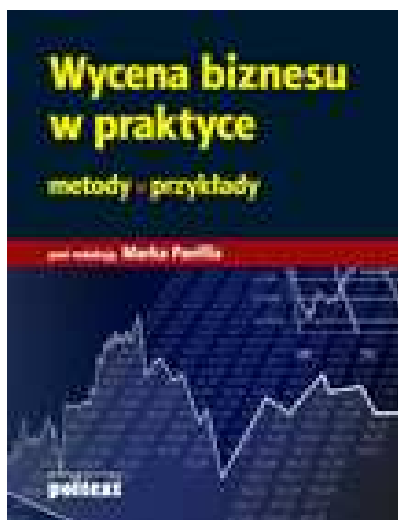


Dr Marek Panfil
Katedra Small Businessu
Kierownik Podyplomowych Studiów
Metody wyceny spółki kapitałowej
marek.panfil@gmail.com

Rozdział 7 Wycena kapitałów własnych Service SA trzema metodami (po poprawkach)

z książki „Wycena biznesu w praktyce. Metody. Przykłady”, praca zbiorowa pod red. M.Panfila, Poltext, czerwiec 2009r.



1. Wstęp

Przedmiotem ostatniego rozdziału będzie wycena kapitałów własnych spółki Service trzema metodami: metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, metodą skorygowanych aktywów netto oraz metodą rynkową (porównawczą, mnożnikową).

Praktycy, zajmujący się wycenami przedsiębiorstw, zwykle stosują minimum dwie metody wyceny, pod warunkiem że pozwala na to specyfika przedsiębiorstwa. Celem niniejszej wyceny jest informacja o wartości kapitałów własnych dla dotychczasowego właściciela, który zainteresowany jest sprzedażą swojego pakietu 100% akcji i planuje wykorzystać tę wycenę jako punkt startu do negocjacji.

Spółka Service działa pod jedną marką Blue Sky już od kilkunastu lat na rynku polskim i jej podstawowym rodzajem działalności jest handel detaliczny poprzez sieć kilkudziesięciu punktów sprzedaży. Spółka wykorzystuje system franczyzy, która w Polsce cieszy się bardzo dużą popularnością.

Dzień, na który sporządzono wycenę, to 31 grudnia 2008r.

2. Wycena kapitałów własnych Service SA metodą skorygowanych aktywów netto

Istota wyceny metodą skorygowanych aktywów netto została opisana w rozdziale 1. Wycena tą metodą spółki Service będzie poszerzona o dodatkowy element – wartość znaku towarowego (marki), nie uwzględniany w aktywach z uwagi na brak możliwości raportowania w aktywach marki wykreowanej wewnątrz przedsiębiorstwa. Można prezentować wartość marki pod warunkiem, że jest ona przedmiotem nabycia przez dane przedsiębiorstwo. Podobnie, autor rozdziału 2 dokonał wyceny aktywów niematerialnych nie raportowanych w bilansie, które następnie dodał do pozostałych aktywów.

Wartość księgowa (ang. book value) spółki Service na dzień 31.12.2008r. **wyniosła 5 412,38 tys. PLN**, jednakże nie odzwierciedla ona rzeczywistej wartości spółki, dlatego też potrzebne są korekty pozycji aktywów i zobowiązań („in minus” oraz „in plus”).

Korekty „in minus”, przyjęte w wycenie, dotyczyły następujących elementów aktywów tj.:

