

## Wybrane premie i dyskonta w wycenie przedsiębiorstw – praktyczne podejście

Tomasz Wiśniewski\*

**Streszczenie:** *Cel* – Przedstawienie wybranych premii i dyskont stosowanych w praktyce wycen przedsiębiorstw w Polsce w kontekście doświadczeń rynków rozwiniętych.

*Metodologia badania* – Przegląd i analiza międzynarodowej literatury z zakresu wycen przedsiębiorstw oraz analiza transakcji i notowań giełdowych dla wybranych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

*Wynik* – Opracowanie wielowymiarowej koncepcji stosowania wybranych premii i dyskont w praktyce wycen przedsiębiorstw w Polsce.

*Oryginalność/wartość* – W aspekcie teoretycznym: zebranie kluczowych obszarów premii i dyskont, które były przedmiotem analiz. W aspekcie praktycznym: dostarczenie zestawienia przydatnego w praktycznym podejściu do wyceny prywatnych przedsiębiorstw w Polsce.

**Słowa kluczowe:** premia za wielkość spółki, dyskonto z tytułu utraty kluczowej osoby, premia za kontrolę, dyskonto za brak płynności, dyskonto holdingowe

### Wprowadzenie

Oszacowanie wartości przedsiębiorstw nienotowanych często wymaga przeprowadzenia zaawansowanych prac analitycznych mających na celu między innymi porównanie kluczowych parametrów finansowych i operacyjnych spółek prywatnych do podobnych spółek notowanych oraz opracowanie prognoz rozwoju wycenianych spółek w przyszłości.

Wyniki przeprowadzonych analiz w wielu przypadkach wymagają wprowadzenia stosownych korekt (w postaci premii lub dyskonta) w celu uwzględnienia czy to specyficznych uwarunkowań wycenianego podmiotu (takich jak na przykład wielkość spółki czy uzależnienie spółki od kluczowego personelu), czy też charakteru pakietu akcji/udziałów będącego przedmiotem oszacowania (w zależności od tego, czy jest to pakiet mniejszościowy, niedający kontroli nad podmiotem czy też niepłynny pakiet akcji niebędący przedmiotem obrotu na rynkach regulowanych).

---

\* mgr inż. Tomasz Wiśniewski, Politechnika Warszawska, magister biznesu, Szkoła Biznesu Politechniki Warszawskiej, Chartered Business Valuator (CBV), członek Canadian Institute of Chartered Business Valuators, Fellow of Association of Chartered Certified Accountants (ACCA), członek Rady Programowej programu Master na kierunku Accounting and Finance w Akademii Leona Koźmińskiego w Warszawie, Partner kierujący Zespołem wycen przedsiębiorstw, KPMG w Polsce, e-mail: twisniewski@kpmg.pl.

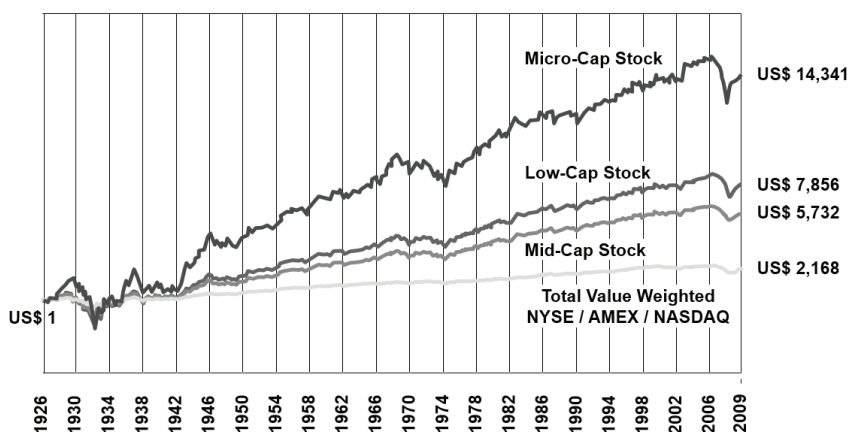
Innym rodzajem korekty, którą należy wziąć pod uwagę przy wycenie, jest dyskonto holdingowe. Nierzadko wyceniane spółki działają w ramach grup kapitałowych i struktur holdingowych, które powstawały w wyniku szeregu transakcji dotyczących spółek o nie zawsze jednorodnej działalności. Jeśli po transakcji nabycia spółki nie były łączone, pozostawały pod wspólną kontrolą jako niehomogeniczne organizmy, co może powodować, że wartość takiego holdingu niekoniecznie powinna być szacowana jako prosta suma jego składników.

