

PRZYKŁAD BENCHMARK ANALYSIS

1.1. PODSUMOWANIE

Parametr	Ocena	Parametr	Ocena
Sprzedaż	↓	Wskaźnik zadłużenia	↓
Rentowność operacyjna	↓	Wskaźnik zadłużenia odsetkowego	↔
Rentowność EBITDA	↓	Sprzedaż/koszty osobowe	↓
Rentowność netto	↓	Wynik na sprzedaży/koszty osobowe	↓
ROE	↔	Wycena	↓
ROI	↓		
Obrotowość należności operacyjnych	↑		
Obrotowość zapasów	↔		
Obrotowość zobowiązań operacyjnych	↔		
Luka w finansowaniu	↔		

A Sp.z o.o. jest zdecydowanie najmniejszą wśród spółek objętych porównaniem. W latach 2016 – 2017 przychody ze sprzedaży stanowiły około 18% sprzedaży największego konkurenta – spółki B.

Pozytywnym zjawiskiem jest fakt, że w ostatnich 7 latach sprzedaży A Sp.z o.o. rosła szybciej niż konkurentów. Spółka posiada również najlepszy wskaźnik wykorzystania majątku mierzony wartością sprzedaży w odniesieniu do wartości aktywów.

Sprzedaż produktów i usług największego konkurenta (B) jest prawie 4,5 razy wyższa od obrotów A Sp.z o.o.. Sprzedaż produktów i usług najmniejszej z analizowanych zewnętrznych spółek jest prawie o 65% wyższa od A Sp.z o.o..

W przypadku przychodów ze sprzedaży towarów dysproporcje są jeszcze większe na niekorzyść A Sp.z o.o.. Dla A Sp.z o.o. działalność handlowa to niewielka część biznesu, w przypadku B to około 25% łącznej sprzedaży, która rocznie generuje około 4 mln zł marży handlowej, co wyraźnie dodatnio wpływa na końcową zyskowność działalności.

Na tle wybranych do porównania spółek zyskowność działalności A Sp.z o.o. jest najniższa. Zarówno w kontekście zyskowności sprzedaży, jak i inwestycji w aktywa. Pozytywnym zjawiskiem jest wzrost zyskowności EBITDA, jednak konkurenci też odnotowują jej wzrost.

Zyskowność kapitałów własnych jest również niższa od większości konkurentów. Wskaźnik ROI pokazuje, że efektywność wykorzystania majątku A Sp.z o.o. jest obszarem zdecydowanie do poprawy.

Na tle konkurencji A Sp.z o.o. w zarządzaniu kapitałem obrotowym radzi sobie na poziomie sprawności zbliżonym dla średniej w grupie.

W analizowanej grupie 4 spółek A Sp. z o.o. ma drugi co do wysokości poziom wskaźnika ogólnego zadłużenia i zadłużenia odsetkowego. Wskazuje to na wyższe niż u największej konkurencji zaangażowanie kapitałów obcych w finansowaniu działalności Spółki. Konkurencja dysponuje większą wiarygodnością kredytową.

Wydajność i efektywność pracy należą w A Sp.z o.o. do najniższych w porównywanej grupie. We wszystkich porównywanych spółkach wydajność kosztów osobowych jest o ponad 50% wyższa od A Sp.z o.o.. Należy zaznaczyć, że wartość sprzedaży analizowanych spółek w dużo większym stopniu zależy również od przychodów ze sprzedaży towarów.

Najniższa sprzedaż i efektywność sprzedaży powodują, że wartość dochodowa A Sp.z o.o. jest zdecydowanie najniższa w analizowanej grupie. Wartość najdroższej spółki (B) prawie 35 krotnie przewyższa wycenę A Sp.z o.o.. Najmniejsza wśród zewnętrznych spółek – C jest hipotetycznie ponad 2,5 razy droższa od A Sp.z o.o..

1.2. Założenia analizy

Benchmarking/Benchmark analysis to jedno z narzędzi zarządzania strategicznego, które poprzez porównywanie się z najlepszymi, wybraną grupą konkurentów bądź z całą branżą pozwala na twórcze naśladowanie najlepszych praktyk innych firm w dowolnej dziedzinie.

Benchmark analysis pozwala na szybkie określenie położenia firmy w porównaniu do punktu odniesienia, co pomaga w wyznaczeniu kierunków rozwoju, zmian bądź strategii.

W niniejszej analizie narzędzie to zostało użyte w celu konfrontacji efektywności ekonomicznej oraz modelu zarządzania finansowego A Sp. z o.o. w odniesieniu do wybranych firm z branży.

Do celów benchmark analysis wybrano firmy konkurencyjne wskazane przez Zarząd A Sp. z o.o..

Wybraną grupę można traktować jako reprezentatywną dla specyfiki działalności A Sp. z o.o..

Firmy zewnętrzne uwzględnione w analizie:

- B SP. Z O.O.
- C SP. Z O.O.
- D SP. Z O.O.

Analizę oparto na danych finansowych obejmujących lata 2010 – 2017 pozyskanych od wywiadowni gospodarczej Info Veriti.

Tabela 1. Najważniejsze dane ekonomiczno – finansowe A Sp. z o.o.