- a. **inne wartości niematerialne i prawne** (skrót: WNiP) - oprogramowanie komputerowe – przyjęto 0 PLN, co oznacza, że nie udało się sprzedać posiadanego oprogramowania. Stanowi ono integralną część sprzętu komputerowego i nie można sprzedawać żadnego składnika oddzielnie. W tym przypadku sprzęt wraz z oprogramowaniem znalazł się w pozycji urządzenia techniczne i maszyny.;
- b. **środki transportu** – aktualizacja wyceny sporządzona przez rzeczoznawcę majątkowego wyniosła 150 tys. PLN, co oznacza, że wartość rynkowa środków transportu była niższa o 11,7% niż ich wartość bilansowa. Jeden z 3 samochodów był po wypadku, dlatego obniżono jego wartość, co wpłynęło na niższą wartość całej pozycji;
- c. **środki trwałe w budowie** – przyjęto wskaźnik 100%. Były to nakłady remontowe siedzibie Spółki. Przyjęto do bilansu po korekcie wartość likwidacyjną 0 PLN;
- d. **należności długoterminowe od pozostałych jednostek (kaucje)** – przyjęto 20%, uznając że uda się ściągnąć wszystkich kaucji. Do skorygowanego bilansu przyjęto kwotę 466,61 tys. PLN;
- e. **inwestycje długoterminowe (udziały w spółce B2X Sp. z o.o.)** - aktualizacja wyceny spółki B2X Sp. z o.o., w której spółka Service posiada 51% udziałów, wskazała na niższą o 24,5% niż wartość bilansowa. Wartość pakietu udziałów wyniosła 950 tys. PLN;

- f. **towary** – przyjęto wskaźnik korekty 20%, co w rezultacie dało wartość 987,24 tys. PLN;
- g. **należności z tytułu dostaw i usług** – w oparciu o otrzymane zestawienie należności handlowych do 12 miesięcy (w rozbiciu na okresy kwartalne), dokonano korekty należności pomniejszając je o kwoty do ściągnięcia po upływie 9 miesięcy. W rezultacie do skorygowanego bilansu przyjęto wartość 285,11 tys. PLN.

Grupa korekt „in plus”: po stronie aktywów obejmowała następujące elementy:

- a. **nieruchomości (budynki, lokale etc.)** – aktualizacja przygotowana przez rzeczoznawców majątkowych zwiększyła wartość tej pozycji do 5 125 tys. PLN i taką kwotę przyjęto do skorygowanego bilansu;
- b. **urządzenia techniczne i maszyny** – rzeczoznawcy majątkowi przeszacowali te środki trwałe, zwiększając w operatach szacunkowych ich łączną wartość do poziomu 1 250 tys. PLN;
- c. **inne środki trwałe** – podobnie w tym przypadku operaty szacunkowe, przygotowane przez rzeczoznawców, dały wyższą wartość od bilansowej, tzn. 1 300 tys. PLN.

Suma aktywów po korekcie wyniosła 13 924,22 tys. PLN (por. Tabela 1).

Tabela 1
Aktywa Service SA na dzień 31.12.2008r. przed i po korekcie

	(tys. PLN)	Przed korektą	Korekta %	Korekta	Po korekcie
A.	AKTYWA TRWAŁE	9 453,39			10 303,05
I.	Wartości niematerialne i prawne	81,54			0,00
1.	Inne wartości niematerialne i prawne (oprogramowanie)	81,54		- 81,54	0,00
II.	Rzeczowe aktywa trwałe	6 550,52			7 825,00
1.	Środki trwałe	6 539,09			7 825,00
b)	budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej	4 144,62	23,7%	980,38	5 125,00
c)	urządzenia techniczne i maszyny	1 076,26	23,7%	255,29	1 331,54
d)	środki transportu	169,79	-11,7%	-19,79	150,00
e)	inne środki trwałe	1 148,42	13,2%	151,58	1 300,00
2.	Środki trwałe w budowie	11,43	-100,0%	-11,43	0,00
III.	Należności długoterminowe od pozostałych jednostek	583,01	-20,0%	-116,60	466,41
IV.	Inwestycje długoterminowe	1 258,22			950,00
1.	Długoterminowe aktywa finansowe	1 258,22			950,00
a)	w jednostkach powiązanych				
	-udziały w B2X Sp z. o.o.	1 258,22	-24,5%	-308,22	950,00
V.	Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	980,10			980,10
1.	Aktywa z tytułu odroczonego podatku	964,47			964,47