W niniejszym opracowaniu przedstawiono zarówno podstawy teoretyczne stosowania wybranych premii i dyskont, jak również opis powszechnie przyjętej praktyki w opracowaniu wycen przedsiębiorstw w Polsce, porównując ją do praktyki stosowanej na rynkach rozwiniętych.

## 1. Premia (do kosztu kapitału) za wielkość spółki

Analizy regularnie przeprowadzane przez Ibbotson SBBI (Ibbotson SBBI Classic Yearbook, 2015), obejmujące okres od 1926 roku, a dotyczące osiągniętego zwrotu z inwestycji na przykładzie niemal 3500 spółek notowanych na giełdach amerykańskich pokazują, że istnieje odwrotnie proporcjonalna zależność pomiędzy wielkością spółki a zwrotem z inwestycji. Przykładowo, 1 dolar amerykański zainwestowany w 1926 roku w roku 2009 dałby:

- 2168 dolarów przy zainwestowaniu w indeks szerokiego rynku (NYSE/AMEX/NASDAQ),
- 5732 dolarów przy zainwestowaniu w spółki średniej wielkości,
- 7856 dolarów przy zainwestowaniu w spółki o niewielkiej kapitalizacji oraz
- 14 341 dolarów przy zainwestowaniu w spółki o najmniejszej kapitalizacji.



**Rysunek 1.** Zwrot z inwestycji a wielkość spółki

Źródło: Ibbotson SBBI Classic Yearbook (2010).

Dzieląc grupę analizowanych spółek na decyle w oparciu o ich kapitalizację, oszacowano takie parametry, jak współczynnik beta, wymagany zwrot z inwestycji, osiągnięty zwrot z inwestycji oraz nadwyżkę ponad wymagany zwrot, która nie jest premią za ryzyko systematyczne, wobec tego stanowi premię za wielkość.

**Tabela 1**

Premia za wielkość spółki na rynku amerykańskim

Decyl	Beta	Średnia stopa zwrotu (%)	Stopa zwrotu powyżej stopy wolnej od ryzyka (%)	Stopa zwrotu kapitału własnego powyżej stopy wolnej od ryzyka (%)	Premia za wielkość (%)
1	0,92	11,2	6,1	6,4	(0,4)
2	1,04	13,0	7,9	7,3	0,6
3	1,11	13,7	8,6	7,7	0,9
4	1,13	14,0	8,9	7,9	1,1
5	1,17	14,8	9,8	8,2	1,6
6	1,17	15,0	9,9	8,2	1,7
7	1,25	15,5	10,5	8,8	1,7
8	1,30	16,4	11,3	9,1	2,2
9	1,34	17,1	12,1	9,4	2,7
10	1,40	20,6	15,5	9,8	5,8
3–5	1,12	14,0	8,9	7,9	1,1
6–8	1,22	15,4	10,4	8,6	1,8
9–10	1,35	18,3	13,2	9,5	3,7

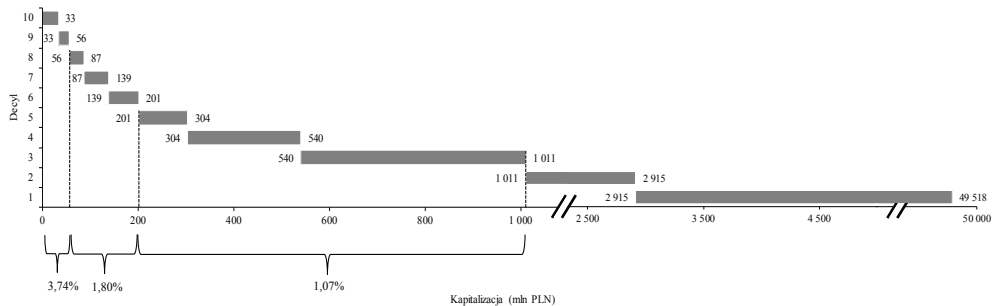
Źródło: Ibbotson SBBI Classic Yearbook (2015).

Z powyższej analizy wynika, że przykładowa premia za wielkość spółki (którą należałoby dodać do kosztu kapitału przy wyliczaniu stopy dyskonta) wynosiła:

- w grupie spółek o średniej kapitalizacji (*mid cap*, decyle 3–5): 1,1%,
- dla największych spółek (decyl 1): minus 0,4%, czyli ujemna premia,
- dla najmniejszych spółek (decyl 10): 5,8%.

