorstw, Zasady dobrej praktyki zawodowej, Kielce 2010, s. 167–178.

ciu lat (65,6% wszystkich wycen). Znaczącą pozycję tworzą także prognozy pięcioletnie (5,8%), sześcioletnie (5,4%) oraz dziewięcioletnie (4,9%). Jak wspomniano wcześniej, w 36 raportach nie można było ustalić okresu szczegółowej prognozy. Dokładny rozkład długości okresów prognozy przepływów pieniężnych przedstawia rysunek 2.



Rys. 2. Długość okresów prognozy przepływów pieniężnych

Źródło: opracowanie własne.

Interpretacji i omówienia wyników wyceny dokonano w 183 opracowaniach, co stanowi 81,7% wszystkich wycen. Pozostałe 17,9% stanowią rekomendacje, gdzie występuje brak omówienia wyników..

Reasumując, można stwierdzić, że najczęściej spotykanymi uchybieniami pojawiającymi się w rekomendacjach analizowanych domów maklerskich co do wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest brak uzasadnienia przyjętych stóp dyskontowych oraz krytycznej interpretacji wyników analizy. Częsty przypadek braku pełnych założeń dotyczących stopy dyskontowej może świadczyć o ustaleniu kosztu kapitału na zasadzie zupełnej dowolności lub na podstawie nieznanych przesłanek. Ponadto w wielu rekomendacjach występuje brak prognozowanych bilansów oraz rachunków zysków i strat, a także podstawowych założeń dotyczących wyceny.

Analiza zastosowania metod porównawczych

Porównawcza metoda wyceny przedsiębiorstw opiera się na założeniu, że jeżeli dobra są porównywalne, to ich ceny powinny być również porównywalne. Wśród 224 rekomendacji objętych badaniem, w 222 przypadkach posłużono się podejściem porównawczym, wyłącznie metodami mnożnikowymi. Opiera się ono na wycenie przedsiębiorstwa za pomocą mnożników spółek porównywalnych. Biura maklerskie w opisach stosowanych metod wymieniały najczęściej takie zalety metody mnożnikowej, jak: opieranie się na prawie jednej ceny, bazowanie na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora, lepsze odzwier-

ciędlenie bieżącego stanu rynku niż metoda DCF, niska czasochłonność, stosunkowo mała liczba parametrów do oszacowania, większa obiektywność oceny oraz szeroka znajomość metody wśród inwestorów. Z kolei wymieniane wady to m.in.: ryzyko, że w danej chwili rynek może wyceniać nieprawidłowo spółki porównywalne, zmienność związana z wahaniami cen i indeksów, trudność w doborze spółek porównywalnych, zmniejszenie znaczenia czynników specyficznych dla danej spółki oraz oparcie wyceny na bieżących wynikach, które mogą w przyszłości być całkiem inne.

W literaturze przedmiotu istnieje podział mnożników ze względu na dwie kategorie⁶. Pierwsza z nich to Equity Value, czyli wartość kapitału własnego, która przynależy właścicielom przedsiębiorstwa. Mnożniki odnoszą cenę rynkową kapitałów własnych do takich kategorii księgowych, jak: zysk netto, wartość księgowa przedsiębiorstwa, suma zysku i amortyzacji. W przebadanych rekomendacjach zidentyfikowano następujące mnożniki:

- P/E (cena/zysk),
- P/BV (cena/wartość księgowa) – w rekomendacjach posługiwano się również nazwą P/S,
- P/CE (cena/zysk wraz z amortyzacją).

Druga grupa wskaźników wykorzystuje kategorię Enterprise Value – wartość przedsiębiorstwa, czyli sumę wartości rynkowej kapitału własnego oraz zadłużenia netto. Bazę wyceny mogą stanowić: zysk operacyjny przed amortyzacją, zysk operacyjny, przychody ze sprzedaży, wolne przepływy pieniężne. Rekomendacje objęte badaniem zawierały następujące rodzaje mnożników:

- EV/EBITDA (wartość przedsiębiorstwa/zysk operacyjny wraz z amortyzacją),
- EV/EBIT (wartość przedsiębiorstwa/zysk operacyjny),
- EV/Sales (wartość przedsiębiorstwa/przychody ze sprzedaży) – inaczej określane jako P/S,
- EV/FCF (wartość przedsiębiorstwa/przepływy pieniężne).