	dochodowego				
2.	Inne rozliczenia międzyokresowe	15,63			15,63
B.	AKTYWA OBROTOWE	3 939,26			3 692,45
I.	Zapasy	1 234,05			987,24
1.	Towary	1 234,05	-20,0%	-246,81	987,24
II.	Należności krótkoterminowe	461,54			390,26
2.	Należności od pozostałych jednostek	461,54			390,26
a)	z tytułu dostaw i usług, w okresie spłaty:	356,39			356,39
	- do 12 miesięcy	356,39	-20,0%	-71,28	285,11
b)	z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń	79,60			79,60
c)	Inne	25,55			25,55
III.	Inwestycje krótkoterminowe	2 000,00			2 000,00
1.	Krótkoterminowe aktywa finansowe	2 000,00			2 000,00
c)	środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	2 000,00			2 000,00
	- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	1 000,00			1 000,00
	-inne środki pieniężne	900,00			900,00
	-inne aktywa pieniężne	100,00			100,00
IV.	Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	243,68			243,68
	SUMA AKTYWÓW	13 392,65			13 924,22

Źródło: opracowanie własne

Nie zastosowano żadnych korekt w pasywach obcych, dlatego też przyjęto ich wartość w wysokości 7 980,28 tys. PLN (por. Tabela 2).

Tabela 2

Pasywa obce Service SA na dzień 31.12.2008r.

	PASYWA OBCE	
B.	ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	7 980,28
I.	Rezerwy na zobowiązania	951,10
1.	Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	177,88
3.	Pozostałe rezerwy	773,23
	-krótkoterminowe	773,23
II.	Zobowiązania długoterminowe	4 000,00
1.	Kredyty i pożyczki	4 000,00
III.	Zobowiązania krótkoterminowe	3 029,17
1.	Wobec jednostek powiązanych	250,38
a)	z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności	168,73
	-do 12 miesięcy	168,73
b)	inne – pożyczka	81,65
2.	Wobec pozostałych jednostek	2 778,80
a)	kredyty i pożyczki	500,00
b)	z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności do 12 m-cy	1 338,43
c)	z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń	765,34
d)	z tytułu wynagrodzeń	171,91
e)	Inne	3,12
	SUMA PASYWÓW OBCYCH	7 980,28

Źródło: opracowanie własne

Wartość księgowa spółki (wartość kapitałów własnych) na dzień 31.12.2008r. wyniosła **5 412,38 tys. PLN** (tj. Aktywa w wysokości 13 392,65 tys. PLN – Pasywa obce w wysokości 7980,28 tys. PLN).

Wartość skorygowanych aktywów netto (wg tradycyjnego podejścia) wyniosła **5 943,95 tys. PLN** (t. Skorygowane aktywa w kwocie 13 924,22 tys. PLN – Skorygowane pasywa obce w kwocie 7 980,28 tys. PLN).

Zwykle wielu specjalistów w zakresie wyceny przedsiębiorstwa kończy wycenę metodą skorygowanych aktywów netto na tym etapie. Jednakże warto wziąć pod uwagę inne składniki, które mogą wpływać na wartość przedsiębiorstwa (źródła wartości) np. znak towarowy (marka), know-how, własne patenty czy licencje. Metodologii wyceny (wraz z przykładami) aktywów niematerialnych dotyczy rozdział 2.

Dlatego też kolejna korekta „in plus” dotyczyć będzie marki Blue Sky. Wycenę marki Blue Sky na dzień 31.12.2008r. przeprowadzono metodą kapitalizacji płatności licencyjnych (zwaną także jako metoda zwolnienia z opłat licencyjnych). Została ona opisana w rozdziale 2. Zastosowano w tym przypadku (podobnie jak przy wycenie spółki metodą DCF) trzy warianty prognozy: umiarkowany, optymistyczny i pesymistyczny.

Założenia przyjęte do wyceny marki Blue Sky są następujące:

- a. 100% przychodów ze sprzedaży spółki Service jest realizowanych pod marką Blue Sky. Założono trzy warianty: umiarkowany, optymistyczny, pesymistyczny. Prognozę przygotowano w cenach zmiennych (z uwzględnieniem 3% stopy inflacji);
- b. zbudowano prognozę w okresie 2009 – 2013, a wycenę przeprowadzono na 31.12.2008r.;
- c. wskaźnik rynkowy opłat licencyjnych (ang. Royalties) – przyjęto 4% od wartości przychodów ze sprzedaży netto - to podstawowa opłata, którą franczyzobiorcy płacą franczyzodawcy (czyli Service SA) w ramach umowy franczyzowej. Opłata ta dotyczy de facto prawa korzystania z marki Blue Sky;
- d. efektywny podatek dochodowy w 2009r. i w kolejnych latach prognozy przyjęto na poziomie 19%;
- e. stopa dyskontowa – jej poziom przyjęto identycznie w każdym wariantcie jak dla wyceny spółki metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (por. tabela 4);

- f. stopa wzrostu (g) oznacza dynamikę wzrostu opłat licencyjnych (po opodatkowaniu) po okresie prognozy tj. po 2013 roku. Przyjęto 4,0%.