Powyższe wyniki zdają się potwierdzać pewną intuicyjną prawidłowość wskazującą na fakt, że inwestorzy decydujący się na nabycie mniejszych spółek (a przez to, co do zasady, prawdopodobnie bardziej ryzykownych) oczekują wyższych zwrotów z inwestycji aniżeli w przypadku tzw. *blue chips*. Co więcej, inwestując w największe spółki, inwestorzy godzą się z osiągnięciem nieco niższych zwrotów niż z inwestycji w indeks szerokiego rynku.

Mając na uwadze, że w porównaniu do rynku amerykańskiego notowania spółek na GPW mają zdecydowanie krótszą historię, przeprowadzenie podobnych analiz dla polskiej giełdy prawdopodobnie byłoby obarczone wysokim ryzykiem błędu. Dlatego też w praktyce wycen przedsiębiorstw często stosowane jest skalowanie kapitalizacji spółek z zachowaniem premii z rynku amerykańskiego. Analiza decylowa kapitalizacji spółek WIG według stanu na 31 grudnia 2017 roku przedstawiono na rysunku 2.



**Rysunek 2.** Analiza decylowa kapitalizacji spółek WIG

Źródło: Analiza KPMG na podstawie danych z Capital IQ.

W procesie wyceny niepraktyczne byłoby analizowanie spółki w kontekście aż dziesięciu decyli, szczególnie że przyjęcie określonego poziomu premii wpływa na wynik wyceny i przypisanie spółki do danego decyla. Z tego względu spółki zazwyczaj przypisywane są do czterech grup, dla których ustalana jest premia dodawana do kosztu kapitału, która dla spółek o wartości poniżej 56 milionów złotych wynosi 3,74%, a dla spółek o wartości powyżej 1 miliarda złotych nie jest w praktyce stosowana.

**Tabela 2**

Premia do stopy dyskonta w zależności od poziomu kapitalizacji (mln zł)

Grupa	Decyl	Min	Max	Premia (%)
Duża kapitalizacja	1–2	1 011	49 518	0,00
Średnia kapitalizacja	3–5	201	1 011	1,07
Niska kapitalizacja	6–8	56	201	1,80
Mikro kapitalizacja	9–10	7	56	3,74

Źródło: Analiza KPMG na podstawie danych z Capital IQ.

## 2. Dyskonto z tytułu utraty kluczowej osoby w spółce

Pojęcie kluczowej osoby w spółce obejmuje tych pracowników, którzy odpowiadają za tworzenie oraz zarządzanie strategią spółki (są to zazwyczaj wybrani członkowie zarządu, rady nadzorczej lub właściciele). Atrybutami tych osób są zazwyczaj zdolności zarządcze, doświadczenie branżowe, relacje z klientami, dostawcami oraz pracownikami, sieć kontaktów zawodowych. Nagła utrata takiej kluczowej dla danej spółki osoby odbija się zarówno na jej działalności operacyjnej, jak i perspektywach rozwoju.

Istotna zależność spółki od kluczowej osoby jest źródłem ryzyka specyficznego, tj. dodatkowego ryzyka niewynikającego ze zmian rynkowych. Istnienie ryzyka niesystematycznego jest najczęściej uwzględniane przez dodanie do kosztu kapitału własnego odpowiedniej premii lub bezpośrednio pomniejszenie wyników wyceny o dyskonto z tytułu ryzyka utraty kluczowej osoby w spółce.

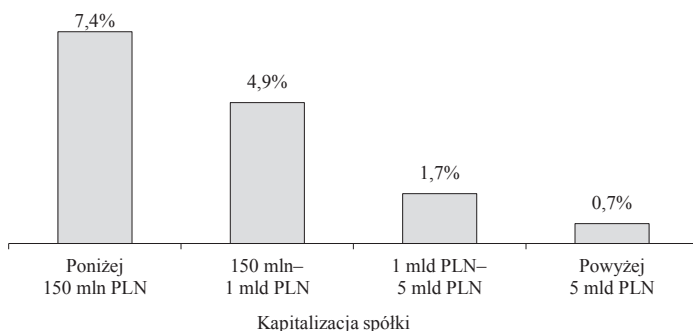
Stopień uzależnienia poszczególnego przedsiębiorstwa od kluczowej osoby jest mocno zróżnicowany, stąd każdy przypadek należy rozpatrywać indywidualnie. KPMG w Polsce przeanalizowało wpływ odejścia kluczowego personelu na zmianę wyceny spółki w przypadku 50 rezygnacji (zarówno dobrowolnych, jak i przymusowych) prezesów spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2005–2014. Wpływ na zmianę wyceny spółki był badany poprzez porównanie ceny zamknięcia akcji z dnia przed ogłoszeniem rezygnacji z ceną zamknięcia na 5 dni roboczych po tym zdarzeniu (Wiśniewski, Komór, 2015).

