



DOI: 10.18276/SIP.2018.53/3-05

Halina Węgrzyn*

Wyższa Szkoła Handlowa we Wrocławiu

SZACOWANIE WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA NA PRZYKŁADZIE FIRMY Z BRANŻY TELEKOMUNIKACYJNEJ

Streszczenie

Celem artykułu jest przedstawienie autorskiej metody oszacowania wartości organizacji z branży telekomunikacyjnej – metody dochodowej DCF – oraz wskazanie nośników mających wpływ na kształtowanie się wartości małych i średnich przedsiębiorstw. Zaprezentowano analizę determinant wartości przedsiębiorstwa, w tym wolnych przepływów pieniężnych i średniego ważonego kosztu kapitału, na podstawie badań literatury, analizy przypadków oraz wieloletniego doświadczenia autora w zakresie wyceny małych i średnich firm. Przedstawiono także procedurę szacowania wartości tego typu przedsiębiorstwa działającego na terenie Wielkopolski oraz świadczącego usługi telekomunikacyjne dla klienta biznesowego i hurtowego.

Słowa kluczowe: zarządzanie wartością małych i średnich przedsiębiorstw, szacowanie wartości przedsiębiorstwa

* Adres e-mail: halina.wegrzyn@handlowa.eu.

Wprowadzenie

Celem zarządzania finansami jest maksymalizowanie wartości firmy. Każda decyzja podwyższająca wartość organizacji uważana jest za dobrą, natomiast decyzja zmniejszająca wartość firmy jest postrzegana jako zła. Wybór celu polegającego na maksymalizacji wartości firmy zapewnia spółce wewnętrzną spójność (Damaran, 2007, s. 47), wyższe kursy akcji i wzrost wielkości wypłacanych dywidend (Marsh, 1999, s. 58–59), redefiniuje cele, struktury i systemy, ożywiając strategię i procesy operacyjne, a także przewartościowuje praktyki zarządzania zasobami ludzkimi (Boulos i in., 2001, s. 54). Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa odgrywa istotną, wspomagającą rolę na każdym etapie rozwoju firmy, niemal w każdym obszarze zarządzania. Celem istnienia każdego przedsiębiorstwa, w tym także telekomunikacyjnego, jest maksymalizacja dochodów jego właścicieli (Word, 1993, s. 5). Podstawowym zatem zadaniem zarządzania finansami jest wskazanie menedżerom tych wariantów decyzji, które przyczyniają się do zwiększania bogactwa właścicieli organizacji poprzez wzrost wartości podmiotu gospodarczego lub wartości zainwestowanych w niego kapitałów własnych. Z tego celu wynikają wszelkie strategie i inne specyficzne działania realizowane przez przedsiębiorstwa. Cel nadrzędny – maksymalizacja wartości firmy – wymaga uwzględnienia w decyzjach finansowych czynników ryzyka oraz zmian wartości pieniądza w czasie, co ma swój wpływ na wielkość oczekiwanych dochodów z każdej zainwestowanej w firmę kwoty kapitału własnego (Szczepankowski, 2004, s. 24). Ochrona interesów inwestorów i właścicieli przedsiębiorstw zrodziła koncepcję zarządzania wartością firmy. W niniejszym artykule przedstawiono czynniki wpływające na kreowanie wartości małych i średnich przedsiębiorstw, a tym samym przyczyniające się do bogacenia ich właścicieli. Dokonano tego na podstawie przeglądu literatury, analizy przypadków i doświadczenia zawodowego. Przedmiotem badania jest przedsiębiorstwo działające na obszarze województwa wielkopolskiego z branży telekomunikacyjnej, świadczące usługi telefonii stacjonarnej, dostępu do internetu, w tym szerokopasmowego, a także zaawansowanych usług dla klientów biznesowych i odbiorców hurtowych. W kolejnym etapie oszacowano wartość tego przedsiębiorstwa za pomocą metody DCF (Discounted Cash Flow). Należy zauważyć, że świadomość menedżerów w zakresie znajomości czynników tworzących wartość firmy pozwala na lepsze podejmowanie decyzji w zakresie bieżącego zarządzania przedsiębiorstwem, a w długim okresie wpływa pozytywnie na bogacenie się właścicieli.