Dane podstawowe		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Przychody i zrównane z nimi	tys. zł	10 149	11 208	11 504	11 802	13 699	13 354	14 370	15 024
Wynik na sprzedaży	tys. zł	105	259	-216	124	459	266	452	374
EBIT	tys. zł	152	334	-191	104	466	301	419	413
EBITDA	tys. zł	379	547	3	265	598	560	798	840
Wynik brutto	tys. zł	104	201	-264	44	400	260	332	325
Przychody ze sprzedaży produktów	tys. zł	9 852	10 551	10 891	11 228	12 292	12 631	13 880	14 115
Przychody ze sprzedaży towarów	tys. zł	207	325	782	781	1 103	1 045	871	724
Marża na sprzedaży towarów	tys. zł	24	76	167	169	279	105	217	130
Koszty osobowe	tys. zł	3 679	4 030	4 401	4 524	5 706	5 604	6 257	6 426
Suma bilansowa	tys. zł	6 908	7 432	7 461	6 442	7 205	7 285	8 320	9 228
Majątek trwały	tys. zł	2 212	2 343	2 162	1 976	2 232	2 421	3 386	4 699
Majątek obrotowy	tys. zł	4 696	5 088	5 300	4 466	4 973	4 864	4 934	4 529
Należności	tys. zł	1 672	1 552	2 097	1 565	1 722	1 790	2 140	1 893
Zapasy	tys. zł	2 997	3 486	3 162	2 792	3 132	2 890	2 714	2 552
Zobowiązania operacyjne	tys. zł	1 865	2 097	2 257	1 658	1 786	2 037	2 042	1 834
Wartość księgowa	tys. zł	4 364	4 586	4 182	4 047	4 247	4 248	4 304	4 552
Zobowiązania finansowe	tys. zł	647	716	990	650	810	748	1 859	2 751
Wskaźniki efektywności									
Rentowność na sprzedaży	%	1,04%	2,32%	-1,88%	1,05%	3,35%	1,99%	3,15%	2,49%
Rentowność na sprzedaży towarów	%	11,43%	23,31%	21,33%	21,67%	25,32%	10,06%	24,87%	17,92%
Rentowność EBIT	%	1,50%	2,98%	-1,66%	0,88%	3,40%	2,25%	2,92%	2,75%
Rentowność EBITA	%	3,73%	4,88%	0,03%	2,25%	4,37%	4,19%	5,55%	5,59%
Rentowność brutto	%	1,02%	1,80%	-2,29%	0,37%	2,77%	1,88%	1,99%	1,65%
ROE	%	2,38%	4,39%	-6,30%	1,09%	8,95%	5,92%	6,64%	5,45%
ROI (EBITDA/aktywa)	%	5,5%	7,4%	0,0%	4,1%	8,3%	7,7%	9,6%	9,1%
Wskaźnik zadłużenia	%	36,83%	38,29%	43,95%	37,18%	41,06%	41,69%	48,27%	50,67%
Wskaźnik zadłużenia finansowego	%	9,37%	9,63%	13,27%	10,09%	11,25%	10,27%	22,35%	29,82%
Sprzedaż/koszty osobowe		2,73	2,70	2,65	2,65	2,35	2,44	2,36	2,31
Wynik na sprzedaży/koszty osobowe		0,03	0,06	-0,05	0,03	0,08	0,05	0,07	0,06
Udział kosztów osobowych w sprzedaży	%	36,6%	37,1%	37,7%	37,7%	42,6%	41,0%	42,4%	43,3%
Wskaźniki rotacji									
Obrotowość należności operacyjnych	dni	60	51	67	48	46	49	54	46
Obrotowość zapasów	dni	108	114	100	86	83	79	69	62
Obrotowość zobowiązań operacyjnych	dni	67	68	72	51	48	56	52	45
Luka w finansowaniu	dni	101	96	95	83	82	72	71	63

Źródło: Dane A Sp. z o.o. Sp. z o.o. / Analizy własne

Tabela 2. Najważniejsze dane ekonomiczne – finansowe B Sp. z o.o.

Dane podstawowe		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Przychody i zrównane z nimi	tys. zł	63 085	67 226	65 058	72 687	78 471		78 514	83 458
Wynik na sprzedaży	tys. zł	2 810	4 211	2 637	3 800	4 192		2 439	2 879
EBIT	tys. zł	3 304	4 056	2 604	3 262	4 131		2 291	2 934
EBITDA	tys. zł	8 642	10 437	9 031	9 931	11 466		12 036	13 771
Wynik brutto	tys. zł	3 554	4 359	2 668	3 377	4 113		2 352	2 593
Przychody ze sprzedaży produktów	tys. zł	47 291	50 537	48 375	55 374	58 936		60 062	62 929
Przychody ze sprzedaży towarów	tys. zł	14 723	16 262	15 850	16 459	18 837		18 578	19 789
Marża na sprzedaży towarów	tys. zł	2 668	3 337	3 215	3 141	3 691		3 878	4 053
Koszty osobowe	tys. zł	17 423	17 481	16 294	18 087	20 958		22 741	23 378
Suma bilansowa	tys. zł	56 473	58 014	60 875	61 099	66 409		72 901	74 202
Majątek trwały	tys. zł	27 999	32 676	32 312	35 107	45 169		49 044	47 269
Majątek obrotowy	tys. zł	28 473	25 338	28 563	25 992	21 240		23 858	26 933
Należności	tys. zł	9 952	10 139	8 439	9 572	9 354		9 945	10 563
Zapasy	tys. zł	10 257	9 213	11 945	10 906	11 419		11 432	13 741
Zobowiązania operacyjne	tys. zł	8 621	7 064	7 840	5 282	6 286		7 808	6 869
Wartość księgowa	tys. zł	46 807	50 255	52 330	54 940	58 136		60 353	62 120
Zobowiązania finansowe	tys. zł	182	0	0	0	876		3 368	3 846
Wskaźniki efektywności									
Rentowność na sprzedaży	%	4,45%	6,26%	4,05%	5,23%	5,34%		3,11%	3,45%
Rentowność na sprzedaży towarów	%	18,12%	20,52%	20,29%	19,08%	19,60%		20,87%	20,48%
Rentowność EBIT	%	5,24%	6,03%	4,00%	4,49%	5,26%		2,92%	3,52%
Rentowność EBITA	%	13,70%	15,52%	13,88%	13,66%	14,61%		15,33%	16,50%
Rentowność brutto	%	5,63%	6,48%	4,10%	4,65%	5,24%		3,00%	3,11%
ROE	%	7,59%	8,67%	5,10%	6,15%	7,07%		3,90%	4,17%
ROI (EBITDA/aktywa)	%	15,3%	18,0%	14,8%	16,3%	17,3%		16,5%	18,6%
Wskaźnik zadłużenia	%	17,12%	13,37%	14,04%	10,08%	12,46%		17,21%	16,28%
Wskaźnik zadłużenia finansowego	%	0,32%	0,00%	0,00%	0,00%	1,32%		4,62%	5,18%
Sprzedaż/koszty osobowe	tys. zł	3,56	3,82	3,94	3,97	3,71		3,46	3,54
Wynik na sprzedaży/koszty osobowe	tys. zł	0,16	0,24	0,16	0,21	0,20		0,11	0,12
Udział kosztów osobowych w sprzedaży	%	28,1%	26,2%	25,4%	25,2%	26,9%		28,9%	28,3%
Wskaźniki rotacji									
Obrotowość należności operacyjnych	dni	58	55	47	48	44		46	46
Obrotowość zapasów	dni	59	50	67	55	53		53	60
Obrotowość zobowiązań operacyjnych	dni	50	38	44	27	29		36	30
Luka w finansowaniu	dni	67	67	70	76	67		63	76

Źródło: Info Veriti/ Analizy własne

Tabela 3. Najważniejsze dane ekonomiczno – finansowe C Sp. z o.o.

