

**ANALIZA I WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA
W WARUNKACH POLSKICH**

Krzysztof Kowalke

**ANALIZA I WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA
W WARUNKACH POLSKICH
STUDIUM PRZYPADKU**

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
Gdańsk 2025

Recenzent
prof. dr hab. Maria Trojanek

Redaktor Wydawnictwa
Jerzy Toczek

Projekt okładki i stron tytułowych
Filip Sendal

Skład i łamanie
Mariusz Szewczyk

Publikacja sfinansowana ze środków Programu Humanistyki Gdańskiej
oraz Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego

© Copyright by Uniwersytet Gdański
Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 978-83-8206-714-9

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel. +48 58 523 11 37, tel. kom. +48 725 991 206
e-mail: wydawnictwo@ug.edu.pl
wydawnictwo.ug.edu.pl

Księgarnia internetowa: wydawnictwo.ug.edu.pl/sklep/

Druk i oprawa
Zakład Poligrafii Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel. +48 58 523 14 49

Spis treści

Wstęp	7
Rozdział 1. Teoretyczne elementy wyceny wartości przedsiębiorstw	13
1.1. Wartość przedsiębiorstwa – istota pojęcia	13
1.2. Specyfika wyceny przedsiębiorstw	20
1.3. Czynniki wpływające na wartość przedsiębiorstw	27
Rozdział 2. Metody wyceny przedsiębiorstw w teorii	43
2.1. Metody majątkowe	43
2.2. Metody porównawcze	47
2.3. Metody dochodowe	52
2.4. Metody mieszane	71
2.5. Metody niekonwencjonalne	73
Rozdział 3. Analiza czynników wpływających na wartość przedsiębiorstwa na przykładzie Grupy Kapitałowej DINO Polska S.A.	79
3.1. Charakterystyka działalności Grupy Kapitałowej DINO Polska S.A.	79
3.2. Analiza makroekonomiczna	82
3.3. Analiza polskiego sektora handlu detalicznego artykułami spożywczymi	89
3.4. Analiza sytuacyjna i finansowa Grupy Kapitałowej DINO Polska S.A.	100
Rozdział 4. Procedury wyceny wartości przedsiębiorstwa na przykładzie Grupy Kapitałowej DINO Polska S.A.	123
4.1. Specyfika warunków wyceny przedsiębiorstwa	123
4.2. Założenia scenariusza działalności przedsiębiorstwa na potrzeby wyceny	125
4.3. Wycena wartości wewnętrznej Grupy Kapitałowej DINO Polska S.A.	142
4.3.1. Określenie wartości przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych	142
4.3.2. Określenie wartości przedsiębiorstwa metodą porównawczą .	145

Spis treści

4.4. Rekomendacja wartości przedsiębiorstwa na podstawie wyników wyceny metodą zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych i metodą porównawczą	154
Zakończenie	159
Załączniki	165
1. Prognozowany skonsolidowany rachunek zysków i strat Grupy Kapitałowej DINO Polska S.A. na lata 2024–2033 (w tys. zł)	166
2. Prognozowany skonsolidowany bilans Grupy Kapitałowej DINO Polska S.A. na lata 2024–2033 (w tys. zł)	167
3. Prognozowany skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych Grupy Kapitałowej DINO Polska S.A. na lata 2024–2033 (w tys. zł)	170
Bibliografia	173
Spis tabel	187
Spis wykresów	189