Odejście prezesa skutkowało spadkiem wyceny rynkowej przedsiębiorstwa średnio o 3,9%, co można interpretować jako średni poziom dyskonta z tytułu utraty kluczowej osoby w spółce.

Spośród 50 analizowanych przypadków spadek kursu akcji w badanym okresie 5 dni nastąpił jedynie w przypadku 30 spółek, a zmniejszenie ich wyceny rynkowej było silnie zróżnicowane i wyniosło od 1 do 29%.

Wyniki badania zostały przeanalizowane także pod kątem czynników takich, jak typ rezygnacji (dobrowolna lub przymusowa), wielkość spółki, liczba członków zarządu.

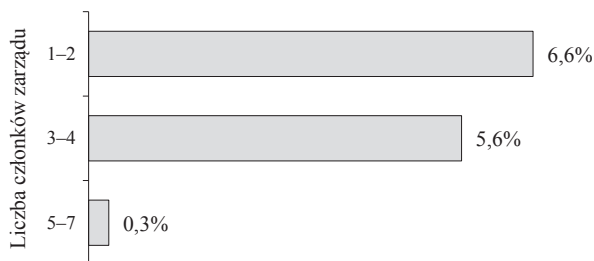
Rezygnacja dobrowolna skutkowała spadkiem wyceny rynkowej spółki średnio o 6,7%, podczas gdy odejście przymusowe nie wpływało na zmianę kapitalizacji giełdowej przedsiębiorstwa w sposób zauważalny (wzrost o 0,1%), co może być uzasadnione faktem, że odejścia przymusowe są często następstwem konfliktów lub pogorszenia się sytuacji finansowej spółki.



**Rysunek 3.** Kapitalizacja spółki a poziom dyskonta z tytułu utraty kluczowej osoby

Źródło: opracowanie własne KPMG na podstawie publicznie dostępnych danych.

Wyniki analizy wskazały na istotną ujemną zależność pomiędzy wielkością spółki a poziomem dyskonta z tytułu utraty kluczowej osoby. W szczególności, średni poziom dyskonta w grupie spółek o najniższej kapitalizacji, tj. poniżej 150 milionów złotych, wyniósł 7,4% i był o 6,7 p.p. wyższy od średniej z grupy o kapitalizacji powyżej 5 miliardów złotych, co można wyjaśnić m.in. większym rozproszeniem kontroli operacyjnej nad spółką oraz większą dostępnością odpowiednich następców w większym przedsiębiorstwie.



**Rysunek 4.** Liczba członków zarządu a poziom dyskonta z tytułu utraty kluczowej osoby

Źródło: opracowanie własne KPMG na podstawie publicznie dostępnych danych.

Istotny wpływ na wielkość dyskonta miała też liczba członków zarządu w spółce. W analizowanej próbie spółki posiadające jednego lub dwóch członków zarządu odnotowały średnio 6,6% spadek wyceny rynkowej, podczas gdy w grupie spółek posiadających od pięciu do siedmiu członków było to zaledwie 0,3%. Liczniejszy zarząd oznacza zazwyczaj znaczne rozłożenie istotnych zadań oraz przekłada się na większą dostępność i niższy koszt zastąpienia kluczowej osoby.

### 3. Premia za kontrolę

Badania przeprowadzone na rynku amerykańskim i przedstawione w Mergerstat Review (2010) opierały się na wezwaniach przeprowadzanych na międzynarodowych rynkach kapitałowych. Oszacowane premie uwzględniały różnicę pomiędzy ceną płynnych pakietów mniejszościowych a cenami z wezwań, w wyniku których zawarto transakcje i osiągnięto kontrolę nad spółką. Oczywiście tak wyliczone premie mają pewne ograniczenia, do których należy uwzględnienie możliwych synergii odzwierciedlających wartość inwestycyjną oraz czasem nieracjonalnie wysokich cen wynikających z konkurencyjnego procesu inwestycyjnego. Pomimo tych ograniczeń metodologia znalazła dość powszechne zastosowanie w praktyce wycen przedsiębiorstw.

