

Premie i dyskonta w wycenie, czyli księga magicznych zaklęć biegłego

dr hab. Katarzyna Byrka-Kita, prof. US
dr Mateusz Czerwiński

Wyzwania w pracy biegłego z zakresu wyceny przedsiębiorstw
Wrocław-online, 30 czerwca 2022 r.



17

Liczba organizacji zrzeszających specjalistów
z zakresu wyceny przedsiębiorstw na terenie USA

<https://www.bvresources.com/associations>

1

Krajowy Standard Wyceny Specjalistyczny
Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw w Polsce

<https://www.sbwpwp.org/standardy-zawodowe>

Wartość bazowa wyceny

inaczej podstawa wyceny

wartość pierwotna oszacowana w raporcie z wyceny, która stanowi punkt wyjścia do przeprowadzania korekt w postaci premii czy też dyskonta służących do odzwierciedlenia okoliczności, w których dochodzi do wyceny.



Wartość dla kogo?

fundamentalne znaczenie standardu wartości



Podstawowe założenie wyceny

czy dany biznes jest postrzegany jako kontynuujący działalność (zasada *going concern*), czy też jako podmiot w likwidacji



Ograniczenia wnioskowania

badanie zdolności aktywów do generowania korzyści ekonomicznych (bez względu na to, czy wykorzystuje się podejście dochodowe czy majątkowe) nie zawsze daje odpowiedź na pytanie: Ile kupujący powinien zapłacić za te aktywa?

Lotos Group

“Going concern” concerns – TP to “zero”

We keep our Sell rating on Lotos and have set a new 12M TP of “zero” (prev. PLN 25). A zero TP means two things: A) we admit that we cannot put a single point value on Lotos’ equity in a credible way; B) we see a 50%+ probability that Lotos may not survive in its current structure, in which case equity holders may lose most or all of their money. As said before, we see no fundamental reason to own Lotos’ equity in the next 12M. The company may well be rescued in the end (by the government, or PKN), but the risks, uncertainty (and the share price) are too high to speculate on any bail-out scenario yet.

Sell (prev. Sell)

Price on 20 November 2008	PLN 13.32
Target price (prev. PLN 25.00)	PLN 0.00
Upside to TP	n.a.
Cost of equity	14.2%
High/Low (12M)	47.88/13.32

INVESTMENT HIGHLIGHTS

Single-refinery company with upstream flavour
Huge organic growth and spending plan
Weak in marketing

STOCK TRIGGERS

Cash flow crunch at peak of gearing; bankruptcy?
Very seasonal/volatile earnings



21 listopada 2008 r.

poniedziałkowy poranek,
analityk UniCredit Robert
Rethy obniża cenę
docelową jednej akcji
Lotosu z 25 do 0 zł
i podtrzymuje „sprzedaj”.