Wstęp

Szacowanie wartości przedsiębiorstwa dokonywane jest w procesie wyceny, który jest złożony, wymaga specjalistycznej wiedzy, dobrej znajomości realiów rynkowych i jest zmienny w czasie. Warunkuje go wiele aspektów, do których między innymi zalicza się cele wyceny i uwarunkowania systemowe. Wśród podstawowych celów wyceny wymienić można: ustalenie wartości przedsiębiorstwa dla potrzeb transakcji kupna-sprzedaży jego udziałów, dokonywania fuzji lub podziału, likwidacji, wypłaty odszkodowań, weryfikacji zdolności kredytowej, spraw podatkowych, dokonywania nowej emisji publicznej lub prywatnej akcji. Przedstawione cele wyceny pokazują, w jak wielu obszarach działalności przedsiębiorstwa niezbędne jest oszacowanie jego wartości i jak ważny jest to proces. Znajomość wartości przedsiębiorstwa jest także istotna przy zarządzaniu przedsiębiorstwem i jego wartością, gdyż może wskazywać, czy dany podmiot rozwija się w sposób prawidłowy i czy strategia obrona przez zarząd pozwala generować wartość dodaną dla właścicieli. Z drugiej strony ustalenie wartości przedsiębiorstwa jest często dla inwestorów decydującym czynnikiem wpływającym na podjęcie przez nich decyzji inwestycyjnej na rynku kapitałowym.

Proces wyceny bazuje w dużym stopniu na identyfikacji i analizie czynników wpływających na wartość danego przedsiębiorstwa, które następnie są adekwatnie uwzględniane w procesie wyceny. Dlatego tak istotne jest zgromadzenie, a następnie prawidłowe zinterpretowanie informacji o wycenianym podmiocie. Warunkuje to bowiem rzetelność dokonania wyceny. Podkreślić jednak należy, że sam proces wyceny powinien być dostosowany do specyfiki rynku, na którym działa wyceniany podmiot. Mogą przykładowo występować pewne różnice pomiędzy wyceną przedsiębiorstw w krajach wysoce rozwiniętych i w krajach będących na wcześniejszym etapie rozwoju gospodarki wolnorynkowej. Różnice mogą dotyczyć chociażby kwestii podatkowych,

rodzaju i zakresu wykorzystywanych informacji, jakie są przedstawiane w sprawozdaniach finansowych, jak również być związane z ograniczeniami w dostępie do danych rynkowych niezbędnych przy wycenie.

W literaturze przedmiotu proces wyceny przedsiębiorstw stanowi przedmiot szerokiego zainteresowania, aczkolwiek nie był on dotąd przedstawiany kompleksowo, w zwartej publikacji, która prezentowałaby wycenę przedsiębiorstwa w warunkach polskich. Dotychczasowe publikacje nie opisywały szczegółowo procesu gromadzenia informacji o przedsiębiorstwie, specyfiki warunków wyceny, a także szczegółowych założeń dla przyjętego na potrzeby wyceny przedsiębiorstwa scenariusza działalności. We wcześniejszych pracach aspekty te były najczęściej poruszane ogólnie. Publikacje te nie integrowały w sposób dostateczny teoretycznych podstaw wyceny z praktycznym jej zastosowaniem w kontekście szeroko ujmowanych polskich uwarunkowań rynkowych.

W związku z powyższym celem niniejszej monografii jest szczegółowe przedstawienie procesu wyceny przedsiębiorstwa z perspektywy rynku polskiego, jego specyfiki i uwarunkowań, a także usystematyzowanie oraz pogłębienie wiedzy w zakresie teoretycznych i praktycznych aspektów wyceny przedsiębiorstwa. W pracy zastosowano szereg metod i technik badawczych. Dokonano przeglądu literatury, zarówno krajowej, jak i zagranicznej, gdzie wykorzystano wnioskowanie dedukcyjne. Natomiast w części analitycznej, gdzie przedstawiono praktyczne aspekty wyceny przedsiębiorstwa, użyto metody studium przypadku. Miała ona umożliwić dogłębne zrozumienie procesu wyceny.

Podmiotem analizy, na przykładzie którego przedstawiono praktyczne aspekty wyceny, była Grupa Kapitałowa DINO Polska S.A. Jest to przedsiębiorstwo działające w sektorze handlu detalicznego artykułami spożywczymi. Jego akcje są notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Ich cena w ostatnich latach dynamicznie zyskiwała na wartości – wzrosła z 38,76 zł w kwietniu 2017 r. do 460,70 zł na koniec grudnia 2023 r. Pojawia się więc pytanie, czy za tak dynamicznym wzrostem podążyły również fundamenty działalności spółki i czy podmiot był na rynku adekwatnie do nich wyceniony. Z tego powodu w toku niniejszej pracy zweryfikowano również, czy rynkowa wartość Grupy Kapitałowej DINO Polska S.A. odpowiadała jej wartości fundamentalnej. Wycena przedsiębiorstwa została dokonana na dzień sporządzenia jego skonsolidowanego sprawozdania

