

OPIS STOSOWANYCH METOD WYCENY

KUPUJ/AKUMULUJ/NEUTRALNIE/REDUKUJ/SPRZEDAJ

– oznacza, iż ocenie autorów rekomendacji kurs spółki w ciągu roku może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego. System rekomendacyjny Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. opiera się na wyznaczaniu cen docelowych w horyzoncie 12 miesięcy i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. przy sporządzaniu rekomendacji korzysta co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- ✚ Analiza scenariuszowa,
- ✚ Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV),
- ✚ Mnożnik docelowy,
- ✚ Porównawczej (w tym model ROE-P/BV),
- ✚ Suma części (sum of the parts, SOTP),
- ✚ Metoda wartość aktywów netto,
- ✚ Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM),
- ✚ Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- ✚ Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych (ZZR).

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny, scenariusz bazowy, scenariusz pozytywny, przy czym każdemu scenariuszowi nadawane są prawdopodobieństwa. Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założenia znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV - risk-adjusted net present value) jest metodą stosowaną do prognozy przyszłych przepływów pieniężnych w ryzykownych projektach. W wycenie spółek biotechnologicznych, polega ona na ważeniu przepływów pieniężnych w poszczególnych fazach rozwoju leku prawdopodobieństwem sukcesu w danej fazie. Głównymi zaletami tej metody jest uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu. Wadami tej metody jest duża ilość założeń i wysoki poziom skomplikowania obliczeń.

Mnożnik docelowy: wycena na podstawie mnożnika docelowego oparta jest na założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych mnożników cenowych. Do zalet tej metody można zaliczyć możliwość zastosowania jej do każdej spółki. Z drugiej jednak strony metoda ta jest bardzo subiektywna.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

SOTP - metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody uznać można niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże wartości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do przeprowadzenia. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może nie oszacować właściwie wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta może być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowana wartość rezydualna. Do jej mocnych stron zaliczyć można oparcie wyceny na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utraconych korzyści przez właścicieli kapitału. Wadami wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych jest duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i przyjąć, a także wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w raportach analitycznych, analizach i rekomendacjach:

BV - wartość księgowa

CAGR - średnioroczny wzrost

COE - koszt kapitału własnego

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

D/E -(wskaźnik wypłaty dywidendy) -relacja dywidenda przypadająca na akcję do zysk na akcję

Dług netto - suma zobowiązań oprocentowanych pomniejszona o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

DPS - dywidenda na akcję

DY - (Stopa dywidendy) dywidenda na akcję podzielona przez kurs akcji

E/D - (wskaźnik pokrycia dywidendy) -relacja zysku na akcję do dywidendy na akcję

EBIT - zysk operacyjny

EBIT/EV - iloraz zysku z działalności operacyjnej i wartości ekonomicznej (vide EV)

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk na akcję

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EV/EBITDA - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ (zysk operacyjny + amortyzacja)

FCF - wolne przepływy pieniężne

L-F-L - wzrost na wartościach porównywalnych

Marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów ze sprzedaży

Marża EBIT -relacja zysk z działalności operacyjnej do przychodów ze sprzedaży

Marża EBITDA -relacja EBITDA do przychodów ze sprzedaży

MC/EBIT - iloraz kapitalizacji (iloczyn kursu akcji i liczby akcji) oraz zysku z działalności operacyjnej

MC/S - iloraz kapitalizacji (liczba wyemitowanych akcji razy kurs akcji) i przychodów ze sprzedaży

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

P/BV - cena/wartość księgowa

P/CF -relacja kursu akcji do sumy przypadającego na akcję zysku netto i amortyzacji

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

ROA - zwrot na aktywach

ROE - zwrot na kapitale własnym

WACC - średni ważony koszt kapitału