1. Znaczenie czynników kreowania wartości przedsiębiorstwa

A. Rappaport wyróżnia siedem kluczowych czynników decydujących o wzroście wartości dla akcjonariuszy, którymi są: stopa wzrostu przychodów ze sprzedaży, marża zysku operacyjnego, stopa podatkowa, kapitał obrotowy netto, nakłady kapitałowe, okres przewagi konkurencyjnej oraz średni ważony koszt kapitału (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*) (Rapaport, 1986, s. 42). Oznacza to, że koszt kapitału własnego jako jeden z czynników tworzących WACC ma wpływ na kreowanie wartości dla akcjonariuszy. A. Duliniec natomiast do podstawowych czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa zalicza: tempo wzrostu sprzedaży, marżę zysku operacyjnego, stawkę podatku dochodowego, tempo wzrostu za-inwestowanego kapitału, tj. inwestycje netto w majątek trwały i przyrost kapitału obrotowego netto, strukturę i koszt kapitału oraz długość okresu wzrostu (Duliniec, 2001, s. 157).

Według koncepcji A. Rappaporta czynniki kształtujące wartość dzielą się na ogólne, dotyczące każdego przedsiębiorstwa i wszystkich sektorów, oraz na „mikroczynniki” charakterystyczne dla sektora. Do czynników makroekonomicznych zalicza się: wzrost, rentowność, ryzyko oraz elementy finansowe. Analiza makroczynników ułatwia ocenę działalności jednostek organizacyjnych firmy. Natomiast „mikroczynniki” zwane czynnikami operacyjnymi są specyficzne dla danej branży (Rappaport, 1999, s. 188).

A. Damodaran słusznie zauważa, że wartość firmy i jej aktywów determinowana jest przez przepływy pieniężne, jakie generować będą w przyszłości aktywa spółki, oraz niepewność towarzysząca tym przepływom. Te oczekiwania zmieniają się w czasie, w miarę jak pojawiają się nowe informacje o firmie i zachodzą zmiany w otoczeniu makroekonomicznym (Damodaran, 2007, s. 45). A zatem wartość dla akcjonariuszy określana jest przez obecną wartość przyszłych wolnych przepływów pieniężnych FCF (Free Cash Flow) generowanych przez firmę, która jest dyskontowana przy wykorzystaniu średniego ważonego kosztu kapitału – WACC, a następnie pomniejszana o wartość zadłużenia firmy.

Dla oszacowania wartości przedsiębiorstwa często wykorzystuje się metodę DCF. Konieczne jest wówczas ustalenie prognozy FCF, co sprowadza się do dokonania umiejętniej prognozy podstawowych sprawozdań finansowych firmy, a więc: bilansu, rachunku zysków i strat oraz sprawozdania z przepływów pieniężnych. Przy dyskontowaniu przepływów pieniężnych ważne jest wyznaczenie odpowiedniego dla nich kosztu kapitału spełniającego rolę stopy dyskontowej; w przypadku

stosowania metody DCF w wariantcie bezpośrednim dla właścicieli, dyskontującym FCFE (*Free Cash Flow to Equity*), rolę stopy dyskontowej spełnia koszt kapitału własnego k^e . W przypadku dyskontowania przepływów pieniężnych przynależnych wszystkim stronom finansującym FCFF (*Free Cash Flow to the Firm*) będzie to średni ważony koszt kapitału WACC. Wartość przedsiębiorstwa (V) określa się wówczas następującą formułą:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} FCF_t \frac{1}{(1+WACC)^t}.$$

Z powyższych rozważań wynika, że wolne przepływy pieniężne generowane przez przedsiębiorstwo oraz średni ważony koszt kapitału własnego i obcego mają duży wpływ na kształtowanie się wartości danej organizacji.

