



**ALIOR**  
**BANK**

 [www.BiznesNabieraDynamiki.pl](http://www.BiznesNabieraDynamiki.pl)

# **OCENA WARTOŚCI FIRMY – WYCENA PRZEDSIĘBIORSTW**

## **Perspektywa inwestora**

**Katowice, 5.03.2013**

**Zbigniew Obara, Ekspert ds. Analiz  
Biuro Maklerskie Alior Bank SA**

**CEL – ZAZNAJOMIENIE SŁUCHACZY Z  
MECHANIZMAMI KSZTAŁTOWANIA SIĘ  
WYCENY AKCJI SPÓŁKI NA RYNKU  
PUBLICZNYM**

# AGENDA

---

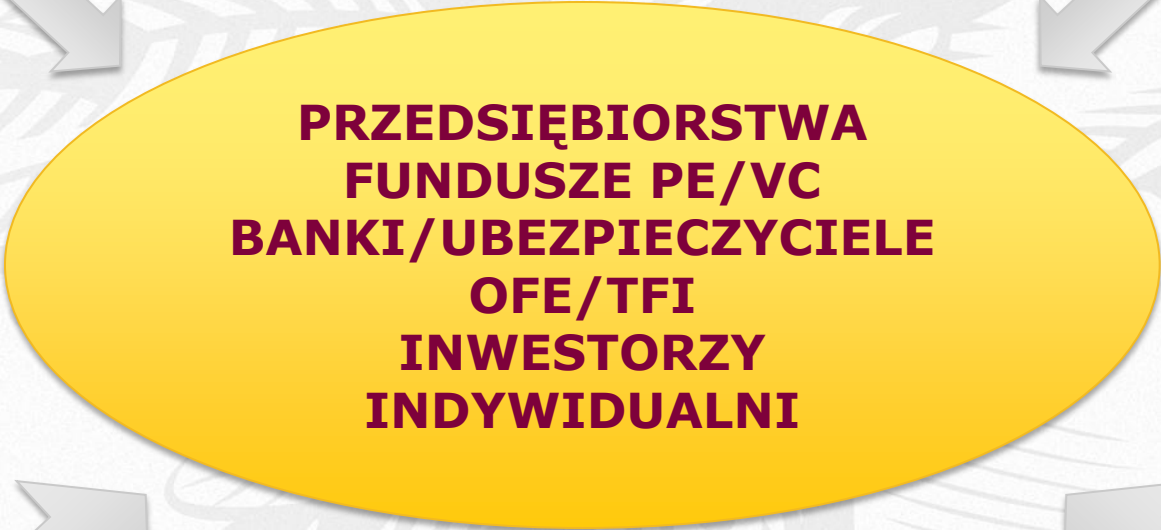
- **Rynek kontroli przedsiębiorstw a inwestor portfelowy**
- **Sposoby wyceny spółki**
- **Jakościowe aspekty wyceny przedsiębiorstwa**



# STRUKTURA RYNKU

**SELL-SIDE**

**BUY-SIDE**



**PRZEDSIĘBIORSTWA  
FUNDUSZE PE/VC  
BANKI/UBEZPIECZYCIELE  
OFE/TFI  
INWESTORZY  
INDYWIDUALNI**

**Sprzedać jak najwięcej, jak najdrożej, ale ryzyko niedojścia oferty do skutku.**

**Kupić jak najtaniej w sensie kupić coś co będzie się w stanie sprzedać drożej (ważna płynność) i/lub z czego otrzymywać pożytki (dywidendy).**

# METODY WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW

---

- **Dochodowe**
- **Majątkowe (porównawcze)**
- **Inne**

# PRZYKŁADOWA WYCENA METODĄ DCF

w mln PLN \ okres	2013	2014	2015	2016	2017	Okres rezydualny
<b>przychody</b>	<b>100,00</b>	<b>107,00</b>	<b>114,49</b>	<b>122,50</b>	<b>131,08</b>	
<i>r/r</i>		7%	7%	7%	7%	
rentowność EBIT	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	
<b>EBIT</b>	<b>10,00</b>	<b>10,70</b>	<b>11,45</b>	<b>12,25</b>	<b>13,11</b>	
<i>st. pod.</i>	19%	19%	19%	19%	19%	
<b>NOPAT</b>	<b>8,10</b>	<b>8,67</b>	<b>9,27</b>	<b>9,92</b>	<b>10,62</b>	
amortyzacja	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00	
CAPEX	-15,00	-15,00	-15,00	-15,00	-15,00	
kapitał obrotowy	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	
<b>FCF</b>	<b>1,10</b>	<b>1,67</b>	<b>2,27</b>	<b>2,92</b>	<b>3,62</b>	75,97
WACC	10%	10%	10%	10%	10%	10%
zdyskontowane FCF	1,00	1,38	1,71	2,00	2,25	42,88
NPV FCF	51,21					
dług netto	0					st. wzrostu przychodów 7%
wartość KW	51,21					rentowność EBIT 10%
wartość 1 akcji	?					WACC 10%