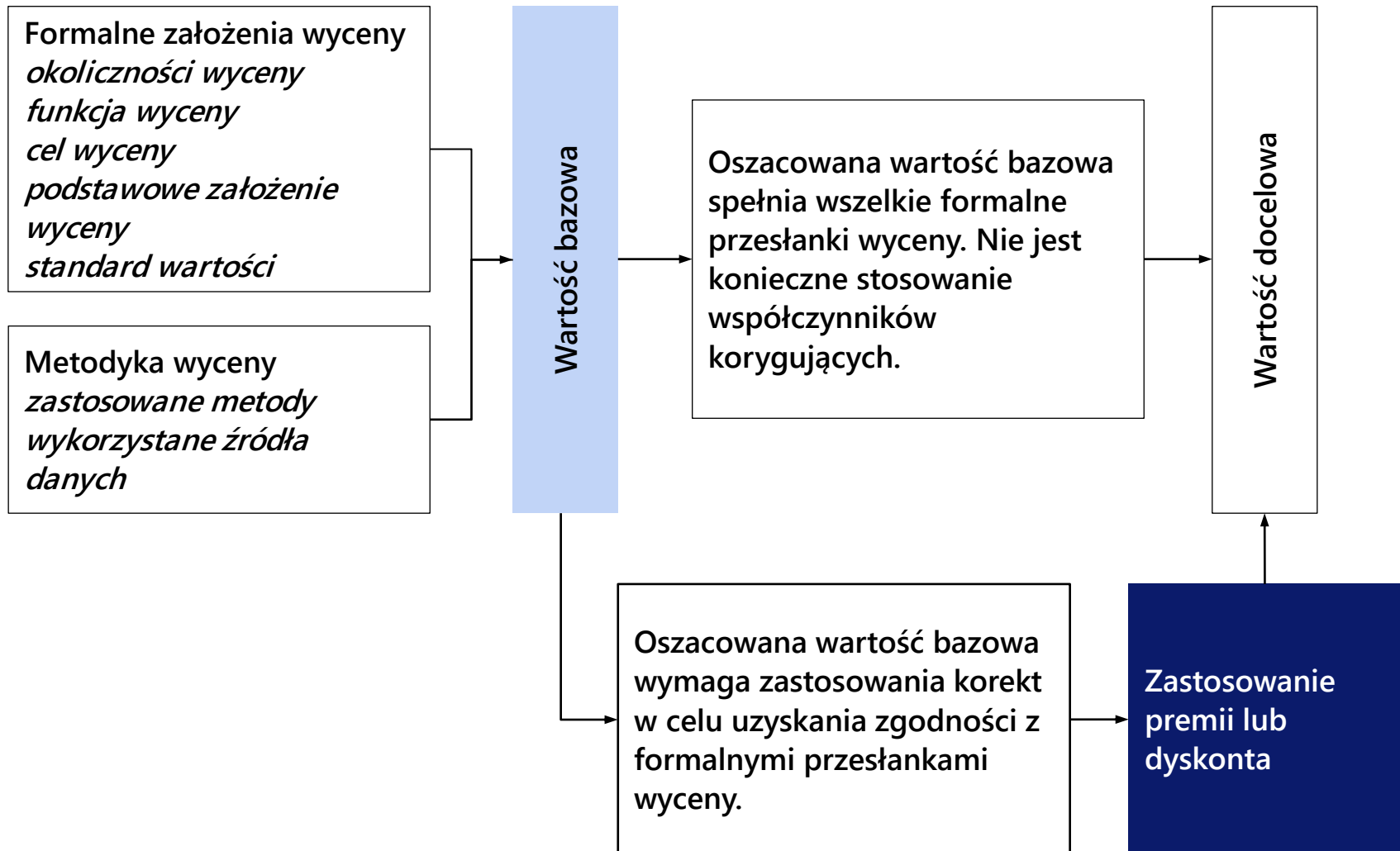
Case study

W spółce X właściciel **A** ma 75% udziałów, a właściciel **B** pozostałe 25%. Jedna akcja firmy wyceniana jest na 6\$. Właściciel **A** kontroluje wynagrodzenia, dywidendy, decyduje o kosztach ponoszonych przez firmę, tym samym wpływa na wartość aktywów właściciela **B**.

Czy w sytuacji transakcji zakupu pakietu mniejszościowego jedna akcja powinna być warta tyle samo, co w przypadku akcji nabywanej w pakiecie kontrolnym?

Od czego to zależy?

- Godziwa wartość rynkowa (*Fair Market Value*)
- Wartość sprawiedliwa (*Fair Value*)
- Wartość inwestycyjna (*Investment Value*)
- Wartość wewnętrzna (*Intrinsic Value*)





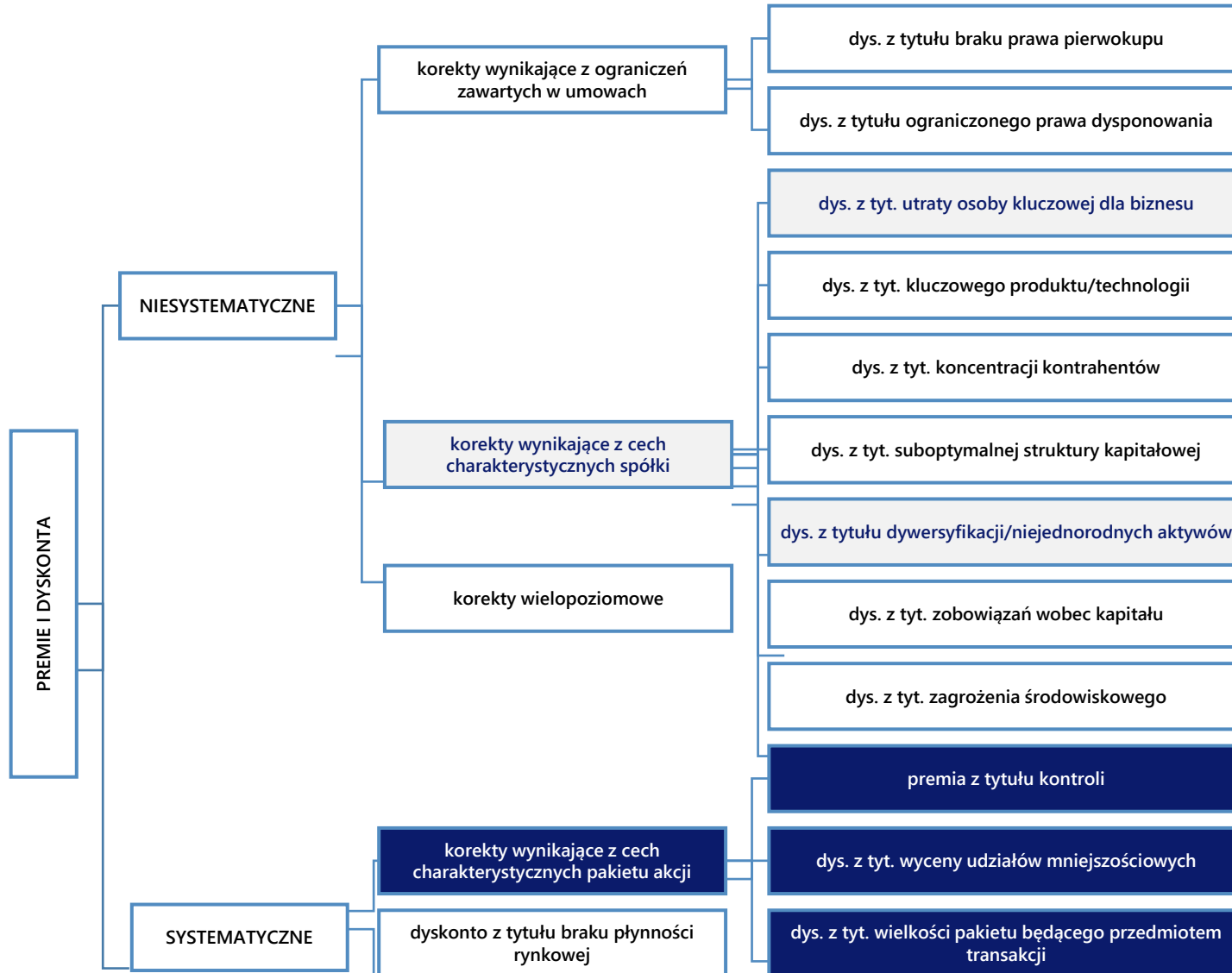
Do korekty bazowych wyników wyceny służą dyskonta i premie. Dyskonta obniżają wartość, natomiast premie zwiększają wartość.