Poziom premii dla wybranych krajów na poziomie kapitałów własnych przedstawiono w tabeli 3.

**Tabela 3**

Premia za kontrolę w wybranych krajach (%)

Kraj	Premia w stosunku do wartości kapitału własnego
Australia	30,7
Francja	19,6
Hong-Kong	12,0
RPA	24,1
Singapur	19,8
USA	36,9
Wielka Brytania	31,8
Włochy	32,5
Średnia*	30,4
Mediana*	31,3

\* Średnia arytmetyczna i mediana zawierają również inne kraje.

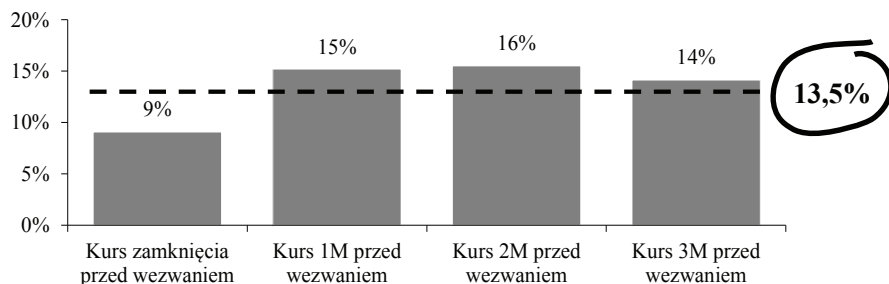
Źródło: BVR Special Report „Control Premiums”, za: Mergerstat Review (2010).

Z tabeli 3 wynika, że najczęściej obserwowany poziom premii na poziomie kapitałów własnych mieści się w przedziale pomiędzy 20 a 40% w stosunku do ceny giełdowej.

KPMG w Polsce przeprowadziło analizę 238 wezwań na spółki giełdowe, które miały miejsce w okresie od 1 stycznia 2009 do 31 stycznia 2018 roku. Z tych wezwań 178 zakończyło się powodzeniem, przy czym 73 z nich dotyczyły sytuacji, kiedy wezwanie wiązało się z przejściem kontroli nad spółką (dla uproszczenia przyjęto, że miało to miejsce w przypadku, kiedy wzywający przekraczał próg 50% akcji spółki).

Przeanalizowano oferowaną premię w stosunku do ceny minimalnej (zgodnie z wymogami Ustawy<sup>1</sup>), ceny zamknięcia z dnia poprzedzającego wezwanie oraz ceny sprzed jednego, dwóch i trzech miesięcy poprzedzających wezwanie. Wyniki przedstawiono na rysunku 5.

<sup>1</sup> Zgodnie z wymaganiami określonymi w Ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych cena proponowana w wezwaniu nie może być niższa od średniej ceny rynkowej z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania oraz nie może być niższa niż średnia cena rynkowa z okresu 3 miesięcy bezpośrednio poprzedzających ogłoszenie wezwania. W przypadku gdy nie jest możliwe ustalenie ceny zgodnie z warunkami przedstawionymi powyżej albo w przypadku spółki, w stosunku do której otwarte zostało postępowanie restrukturyzacyjne lub upadłościowe – nie może być niższa od ich wartości godziwej. Cena akcji proponowana w wezwaniach nie może być również niższa od najwyższej ceny, jaką za akcje spółki będące przedmiotem wezwania wzywający lub pozostałe strony Porozumienia 1 i Porozumienia 2 określonych w pkt 14 Ustawy, lub ich podmioty zależne lub wobec nich dominujące zapłaciły w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania.



**Rysunek 5.** Premie za kontrolę w Polsce (wezwania w okresie od 1.01.2009 do 31.01.2018 r.)

Źródło: Analiza KPMG na podstawie informacji publicznych o badanych wezwaniach.

Wyniki osiągnięte dla polskiego rynku są istotnie niższe niż dla innych rozwiniętych rynków objętych badaniem przez Mergerstat (2010). Taki stan rzeczy można tłumaczyć następującymi czynnikami:

- analizy dla rynku polskiego dotyczyły przede wszystkim lat 2009–2017, kiedy transakcje były realizowane w środowisku niskich stóp procentowych i ogólnie niskiego kosztu kapitału, stąd niższa premia była wystarczająca do przekonania inwestorów o wyjściu z inwestycji,
- polski rynek kapitałowy jest rynkiem rozwijającym się, stąd wciąż niewielkie doświadczenie w „negocjowaniu” podwyższenia premii w transakcjach,
- stosunkowo niewielka siła przetargowa stowarzyszeń inwestorów indywidualnych oraz grup inwestorów (jednakże w ostatnich latach można zaobserwować wzrost wezwań, w których na skutek negocjacji została podwyższona cena początkowa),
- utrzymująca się przez kilka lat niepewność co do dalszych losów Otwartych Funduszy Inwestycyjnych i wpływu ich likwidacji na GPW przyczyniła się do zwiększenia ilości wezwań i większej skłonności inwestorów (w tym OFE) do odpowiadania te na wezwania co prowadziło do obniżenia jednostkowej premii.