2. Wycena przedsiębiorstwa z branży telekomunikacyjnej metodą DCF

Przedmiotem wyceny jest średniej wielkości spółka z branży telekomunikacyjnej, która rozpoczęła działalność operatorską w latach 90. Podstawowe dane finansowe badanej organizacji przedstawia tabela 1.

Tabela 1. Podstawowe parametry finansowe badanej organizacji w latach 2014–2016

Wyszczególnienie	2014	2015	2016
przychody ze sprzedaży	6 145 374,10	6 007 913,82	5 529 644,82
koszty z działalności operacyjnej	7 084 786,98	5 634 278,29	5 329 779,96
zysk z działalności operacyjnej EBIT	-1 451 299,87	404 509,63	171 138,36
amortyzacja	2 042 494,93	1 244 676,21	1 372 710,24
EBITDA	591 195,06	1 649 185,84	1 543 848,60
zysk brutto	-1 374 658,97	222 947,92	222 151,52
zysk netto	-1 343 787,77	168 994,32	220 533,52

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanej organizacji.

Wycena analizowanej spółki dokonana została za pomocą autorskiej procedury wyceny metodą dochodową DCF z uwzględnieniem kontynuacji działalności przedsiębiorstwa.

Dla celów wyceny metodą DCF przyjęto następujące założenia ogólne:

1. Okres projekcji obejmuje lata 2017–2022.
2. Stopa podatku dochodowego wynosi 19%, przy czym założono, że w latach 2017–2022 spółka nie płaci podatku dochodowego z uwagi na stratę podatkową z lat poprzednich.
3. Stopa dyskontowa reprezentowana przez WACC oszacowana została na poziomie 10,9% (patrz tabela 2). Zastosowanym sposobem wyznaczania kosztu kapitału własnego jest oparcie go na stopie dochodu z długoterminowych obligacji skarbowych powiększonej o premię za ryzyko¹. Koszt kapitału własnego w ujęciu procentowym obliczono na podstawie średniej (mediany) rentowności długoterminowych obligacji skarbowych (6,6%), powiększonej o premię za ryzyko, która została określona na poziomie 6,5%². Koszt długu obliczono natomiast jako stawkę WIBOR 3M na dzień wyceny, powiększoną o marżę na poziomie 1,5%. Ponadto założono 30% udziału kapitału obcego w całości zaangażowanego kapitału spółki.

Tabela 2. Szacowanie kosztu kapitału własnego oraz WACC

Wyszczególnienie	%
stopa wolna od ryzyka	6,60
premia za ryzyko rynkowe	6,5
koszt kapitału własnego	13,10
WIBOR 3M na dzień wyceny	3,85
marża	1,50
długoterminowy koszt długu	5,37
stawka podatku	19
koszt długu po opodatkowaniu	4,35
procentowy udział kapitału obcego	30,00
średni ważony koszt kapitału (WACC)	10,90

Źródło: opracowanie własne.

¹ Koszt kapitału własnego można wyliczyć na podstawie metody AHP (*Analytic Hierarchy Process*) (Węgrzyn, 2016).

² W praktyce większość biur maklerskich (np. AmerBrokers, BDM, CDM, BRE) w Polsce przyjmuje w założeniach do publikowanych rekomendacji dla spółek GPW w Warszawie premię za ryzyko na poziomie około 5%. Premię tę jednak należałoby zwiększyć w przypadku spółek niepublicznych. Biorąc pod uwagę powyższe, przyjęto wobec analizowanej spółki, że premia ta powinna wynosić 6,50%, ponieważ badana organizacja nie jest spółką giełdową.

Stopa wzrostu sumy FCF z ostatniego roku objętego projekcją w dalszym okresie działalności spółki – q – określona została na poziomie 3% (poziom inflacji).