Dyskonta i premie nie wpływają na bazową wartość przedsiębiorstwa, niemniej jednak determinują ostateczny wynik wyceny.

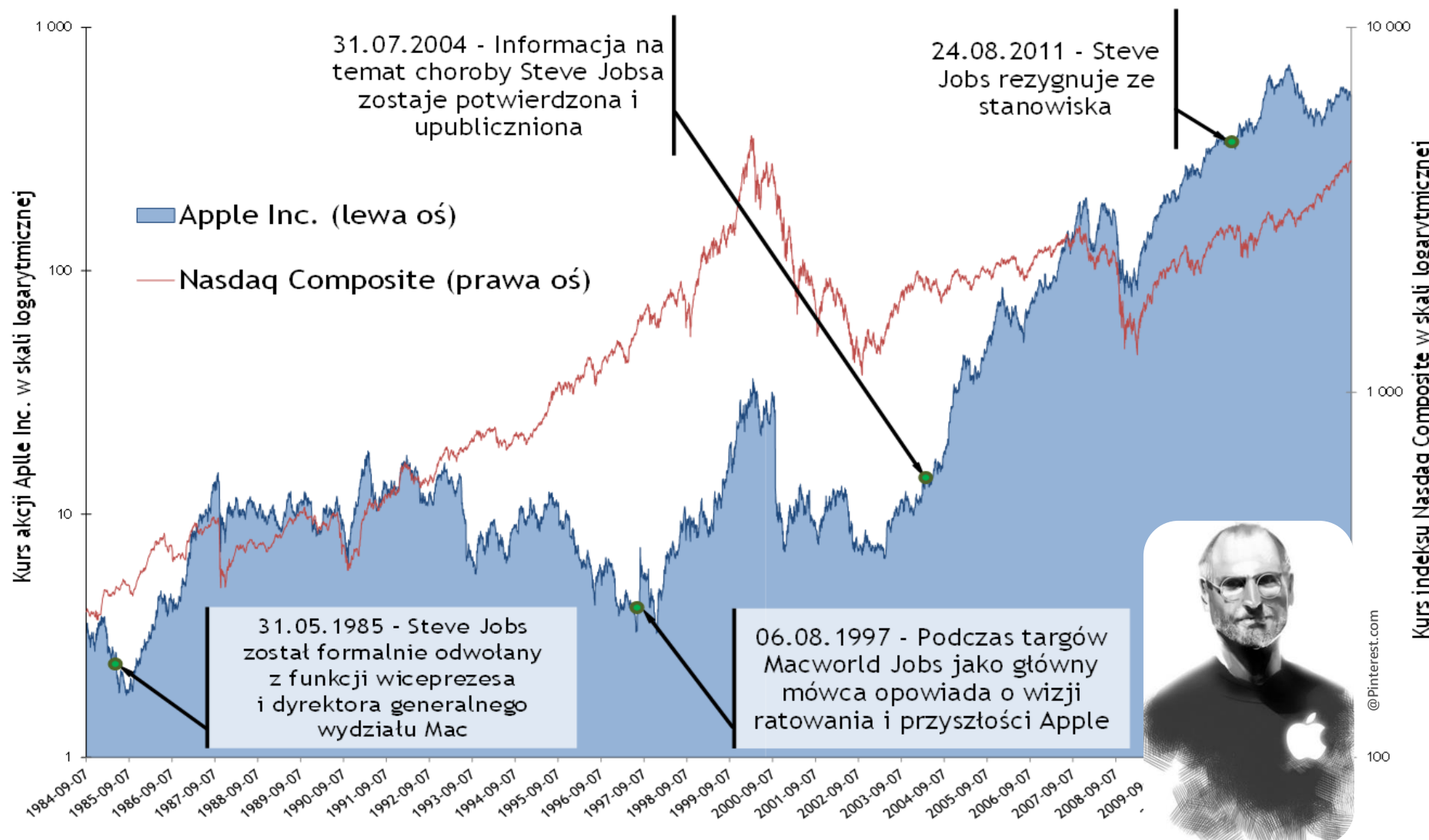


Służą do korygowania wartości o wpływ czynników ryzyka, które nie zostały uwzględnione w wycenie biznesu jako całości (stuprocentowego udziału) lub odnoszą się tylko i wyłącznie do określonego udziału. Wspomniane czynniki ryzyka mogą dotyczyć całego podmiotu lub też odnosić się do udziałowca/właściciela.