Tabela 3

Wycena wartości marki Blue Sky na dzień 31.12.2008r. – wariant umiarkowany

L.p.	Wyszczególnienie	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
1.	Przychody ze sprzedaży w tys. PLN	42 000,0	44 100,0	46 305,0	50 935,5	56 029,1
	<i>Dynamika wzrostu obrotów</i>	90,0%	105,0%	105,0%	110,0%	110,0%
2.	<i>Wskaźnik rynkowy opłaty licencyjnej</i>	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
3.	Opłata licencyjna w tys. PLN	1 680,0	1 764,0	1 852,2	2 037,4	2 241,2
4.	<i>Efektywny podatek dochodowy</i>	19%	19%	19%	19%	19%
5.	Opłata licencyjna po opodatkowaniu w tys. PLN	1 360,8	1 428,8	1 500,3	1 650,3	1 815,3
6.	Stopa dyskontowa = WACC	12,54%	13,26%	14,09%	15,00%	15,00%
7.	<i>Współczynnik dyskontowy</i>	0,8886	0,7845	0,6877	0,5980	0,5200
8.	Zdyskontowana opłata licencyjna po opodatkowaniu w tys. PLN	1 209,2	1 120,9	1 031,7	986,8	943,9
9.	Suma zdyskontowanych opłat licencyjnych po opodatkowaniu w tys. PLN	5 292,5				

Źródło: opracowanie własne

W okresie prognozy 2009 – 2013 wartość zdyskontowanych opłat licencyjnych po opodatkowaniu wyniosła **5 292,5 tys. PLN**, jednakże należy uwzględnić dodatkowo okres rezydualny, zakładając, że marka Blue Sky będzie istnieć do nieskończoności (podobne założenie jak w przypadku wyceny spółki metodą DCF). Wartość rezydualna (ReV) została obliczona wg następującego wzoru:

$$\text{ReV} = \text{Opłata licencyjna po opodatkowaniu w 2013 r.} \times (1+g) / (r - g)$$

gdzie:

r - stopa dyskontowa (tu: WACC) z ostatniego roku prognozy, tj. z 2013 roku

g - stopa wzrostu po okresie prognozy tj. po 2013 roku

Wartość rezydualna (ReV) wyniosła 17 163,23 tys. PLN, a zdyskontowana ReV, czyli przemnożona przez współczynnik dyskontowy z ostatniego roku prognozy (z 2013r.) wyniosła **8 924,24 tys. PLN**.

Wartość marki w wariantcie umiarkowanym, będąca sumą zdyskontowanych opłat licencyjnych po opodatkowaniu (5 292,5 tys. PLN) oraz zdyskontowanej ReV (8 924,24 tys. PLN) wyniosła **14 216,75 tys. PLN**.

Wartość marki Blue w wariancie umiarkowanym wyniosła **14 216,75 tys. PLN**, natomiast średnia ważona (25% * wartość marki w wariantach skrajnych + 50% * wartość marki w wariancie umiarkowanym) wyniosła **9 098,72 tys. PLN** i tą kwotę dodano do sumy dotychczas skorygowanych aktywów.

Wartość skorygowanych aktywów netto (w wersji nietradycyjnej) =

Skorygowane aktywa netto (w wersji tradycyjnej):	5 943,95 tys. PLN
+ wartość marki Blue Sky (uśredniona z trzech wariantów):	9 098,72 tys. PLN
co daje łącznie	15 042,67 tys. PLN

W rezultacie wartość spółki Service metodą skorygowanych aktywów netto na dzień 31.12.2008r. wyniosła: 15 042,67 tys. PLN.