**ŹRÓDŁO: WŁASNE**



# PRZYKŁADOWA WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Spółka	P/E		P/BV		EV/EBITDA	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
A	8	8,1	1,35	1,26	5,9	6
B	7,1	7,1	1,08	1,01	4	3,9
C	7,4	9,9	0,67	0,66	4,7	5,3
D	7,8	8,1	0,66	0,63	4,2	4,4
E	13,4	12,7	0,89	0,84	8,1	8,1
mediana	7,8	8,1	0,89	0,84	4,7	5,3
<b>spółka X</b>	<b>6,4</b>	<b>6,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,85</b>	<b>5</b>	<b>5,2</b>
Kurs akcji (w zł)	20					
Waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Wycena (zł)	24,38	26,13	19,78	19,76	18,80	20,38
<b>średnia (zł)</b>	<b>21,54</b>					

**ŹRÓDŁO: WŁASNE**

# PUNKTY KRYTYCZNE W WYCENIE

## Dochodowej

### Założenia

- Tempa wzrostu przychodów
- Tempa wzrostu kosztów
- Rezydualnego wzrostu cashflow

### Oszacowania

- Nakładów inwestycyjnych
- Amortyzacji
- Zapotrzebowania na kapitał obrotowy

### Zaaplikowania

- Stopy dyskontowej

**Uwaga na rozwodnienia.**

## Porównawczej

### Założenia

- Prawo jednej ceny

### Dobór

- Wskaźników (najczęściej spotykane P/E, P/BV, EV/EBITDA)
- Spółek porównywalnych
- Wag dla poszczególnych wskaźników

### Podejście do

- Prognoz własnych spółki
- Danych historycznych



# NIUANSE WYCEN

---

## **Wartość rynkowa akcji to cena jaką mogą osiągnąć przy założeniu, że:**

- Obie strony chcą zawrzeć transakcję
- Obie strony chcą odnieść korzyści
- Obie strony posiadają taką samą wiedzę na temat przedmiotu transakcji
- Inwestorzy wolą stabilny wzrost wyników spółki niż „skoki” zarówno na poziomie przychodów, jak i zysku netto
- Sam atrakcyjny poziom wskaźnika C/Z, przy jakim notowane są akcje, nie ułatwia sprawy – ważna jest m.in. „jakość” tego zysku (zdarzenia jednorazowe, pokrycie w gotówce)
- Inwestorzy instytucjonalni bardzo dużo uwagi przykładają do elementów jakościowych spółki (polityka informacyjna, przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego)

# JAKOŚCIOWA OCENA SPÓŁKI

## PRODUKT

- Jaki spółka ma produkt, jaką sieć sprzedaży, dystrybucji

## KLIENT

- Kto nim jest? Spójność strategii, realistyczna taktyka dotarcia do niego

## RYNEK

- Wielkość, tempo wzrostu, średnia rentowność, rozdrobniony/skonsolidowany

## WIARY GODNO ŚĆ

- Prognozy, wyniki spółki na „trudnym” vs. łatwym rynku, polityka dywidendowa, zasady ładu korporacyjnego, spółki zależne

## HISTO RIA

- Po jakiej cenie udziały nabywane w przyszłości, aporty, transakcje z podmiotami powiązanymi

## AKCJO NARIA T

- Mniejszość blokująca, czy zarząd ma udziały? Udziały mniejszości



# SUCCESS STORY

## MEDICALGORITHMICS

producent systemu PocketECG, służącego do zdalnego monitorowania pracy serca oferowanego głównie na rynkach amerykańskim oraz polskim. III wersja urządzenia zyskała już akceptację FDA w USA i jej wprowadzenie na rynek planowane jest w połowie 2013 roku.

W mln zł\rok	2010	2011	I-III kw. 2012
Przychody	4,1	5,8	8,1
EBIT	1,9	3,1	5,1
Zysk netto	1,75	3	3

- Debiut na NC w listopadzie 2011 (oferta 6,16 mln zł, cena 26 zł, kapitalizacja 64,8 mln zł)
- Oferta prywatna w lipcu 2012 o wartości 55,78 mln zł (22 inwestorów, 929,6 tys. akcji, cena 60 zł) na przejęcia w USA
- W akcjonariacie m.in. OFE: ING (9,9%) oraz Nordea (7,52%)
- Pod koniec roku w planach przejście na Główny Rynek GPW, aktualny kurs 85 zł



**Dziękuję za uwagę!**

**Zbigniew Obara**

**tel. 782 891 268**

**[zbigniew.obara@alior.pl](mailto:zbigniew.obara@alior.pl)**