

WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA – NAJISTOTNIEJSZE CZYNNIKI WPŁYWAJĄCE NA WARTOŚĆ SPÓŁKI W METODZIE DCF

Marek Zieliński

Wybór metody oszacowania wartości jednostki determinuje szereg czynników, w szczególności sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstwa, jego pozycja rynkowa, stan majątkowo-finansowy, zdolność do generowania dochodów. Z kolei cel wyceny niejednokrotnie będzie stanowił dla szacującego wartość przedsiębiorstwa podstawę wyboru odpowiednich metod.

Metody wyceny funkcjonujące w praktyce gospodarczej można podzielić na cztery główne grupy: dochodowe, majątkowe, porównawcze oraz metody mieszane.

Metody dochodowe oparte są na założeniu, iż wartość przedsiębiorstwa zależy od przepływów gotówki, które ono może wygenerować w przyszłości. Przepływy te z kolei zależą od stosowanej technologii, struktury organizacyjnej, zasobów ludzkich, know-how, udziału w rynku, wartości niematerialnych, tj. czynników, które w przypadku zastosowania innych wyżej wspomnianych metod wyceny nie są uwzględniane w takim stopniu. Istnieją w związku z tym stanowiska, iż na tym polega wyższość dochodowych metod wyceny nad innymi. Metody dochodowe koncentrują się na możliwej do przewidzenia przyszłości, przy stosowanych założeniach, wykorzystując zdarzenia przeszłe tylko w celach prognostycznych.

Wycena przedsiębiorstwa opierająca się na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (Discounted Cash Flow, dalej również DCF) odpowiada bieżącej, a więc zdyskontowanej odpowiednią stopą dyskontową odzwierciedlającą ryzyko, wartości przyszłych strumieni pieniężnych przedsiębiorstwa.

W praktyce nie zawsze zastosowanie metod dochodowych okazuje się możliwe lub jest uzasadnione. Dzieje się tak w przypadku przedsiębiorstw o złej reputacji rynkowej i ujemnych przepływach pieniężnych. Zastosowanie podejścia dochodowego, opierającego się na ocenie zdolności firmy do generowania dodatnich przepływów finansowych, byłoby trudne do zastosowania w przypadku generowania strat z działalności operacyjnej, niekorzystnych zmianach w kapitale obrotowym spółki lub innych czynnikach, które mają negatywny wpływ na generowane przepływy pieniężne.

Metody dochodowe mogą być również wykorzystane jako element wyceny metodami mieszanymi, które z kolei często są istotnym elementem, który może być wykorzystany przy rekomendacji wartości wycenianego podmiotu.

W pozostałych sytuacjach stosowanie metod dochodowych znajduje uznanie, jednakże kolejnym wyzwaniem stojącym przed wyceniającym jest wybór rodzaju (modelu) metody dochodowej.

Obecnie możemy spotkać się z wieloma metodami wyceny wartości przedsiębiorstwa, które mimo, iż opierają się na DCF różnią się między sobą zarówno poziomem szczegółowości, konstrukcją (sposobem obliczania) prognozowanych przepływów pieniężnych, jak i sposobem określenia stopy dyskontowej.

Do najczęściej stosowanych należą:

- 1) Metoda FCFF (Free Cash Flow to Firm), opierająca się na przepływach przynależnych właścicielom kapitału własnego oraz wierzycielom; wolne przepływy pieniężne obejmują w niej środki, które mogą powstać w wyniku prowadzenia przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej i inwestycyjnej, po uregulowaniu kosztów finansowania majątku i działalności,
- 2) Metoda FCFE (Free Cash Flow to Equity), opierająca się na przepływach przynależnych tylko właścicielom kapitału własnego; wyceniający koncentruje się na wartości przepływów gotówkowych pozostających do dyspozycji jedynie właścicielom przedsiębiorstwa po uwzględnieniu wszystkich wydatków, nakładów inwestycyjnych oraz spłacie zobowiązań,
- 3) Metoda APV (Adjusted Present Value), inaczej metoda skorygowanej wartości bieżącej lub metoda skorygowanej wartości netto; wycena obejmuje bieżącą wartość netto aktywów finansowanych kapitałem własnym, która jest powiększona o bieżącą wartość oszczędności podatkowych wynikających z finansowania przedsiębiorstwa długiem.