3. Wycena kapitałów własnych Service SA metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)

Tym razem zastosowano podejście dochodowe wyceny spółki Service, prognozując wolne przepływy pieniężne dla wszystkich dawców kapitału (FCFF) wg wzoru:

FCFF =

EBIT x (1- stopa podatkowa)

+ Amortyzacja

– Nakłady inwestycyjne na środki trwałe

– Zmiana kapitału obrotowego netto¹

Założenia przyjęte do wyceny spółki Service metodą DCF są następujące:

- założono trzy warianty: umiarkowany (por. tabela 4), optymistyczny, pesymistyczny;
- zbudowano prognozę w okresie 2009 – 2013, a wycenę przeprowadzono na 31.12.2008r.;
- stopą dyskontową jest średni ważony koszt kapitału (WACC) - por. tabela 4;
- koszt kapitału własnego przyjęto na poziomie 15% rocznie, kierując się oczekiwaną minimalną stopą zwrotu przez aniołów biznesu (inwestorów indywidualnych). Chcąc

¹ **Kapitał obrotowy netto policzony wg następującej formuły:**

Zapasy + należności handlowe + rozliczenia międzyokresowe czynne – zobowiązania handlowe – rozliczenia międzyokresowe bierne

zastosować model CAPM do obliczenia kosztu kapitału własnego, można potraktować go w uproszczony sposób tzn. stopa wolna od ryzyka (rentowność obligacji SP 10 letnich) + premia za ryzyko. Współczynnik Beta potraktowano neutralnie, czyli przyjęto go na poziomie 1,0.

- koszt kapitału obcego: tu uśrednione oprocentowanie oprocentowanych zobowiązań długoterminowych i krótkoterminowych. Przyjęto roczny koszt długu w wysokości 10%.
- efektywny podatek dochodowy w 2009r. i w kolejnych latach prognozy przyjęto na poziomie 19%;
- do celów kalkulacji struktury kapitału przyjęto księgowe wartości kapitałów własnych i zobowiązań oprocentowanych;
- d. współczynnik dyskontowy w 2009r. obliczono wg wzoru $1/(1+WACC_{2009})$, natomiast w 2010r. wg wzoru: wartość współczynnika w 2009r. / $(1+WACC_{2010})$ etc. Często popełnianym błędem jest kalkulacja współczynnika dyskontowego, przyjmując różne wykładniki potęg, mając różne stopy dyskontowe np. $1/(1+WACC_{2010})^2$ lub $1/(1+WACC_{2011})^3$ etc.;
- e. stopa wzrostu (g) oznacza dynamikę wzrostu FCFF po okresie prognozy tj. po 2013 roku. Przyjęto 4,0%.

Tabela 4

Model wyceny Service SA metodą FCFF na dzień 31.12.2008r. – wariant umiarkowany

(tys. PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Sprzedaż	42 000,0	44 100,0	46 305,0	50 935,5	56 029,1
Zmiana sprzedaży	98,5%	105,0%	105,0%	110,0%	110,0%
Marża EBIT	8,3%	8,3%	8,3%	8,0%	7,6%
EBIT	3 500,0	3 675,0	3 858,8	4 051,7	4 254,3
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Amortyzacja	2 500,0	2 250,0	2 000,0	1 750,0	1 500,0
Nakłady inwestycyjne	500,0	550,0	600,0	600,0	600,0
Zmiana kapitału obrotowego netto	275,0	150,0	95,0	95,0	100,0
Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	4 560,0	4 526,8	4 430,6	4 336,9	4 246,0
Wartość kapitałów własnych	5 412,38	5 953,61	6 548,97	7 203,87	7 924,26
Dług oprocentowany	3 000,0	2 000,0	1 000,0	0,0	0,0
Koszt kapitału własnego	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
Koszt kapitału obcego	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	8,10%	8,10%	8,10%	8,10%	8,10%
Udział KW w strukturze kapitałowej	64,34%	74,85%	86,75%	100,00%	100,00%
Udział KO w strukturze kapitałowej	35,66%	25,15%	13,25%	0,00%	0,00%