Key person discount

dyskonto z tyt. utraty osoby kluczowej



Key person discount dyskonto z tyt. utraty osoby kluczowej

8%

Jednodniowy
spadek kursu
akcji polskiego
banku



Rynek polski

Jewartowski (2013):

23% - mediana wartości nadwyżkowej dla spółek zdywersyfikowanych oszacowana na podstawie wskaźników q Tobina

37% - mediana {...} na podstawie mnożnika sprzedaży

Rynek niemiecki

Lins i Servaes (1999): brak

Schwetzler i Reimund (2003): brak

Fauver et al. (2003): premia 2% do 10.7%

Weiner (2005): dyskonto 3% do 10%

Beckmann (2006) : dyskonto 17% do 23%

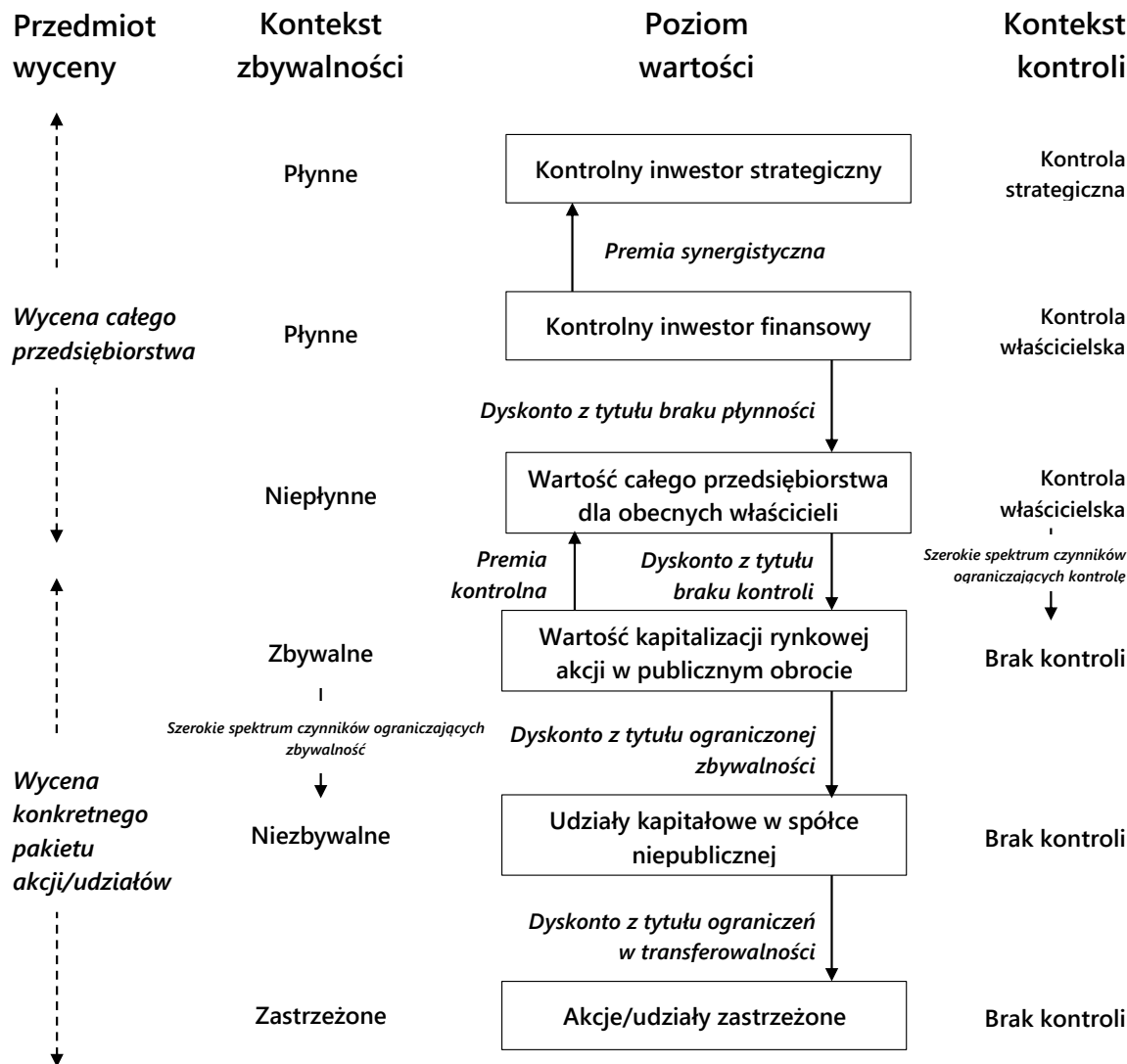
Rustige and Grote (2009): niejednoznaczne wyniki

Glaser and Müller (2010): dyskonto 7,7% do 13,9%

Kluge (2014): dyskonto 1% do 34%

Liu (2016): niejednoznaczne wyniki

Eulerich i Fligge (2021) dyskonto 6,3% do 14%



Wszystko zależy

od wartości bazowej, którą można korygować *in plus* (premie) i *in minus* (dyskonta).