Wartość rezydualną firmy RV ustalono na podstawie równania:

$$RV = \frac{(1+q)FCFn}{(WACC - q)},$$

gdzie:

F – to FCF z ostatniego roku objętego projekcją.

Wartość przedsiębiorstwa stanowi suma zaktualizowanych wartości FCF i zaktualizowanej RV .

Szczegółowe założenia stanowiące nośniki materialne wartości przedsiębiorstwa z branży telekomunikacyjnej zawarte w metodzie dochodowej na lata 2017–2022 ujęte zostały w tabeli 3. Natomiast wycena tej organizacji wyznaczona została zgodnie z założeniami zawartymi w tabeli 4.

Tabela 3. Materialne nośniki wartości, stanowiące szczegółowe założenia do wyceny przedsiębiorstwa z branży telekomunikacyjnej

	Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1.	liczba lokali mieszkalnych	6100	6100	6100	7300	7300	7300
2.	zakładana penetracja usługowa telewizji MVNO (%)	0,0	2,2	6,7	10,3	11,8	11,5
3.	średnie miesięczne przychody z klienta usługi telewizji MVNO	– zł	29,95 zł	35,74 zł	42,52 zł	50,28 zł	59,35 zł
4.	liczba klientów usługi telewizji MVNO	0	135	407	753	859	841
5.	średnie miesięczne przychody z usługi telewizji MVNO	– zł	4 028,89 zł	14 527,25 zł	32 029,89 zł	43 206,63 zł	49 897,12 zł
6.	baza przychodowa z usługi telewizji MVNO	– zł	48 346,74 zł	174 326,98 zł	384 358,69 zł	518 479,58 zł	598 765,41 zł
7.	średnie roczne przychody z usługi telewizji MVNO		7 252,01 zł	26 149,05 zł	57 653,80 zł	77 771,94 zł	89 814,81 zł
8.	zakładana penetracja usługowa telewizji IPTV	0,0%	1,1%	4,0%	10,0%	16,9%	21,5%
9.	średnie miesięczne przychody z pojedynczej usługi telewizji IPTV	– zł	38,00 zł	45,40 zł	51,09 zł	56,50 zł	61,94 zł
10.	liczba klientów usługi telewizji IPTV	0	66	242	729	1231	1571
11.	średnie miesięczne przychody z usługi telewizji IPTV	– zł	2 495,61 zł	10 990,59 zł	37 224,30 zł	69 582,88 zł	97 296,90 zł
12.	baza przychodowa z usługi telewizji IPTV	– zł	29 947,38 zł	131 887,12 zł	446 691,63 zł	834 994,59 zł	1 167 562,77 zł

	Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020	2021	2022
13.	średnie roczne przychody z usługi telewizji IPTV		4 873,67 zł	21 189,43 zł	71 237,06 zł	132 403,95 zł	184 261,37 zł
14.	zakładana penetracja usługowa INTERNET	43,5%	45,0%	48,8%	52,8%	56,6%	60,5%
15.	średnie miesięczne przychody z pojedynczej usługi INTERNET	49,02 zł	46,77 zł	47,19 zł	47,59 zł	48,01 zł	48,44 zł
16.	liczba klientów usługi INTERNET	2655	2744	2976	3856	4133	4419
17.	średnie miesięczne przychody z usługi INTERNET	130 148,10 zł	128 343,58 zł	140 450,48 zł	183 511,35 zł	198 457,41 zł	214 040,03 zł
18.	średnie roczne przychody z usługi INTERNET	1 561 777,20 zł	1 540 123,00 zł	1 685 405,81 zł	2 202 136,25 zł	2 381 488,86 zł	2 568 480,38 zł
19.	zakładana penetracja usługowa telefonii stacjonarnej (%)	94,7	92,6	88,8	85,2	81,7	78,3
20.	średnie miesięczne przychody z pojedynczej usługi telefonii stacjonarnej	49,47 zł	42,92 zł	41,57 zł	40,31 zł	39,53 zł	39,90 zł
21.	liczba klientów usługi telefonii stacjonarnej	5777	5647	5418	6222	5962	5714
22.	średnie miesięczne przychody z usługi telefonii stacjonarnej	285 782,41 zł	242 384,61 zł	225 218,67 zł	250 834,75 zł	235 654,66 zł	227 984,55 zł
23.	średnie roczne przychody z usługi telefonii stacjonarnej	3 429 388,96 zł	2 908 615,31 zł	2 702 624,02 zł	3 010 017,00 zł	2 827 855,86 zł	2 735 814,54 zł
24.	przychody pozostałe (operator)	498 014,96 zł	428 172,31 zł	365 679,13 zł	304 666,16 zł	261 939,15 zł	255 436,61 zł
25.	koszty materiałów i energii	280 000,00 zł	249 386,96 zł	244 898,69 zł	287 984,46 zł	289 808,02 zł	297 579,21 zł
26.	koszty bezpośrednie telekomunikacyjnych usług obcych (ruch, dzierżawa)	1 370 000,00 zł	1 127 510,00 zł	1 093 684,70 zł	1 060 874,16 zł	1 029 047,93 zł	998 176,50 zł
27.	pozostałe koszty usług obcych	570 000,00 zł	587 100,00 zł	604 713,00 zł	622 854,39 zł	641 540,02 zł	660 786,22 zł
28.	koszty wynagrodzeń i inne koszty pracownicze	1 515 000,00 zł	1 560 450,00 zł	1 607 263,50 zł	1 655 481,41 zł	1 738 255,48 zł	1 825 168,25 zł
29.	podatki i opłaty	258 000,00 zł	265 740,00 zł	273 712,20 zł	281 923,57 zł	290 381,27 zł	299 092,71 zł
30.	koszty marketingu i sprzedaży	3 000,00 zł	3 600,00 zł	4 320,00 zł	5 184,00 zł	6 220,80 zł	7 464,96 zł
31.	pozostałe koszty	31 000,00 zł	31 930,00 zł	32 887,90 zł	33 874,54 zł	34 890,77 zł	35 937,50 zł
32.	rezerwy kosztowe (2% z poz. 22–29)		76 514,34 zł	77 229,60 zł	78 963,53 zł	80 602,89 zł	82 484,11 zł
33.	nakłady inwestycyjne (budowa punktu styku, rozbudowa sieci) – instalacje i szkielet	1 509 600,00 zł	1 489 200,00 zł	1 744 200,00 zł	1 101 600,00 zł	571 200,00 zł	306 000,00 zł
-	urządzenia (switche, modemy, BRAS)	600 000,00 zł	560 000,00 zł	630 000,00 zł			
-	modernizacja infrastruktury liniowej szkieletowej na istniejącej sieci	880 000,00 zł	900 000,00 zł	– zł	– zł	560 000,00 zł	300 000,00 zł
-	rozbudowa sieci dostępowej na nowych obszarach	– zł	– zł	1 080 000,00 zł	1 080 000,00 zł	– zł	– zł
-	rezerwa inwestycyjna (2%)	29 600,00 zł	29 200,00 zł	34 200,00 zł	21 600,00 zł	11 200,00 zł	6 000,00 zł
34.	zakładana wartość środków trwałych	10 984 300,00 zł	10 596 740,00 zł	9 698 332,00 zł	8 529 785,60 zł	7 223 668,48 zł	5 993 134,78 zł
35.	amortyzacja (20%)	1 430 000,00 zł	2 119 348,00 zł	1 939 666,40 zł	1 705 957,12 zł	1 444 733,70 zł	1 198 626,96 zł
36.	suma kosztów (poz. 25–32)	4 027 000,00 zł	3 902 231,29 zł	3 938 709,59 zł	4 027 140,05 zł	4 110 747,19 zł	4 206 689,45 zł
37.	suma kosztów z amortyzacją	5 457 000,00 zł	6 021 579,29 zł	5 878 375,99 zł	5 733 097,17 zł	5 555 480,88 zł	5 405 316,40 zł

	Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020	2021	2022
38.	suma przychodów ogółem (poz. 7, 13, 18, 23, 24)	5 489 181,11 zł	4 889 036,31 zł	4 801 047,43 zł	5 645 710,27 zł	5 681 459,77 zł	5 833 807,71 zł
39.	dynamika przychodów ze sprzedaży (w %)		-10,93	-1,80	17,59	0,63	2,68

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z badanej organizacji.

Tabela 4. Wycena wartości przedsiębiorstwa z branży telekomunikacyjnej – metoda DCF

Lata	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Prognozy finansowe (dane w tys. zł)						
1. przychody ze sprzedaży	5489	4889	4801	5646	5681	5834
2. dynamika przychodów ze sprzedaży (%)		-10,93	-1,80	17,59	0,63	2,68
3. EBITDA	1 462	987	862	1 619	1 571	1 627
4. marża EBITDA (%)	26,64	20,18	17,96	28,67	27,65	27,89
5. koszty z działalności	5457	6022	5878	5733	5555	5405
6. wynik z działalności operacyjnej EBIT	32	-1133	-1077	-87	126	428
7. marża EBIT (%)	0,59	-23,16	-22,44	-1,55	2,22	7,34
8. podatek od wyniku EBIT (19%)	-	-	-	-	24	81
9. wynik operacyjny skorygowany o podatek / NOPLAT	32	-1133	-1077	-87	102	347
10. amortyzacja	1430	2119	1940	1706	1445	1199
11. nakłady inwestycyjne / CAPEX	1500	1489	1744	1102	571	306
12. wolne przepływy pieniężne FCF	-38	-502	-882	517	976	1240
13. średni ważony koszt kapitału WACC (stała) (%)	-	10,90	10,90	10,90	10,90	10,90
14. wskaźnik dyskontowy	-	0,901713255	0,813086795	0,73317114	0,6611101	0,59613177
15. zdyskontowane wolne przepływy pieniężne DFCF	-	-453	-717	379	645	739
16. suma zaktualizowanej wartości FCF	593					
17. wartość rezydualna RV dla q=3%	9854					
18. zaktualizowana wartość rezydualna	5874					
implikowana wartość przedsiębiorstwa (EV)	6467,1					
dług na dzień wyceny	221,2					
środki pieniężne	2094,2					
wartość 100% kapitałów (EQ)	8340,1					

Źródło: opracowanie własne.

Zgodnie z procedurą wyceny, zaprezentowaną w tabeli 4, wartość 100% kapitałów badanej spółki wynosi 8,34 mln zł. Wycena ta jest determinowana przez wartość długu spółki oraz wartość środków pieniężnych na dzień wyceny.

Wycena badanej spółki obarczona jest pewnymi ograniczeniami.

Przedstawiona wycena metodą DCF oparta jest na danych prognostycznych, dotyczących przyszłości, a więc realizacja przedstawionych przychodów ze sprzedaży obarczona jest dużym ryzykiem.

Zakładane nakłady inwestycyjne mogą przesunąć się w czasie w wyniku zaistnienia zdarzeń nieprzewidzianych w prognozie.

Wartość aktywów trwałych zaewidencjonowana w spółce może z dużym prawdopodobieństwem nie odzwierciedlać rzeczywistej ich wartości. Wartość tych aktywów może okazać się niższa ze względu na ich przestarzałą technologię.

Do wyceny wartości przedsiębiorstwa uwzględniono korekty dotyczące długu spółki oraz posiadany poziom środków pieniężnych na dzień wyceny.

Wymienione uwagi mogą zniekształcić uzyskaną wartość 100% kapitałów badanej spółki i zmienić się w czasie, w miarę jak pojawiają się nowe informacje o firmie i zmianach zachodzących w jej otoczeniu zewnętrznym, a także przy uwzględnieniu niematerialnych nośników kreujących wartość przedsiębiorstwa.