Dane podstawowe		2015	2016	2017
Przychody i zrównane z nimi	tys. zł	22 404	23 344	23 947
Wynik na sprzedaży	tys. zł	707	1 463	366
EBIT	tys. zł	1 217	1 947	860
EBITDA	tys. zł	2 018	2 699	2 026
Wynik brutto	tys. zł	995	1 790	435
Przychody ze sprzedaży produktów	tys. zł	20 081	22 084	23 248
Przychody ze sprzedaży towarów	tys. zł	1 695	970	901
Marża na sprzedaży towarów	tys. zł	391	201	214
Koszty osobowe	tys. zł	3 568	3 951	6 596
Suma bilansowa	tys. zł	14 938	20 349	20 163
Majątek trwały	tys. zł	9 740	14 089	14 328
Majątek obrotowy	tys. zł	5 198	6 260	5 835
Należności	tys. zł	2 865	3 119	2 953
Zapasy	tys. zł	1 772	2 455	2 351
Zobowiązania operacyjne	tys. zł	3 143	3 999	3 823
Wartość księgowa	tys. zł	3 873	5 605	5 878
Zobowiązania finansowe	tys. zł	5 338	8 661	8 858
Wskaźniki efektywności				
Rentowność na sprzedaży	%	3,16%	6,27%	1,53%
Rentowność na sprzedaży towarów	%	23,04%	20,70%	23,80%
Rentowność EBIT	%	5,43%	8,34%	3,59%
Rentowność EBITA	%	9,01%	11,56%	8,46%
Rentowność brutto	%	4,44%	7,67%	1,81%
ROE	%	25,69%	31,93%	7,39%
ROI (EBITDA/aktywa)	%	13,5%	13,3%	10,0%
Wskaźnik zadłużenia	%	74,07%	72,46%	70,85%
Wskaźnik zadłużenia finansowego	%	35,74%	42,56%	43,93%
Sprzedaż/koszty osobowe	tys. zł	6,10	5,83	3,66
Wynik na sprzedaży/koszty osobowe	tys. zł	0,20	0,37	0,06
Udział kosztów osobowych w sprzedaży	%	16,4%	17,1%	27,3%
Wskaźniki rotacji				
Obrotowość należności operacyjnych	dni	47	49	45
Obrotowość zapasów	dni	29	38	36
Obrotowość zobowiązań operacyjnych	dni	51	63	58
Luka w finansowaniu	dni	24	25	23

Źródło: Info Veriti/ Analizy własne

Tabela 4. Najważniejsze dane ekonomiczno – finansowe D SP. Sp. z o.o.

Dane podstawowe		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Przychody i zrównane z nimi	tys. zł	28 123	31 065	32 715	30 938	32 945	32 594	33 194	34 152
Wynik na sprzedaży	tys. zł	1 799	2 548	965	501	1 706	1 885	1 962	1 635
EBIT	tys. zł	1 661	2 201	1 129	826	1 697	1 908	1 742	1 849
EBITDA	tys. zł	0	0	0	0	0	0	3 989	4 426
Wynik brutto	tys. zł	1 779	2 488	1 678	1 729	2 343	2 422	2 051	2 002
Przychody ze sprzedaży produktów	tys. zł	23 536	26 844	28 482	26 682	28 049	28 099	28 412	28 905
Przychody ze sprzedaży towarów	tys. zł	4 587	4 221	4 232	4 256	4 895	4 495	4 782	5 247
Marża na sprzedaży towarów	tys. zł	1 651	1 630	1 409	1 292	1 439	1 179	1 311	1 335
Koszty osobowe	tys. zł							9 546	9 852
Suma bilansowa	tys. zł	32 536	34 328	34 163	32 176	32 333	31 560	36 559	31 940
Majątek trwały	tys. zł	11 319	10 948	13 068	12 670	13 012	13 159	16 864	15 824
Majątek obrotowy	tys. zł	21 217	23 380	21 095	19 506	19 322	18 402	19 695	16 116
Należności	tys. zł	8 719	9 147	7 285	6 067	6 198	6 388	6 230	6 380
Zapasy	tys. zł	5 938	7 862	6 540	6 200	6 910	7 602	8 978	9 210
Zobowiązania operacyjne	tys. zł	4 294	5 332	5 860	3 397	3 460	3 420	3 550	2 876
Wartość księgowa	tys. zł	23 815	24 692	24 434	24 799	25 656	26 426	26 335	23 917
Zobowiązania finansowe	tys. zł	3 605	3 399	2 859	3 282	2 421	1 063	2 921	4 212
Wskaźniki efektywności									
Rentowność na sprzedaży	%	6,40%	8,20%	2,95%	1,62%	5,18%	5,78%	5,91%	4,79%
Rentowność na sprzedaży towarów	%	35,99%	38,62%	33,30%	30,36%	29,41%	26,22%	27,41%	25,45%
Rentowność EBIT	%	5,91%	7,09%	3,45%	2,67%	5,15%	5,85%	5,25%	5,42%
Rentowność EBITA	%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	12,02%	12,96%
Rentowność brutto	%	6,32%	8,01%	5,13%	5,59%	7,11%	7,43%	6,18%	5,86%
ROE	%	7,47%	10,07%	6,87%	6,97%	9,13%	9,16%	7,79%	8,37%
ROI (EBITDA/aktywa)	%							10,9%	13,9%
Wskaźnik zadłużenia	%	26,80%	28,07%	28,48%	22,92%	20,65%	16,27%	27,97%	25,12%
Wskaźnik zadłużenia finansowego	%	11,08%	9,90%	8,37%	10,20%	7,49%	3,37%	7,99%	13,19%
Sprzedaż/koszty osobowe	tys. zł							3,48	3,47
Wynik na sprzedaży/koszty osobowe	tys. zł							0,21	0,17
Udział kosztów osobowych w sprzedaży	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	28,8%	28,8%
Wskaźniki rotacji									
Obrotowość należności operacyjnych	dni	113	107	81	72	69	72	69	68
Obrotowość zapasów	dni	77	92	73	73	77	85	99	98
Obrotowość zobowiązań operacyjnych	dni	56	63	65	40	38	38	39	31
Luka w finansowaniu	dni	134	137	89	105	107	118	128	136

Źródło: Info Veriti/ Analizy własne

W przypadku D Sp. z o.o. spółka publikuje RZIS w wariantcie kalkulacyjnym, brak więc jest informacji o amortyzacji (niezbędna do wyznaczenia EBITDA) i kosztach rodzajowych (potrzebne do określenia kosztów osobowych). Raporty za 2017 i 2016 publikowane przez Spółkę umożliwiają określenie wartości tych pozycji.