Ponadto w rekomendacjach zidentyfikowano mnożniki, których konstrukcja nie pozwalała na zakwalifikowanie do żadnej z powyższych grup:

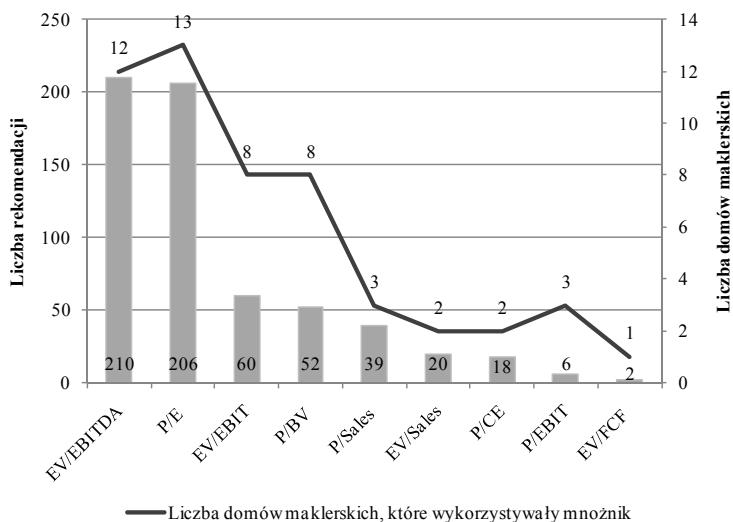
- P/Sales (cena/przychody ze sprzedaży) – inaczej określane jako MC/S,
- P/EBIT (cena/zysk operacyjny) – inaczej określane jako P/OP.

Konstrukcja tych dwóch mnożników nie spełnia podstawowej zasady wyceny mnożnikowej. Zgodnie z nią mnożniki oparte na wartości kapitału własnego powinny zawierać w mianowniku zmienne będące nośnikiem wartości kapitału własnego, a w przypadku mnożników kapitału całkowitego przedsiębiorstwa – zmienne będące nośnikiem wartości kapitału całkowitego⁷. Tymczasem oba nietypowe mnożniki w liczniku zawierają wartość kapitalizacji rynkowej, która odzwierciedla wartość kapitału własnego. W mianowniku na-

⁶ M. Panfil, A. Szablewski: *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2008, s. 313–314.

⁷ A. Damodaran: *Valuation Multiples: First Principles*, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (dostęp: 10.01.2011 r.).

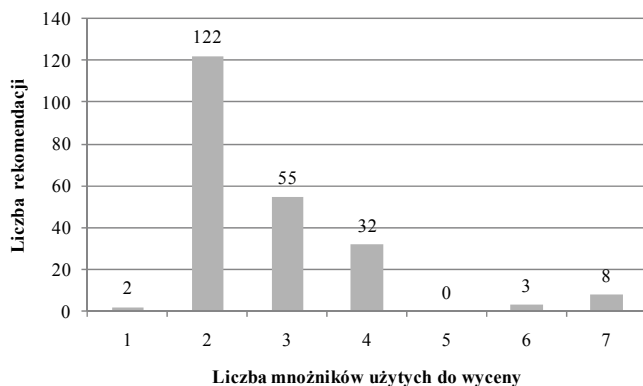
tomiast wykorzystano wartość przychodów ze sprzedaży lub zysku operacyjnego. Obie te kategorie przynależą jednak wszystkim stronom finansującym – zarówno właścicielom, jak i wierzycielom. W związku z tym można mieć wątpliwości co do poprawności wykorzystania tych mnożników w wycenie spółek. Na rysunku 3 zaprezentowano częstość występowania poszczególnych mnożników w przebadanych rekomendacjach oraz liczbę biur maklerskich, które wykorzystywały poszczególne wskaźniki w swoich wycenach.



Rys. 3. Częstość występowania poszczególnych mnożników w rekomendacjach oraz częstość wykorzystywania mnożników przez domy maklerskie

Źródło: opracowanie własne.

Najczęściej wykorzystywanymi mnożnikami w przebadanych rekomendacjach są EV/EBITDA i P/E. Pierwszym mnożnikiem posłużyło się 12 z 13 biur maklerskich w 210 z 222 rekomendacji. Mnożnik P/E został wykorzystany przez wszystkie biura maklerskie w 206 rekomendacjach. W każdym z badanych raportów posłużono się przynajmniej jednym mnożnikiem Equity Value, a jedynie w dwóch rekomendacjach nie zastosowano mnożników Enterprise Value. Łącznie wykorzystano przy obliczeniach 292 mnożniki Enterprise Value, 276 mnożników Equity Value oraz 45 pozostałych mnożników. W wycenie metodą porównawczą najczęściej, bo w ponad połowie rekomendacji do obliczeń, wykorzystywano 2 mnożniki. Dane o liczbie mnożników wykorzystywanych w rekomendacjach przedstawia rysunek 4.