finansowego za rok 2023, czyli na dzień 31 grudnia 2023 r. Należy jednak podkreślić, że publikacja sprawozdania finansowego za rok 2023 nastąpiła w dniu 20 marca 2024 r., dlatego sporządzenie raportu z wyceny nastąpiło na dzień 20 kwietnia 2024 r. Wykonanie wyceny zostało poprzedzone przeanalizowaniem czynników mogących mieć wpływ na wartość wycenianego przedsiębiorstwa. Stanowiły one podstawę do sformułowania założeń do wyceny. Analizy koncentrowały się głównie na latach 2019–2023 i dotyczyły rynku polskiego, gdyż wyceniany podmiot prowadził działalność wyłącznie na rodzimym rynku. Zostały one sporządzone na dzień 20 kwietnia 2024 r., czyli na dzień przygotowania raportu z wyceny. Oznacza to, że wszystkie informacje oraz prognozy makroekonomiczne, sektorowe i dotyczące wycenianego przedsiębiorstwa, które zostały upublicznione po tym dniu, nie były poddane analizie, gdyż nie były znane. W konsekwencji nie miały one wpływu na wyniki wyceny. Dodatkowo na potrzeby sporządzenia wyceny dokonano prognozy finansowej bilansu, rachunku zysków i strat oraz rachunku przepływów pieniężnych wycenianego podmiotu na lata 2024–2033.

Cel główny zdefiniował strukturę monografii, w której zawarto cztery rozdziały, w tym dwa o charakterze teoretycznym i dwa empirycznym. W pierwszym z nich przedstawione zostały teoretyczne aspekty związane z wyceną wartości przedsiębiorstwa. Zdefiniowano pojęcie wartości oraz wymieniono jej różne rodzaje. Istotnym tematem tego rozdziału jest specyfika wyceny przedsiębiorstw. Wyodrębniono w niej i szczegółowo przedstawiono etapy procesu wyceny przedsiębiorstw. Wskazano m.in. cele i funkcje wyceny, a także najczęściej stosowane metody wyceny, bez szczegółowego ich opisu, gdyż ten dokonano w kolejnym rozdziale. Ostatnim elementem tej części pracy jest prezentacja czynników mających wpływ na wartość przedsiębiorstwa. Podzielono je na trzy grupy, a mianowicie makroekonomiczne, sektorowe oraz mikroekonomiczne. Opisując je, wskazywano wachlarz narzędzi, które mogą być wykorzystywane przy ich analizie.

Drugi rozdział poświęcono metodom wyceny przedsiębiorstw. Przedstawionych zostało szczegółowo pięć podstawowych grup metod wyceny: metody majątkowe, metody porównawcze, metody dochodowe, metody mieszane oraz metody niekonwencjonalne. W przypadku metod majątkowych wyodrębniono cztery ich rodzaje: metodę księgową, metodę skorygowanych aktywów netto, metodę odtworzeniową oraz metodę likwidacyjną. Następnie omówiono specyfikę każdej z metod oraz warunki ich zastosowania. Kolejny