1.3. Porównanie wyników

1.3.1. Przychody ze sprzedaży

Przychody ze sprzedaży oceniono analizując następujące wartości:

- Sprzedaż produktów, usług, towarów i materiałów (bez uwzględniania zmiany stanu produktów i kosztów na potrzeby własne)
- Osobno przychody ze sprzedaży produktów/usług
- Osobno przychody ze sprzedaży towarów i materiałów.

A Sp. z o.o. jest zdecydowanie najmniejszą wśród spółek objętych porównaniem. W latach 2016 – 2017 przychody ze sprzedaży stanowiły około 18% sprzedaży największego konkurenta – spółki B SP. Z O.O..

Sprzedaż najmniejszego z analizowanych konkurentów jest o ponad 60% wyższa od sprzedaży A Sp. z o.o..

Pozytywnym zjawiskiem jest fakt, że w ostatnich 7 latach sprzedaży A Sp. z o.o. rosła szybciej niż konkurentów. Spółka posiada również najlepszy wskaźnik wykorzystania majątku mierzony wartością sprzedaży w odniesieniu do wartości aktywów. Jednakże sprzedaż jest nisko rentowna, stąd ocena całościowo efektywności działalności A Sp. z o.o. nie jest najlepsza.

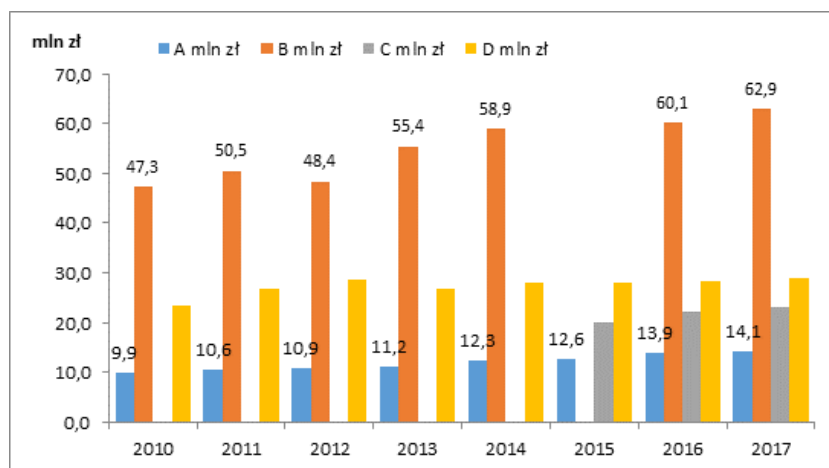
Tabela 5. Sprzedaż analizowanych spółek w latach 2010-2017.

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
B SP. Z O.O.	mln zł	62,0	66,8	64,2	71,8	77,8		78,6	82,7
C SP. Z O.O.	mln zł						21,8	23,1	24,1
D SP. Z O.O.	mln zł	28,1	31,1	32,7	30,9	32,9	32,6	33,2	34,2
A SP. Z O.O.	mln zł	10,1	10,9	11,7	12,0	13,4	13,7	14,8	14,8
Min.	mln zł	10,1	10,9	11,7	12,0	13,4	13,7	14,8	14,8
Max.	mln zł	62,0	66,8	64,2	71,8	77,8	32,6	78,6	82,7

Źródło: Analizy własne

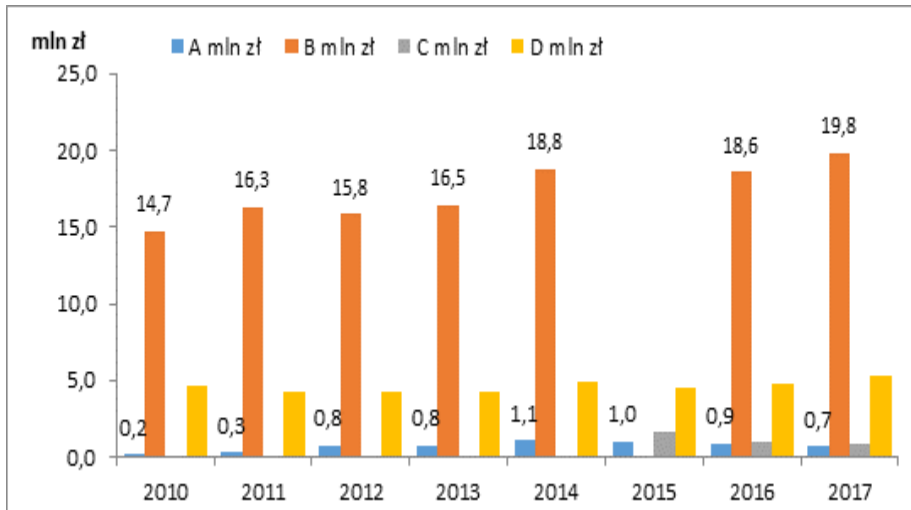
Sprzedaż produktów i usług największego konkurenta (B SP. Z O.O.) jest prawie 4,5 razy wyższa od obrotów A Sp. z o.o.. Sprzedaż produktów i usług najmniejszej z analizowanych zewnętrznych spółek jest prawie o 65% wyższa od A Sp. z o.o..

Rysunek 1. Przychody spółek ze sprzedaży produktów i usług w okresie 2010-2017.



W przypadku przychodów ze sprzedaży towarów dysproporcje są jeszcze większe na niekorzyść A Sp. z o.o.. Dla A Sp. z o.o. działalność handlowa to niewielka część biznesu, w przypadku B SP. Z O.O. to około 25% łącznej sprzedaży, która rocznie generuje około 4 mln zł marży handlowej, co wyraźnie dodatnio wpływa na końcową zyskowność działalności.

Rysunek 2. Przychody spółek ze sprzedaży towarów w okresie 2010-2017.



Źródło: Analizy własne

1.3.2. Rentowność działalności operacyjnej i inwestycyjnej

Rentowność działalności oceniono analizując następujące wskaźniki:

- Rentowność operacyjna (wynik operacyjny/przychody ze sprzedaży)
- Rentowność netto (wynik netto/przychody ze sprzedaży)
- ROE - rentowność kapitałów własnych (zysk brutto/kapitały własne)
- ROI - rentowność majątku (EBITDA/aktywa)

Rentowność operacyjna i wyniku netto wskazuje na zyskowność sprzedaży. Mówi, jaką część obrotu stanowi wynik na działalności operacyjnej i końcowy wynik finansowy, czyli ile 100 zł obrotu przynosi zysku bądź straty. ROE to wskaźnik efektywności inwestycji pod kontem zwrotu dla właściciela. ROI to wskaźnik efektywności inwestycji w majątek.