Płynność



Właściwość rynku



Regularność handlu

Zbywalność



Właściwość
przedsiębiorstwa



Czas i ryzyko



1. Which Studies /	Methods Do	Implied
	You Use?	Responses
RSD Studies	90.1%	182
Pre-IPO Studies	45.1%	91
QMDM	22.3%	45
Johnson Park	26.7%	54
Option pricing models	48.0%	97
None of above	1.5%	3
Other	23.8%	48
Total # Responses	202	520

4. Which RSD	Studies Do	Implied
	You Use?	Responses
Stout/FMV	75.7%	143
Pluris Data	21.7%	41
Willamette	36.5%	69
Bajaj	9.5%	18
Karen, Kopper, Wruck	6.9%	13
Herzel and Smith	14.3%	27
NA	9.0%	17
Other	4.8%	9
Total # Responses	189	337



Amerykańskich
biegłych z
zakresu wyceny
stosuje
metodykę akcji
zastrzeżonych,
BVR 2021

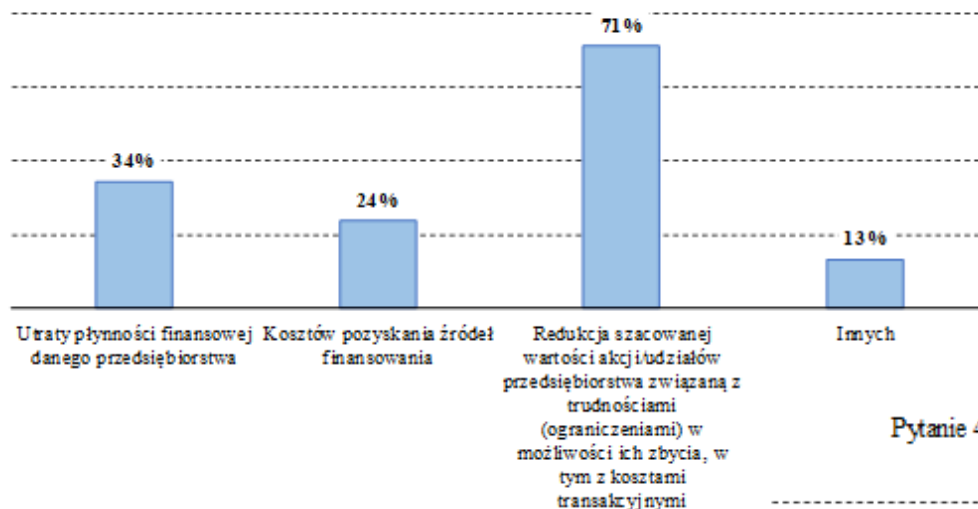
L.P.	Nazwa badania, nazwiska autorów	Rok publikacji	Przyjęty okres badawczy	Liczba obserwacji	Wartość dyskonta	
					średnia	mediana
1	SEC Institutional Investor Study	1971	1966-1969	398	24,0%	-
2	Gelman restricted stock	1972	1968-1970	89	33,0%	33,0%
30	Billett i Floros	2012	2001-2008			
	dane z Placement Tracker i PrivateRaise			12.004	-	26,7%
	tylko PrivateRaise			1.127	-	10,0%
	tylko Placement Tracker			2.650	-	23,9%
31	Finnerty	2012	1991-2007			
	transakcje sprzed 1997 r			41	26,0%	20,3%
	transakcje po 1997 r			167	22,0%	16,2%
32	Harris-Trugman Valuation Assoc.	2011	2007-2010	136	16,6%	14,3%

L.P.	Autorzy	Rok publikacji	Przyjęty okres badawczy	Liczba obserwacji	Mnożnik	Wartość dyskonta (w %)	
						średnia	mediana
1	Koeplin, Sarin i Shapiro [†]	2000	1984-1998	84	EV/EBIT EV/EBITDA EV/BV EV/S	36,1 37,1 26,3 20,2	18,3 20,8 6,3 9,0
2	Kooli, Kortas i L'her	2003	1995-2002	331	P/S P/E P/CF	- - -	17,0 34,0 20,0
3	Block	2007	1999-2006	91	P/EPS EV/EBIT EV/EBITDA EV/BV EV/S	25,2 27,1 24,6 16,2 26,3	23,3 24,3 22,5 14,4 24,4
4	Officer ^l	2007	1979-2003	364	P/BV P/EPS EV/EBITDA EV/S	-15,6 22,9 17,2 18,2	-15,2 27,8 20,1 18,7
5	De Franco, Goavious, Jin i Richardson	2008	1994-2005	3 160	EV/EBITDA EV/S	33,3 32,8	- -
6	Harjoto i Paglia	2010	1993-2008	431	EV/EBITDA EV/S	50,0 75,0	25,0 68,0
7	Covrig i McConaughy [‡]	2015	2000-2011	4 192	EV/EBITDA EV/S	13,6 26,8	- -
8	Dong, Jiao i Sun	2017	2000-2015	174	EV/S	28,8	45,6
9	Lopez i Martin ^u	2019	2006-2017	824	EV/EBITDA EV/S	31,6 21,3	- -