WACC = stopa dyskontowa	12,539%	13,265%	14,086%	15,000%	15,000%
Współczynnik dyskontowy	0,8886	0,7845	0,6877	0,5980	0,5200
Zdyskontowane FCFF (DFCFF)	4 051,9	3 551,3	3 046,7	2 593,3	2 207,7
Suma DFCFF	15 450,91				

Wartość zdyskontowanych FCFF w okresie prognozy 2009-2013 wyniosła **15 450,91 tys. zł**. Dodatkowo należy powiększyć tę kwotę o wartość rezydualną (ReV), która została obliczona wg poniższego wzoru: $ReV = FCFF_{2013} \times (1+g) / (WACC_{2013} - g)$, co dało kwotę 40 143,62 tys. PLN (por. tabela 5). Zdyskontowana ReV, czyli przemnożona przez współczynnik dyskontowy 2013 roku, wyniosła **20 873,94 tys. PLN**.

W rezultacie wartość spółki Service wyniosła 36 324,10 tys. PLN na dzień 31.12.2008r. Jest to suma DFCFF (15 450,91 tys. PLN) i zdyskontowana ReV (20 873,94 tys. PLN).

Następnie, aby dojść do wartości kapitałów własnych spółki, dodano wartość zobowiązań oprocentowanych (z dnia 31.12.2008r.) i odjęto wartość środków pieniężnych z tego dnia (por. tabela 5).

Tabela 5 Kalkulacja wartości rezydualnej (ReV), wartości spółki (Enterprise Value) oraz wartości kapitałów własnych spółki Service (Equity Value) – wariant umiarkowany

W tys. PLN	
Wartość rezydualna ReV	40 143,62
Zdyskontowana ReV	20 873,19
Wartość spółki (Enterprise Value)	36 324,10
Dług oprocentowany	4 581,65
Środki pieniężne	2 000,00
Wartość kapitałów własnych (Equity Value) Service SA	33 742,45

Źródło: opracowanie własne

Wartość kapitałów własnych Service SA w wariantcie umiarkowanym po uwzględnieniu wyniosła 33 742,45 tys. PLN, natomiast średnia ważona (25% * wartość kapitałów własnych w warianttach skrajnych + 50% * wartość kapitałów własnych w wariantcie umiarkowanym) wyniosła **16 196,38 tys. PLN**.

4. Wycena wartości kapitałów własnych Service SA metodą rynkową

Ostatnią trzecią metodą wyceny kapitałów własnych spółki Service będzie metoda rynkowa z wykorzystaniem czterech giełdowych spółek zagranicznych, ponieważ nie znaleziono na GPW w Warszawie spółek o identycznym profilu.

Założenia przyjęte do wyceny spółki Service metodą porównawczą są następujące:

- a. wybrano 4 porównywalne spółki o identycznym profilu działalności, jednakże notowane na zagranicznych rynkach giełdowych;
- b. wybrano cztery mnożniki do wyceny kapitałów własnych tj. P/E, EV/S, EV/EBIT, EV/EBITDA;
- c. wycenę sporządzono na 31.12.2008r.;
- d. zastosowano medianę (a nie średnią arytmetyczną) dla potrzeb kalkulacji mnożników, w oparciu o które oszacowano implikowaną wartość kapitałów własnych spółki Service;
- e. przyjęto 25% wagi dla kalkulacji wartości kapitałów własnych spółki Service, czyli inaczej przyjęto średnią arytmetyczną z czterech implikowanych wartości kapitałów własnych;
- f. zastosowano 20% dyskonto za brak płynności akcji spółki Service.

Tabela 6
Wycena Service SA metodą porównawczą na dzień 31.12.2008r.

	Service	Zagraniczna 1	Zagraniczna 2	Zagraniczna 3	Zagraniczna 4
	31.12.2008	31.12.2008	31.12.2008	31.12.2008	31.12.2008
Bilans	mln zł	mln USD	mln euro	mln euro	mln GBP
Aktywa	25,00	65,00	54,00	80,00	16,51
Dług oprocentowany	4,50	25,00	16,00	20,00	4,50
a. krótkoterminowy	0,50	15,00	7,00	10,00	4,50
b. długoterminowy	4,00	10,00	9,00	10,00	0,00
Gotówka i jej ekwiwalenty	2,00	10,00	12,00	15,00	0,50
Dług netto (Dług oprocentowany - środki pieniężne)	2,50	15,00	4,00	5,00	4,00
Kapitał własny	5,41	35,00	32,00	45,00	16,00
Struktura Dług oprocentowany / Aktywa	18,0%	38,5%	29,6%	25,0%	27,3%
Dług oprocentowany / Kapitał własny	83,1%	71,4%	50,0%	44,4%	28,1%
Rachunek zysków i strat					