Tabela 6. Porównanie rentowności działalności.

Rentowność operacyjna	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
B SP. Z O.O.	5,2%	6,0%	4,0%	4,5%	5,3%		2,9%	3,5%
C SP. Z O.O.						5,4%	8,3%	3,6%
D SP. Z O.O.	5,9%	7,1%	3,5%	2,7%	5,1%	5,9%	5,2%	5,4%
A SP. Z O.O.	1,5%	3,0%	-1,7%	0,9%	3,4%	2,3%	2,9%	2,7%
Min.	1,5%	3,0%	-1,7%	0,9%	3,4%	2,3%	2,9%	2,7%
Max.	5,9%	7,1%	4,0%	4,5%	5,3%	5,9%	8,3%	5,4%
Rentowność EBITDA								
B SP. Z O.O.	13,7%	15,5%	13,9%	13,7%	14,6%		15,3%	16,5%
C SP. Z O.O.						9,0%	11,6%	8,5%
D SP. Z O.O.							12,0%	13,0%
A SP. Z O.O.	3,7%	4,9%	0,0%	2,2%	4,4%	4,2%	5,5%	5,6%
Min.	3,7%	4,9%	0,0%	2,2%	4,4%	4,2%	5,5%	5,6%
Max.	13,7%	15,5%	13,9%	13,7%	14,6%	9,0%	15,3%	16,5%
Rentowność brutto								
B SP. Z O.O.	5,6%	6,5%	4,1%	4,6%	5,2%		3,0%	3,1%
C SP. Z O.O.						4,4%	7,7%	1,8%
D SP. Z O.O.	6,3%	8,0%	5,1%	5,6%	7,1%	7,4%	6,2%	5,9%
A SP. Z O.O.	1,0%	1,8%	-2,3%	0,4%	2,8%	1,9%	2,0%	1,7%
Min.	1,0%	1,8%	-2,3%	0,4%	2,8%	1,9%	2,0%	1,7%
Max.	6,3%	8,0%	5,1%	5,6%	7,1%	7,4%	7,7%	5,9%
ROE								
B SP. Z O.O.	7,6%	8,7%	5,1%	6,1%	7,1%		3,9%	4,2%
C SP. Z O.O.						25,7%	31,9%	7,4%
D SP. Z O.O.	7,5%	10,1%	6,9%	7,0%	9,1%	9,2%	7,8%	8,4%
A SP. Z O.O.	2,4%	4,4%	-6,3%	1,1%	8,9%	5,9%	6,6%	5,5%
Min.	2,4%	4,4%	-6,3%	1,1%	7,1%	5,9%	3,9%	4,2%
Max.	7,6%	10,1%	6,9%	7,0%	9,1%	25,7%	31,9%	8,4%
ROI								
B SP. Z O.O.	15,3%	18,0%	14,8%	16,3%	17,3%		16,5%	18,6%
C SP. Z O.O.						13,5%	13,3%	10,0%
D SP. Z O.O.							10,9%	13,9%
A SP. Z O.O.	5,5%	7,4%	0,0%	4,1%	8,3%	7,7%	9,6%	9,1%
Min.	5,5%	7,4%	0,0%	4,1%	8,3%	7,7%	9,6%	9,1%
Max.	15,3%	18,0%	14,8%	16,3%	17,3%	13,5%	16,5%	18,6%

Źródło: Analizy własne

Na tle wybranych do porównania spółek zyskowość sprzedaży A Sp. z o.o. jest najniższa. Zarówno na poziomie pełnych kosztów, jak również EBITDA. Pozytywnym zjawiskiem jest wzrost zyskowości EBITDA, jednak konkurenci też odnotowują jej wzrost.

Zyskowość kapitałów własnych wyznaczono przy uwzględnieniu wyniku brutto, ze względu na konieczność uzyskania porównywalności danych (różne formy prawne prowadzenia działalności porównywanych spółek). Jest ona również

niższa od większości konkurentów. Wskaźnik ROI pokazuje, że efektywność wykorzystania majątku A Sp. z o.o. jest obszarem zdecydowanie do poprawy.

1.3.3. Rotacja kapitału obrotowego, luka płynności

Sprawność zarządzania kapitałem obrotowym przeanalizowano porównując następujące wskaźniki:

- Obrotowość należności operacyjnych, tj. średni czas spływu należności (w dniach)
- Obrotowość zapasów, tj. średni czas zamrażania gotówki w zapasach (w dniach)
- Obrotowość zobowiązań operacyjnych, tj. średni czas spłaty zobowiązań operacyjnych – czyli bieżących bez zobowiązań odsetkowych (w dniach)
- Luka płynności, tj. różnica pomiędzy okresem zamrożenia gotówki (spływ należności, poziom zapasów) a terminem spłaty zobowiązań bieżących.

Na tle konkurencji A Sp. z o.o. w zarządzaniu kapitałem obrotowym radzi sobie na poziomie sprawności zbliżonym dla średniej w grupie.

Cykle rotacji należności nie odbiegają od średniej dla grupy. Zarządzanie zapasami należy do najlepszych, z możliwością polepszenia cyklu po eliminacji zapasów zbędnych. Rzutują one obecnie w dużym stopniu na ocenę sprawności zarządzania magazynem.

Cykl rotacji zobowiązań operacyjnych jest zbliżony do średniej z analizowanej grupy.

Luka płynności nie jest problemem dla A Sp. z o.o. – jest zbliżona do średniej z analizowanej grupy.