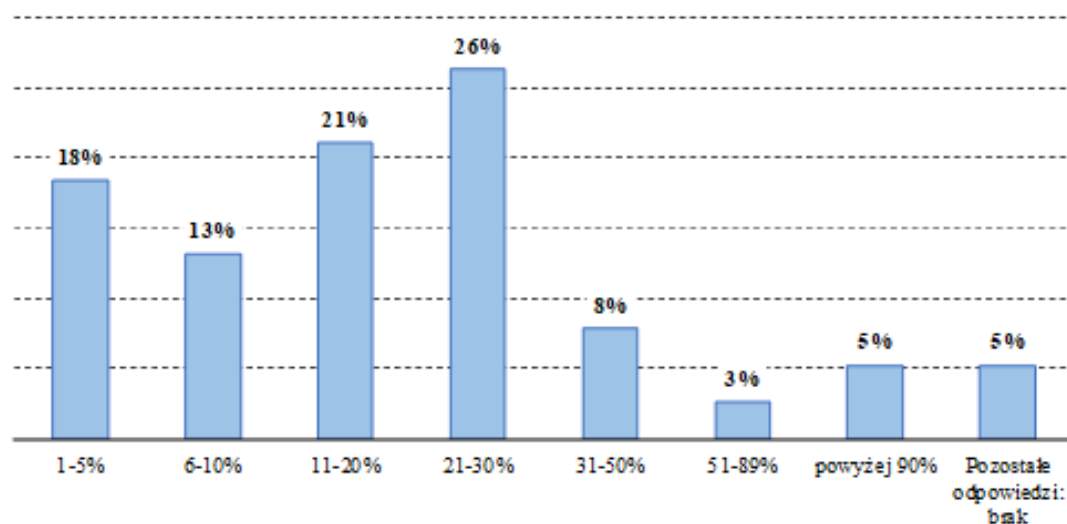
Ograniczenia

Dobór mnożników
Metody ekonometryczne
Premia za brak płynności
Efekt naśladownictwa
Reakcje inwestorów
Konkurencja funduszy
SC/PE/VC

Pytanie 3: Konsekwencją jakich zjawisk jest dyskonto z braku płynności?



Pytanie 4: Ile Państwa zdaniem wynosi średnie dyskonto z tytułu braku płynności w warunkach polskich?





Bosch Legacy, ep. 2
Amazon Prime Video

Premia rynkowa

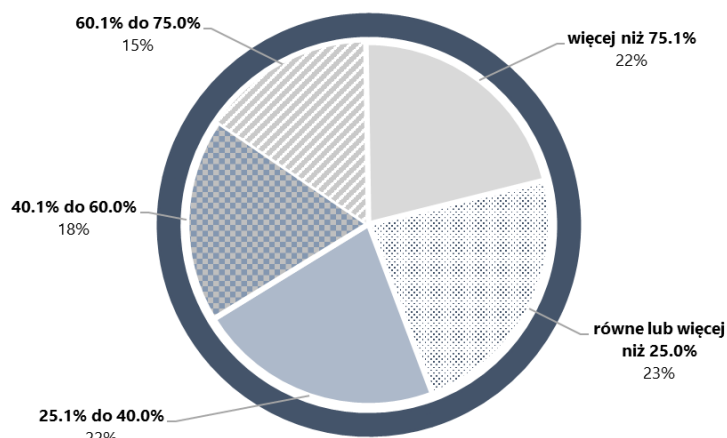
cena zaproponowana w wezwaniu – **cena rynkowa**, tzw. cena odniesienia

cena rynkowa w dniu ogłoszenia wezwania

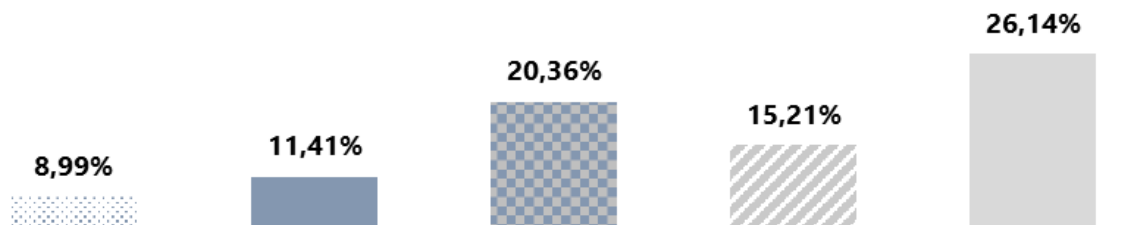
Premia ustawowa

cena zaproponowana w wezwaniu – **cena minimalna wg ustawy o ofercie**

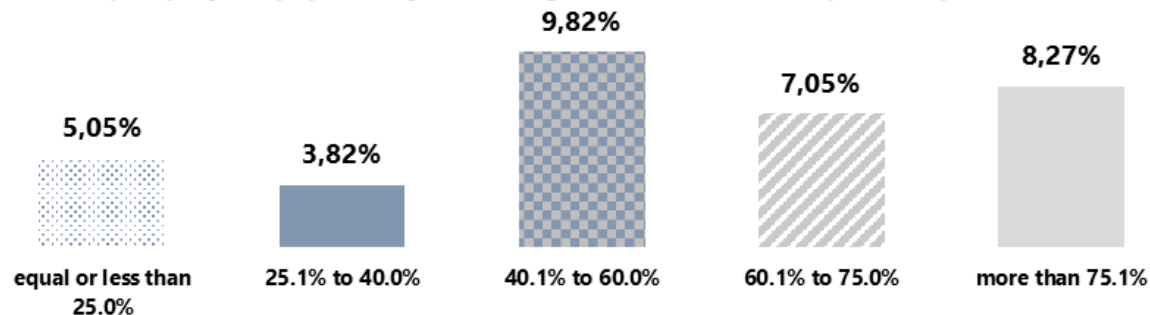
cena minimalna wg ustawy o ofercie



Średnia premia w wezwaniach na akcje powyżej ceny minimalnej (premia ustawowa)