Ciekawe wnioski wynikają z analizy wezwań przeprowadzonych w latach 2010–2017, w których przejście kontroli miało służyć wycofaniu spółki z rynku giełdowego. Badając łącznie 31 wezwań okazało się, że średnia arytmetyczna premia w przypadku *delistingu* była niemal o 12 p.p. wyższa, niż w sytuacji, kiedy opuszczenie giełdy przez spółkę nie było rozważane. Natomiast średnia ważona wartością wezwania w przypadku *delistingu* była tylko o 2 p.p. wyższa, co wskazuje, że przy wezwaniach przeprowadzanych z chęcią wycofania spółki z giełdy, w przypadku dużych spółek inwestorzy nie powinni liczyć na nadzwyczajne premie.



#### 4. Premia za płynność spółki

Liczne badania przeprowadzane na rynku amerykańskim dotyczyły między innymi akcji z ograniczoną możliwością sprzedaży (*restricted shares*). Zostały one przedstawione zbiorczo w „Discounts and Premiums” (Pratt, 2009).

Praktycznie do lat 90. XX wieku przeciętne dyskonto z tytułu braku płynności przekraczało 30%. Dopiero po złagodzeniu wymogów SEC dotyczących rejestrowania *restricted shares* dyskonto to spadło do 21%, a po skróceniu okresu, w którym nie wolno było dokonywać transakcji, z dwóch lat do jednego roku, spadło ono do 13%. Poziom dyskonta z tytułu braku płynności akcji przez jeden rok był zbieżny z rocznym kosztem kapitału.

Należy jednak mieć na uwadze, że tak oszacowane dyskonto ma zastosowanie wyłącznie do sytuacji, kiedy po okresie „niepłynności” można bezzwłocznie sprzedać posiadany pakiet akcji. Ma to zazwyczaj zastosowanie w przypadku pakietów akcji notowanych, natomiast w przypadku akcji nienotowanych okres „niepłynności” może ulec wydłużeniu, gdyż transakcje M&A na polskim rynku mogą trwać nawet ponad 18 miesięcy.

W praktyce wybór odpowiedniego dyskonta powinien uwzględniać m.in. płynność aktywów, płynność finansową, prawdopodobieństwo wprowadzenia spółki na giełdę, wielkość spółki oraz wielkość mniejszościowego pakietu akcji/udziałów.

Przyjmując, że przeciętny czas realizacji transakcji M&A w Polsce wynosi obecnie od 12 do 18 miesięcy, to przy średniej stopie dyskonta wynoszącej 10%, dyskonto za brak płynności (pakietu kontrolnego) wynosi od 10 do 15%.

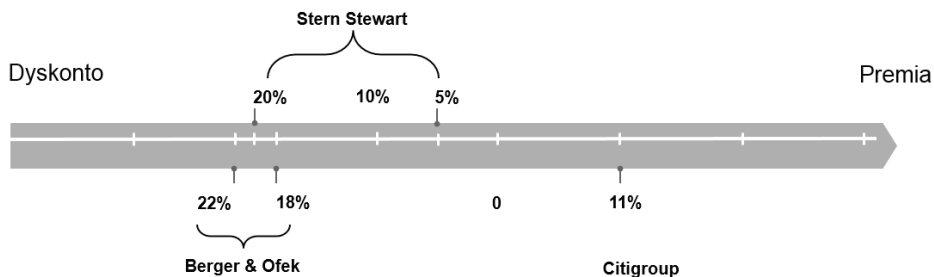
Analizując ponad 20 transakcji giełdowych zrealizowanych w Polsce w latach 2014–2017 w ramach przyspieszonej księgi popytu (*Accelerated Book Building – ABB*), okazuje się, że przy transakcjach o wartości do poziomu około 400 milionów złotych, dyskonto w stosunku do bieżącego kursu giełdowego było znaczące, na poziomie 9–11%. Dla większych transakcji dyskonto wyniosło już tylko około 5%.