podrozdział dotyczy metod porównawczych. Prócz ogólnej charakterystyki tej grupy metod wyceny w podrozdziale opisane zostały podstawowe mnożniki wykorzystywane w wycenie w podziale na mnożniki kapitałów własnych oraz mnożniki całego przedsiębiorstwa. Najwięcej miejsca w drugim rozdziale poświęcono metodom dochodowym. Omówiono szczegółowo trzy ich odmiany, a mianowicie: metodę zdyskontowanych dywidend, metodę zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych oraz metodę zdyskontowanych zysków ekonomicznych. Ważnym elementem podrozdziału było przedstawienie teoretycznych aspektów związanych z doбором i szacowaniem stopy dyskontowej. Stanowi ona bowiem jeden z fundamentów, na których opierają się te metody wyceny. Innym jest prognoza finansowa dotycząca kształtowania się przepływów pieniężnych. Ten aspekt również został poruszony w tej części pracy. Ostatnim elementem rozdziału drugiego są metody mieszane i metody niekonwencjonalne. Pierwsze z nich stanowią niejako połączeniem metod majątkowych oraz dochodowych. W niniejszej pracy zaprezentowano dwie odmiany tych metod – metodę Schmalenbacha i metodę szwajcarską. Natomiast metody niekonwencyjne są wykorzystywane w sytuacji dużej niestabilności gospodarczej oraz przy dynamicznych zmianach na rynku, na którym działa wyceniany podmiot. W podrozdziale przedstawiona została charakterystyka dwóch metod: metody z opóźnieniem czasowym oraz metody opcyjnej.

Kolejne dwa rozdziały mają charakter empiryczny. Została w nich opisana procedura wyceny na przykładzie Grupy Kapitałowej DINO Polska S.A. W rozdziale trzecim monografii przeanalizowane zostały czynniki wpływające na wartość Grupy. W tym celu przeprowadzona została analiza makroekonomiczna, analiza sektorowa oraz analiza samej spółki. Wstęp do analiz stanowi podrozdział, w którym przedstawiono charakterystykę Grupy Kapitałowej DINO Polska S.A. Pokrótce zaprezentowano w nim historię działalności, strategię rozwoju oraz strukturę akcjonariatu i zatrudnienia. Przy analizie makroekonomicznej główną uwagę poświęcono czynnikom finansowym. Wzięto jednak również pod uwagę inne czynniki makroekonomiczne, które mogą mieć istotny wpływ na jej działalność, jak chociażby wybory prezydenckie w Stanach Zjednoczonych czy wojna w Ukrainie. Kolejną analizą, jaką dokonano, była analiza polskiego sektora handlu detalicznego artykułami spożywczymi, czyli sektora działalności wycenianej Grupy. W podrozdziale przeanalizowano kluczowe wskaźniki dla sektora, a także zwrócono uwagę

na prognozy analityków dotyczące sektora spożywczego na najbliższe lata. Podsumowaniem rozdziału jest podrozdział, w którym przedstawiono analizę sytuacyjną i finansową Grupy. W tym celu wykorzystano analizę SWOT, analizę wstępną sprawozdań finansowych oraz analizę wskaźnikową.

Ostatni rozdział został poświęcony procesowi wyceny Grupy Kapitałowej DINO Polska S.A. Na początku omówiona została specyfika warunków wyceny, w której określono m.in. przedmiot wyceny, istotne daty dla wyceny oraz jej cel. Ponadto przedstawiono przyjęty standard wartości oraz uzasadniono wybór metod wyceny. W kolejnym punkcie rozdziału dokonano prognozy szczegółowej sprawozdań finansowych Grupy na lata 2024–2033. Zaprezentowane zostały założenia, jakie przyjęto na potrzeby dokonania prognozy. Trzeci podrozdział rozdziału czwartego zawiera określenie wartości przedsiębiorstwa za pomocą dwóch wybranych metod – metody zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych oraz metody porównawczej. W ostatnim podrozdziale zarekomendowano wartość przedsiębiorstwa na podstawie wyników wyceny, a także porównano otrzymane wyniki z ceną rynkową Grupy Kapitałowej DINO Polska S.A. na dzień sporządzenia wyceny.

Elementem podsumowującym pracę jest zakończenie. Zaprezentowano w nim najważniejsze wnioski z wykonanych studiów i analiz. Oceniono w nim również poziom osiągnięcia przyjętego celu badawczego oraz wskazano na możliwe dalsze kierunki analiz.

Niniejsza monografia skierowana jest do badaczy i studentów zainteresowanych wyceną przedsiębiorstw, rynkami kapitałowymi, jak również analizą fundamentalną. Powinna ona także zainteresować praktyków zajmujących się wyceną przedsiębiorstw, którzy pragną poszerzyć swoją wiedzę na ten temat.