Tabela 7. Porównanie płynności kapitału obrotowego (wskaźniki w dniach).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Obrotowość należności operacyjnych								
B SP. Z O.O.	58	55	47	48	44		46	46
C SP. Z O.O.						47	49	45
D SP. Z O.O.	113	107	81	72	69	72	69	68
A SP. Z O.O.	60	51	67	48	46	49	54	46
Min.	58	51	47	48	44	47	46	45
Max.	113	107	81	72	69	72	69	68
Obrotowość zapasów								
B SP. Z O.O.	59	50	67	55	53		53	60
C SP. Z O.O.						29	38	36
D SP. Z O.O.	77	92	73	73	77	85	99	98
A SP. Z O.O.	108	114	100	86	83	79	69	62
Min.	59	50	67	55	53	29	38	36
Max.	108	114	100	86	83	85	99	98
Obrotowość zobowiązań operacyjnych								
B SP. Z O.O.	50	38	44	27	29		36	30
C SP. Z O.O.						51	63	58
D SP. Z O.O.	56	63	65	40	38	38	39	31
A SP. Z O.O.	67	68	72	51	48	56	52	45
Min.	50	38	44	27	29	38	36	30
Max.	67	68	72	51	48	56	63	58

Luka w finansowaniu								
B SP. Z O.O.	67	67	70	76	67		63	76
C SP. Z O.O.						24	25	23
D SP. Z O.O.	134	137	89	105	107	118	128	136
A SP. Z O.O.	101	96	95	83	82	72	71	63
Min.	67	67	70	76	67	24	25	23
Max.	134	137	95	105	107	118	128	136

1.3.4. Zadłużenie i bezpieczeństwo finansowania działalności

Bezpieczeństwo finansowe przeanalizowano stosując następujące współczynniki:

- Wskaźnik zadłużenia, tj. udział kapitałów obcych w finansowaniu działalności (zobowiązania i rezerwy/pasywa)
- Wskaźnik zadłużenia finansowego, tj. udział zobowiązań odsetkowych w kapitałach finansujących działalność (zobowiązania bankowe i inne finansowe/pasywa)

W analizowanej grupie 4 spółek Gospol ma drugi co do wysokości poziom wskaźnika ogólnego zadłużenia i zadłużenia odsetkowego. Wskazuje to na wyższe niż u największej konkurencji zaangażowanie kapitałów obcych w finansowaniu działalności Spółki. Konkurencja dysponuje większą wiarygodnością kredytową.

Stosunkowo wysokie zadłużenie odsetkowe skutkuje również stosunkowo największym kosztem obsługi. Przychody A Sp. z o.o. są mocno obciążone kosztami finansowania jej działalności.

Tabela 8. Porównanie zadłużenia i stabilności finansowej.

Wskaźnik zadłużenia	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
B SP. Z O.O.	17,1%	13,4%	14,0%	10,1%	12,5%		17,2%	16,3%
C SP. Z O.O.						74,1%	72,5%	70,9%
D SP. Z O.O.	26,8%	28,1%	28,5%	22,9%	20,7%	16,3%	28,0%	25,1%
A SP. Z O.O.	36,8%	38,3%	43,9%	37,2%	41,1%	41,7%	48,3%	50,7%
Min.	17,1%	13,4%	14,0%	10,1%	12,5%	16,3%	17,2%	16,3%
Max.	36,8%	38,3%	43,9%	37,2%	41,1%	74,1%	72,5%	70,9%
Wskaźnik zadłużenia finansowego								
B SP. Z O.O.	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%		4,6%	5,2%
C SP. Z O.O.						35,7%	42,6%	43,9%
D SP. Z O.O.	11,1%	9,9%	8,4%	10,2%	7,5%	3,4%	8,0%	13,2%
A SP. Z O.O.	9,4%	9,6%	13,3%	10,1%	11,2%	10,3%	22,3%	29,8%
Min.	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%	3,4%	4,6%	5,2%
Max.	11,1%	9,9%	13,3%	10,2%	11,2%	35,7%	42,6%	43,9%

Źródło: Analizy własne

1.3.5. Wydajność i efektywności pracy

Wydajność i efektywność pracy przeanalizowano stosując następujące współczynniki:

- Wskaźnik wydajności (sprzedaż/koszty osobowe)
- Wskaźnik efektywności (wynik na sprzedaży/koszty osobowe)

Wydajność i efektywność pracy należą w A Sp. z o.o. do najniższych w porównywanej grupie.

Tabela 9. Porównanie wydajności i efektywności kosztów pracy.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Sprzedaż/koszty osobowe								
B SP. Z O.O.	3,56	3,82	3,94	3,97	3,71		3,46	3,54
C SP. Z O.O.*						6,10	5,83	3,66
D SP. Z O.O.							3,48	3,47
A SP. Z O.O.	2,73	2,70	2,65	2,65	2,35	2,44	2,36	2,31
Min.	2,73	2,70	2,65	2,65	2,35	2,44	2,36	2,31
Max.	3,56	3,82	3,94	3,97	3,71	6,10	5,83	3,66
Wynik na sprzedaży/koszty osobowe								
B SP. Z O.O.	0,16	0,24	0,16	0,21	0,20		0,11	0,12
C SP. Z O.O.						0,20	0,37	0,06
D SP. Z O.O.							0,21	0,17
A SP. Z O.O.	0,03	0,06	-0,05	0,03	0,08	0,05	0,07	0,06
Min.	0,03	0,06	-0,05	0,03	0,08	0,05	0,07	0,06
Max.	0,16	0,24	0,16	0,21	0,20	0,20	0,37	0,17

* w 2017 roku w C SP. Z O.O. spadły koszty usług obcych i gwałtownie zwiększyły się koszty osobowe. Świadczy to o zmianie formy zatrudnienia. Lata przed 2017 rokiem nie są miarodajne w kontekście wskaźnika wydajności pracy.

Źródło: Analizy własne

We wszystkich porównywanych spółkach wydajność kosztów osobowych jest o ponad 50% wyższa od A Sp. z o.o.. Należy zaznaczyć, że wartość sprzedaży analizowanych spółek w dużo większym stopniu zależy również od przychodów ze sprzedaży towarów.

2. A sp. z o.o. – szacunek wartości Spółki

2.1. Kontekst i zarys metodologii wyceny

Celem wyceny wartości Spółki A jest określenie wpływu zarządzania Spółką przez jej obecnych właścicieli na kształtowanie się atrakcyjności inwestycyjnej w A.

Stąd też potrzeba określenia jej wartości w momencie przejęcia zarządzania (połowa 2014 roku) oraz w połowie 2018 roku, czyli po 4 latach działalności pod obecnym zarządem.

W przypadku stosowania metod dochodowych wyceny powoduje to konieczność przeprowadzenia szacunków opartych na udokumentowanych odpowiednich wartościach ekonomicznych – w tym przypadku EBITDA.

W opinii autora wyceny wartość przedsiębiorstwa należy postrzegać jako zdolność do generowania dochodu, w szczególności przez pryzmat rentowności kapitału, która może być mierzona poziomem dochodu i poziomem gotówki dla właściciela. Nie można jednakże pominąć wartości majątku, którym firma dysponuje. W niektórych przypadkach jego wartość rynkowa przewyższa szacunki dotyczące wartości dochodowej biznesu. W takim razie zasadnym, z ekonomicznego punktu widzenia, jest rozważenie zaangażowania środków w sposób pozwalający na satysfakcjonujący dochód.