Podsumowanie

Na podstawie zaprezentowanego w artykule sposobu wyceny przedsiębiorstwa z branży telekomunikacyjnej należy zauważyć, że wycena nie jest zadaniem łatwym i często jest obciążona błędem. Identyfikację czynników, które wpływają na oszacowaną wartość przedsiębiorstwa, przeprowadzono nie tylko na podstawie studiów literaturowych, analizy przypadków, ale również na podstawie zdobytego doświadczenia w zarządzaniu takimi podmiotami w praktyce gospodarczej. Przeprowadzone badania wspomogły identyfikację materialnych nośników wartości małych przedsiębiorstw z branży telekomunikacyjnej, takie jak np.: tempo wzrostu sprzedaży z poszczególnych usług, nakłady inwestycyjne, stopa podatkowa czy struktura kapitału. Stosunkowo krótka historia drobnej przedsiębiorczości w Polsce spowodowała, że małe i średnie organizacje dopiero w ostatnich latach stały się przedmiotem zainteresowania inwestorów. Postępujące procesy konsolidacji przebiegające również w sektorze małego biznesu, otwarcie rynku kapitałowego dla mniejszych podmiotów, poszukiwania alternatywnych możliwości inwestycyjnych wśród innowacyjnych małych przedsiębiorstw sprawiły, że liczba przesłanek do szacowania wartości firmy nawet najmniejszych podmiotów znacząco wzrasta. W ciągu ostatnich trzech dekad obserwuje się swego rodzaju rewolucję polegającą na przejściu od kapitalizmu przemysłowego, opartego na aktywach materialnych, do ery postindustrialnej, gdzie tworzenie wartości odbywa się także dzięki czynnikom niematerialnym. A zatem kolejnym krokiem w zakresie szacowania wartości

firmy może być uwzględnienie czynników niematerialnych, które dokładniej określą wartość badanego przedsiębiorstwa.

Bibliografia

- Damodaran, A. (2007). *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*. Gliwice: Helion.
- Duliniec, A. (2001). *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Boulos, F., Haspeslagh, P., Noda T. (2001). *Getting the value out of value – based management*. Paryż: INSEAD.
- Marsh, D.G. (1999). *Making or breaking value*. New Zealand: Management.
- Rappaport, A. (1986). *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*. New York: The Free Press, A Division of Macmillan.
- Rappaport, A. (1999). *Wartość dla akcjonariuszy*. Warszawa: Wig-Press.
- Szczepankowski, P.J. (2004). *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Podstawy teoretyczne, przykłady i zadania*. Warszawa: Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego.
- Węgrzyn, H. (2016). Szacowanie kosztu kapitału własnego w przedsiębiorstwach z branży telekomunikacyjnej z wykorzystaniem metody AHP. *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Humanitas. Zarządzanie*, 3, 403–422. DOI: 10.5604/18998658.1228292.
- Word, K. (1993). *Strategic Issues in Finance*. London: Butterworth–Heinenmann.
- Zachorowska, A. (2006). *Ryzyko działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

ESTIMATION OF THE ENTERPRISE VALUE ON THE EXAMPLE OF A TELECOM COMPANY

Abstract

The purpose of the article is to identify the media that affect the value of the small and medium enterprises as well as to present the proprietary method of the value estimation of organizations from telecom industry using the *Discounted Cash Flow* (DCF) method. It was presented the analysis of the company's value determinants, including free cash flows and the weighted average cost of capital based on literature research, case study analysis

and the author's long-time experience in the valuation of small and medium companies. Article covers also the procedure of value estimation of this kind of enterprise operating in Wielkopolska region and providing telecom services to business and wholesale customers.

Translated by Elżbieta Węgrzyn

Keywords: value management of small and medium enterprises, enterprise value estimation

Kod JEL: G11