Wycena metodą dochodową wymaga wykonania szeregu analiz oraz szacunków, które determinują w sposób pośredni lub bezpośredni wynik wyceny, w szczególności:

- dokonania analizy sytuacji ekonomiczno – finansowej dotychczas funkcjonującego przedsiębiorstwa,
- zaprognozowania wyników finansowych przedsiębiorstwa w aspekcie przychodów, kosztów, nakładów inwestycyjnych, zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz innych wpływów i wydatków,
- oszacowania oraz doboru stóp dyskontowych,
- określenia przyszłej struktury finansowania majątku,
- określenia horyzontu czasowego prognozy finansowej,

- doboru innych parametrów rachunku wyceny jako stopy wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy,
- dokonania szacunku kosztu kapitału na podstawie struktury finansowania przedsiębiorstwa oraz wartości długu oprocentowanego,
- przeprowadzenia szacunków przyszłych przepływów pieniężnych, a następnie doprowadzenia ich do wartości bieżącej (zdyskontowania).

Zaprognozowanie działań operacyjnych przedsiębiorstwa, w oparciu o wyniki których zostaną zbudowane dla celów wyceny sprawozdania finansowe pro forma wymaga głębokiej znajomości przedsiębiorstwa, branży, warunków makroekonomicznych. Części składowe prognozy najczęściej obejmują:

- założenia co do polityki fiskalnej, warunków makroekonomicznych, stopy podatku dochodowego,
- prognozę sprzedaży, od której zależeć m.in. będzie oczekiwany poziom finansowania,
- prognozę kosztów działalności operacyjnej w oparciu co najmniej o koszty rodzajowe w podziale na koszty stałe oraz zmienne;
- planowane nakłady inwestycyjne, zgodne z ogólnymi przyrostami w zakresie cyklu życia przedsiębiorstwa oraz posiadające odzwierciedlenie w prognozie amortyzacji majątku,
- prognozowaną strukturę finansowania, spójną z analizą możliwych do wykorzystania źródeł finansowania oraz polityką właścicieli w stosunku w zakresie dystrybucji zysków,
- sprawozdanie finansowe pro forma, tj. prognozowany bilans, rachunek zysków i strat i rachunek przepływów pieniężnych. Kolejnym krokiem jest szacunek, inny w zależności od wybranej metody, prognozowanych wolnych przepływów pieniężnych oraz wyznaczenie kosztu kapitału.

Przyszłe przepływy pieniężne stanowiące podstawę wyceny przedsiębiorstwa metodą dochodową znajdują odzwierciedlenie w przyjętych planach finansowych (sprawozdaniu *pro forma*). Z założeń tych wynika zdolność przedsiębiorstwa do generowania przepływów pieniężnych na poszczególnych poziomach działalności: operacyjnej, inwestycyjnej oraz finansowej, które to z kolei stanowią podstawę wyznaczenia oczekiwanych, przyszłych wolnych przepływów strumieni pieniężnych związanych z przedsiębiorstwem.

W zmieniającej się rzeczywistości należy wziąć pod uwagę ryzyko osiągnięcia zakładanych planów finansowych, w tym sytuację makroekonomiczną, fazę cyklu koniunkturalnego, pozycję przedsiębiorstwa w cy-

klu życia firmy, pozycję rynkową, sytuację finansową, jakość zarządzania, kapitał intelektualny itp., a zatem czynniki, które są ze sobą powiązane, determinujących sprzężenia zwrotne.

Dla wyniku wyceny niezwykle istotny proces stanowi szacunek, w oparciu o najlepszą wiedzę, stopy dyskontowej, obrazującej cenę wymiany przyszłych środków finansowych na aktualnie dostępne.