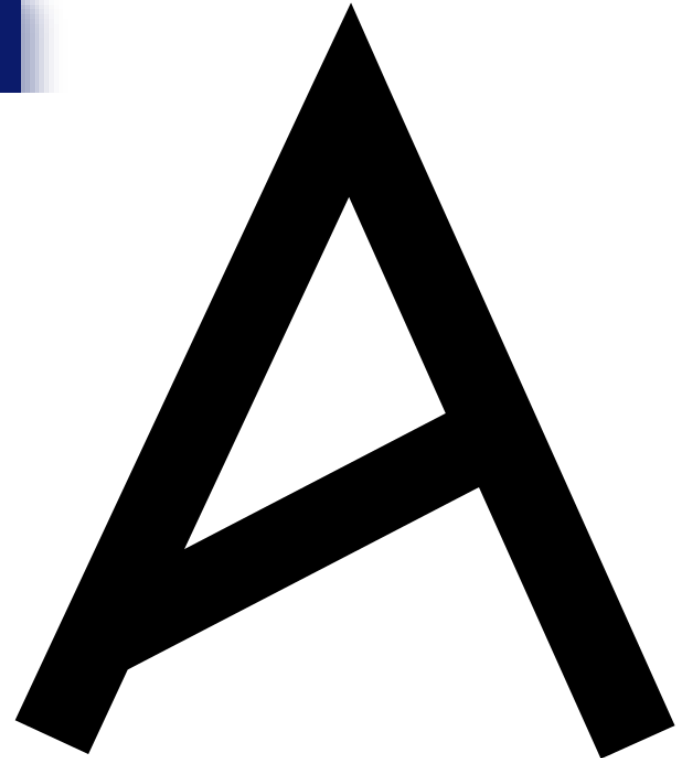
powyżej ceny rynkowej w dniu ogłoszenia wezwania (premia rynkowa)



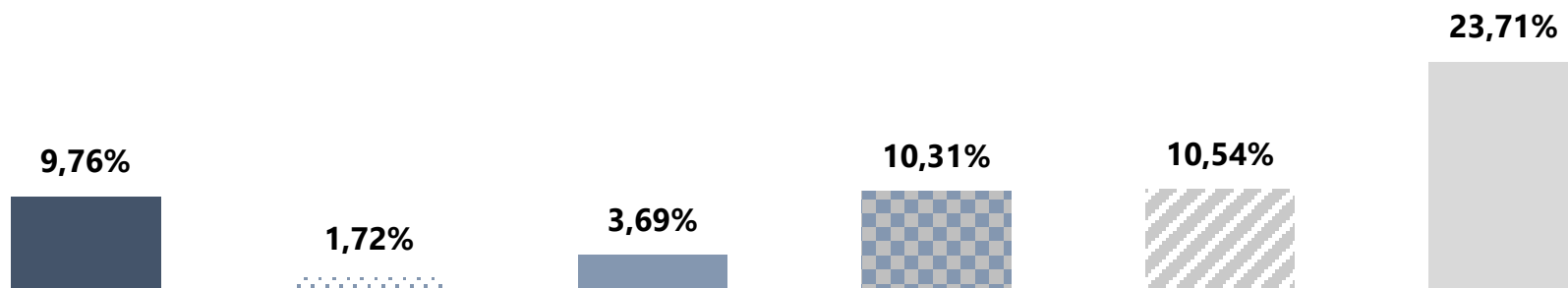
Standardized control premium, SBP

Premia z tytułu kontroli $\times$ alfa

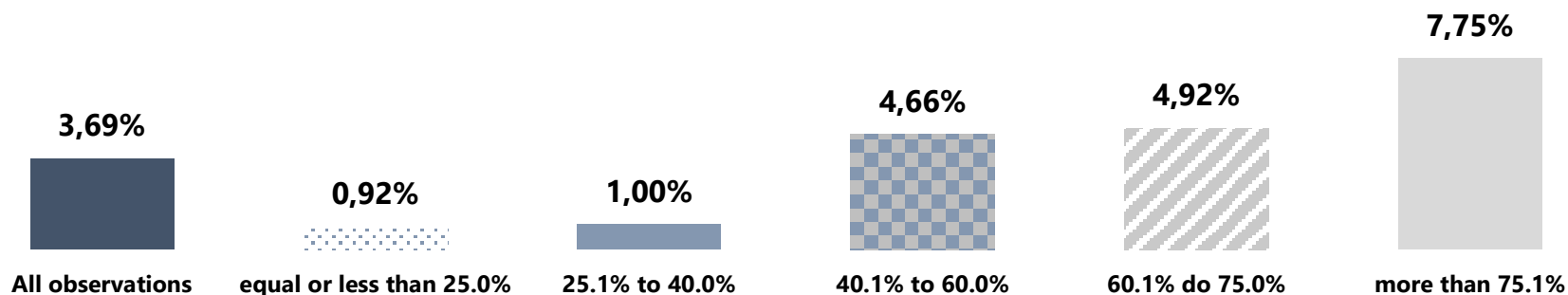
udział przejętego pakietu akcji w kapitale akcyjnym ogółem (liczba akcji zakupionych w ramach wezwania/liczba wszystkich akcji ogółem).