Rys. 4. Liczba mnożników wykorzystywanych do wyceny w analizowanych rekomendacjach

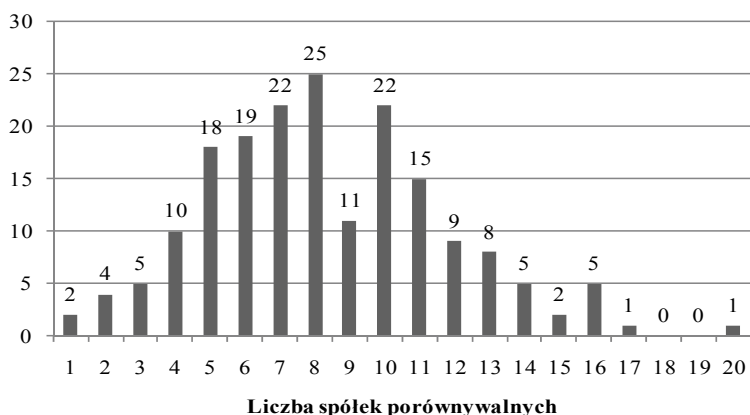
Źródło: opracowanie własne.

Należy jednak zauważyć, że liczba mnożników zastosowana w rekomendacjach jest w największym stopniu uzależniona od sporządzającego ją biura maklerskiego. Na przykład wycenę opartą na 6 lub 7 mnożnikach stosował jedynie DM Copernicus Securities SA, a we wszystkich dwudziestu dwóch rekomendacjach DM AmerBrokers SA wykorzystano 4 mnożniki, choć nie w każdym przypadku te same. Jednocześnie w żadnej z przebadanych rekomendacji nie uzasadniono doboru mnożników. Tymczasem wśród wyznaczników wyboru właściwych mnożników można wyróżnić chociażby rodzaj działalności prowadzonej przez wyceniane przedsiębiorstwo. Ponadto jedną z podstawowych zasad wyceny mnożnikowej jest stosowanie mnożników Equity Value jedynie w przypadku, gdy spółki porównywalne nie różnią się znacząco poziomem zadłużenia od wycenianego przedsiębiorstwa⁸. Duży wpływ na wartość mnożników z tej grupy ma bowiem struktura kapitałów.

Jak wcześniej zauważono, we wszystkich rekomendacjach zastosowano przynajmniej jeden mnożnik kapitału własnego. Nie budziłoby to wątpliwości wówczas, gdyby spełniona była zasada stosowania mnożników z tej grupy. Trudno jednak uwierzyć, że poziomy zadłużenia dobieranych do rekomendacji spółek porównywalnych oraz spółki wycenianej były podobne. Zastosowanie mnożników Equity Value wymaga wszak przeprowadzenia stanu zadłużenia tych spółek. Jednak spośród 222 rekomendacji zaledwie w jednej zaprezentowano wskaźniki zadłużenia spółki wycenianej oraz dwóch z pięciu spółek porównywalnych w ramach analizy konkurencji, które na dodatek znacznie się różniły (rekomendacja BM Banku BPH spółki Wawel z dn. 26.08.2010 r.). Może budzić to zatem spore wątpliwości co do merytorycznej poprawności sporządzania rekomendacji. Analitycy dokonujący wyceny najprawdopodobniej nie respektowali głównej zasady stosowania mnożników kapitału własnego.

⁸ A. Szablewski, R. Tuzimek: *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2008, s. 200.

Dodatkowym uzasadnieniem takiej oceny może być liczba spółek, do której porównywano wyceniane spółki w rekomendacjach. 184 rekomendacje zawierały informacje na temat wybranych do wyceny spółek porównywalnych. W jednym przypadku wyceniane przedsiębiorstwo porównano aż do 20 spółek. Trudno spodziewać się zatem, że wszystkie wybrane spółki w rekomendacji miały podobny poziom zadłużenia do wycenianego przedsiębiorstwa. Na rysunku 5 przedstawiono liczbę spółek porównywalnych według częstości ich stosowania w przebadanych rekomendacjach.