Podsumowanie wyników wyceny należy traktować jako diagnozę Spółki i wskazówkę dalszego postępowania dla jej obecnych właścicieli.

2.1. Metoda dochodowa – mnożnik EBITDA

2.1.1. Charakterystyka modelu wyceny

Metoda wyceny na podstawie dochodów oparta jest na założeniu, że wartość firmy wynika z korzyści finansowych, jakie jej właściciel może czerpać z tytułu prowadzenia działalności gospodarczej.

Korzyści takie szacowane mogą być na podstawie dochodów, jakie przedsiębiorstwo osiągało w przeszłości, bądź będzie osiągać w przyszłości.

Pierwszy ze sposobów zakłada, że rozwój i działalność wycenianej firmy przebiega bez większych zakłóceń i można założyć, że dalsze jej funkcjonowanie przebiegać będzie w sposób podobny. Podejście takie stosowane może być w stosunku do przedsiębiorstw, które charakteryzują się niewielką wrażliwością na tendencje rynkowe i nie podlegają istotnym zmianom wewnętrznym. Szacowanie wartości w oparciu o dotychczasową działalność prowadzone może być jedynie w gospodarkach, które wykazują dużą stabilność, zwłaszcza w zakresie zmian koniunkturalnych i inflacyjnych.

Biorąc pod uwagę kontekst wyceny oraz konieczność szacunku wg stanu na dwa momenty – jeden oddalony o 4 lata od daty jego sporządzania, właściwsze jest pierwsze podejście - szacowanie wartości dochodowej na podstawie korzyści finansowych z działalności Spółki, które można określić jako średnią z odpowiedniego okresu historycznego.

Wycena Spółki metodą dochodową wskaże szacunek wartości wszystkich aktywów (zarówno materialnych jak i niematerialnych) zaangażowanych w działalności operacyjnej A Sp. z o.o.

Metoda mnożnikowa jest szeroko stosowana w praktyce gospodarczej na rynku fuzji i przejęć zarówno dużych przedsiębiorstw publicznych, jak i firm prywatnych o różnej wielkości.

Szacowanie wielkości mnożników rynkowych spółki na podstawie osiąganych przez nią wyników finansowych powinno się ściśle powiązać z tymi samymi kategoriami ekonomicznymi, które wykorzystuje się między innymi do

prognozowania wolnych przepływów pieniężnych. A zatem kluczowe determinanty wpływające na poziom mnożników rynkowych to:

- spodziewane tempo wzrostu wyników finansowych spółki, oceniane albo stopą wzrostu przychodów netto ze sprzedaży, albo stopą wzrostu zysków
- ukształtowana lub zakładana stopa wypłaty dywidend
- ryzyko finansowe spółki odzwierciedlone w stopie oczekiwanego zwrotu z zaangażowanych kapitałów, czyli stopie kosztu kapitału

Zarówno wartość mnożnika, jak i kategoria ekonomiczna brana pod uwagę musi w sposób jak najbardziej wszechstronny odzwierciedlać możliwości danego biznesu do generowania wolnych przepływów pieniężnych. W praktyce gospodarczej przyjmuje się, że EBITDA jest najlepszym wskaźnikiem, obrazującym zdolność firmy do generowania gotówki z działalności operacyjnej.

EBITDA (ang. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) – zysk operacyjny przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych zobowiązań oprocentowanych (kredytów, obligacji), podatków, amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych (ang. amortization) oraz amortyzacji (deprecjacji). Jest to wartość najbardziej zbliżona do wolnych przepływów pieniężnych za dany rok obrotowy.

Szacując wartość kapitałów własnych przedsiębiorstwa należy mieć na uwadze, że krotność EBITDA dotyczy wartości EV (enterprise value) = wartość kapitałów własnych + dług odsetkowy – gotówka.

Na podstawie wskaźnika krotności EBITDA wartość kapitałów własnych określa się w następujący sposób:

$$\text{Mnożnik} \times \text{ww} - \text{dw} + \text{gw}$$

ww – EBITDA wycenianego przedsiębiorstwa

dw – dług odsetkowy wycenianego przedsiębiorstwa

gw – gotówka wycenianego przedsiębiorstwa

2.1.2. Parametry wyceny

W transakcja kupna/sprzedaży przedsiębiorstw niepublicznych najczęściej spotykanym przedziałem wartości mnożnika EBITDA jest 4-8 krotność jej rocznej wartości.

Tabela 10. Mnożnik EBITDA – analiza warunków.

Wartość mnożnika	Uzasadnienie
4	W przypadku biznesów o małym/braku potencjale rozwojowym i średnim ryzyku operacyjnym
6	Dla przedsiębiorstw o średnim potencjale rozwoju bez konieczności ponoszenia wysokich nakładów inwestycyjnych
8	Przedsiębiorstwa o wysokim potencjale rozwoju przy ograniczonych potrzebach inwestycyjnych i zdywersyfikowanym ryzyku operacyjnym

Źródło: Analizy własne

W przypadku A poziom wskaźnika najlepiej oddający sytuację firmy to 6. W celu rewizji powyższej wartości dokonano analizy wartości wskaźnika wyceny spółek giełdowych sektorów: metalowego i elektromaszynowego. Do grupy odniesienia wybrano spółki o obrotach poniżej 1 mld zł oraz dodatnich wynikach za ostatnie 12 miesięcy.

Tabela 11. Dane wskaźnikowe przedsiębiorstw notowanych na GPW wziętych pod uwagę w analizie.

