Marek Pankowski, Piotr Banaszyk

WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA METODĄ DOCHODOWĄ

1. Wstęp

Jednym z najistotniejszych, a jednocześnie najbardziej skomplikowanych i budzących społeczne emocje problemów transformacji gospodarki państwowej w prywatną jest wycena wartości przedsiębiorstwa. Złożoność tego zagadnienia wynika z jednej strony z konieczności wykonania niezwykle trudnego zadania, polegającego na określeniu wartości rynkowej przedsiębiorstwa, działającego w nadal *quasi* rynkowym otoczeniu (brak ukształtowanego rynku kapitałowego). Z drugiej strony, bieżąca sytuacja państwa (inflacja i recesja gospodarcza, deficyt budżetowy, spadek poziomu życia, a ślad za nim zmniejszające się możliwości partycypowania finansowego pracowników w procesach prywatyzacji ich zakładów pracy) stawia administrację rządową przed trudnym wyborem pomiędzy krótkookresowymi korzyściami skarbu państwa, wynikającymi z oczekiwanej (choć w praktyce mało realnej) skali wpływów z prywatyzacji, a korzyściami długookresowymi, polegającymi na osiągnięciu tzw. masy krytycznej sprwatyzowanych przedsiębiorstw, jako sposobu na osiągnięcie zasadniczego postępu w efektywności gospodarowania i wiążącej się z tym synergii korzyści dla budżetu państwa w przyszłości.

Dla określenia wartości rynkowej prywatyzowanych przedsiębiorstw szczególne znaczenie posiadają metody dochodowe, opierające się na ogólnym założeniu, w myśl którego przedsiębiorstwo warte jest tyle, ile przyniesie dochodu w założonym okresie po opłaceniu przewidywanego zwrotu kapitału. Dochód ten może być ustalony w różny sposób, zarówno w postaci przepływu gotówki (jak to ma miejsce w metodzie discounted cash flow – DCF), jak i zysku czy też dywidendy. W kontekście wycen prywatyzowanych przedsiębiorstw państwowych odgrywają one rolę wiodącą, a stosowane na ogół równolegle metody majątkowe pełnią w zasadzie jedynie funkcję informacyjną, wzbogacającą wiedzę potencjalnych nabywców akcji lub udziałów spółek prawa handlowego (powstałych na bazie prywatyzowanych przedsiębiorstw państwowych) o wartości i strukturze jej poszczególnych składników majątkowych. Metody majątkowe nie powinny być podstawą ustalenia wartości akcji lub udziałów, ponieważ nowi właściciele nie

będą kupowali poszczególnych składników majątkowych, lecz zorganizowane mienia podmiotu gospodarującego.

Celem niniejszego opracowania jest opis przypadku (case study) wyceny przedsiębiorstwa państwowego metodą dochodową, wykonanej na potrzeby jego prywatyzacji zgodnie z artykułem 37 pkt. 1 ust. 3 ustawy o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych.

Przedsiębiorstwo nazwane dla potrzeb niniejszej publikacji "BACHUS–em" jest średniej wielkości jednostką gospodarczą (zatrudnia około 80 osób) branży winiarskiej, produkującą wina owocowe, napoje winopodobne oraz świadczącą usługi spożywcze.

Ze względu na to, że wycena przedsiębiorstwa "BACHUS" sporządzona była dla potrzeb oddania na czas oznaczony do odpłatnego korzystania całego mienia przedsiębiorstwa powstałej spółce pracowniczej (leasing), z natury rzeczy przedmiotem analizy było przedsiębiorstwo jako zorganizowana całość, a nie poszczególne składniki majątkowe.

Punktem wyjścia analizy były: diagnoza strategiczna, wstępny program restrukturyzacji i rozwoju, program prywatyzacji oraz metodologia wyceny. Przesłanki merytoryczne stworzyły podstawy do przyjęcia danych historycznych oraz prognozowania zmiennych rachunków co do zdolności produkcyjnych, programu produkcji i sprzedaży, kosztu sprzedanych wyrobów i usług, programu inwestycji, amortyzacji i kapitału obrotowego. Wyceny dokonano metodą DCF (discounted cash flows), odmiana FOCF (free operating cash flows), ustalając sposób podejścia do wielkości stopy dyskontowej i generując trzy warianty wyceny dla stóp dyskontowych 18, 22 i 25%. Symulacje te, uwzględniające różne poziomy ryzyka, pozwoliły rekomendować jeden z wariantów wyceny jako najbardziej uzasadniony.