#### 5. Dyskonto holdingowe

Dyskonto holdingowe (*conglomerate discount, holding discount*) jest często uwzględniane w wycenach przedsiębiorstw w rozwiniętych gospodarkach Stanów Zjednoczonych i Europy Zachodniej i jest szacowane najczęściej w przedziale od 5 do 10%, z ekstremalnymi wartościami na poziomie aż 20% (Heppelmann, Hoffleith, 2009). Pojawiają się także analizy wskazujące, że dyskonto to wynosi od 13 do 15% na poziomie wartości przedsiębiorstwa i nawet od 18 do 22% na poziomie wartości kapitałów własnych (Berger, Ofek, 1995).

Sytuacja kształtuje się zgoła odmiennie w krajach azjatyckich, a także w Ameryce Południowej, gdzie ogromne holdingi zazwyczaj mają w tych krajach odpowiednie relacje polityczne pozwalające im skutecznie działać na tych rynkach. Z tego też względu zdarza się, że takie holdingi w Ameryce Południowej wyceniane są nie z dyskontem, lecz z premią

(rzędu 11%) w stosunku do sumy wartości ich składników, jak wynika z szacunków Citigroup (*Starbursting*, 2011).



**Rysunek 6.** Dyskonto holdingowe

Źródło: Berger, Ofek (1995); Heppelmann, Hoffleith (2009); *Starbursting* (2011).

Dyskonto holdingowe empirycznie jest szacowane w sytuacji, kiedy giełda wycenia holding (poprzez kurs jego akcji) poniżej łącznej wartości spółek wchodzących w jego skład. Wśród argumentów uzasadniających taką sytuację wymieniane są:

- trudniejsze zarządzanie zróżnicowanymi grupami,
- dążenie do utrzymania *status quo*, kiedy to spółki mające gorsze wyniki nie są wyceniane na zero (jak prawdopodobnie byłoby gdyby spółki działały samodzielnie), ale na wartość ujemną, gdyż otrzymując od spółek z holdingu/grupy subsydia, niejako wstrzymują rozwój tych lepszych, które wówczas mają ograniczone środki na rentowne inwestycje,
- większa niefrasobliwość w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, gdyż holdingi dysponując znacznymi rezerwami gotówki i odczuwając presję na jej wydanie, inwestują czasami z pominięciem szczegółowej analizy opłacalności takiej inwestycji.

Analitycy rynkowi i giełdowi nie poświęcają też wystarczająco dużo czasu, żeby zrozumieć złożone grupy kapitałowe, poznać poszczególne segmenty ich działalności i odpowiednio przedstawić je w raportach analitycznych, dlatego też nie potrafią przypisać właściwych mnożników do wyceny holdingów.

Potwierdzenie tej prawidłowości wydaje się wynikać z wielu transakcji rozważanych lub przeprowadzanych globalnie, mających na celu wydzielenie i sprzedaż działalności pozostających poza podstawowym obszarem specjalizacji danej grupy. Przykładem może być wydzielenie spółki Ferrari z grupy Fiat i zaoferowanie 10% jej akcji w ofercie publicznej, co spowodowało, że akcje Ferrari od debiutu w październiku 2015 roku do końca 2017 roku wzrosły o niemal 100%.

Inne badanie przeprowadzone przez Marakon Associates (Kaye, Yuwono, 2003) na niemal 90 spółkach holdingowych o kapitalizacji przekraczającej 500 milionów dolarów potwierdza tezę o występowaniu dyskonta dla spółek holdingowych, wykazując, że wzrost

wartości konglomeratów był przeciętnie niższy niż wzrost indeksu giełdowego, traktowany jako punkt odniesienia dla szerokiego rynku.

Oprócz wykazania powyższej tezy, badanie wskazuje na występowanie pewnej kategorii holdingów, które dawały ponadprzeciętne zwroty istotnie przekraczające założony benchmark, wskazując na cechy, które umożliwiły osiągnięcie takich rezultatów (są to cechy charakterystyczne dla funduszy typu „private equity”), mianowicie:

- skupienie się na kryteriach i miernikach finansowych,
- odejście od koncentracji na aspektach operacyjnych i strategicznych,
- utrzymywanie ducha przedsiębiorczości w spółkach portfelowych, które były nieustannie rozwijane,
- aktywne poszukiwanie przez holding kupców na spółki portfelowe, gotowych zapłacić premię w transakcji M&A,
- realizacja akwizycji z wykorzystaniem starannie wypracowanego podejścia, rygorystycznie przestrzegając procedur i nie dając się ponieść emocjom w trakcie procesu, nierzadko odchodząc od stołu negocjacyjnego, kiedy ceny, które należałoby zapłacić w celu nabycia spółki, przekraczały oszacowane wyceny.