Spółka	Sprzedaż (tys. PLN)	Kapitalizacja (tys. PLN)	ROE	EV / EBITDA
WAX (WADEX)	25 612	15 875	10,40%	5,2
VGO (VIGOSYS)	31 182	217 971	21,69%	15,5
SNX (SUNEX)	47 451	10 957	4,37%	3,2
MÓJ	48 581	5 700	3,61%	1,6
PAT (PATENTUS)	76 625	37 465	3,47%	5,7
SON (SONEL)	86 369	89 600	7,61%	6,6
APN (APLISENS)	102 363	133 483	13,41%	5,1
APE (APSENERGY)	103 179	66 236	5,02%	8,3
HDR (HYDROTOR)	107 548	86 818	9,00%	5,0
FEE (FEERUM)	116 137	56 274	5,80%	6,1
RAF (RAFAMET)	121 858	52 688	1,45%	8,0
RLP (RELPOL)	128 494	67 264	9,21%	4,4
LEN (LENA)	139 176	69 153	9,16%	4,7
RMK (REMAK)	168 204	24 240	43,45%	1,3
ODL (ODLEWNIE)	184 703	63 645	17,71%	2,7
ESS (ESSYSTEM)	188 904	104 587	4,98%	5,0
MFO	395 410	183 688	22,08%	5,6
PGO	405 317	221 490	7,90%	5,7
MGT (MANGATA)	664 722	432 660	12,95%	6,1
OBL (ORZBIALY)	690 394	210 631	8,86%	4,9
RWL (RAWLPLUG)	739 450	283 272	7,70%	6,0
APT (APATOR)	816 360	794 569	10,63%	8,7
NWG (NEWAG)	882 462	733 500	10,50%	10,4
Max				15,5
Min				1,3
Mediana				5,6
Średnia				5,9

Źródło: www.biznesradar.pl/ Analizy własne

Wartość EBITDA na potrzeby wyceny określono jako średnią z dwóch okresów poprzedzających moment wycen. Uznano, że w procesie wyceny zostałyby one przyjęte jako najbardziej reprezentatywne dla sytuacji Spółki.

Tabela 12. Wyznaczenie poziomu EBITDA na potrzeby wyceny wg stanu na 06.2014 i 06.2018.

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBITDA	tys. zł	378,89	547,01	3,05	264,98	597,94*	559,52	797,54	839,66	858,91*
Średnia EBITDA	tys. zł					431,5				849,3

* przyjęto uproszczenie ekstrapolując roczne wyniki na podstawie wykonania za I półrocze.

Źródło: A Sp. z o.o./ Analizy własne

Zadłużenie i poziom gotówki przyjęto z bilansów Spółki na moment sporządzania wyceny, czyli 30.06.2014 i 30.06.2018. Pozycje te stanowią odpowiednio:

- Zadłużenie odsetkowe:
 - 2014 rok: 674,5 tys. zł
 - 2018 rok: 2 486,8 tys. zł
- Gotówka:
 - 2014 rok: 21,1 tys. zł
 - 2018 rok: 59,1 tys. zł

2.1.3. Wyniki wyceny

Przy przyjęciu założeń przedstawionych powyżej wartość Spółki A określona metodą mnożnikową kształtowała się następująco.

Tabela 13. Wyniki wyceny mnożnikowej wg stanu na 06.2014 i 06.2018.

		30.06.2014	30.06.2018
Średnia EBITDA	tys. zł	431,5	849,3
Mnożnik		6	6
Wartość EV	tys. zł	2 588,8	5 095,7
Dług	tys. zł	674,5	2 486,8
Gotówka	tys. zł	21,1	59,1
Wartość kapitałów własnych	tys. zł	1 935,3	2 668,0

Źródło: Analizy własne

Wzrost efektywności w postaci zwiększonego EBITDA pozwolił na zwiększenie wartości biznesu Spółki A. Należy jednakże zaznaczyć, że wartość bazująca na dochodowości biznesu jest wyraźnie niższa od wartości majątku posiadanego przez Spółkę. Stanowić to może sygnał o konieczności wdrożenia działań zwiększających efektywność kapitałów własnych.

Uwzględniając powyższe trzeba zaznaczyć, że wartość transakcyjna A powinna uwzględnić również w pewien sposób zasoby majątkowe będące w posiadaniu Spółki.

2.1.4. Wyniki wyceny A na tle innych spółek

W celu wskazania benchmarku dokonano uproszczonej wyceny spółek konkurencyjnych stosując metodologię i wysokość mnożnika EBITDA przyjęte w wycenie A.

Na potrzeby porównania wycenę A przyjęto wg wartości na 31.12.2017 roku (średnia EBITDA, dług i gotówka na bazie bilansu na koniec 2017 roku).

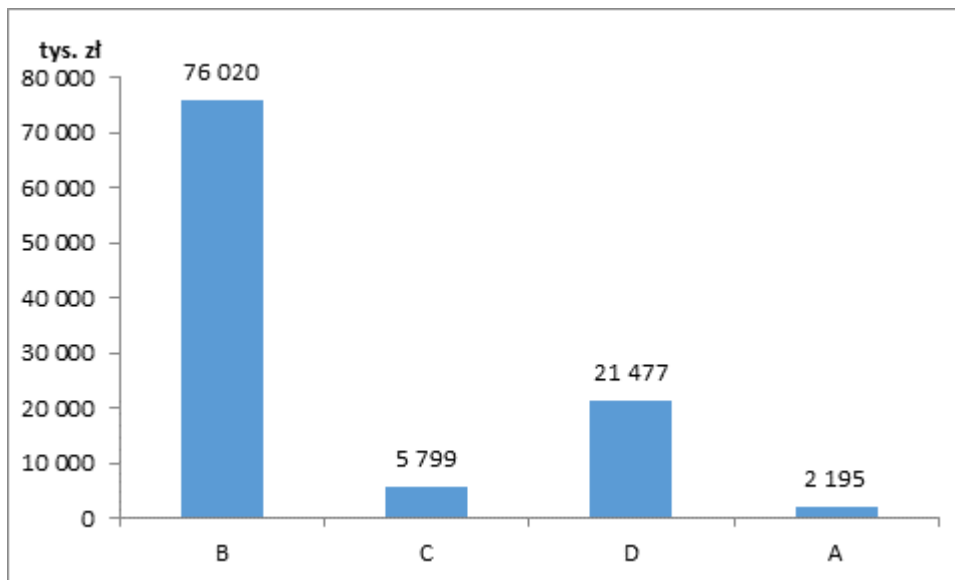
Tabela 14. Szczegółowa kalkulacja wartości poszczególnych spółek na 31.12.2017.

	Mnożnik	EBITDA	Dług	Gotówka	Wartość
		tys. zł	tys. zł	tys. zł	tys. zł
B	6	12 903	3 846	2 446	76 020
C	6	2 363	8 858	481	5 799
D	6	4 207	4 212	444	21 477
A	6	819	2 751	35	2 195

Źródło: Analizy własne

Najniższa sprzedaż i efektywność sprzedaży powodują, że wartość dochodowa A jest zdecydowanie najniższa w analizowanej grupie. Wartość najdroższej spółki (B) prawie 35 krotnie przewyższa wycenę A. Najmniejsza wśród zewnętrznych spółek – C jest ponad 2,5 razy droższa od A.

Rysunek 3. Wycena dochodowa A na tle pozostałych spółek porównywanej grupy.



Źródło: Analizy własne