W zależności od przyjętej metodologii wolne przepływy pieniężne dyskontuje się kosztem kapitału własnego, lub kosztem kapitału własnego oraz oprocentowanego o różnym charakterze i strukturze oraz o różnym koszcie, w szczególności z wykorzystaniem tzw. tarczy podatkowej.

Wielość metod dochodowych różnicuje sposób określenia końcowej stopy dyskontowej.

Skalę oraz zakres ryzyka towarzyszącemu danemu przedsiębiorstwu, a tym samym poziom stopy dyskonta przepływów pieniężnych kształtują w szczególności:¹

- charakter prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności, a więc rodzaj i specyfikę branży, do której ono należy;
- formę organizacyjno – prawną przedsiębiorstwa, która determinuje możliwość, skalę i zakres publicznego (giełdowego i pozagiełdowego) obrotu jego kapitałem, a także problem wielkości, charakteru i rodzaju obciążeń podatkowych, którym podlega przedsiębiorstwo;
- pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa;
- stopień stabilności w generowaniu zysków oraz poziom uzyskiwanej rentowności;
- strukturę majątku i źródeł jego finansowania;
- jakość kadry zarządzającej oraz struktura pracowników z uwzględnieniem wieku i posiadanych kwalifikacji;
- lokalizację przedsiębiorstwa i związane z nią stosunki z lokalnymi władzami i społecznościami.

Wybór metody, prognozowane sprawozdanie finansowe z analizą poszczególnych części składowych, dobór odpowiedniej stopy dyskontowej i kalkulacja przepływów pieniężnych doprowadza nas do oszacowania zdyskontowanych przepływów pieniężnych z okresu prognozy.

¹ patrz: Andrzej Fierla, Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi, Szkoła Główna Handlowa - Oficyna Wydawnicza, 2008.

Kolejnym, istotnym elementem ustalenia, w oparciu o metodę dochodową, wartości przedsiębiorstwa jest szacunek jego wartości rezydualnej, która bazuje na prognozowanych przepływach pieniężnych po okresie prognozy korygowanych o stałą stopę ich wzrostu po okresie prognozy².

Wartość przedsiębiorstwa przy zastosowaniu metod dochodowych będzie stanowiła suma odpowiednio zdyskontowanych przepływów pieniężnych z okresu prognozy, wartości rezydualnej oraz aktywów nieoperacyjnych Spółki skorygowanych o dług netto przedsiębiorstwa³.

Wycena spółki jest zadaniem niezwykle trudnym i czasochłonnym, wymagającym wiedzy i spojrzenia interdyscyplinarnego. Wymaga określenia oraz rzetelnej weryfikacji wielu czynników i zmiennych, które stanowią podstawę przyjętych prognoz, czyniąc taką wycenę niestety subiektywną.

Przeprowadzona wycena wartości spółki metodą dochodową, według stosownych reguł oraz rzetelnych założeń, oparta na realnych prognozach finansowych, umożliwi decydującym podejmowanie w oparciu o jej wyniki, uzasadnionych decyzji m.in. w transakcjach przejęć, podziałów, połączeń podmiotów, a także pozyskania inwestora lub nabycia instrumentów finansowych zarówno w obrocie regulowanym, jak i poza nim.

² W praktyce najczęściej bazę ustalenia wartości rezydualnej stanowi ostatni rok prognozy, którego przepływy powinny być ustabilizowane oraz „oczyszczone” o zdarzenia jednorazowe.

³ W przypadku przedsiębiorstw nienotowanych na regulowanych rynkach, uzyskany tak wynik jest najczęściej korygowany wartością odzwierciedlającą dyskonto za tzw. brak płynności; w praktyce można również spotkać korekty wartości prognozowanych przepływów związane z możliwymi transferami nadwyżek przepływów pieniężnych (tzw. premia za kontrolę).