W przypadku polskich spółek przeprowadzono analizę dla sześciu notowanych spółek holdingowych z indeksu WIG 20 obliczając wskaźnik P/BV według stanu na 30 września 2017 roku i porównując go ze wskaźnikami spółek porównywalnych, notowanych na GPW. Nie stwierdzono prawidłowości potwierdzającej tezę o występowaniu dyskonta za holding.

Mając powyższe na uwadze, przy wycenie spółek holdingowych należy dokładnie przeanalizować naturę działalności spółki i zastanowić się, czy najczęściej stosowane podejście *sum-of-the-parts*, czyli sumowanie wartości godziwych poszczególnych składników holdingu, będzie tym prawidłowym, czy jednak uzasadnione może być zastosowanie dyskonta za holding.

Wśród sygnałów wskazujących na konieczność zastosowania takiego dyskonta należy wymienić bardzo zróżnicowany zakres działalności spółek, niski mnożnik P/BV oraz niski łączny zwrot dla akcjonariuszy (wzrost wartości akcji plus dywidenda) w dłuższym okresie.

## Uwagi końcowe

Powyższa analiza stanowi próbę spojrzenia na kilka ważnych obszarów, z którymi na co dzień stykają się praktycy zajmujący się wyceną przedsiębiorstw. Zaproponowane premie i dyskonta stanowią jedną z propozycji do rozważenia w praktyce wycenowej. Biorąc pod uwagę liczne opracowania na temat premii oraz dyskont dostępne dla rynków zagranicznych, wydaje się, że obszary te nie zostały jeszcze wystarczająco przebadane dla polskiego rynku kapitałowego. Wierzę, że niniejsze opracowanie będzie stanowić przyczynek do dalszych analiz, zarówno w środowisku akademickim, jak i wśród praktyków, i pozwoli na opracowanie wielowymiarowej analizy premii i dyskont typowych dla polskiego rynku.

## Literatura

- Berger, P., Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 1 (37), 39–65.
- Heppelmann, S., Hoffleith, M. (2009). Holding structure – from Conglomerate Discount to Management Value Added. *Stern Stewart Research*, 36, 2–14.
- Ibbotson SBBI 2010 Valuation Yearbook (2010). Chicago: Morningstar.
- Ibbotson SBBI 2015 Classic Yearbook (2011). Chicago: Morningstar.
- Kaye, C., Yuwono J. (2003). *Conglomerate Discount or Premium? How some Diversified Companies Create Exceptional Value*. Marakon Associates Research.
- Mergerstat Review 2010 (2010). FactSet Mergerstat Llc.
- Pratt, Shannon, P. (2009). *Business Valuation Discounts and Premiums*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Starbursting* (2011). The Economist. Pobrano z: <http://www.economist.com/node/18440915#print> (10.02.2018).
- Wiśniewski, T., Komór, J. (2015). *Ile kosztuje odejście prezesa?* Hbrp.pl. Pobrano z: <https://www.hbrp.pl/a/ile-kosztuje-odejscie-prezesa/tq2XnqVb> (12.02.2018).

### PREMIUMS AND DISCOUNTS IN BUSINESS VALUATION – PRACTICAL APPROACH

**Abstract:** *Purpose* – Presentation of selected premiums and discounts applicable in business valuation in Poland in the context of the developed markets experience.

*Design/methodology/approach* – Overview and analysis of international literature dedicated to business valuation. The analysis of transactions and stock exchange listings for selected companies listed on the Warsaw Stock Exchange.

*Findings* – The development of a multidimensional concept for use of selected premiums and discounts in business valuation in Poland.

*Originality/value* – Theoretical aspect concerns the collection of key areas of premiums and discounts, which are the subject of the analyses. Practical area concerns delivering of a summary, which can be useful in the practical approach to valuation of private companies in Poland.

**Keywords:** size premium, key employee discount, control premium, illiquidity discount, conglomerate discount

## Cytowanie

- Wiśniewski, T. (2018). Wybrane premie i dyskonta w wycenie przedsiębiorstw – praktyczne podejście. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (91), 391–402. DOI: 10.18276/frfu.2018.91-32.