Przychody	42,00	100,00	85,00	115,00	124,00
EBITDA	7,00	22,00	20,00	27,00	25,00
Amortyzacja	3,50	7,00	6,00	10,00	5,50
EBIT	3,50	15,00	14,00	17,00	19,50
Zysk netto	2,50	12,00	10,00	14,00	15,00
Dane z rynku kapitałowego					
Wolumen akcji (mln szt)	5,00	45,00	25,00	40,00	36,00
Średnia cena 1 akcji w 2008 roku		2,20	3,50	4,30	1,45
Średnia kapitalizacja rynkowa (MC) w 2008 roku		99,00	87,50	172,00	52,20
Średnia EV (MC + dług netto)		114,00	91,50	177,00	56,20

Źródło: opracowanie własne

Następnie w oparciu o przedstawione w tabeli 6 kategorie finansowe obliczono mnożniki dla czterech zagranicznych spółek (por. tabela 7). Następnie oszacowano medianę dla każdej grupy mnożników.

Tabela 7

Kalkulacja mnożników dla potrzeb wyceny kapitałów własnych spółki Service

	Zagraniczna 1	Zagraniczna 2	Zagraniczna 3	Zagraniczna 4	Mediana
Mnożnik P/E	8,250	8,750	12,286	3,480	8,500
EV/S	1,140	1,076	1,539	0,453	1,108
EV/EBITDA	5,182	4,575	6,556	2,248	4,878
EV/EBIT	7,600	6,536	10,412	2,882	7,068

Źródło: opracowanie własne

W oparciu o medianę dla mnożników opartych na EV obliczono implikowaną wartość spółki Service SA (por. tabela 8). Następnie obliczono implikowaną wartość kapitałów własnych spółki Service w wysokości **33,546 mln PLN**.

Tabela 8

Kalkulacja wartości kapitałów własnych Service SA na dzień 31.12.2008r.

W mln PLN	Implikowana wartość Service SA (EV)	Dług netto	Implikowana wartość kapitałów własnych Service (E) = EV – Dług netto	Wagi	Średnia ważona wartość kapitałów własnych Service SA
Mnożnik P/E			21,25	25%	5,31
EV/S	46,55	2,50	44,05	25%	11,01
EV/EBITDA	34,15	2,50	31,65	25%	7,91
EV/EBIT	24,74	2,50	22,24	25%	5,56
Suma					29,796

Źródło: opracowanie własne

Wartość kapitałów własnych Service SA po uwzględnieniu 20% dyskonta na dzień 31.12.2008r. wyniosła **23,836 mln PLN**.

4. Podsumowanie wyceny

Dokonano wyceny wartości kapitałów własnych Service SA trzema metodami na dzień 31.12.2008r. Poszczególne wartości wyceny są następujące:

Tabela 9 Podsumowanie wyceny kapitałów własnych Service SA

Lp.	Metoda wyceny	w tys. PLN	Waga
1.	Skorygowanych aktywów netto (z uwzględnieniem średniej ważonej wartości marki Service)	15 042,67	40%
2.	Zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) – średnia ważona wg 3 scenariuszy	16 196,38	40%
3.	Porównawcza	23 836,45	20%
4.	Sugerowana wartość wyceny z uwzględnieniem wag	17 262,91	

Źródło: opracowanie własne

Do celów kalkulacji rekomendowanej wartości kapitałów własnych spółki Service przyjęto następującą formułę

Wartość wg skorygowanych aktywów netto * 40%
+ wartość wg DCF (średnia z 3 scenariuszy) * 40%
+ implikowana wartość porównawcza * 20%,
co dało w rezultacie kwotę: **17 262,91 tys. PLN**, (co daje 3,453 PLN na 1 akcję).