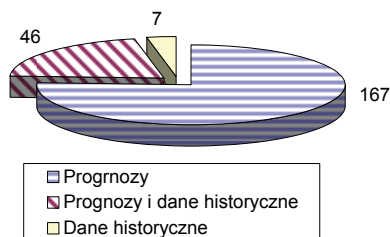


Rys. 5. Liczba spółek porównawczych wykorzystywanych do wyceny metodami mnożnikowymi w analizowanych rekomendacjach

Źródło: opracowanie własne.

Liczba spółek porównywalnych branych pod uwagę przy wycenie jest zależna od sektora, w jakim działa spółka wyceniana. Rekomendacje przygotowywane przez jedno biuro maklerskie często różnią się znacznie pod względem liczby spółek porównywalnych. Co ważne, najczęściej, bo w 75 przypadkach wycenianą spółkę porównywano jedynie do spółek notowanych na rynkach zagranicznych. W 44 rekomendacjach spółkami porównywalnymi były jedynie te notowane na polskim rynku. Natomiast do spółek zarówno z krajowej, jak i zagranicznej giełdy porównano spółki wycenione w 65 rekomendacjach.

Mnożniki można konstruować na podstawie danych pochodzących z przeszłych sprawozdań lub z danych prognozowanych. Możliwe jest także oparcie wyceny na wskaźnikach zarówno dla danych historycznych, jak i danych prognozowanych. Częstość wykorzystywania tych trzech podejść odnoszących się do przyjmowanej bazy wyceny w badanych rekomendacjach umożliwiających taką weryfikację prezentuje rysunek 6.



Rys. 6. Sposób ustalenia wartości zmiennych wykorzystywanych w wycenie metodami mnożnikowymi

Źródło: opracowanie własne.

Teoretycznie trudno jest rozstrzygnąć, na których danych bazowanie jest najbardziej poprawne w wycenie mnożnikowej⁹. Z jednej strony opieranie się na danych przyszłościowych (prognozowanych) może lepiej odzwierciedlać rozwój spółki w najbliższym czasie, lecz jednocześnie jest obciążone większym stopniem subiektywizmu. W ponad 75% przebadanych rekomendacjach mnożniki konstruowano na podstawie danych przyszłościowych. Nieco ponad 20% spółek wyceniono przy użyciu zarówno danych historycznych, jak i prognozowanych. Najrzadziej mnożniki były konstruowane jedynie z przeszłych danych.

Analiza zastosowania metod porównawczych w rekomendacjach sporządzanych przez polskie domy maklerskie pozwala zwrócić uwagę na dwie nieprawidłowości – nieodpowiednią konstrukcję mnożników w kilku przypadkach oraz znacznie powszechniejsze omijanie zasady stosowania mnożników kapitału własnego. Pozwala to mieć obawy co do merytorycznej poprawności stosowania metody mnożnikowej. Często również rekomendacje nie zawierały wszystkich istotnych informacji na temat przebiegu dokonanej wyceny metodą porównawczą, które pozwoliłyby odbiorcom zweryfikować zarówno poprawność przebiegu procesu wyceny, jak i jego wynik.

Literatura

Damodaran A.: *Valuation Multiples: First Principles*, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (dostęp: 10.01.2011 r.).

Jaki A.: *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Oficyna Wolters Kluwer, Kraków 2008.

Panfil M., Szablewski A.: *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2008.

Pęksyk M.: *Podejście dochodowe w wycenie przedsiębiorstw – wybrane problemy*, XIX Krajowa Konferencja Rzecznawców Majątkowych, Udział rzeczoznawców majątkowych w wycenie przedsiębiorstw, Zasady dobrej praktyki zawodowej, Kielce 2010.

⁹ D. Zarzecki: *op.cit.*, s. 339.

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (DzU 2005, nr 206 poz. 1715, ze zm.).

Szablewski A., Tuzimek R.: *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2008.

Zarzecki D.: *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.

*Marcin Głębocki
mgr Michał Grudziński
Michał Kundera
Małgorzata Sylwestrzak
Uniwersytet Szczeciński*

Streszczenie

W niniejszym artykule przedstawiono wyniki badań empirycznych dotyczących zastosowania wybranych metod wyceny w rekomendacjach giełdowych. Przedmiot badań stanowiły 224 rekomendacje wydane w okresie od 1 stycznia do 30 września 2010 roku

STUDIES OF VALUATION METHODOLOGY USED IN THE STOCK EXCHANGE RECOMMENDATIONS SUMMARY

This paper presents the results of empirical research on the use of selected valuation methods in the recommendations issued by the Polish brokerage houses. The subject of the study were 224 recommendations issued from 1 January to 30 September 2010.