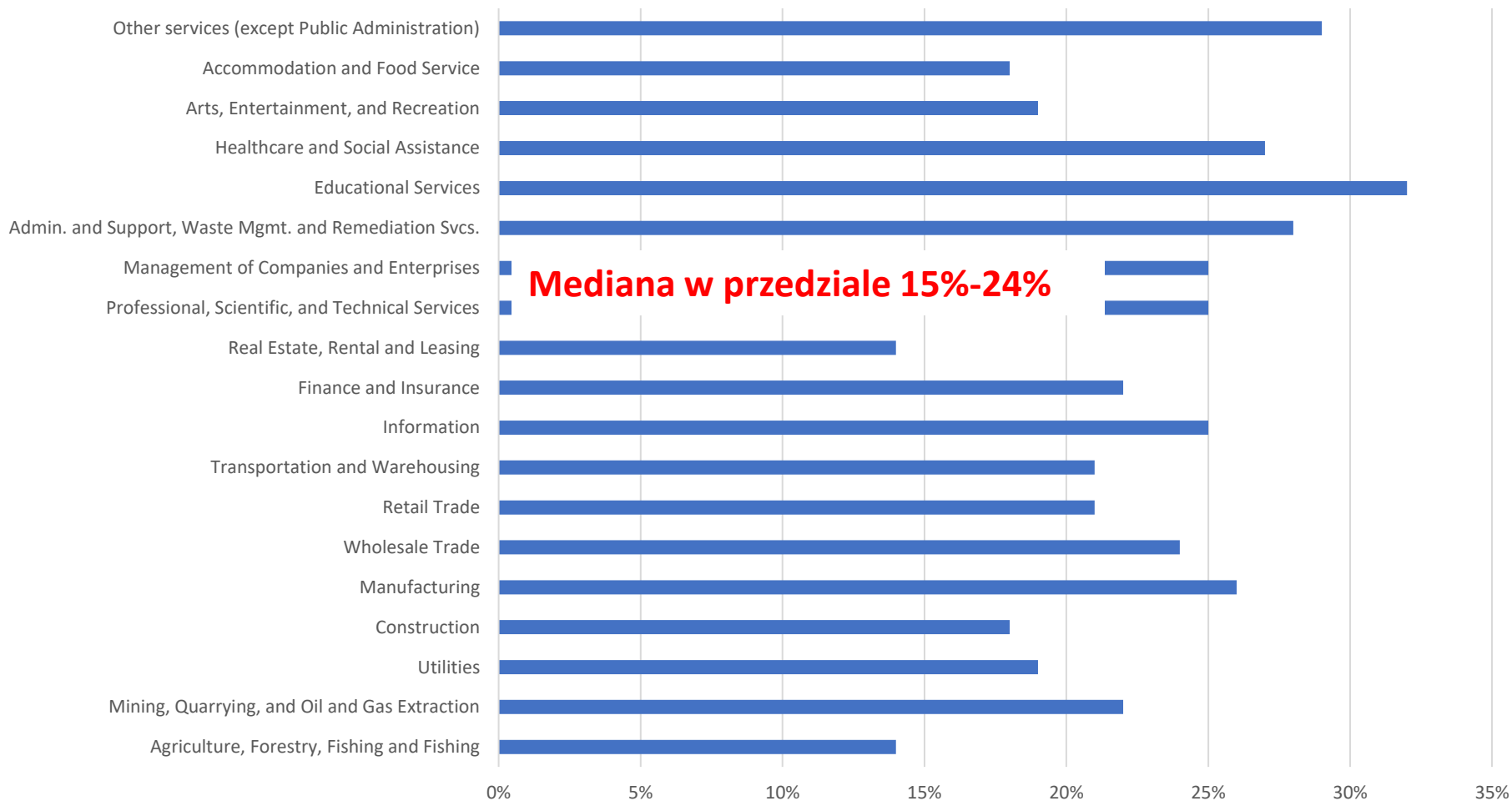
Średnia standardyzowana premia w wezwaniach na akcje powyżej ceny minimalnej (standardyzowana premia ustawowa)



powyżej ceny rynkowej w dniu ogłoszenia transakcji (standardyzowana premia ustawowa)



FactSet Mergerstat/BVR Control Premium Study Maj 2022



Masz pytania? napisz:

katarzyna.byrka-kita@usz.edu.pl
mateusz.czerwinski@usz.edu.pl



KATARZYNA BYRKA-KITA
MATEUSZ CZERWIŃSKI
DARIUSZ ZARZECKI

Dyskonto
z tytułu braku
płynności rynkowej
w wycenie
przedsiębiorstw

Dziękujemy za uwagę



A Spell of Eternal Friendship



Cast this spell to instantly acquire
deep friendship.

You will need:

1. A dog

Directions:

1. Buy a dog
2. That's it, just buy a dog