Analiza obejmuje okres 1991–1996 i prowadzona jest w cenach stałych z października 1991 roku.

2. Metodologiczne aspekty wyceny

Przeprowadzając wycenę przedsiębiorstwa skorzystano z dorobku zagranicznych specjalistów z dziedziny business finance

W literaturze zachodniej panuje przekonanie, że najlepszymi metodami wyceny są metody oparte na tzw. zdyskontowanych strumieniach (przepływach) pieniężnych (discounted cash flows – DCF)[1].

Jak wynika z prowadzonych badań[2], współczynniki korelacji między cenami akcji wybranych firm notowanymi na giełdzie a wartościami tychże firm uzyskanymi metodami opartymi na DCF są wysokie, w odróżnieniu od np. współczynników korelacji między zyskami w ujęciu księgowym i cenami akcji. Stąd też

[1] Zob. np. **R.A. Brealey, S.C. Myers**: Principles of Corporate Finance. Mc Graw Hill 1988, rozdz. 6 lub też **T. Copeland, T. Koller, J. Murrin**: Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies. New York 1991, Mc Konsey and Company, Inc. rozdz. 1.

[2] Zob. **T. Copeland, T.Koller, J.Murrin**, op. cit., rozdz.3.

w opracowaniu zastosowano metodę opartą na DCF – wariant tzw. pieniężnych strumieni operacyjnych (free operating cash flows –FOCF)[3].

Operacyjne strumienie pieniężne zdefiniowane są następująco:

FOCF = wartość sprzedanych wyrobów i usług

– koszty sprzedanych wyrobów (w tym zarówno koszty pociągające za sobą przepływ pieniężny – cash costs, jak i nie pociągające przepływu pieniężnego –noncash costs)[4]

– podatki

– koszty nie pociągające za sobą przepływu pieniężnego (np. amortyzacja)

– przyrost kapitału obrotowego,

– inwestycje.

Założono, że rachunek prowdzony jest w cenach stałych – październik 1991 r.

Przy ustaleniu wysokości stopy dyskontowej odwołano się do koncepcji średnioważonego kosztu kapitału (weighted average cost of capital – WACC)[5].

Mając jednak na uwadze fakt, iż wyceniane przedsiębiorstwo "BACHUS" dąży do tego, aby w przysłości, już jako spółka, finansować swoją działalność wyłącznie ze środków własnych, możemy założyć[6], że WACC = ke; ke – koszt utraconych korzyści z punktu widzenia właścicieli kapitału, czyli stopa zwrotu, jaką uzyskaliby oni, inwestując ów kapitał w inne przedsięwzięcie o podobnym stopniu ryzyka (the market determined opportunity cost of capital).

Wartość firmy V liczymy zgodnie z formułą:

$$V = V_1 + V_2 \qquad (1)$$

gdzie: V_1 – suma zaktualizowanych wartości strumieni pieniężnych w ściśle określonym przedziale czasu (w rozważanym przypadku 5 lat),

V_2 – wartość rezydualna – zaktualizowana wartość przepływów pieniężnych po upływie określonego czasu zakładając, że horyzont działania firmy jest bardzo długi.

Obliczając V_1 przyjęto założenie, że wartość firmy równa się sumie zaktualizowanych wartości przepływów pieniężnych generowanych przez firmę finansującą swoją działalność wyłącznie ze środków własnych powiększoną o tzw. korzyść podatkową. Korzyść podatkowa – tax shield[7] – TS liczona jest według wzoru:

$$TS = \frac{\text{stawka pod. doch.} \times \text{kwota odsetek w roku t}}{(1+ \text{koszt długu}) \times t} \qquad (2)$$

Jako koszt długu przyjęto stopę oprocentowania kredytu refinansowego (40%).

---

[3] Zob. **J.D.Martin**: Alternative Net Present Value Models. Advances in Financial Planning and Forecasting, JAI Press Inc. 1987 Vol 2 p.51–66.

[4] Zgodnie z metodologią FOCF do kosztów tych nie zalicza się odsetek od kredytów.

[5] Zob. **T. Copeland, T.Koller, J.Murrin**: op. cit., rozdz. 6.

[6] Koncepcja tzw. "target capital structure" – zob. tamże.

[7] Zob. **R.A. Bradley, S.G. Myers**: op. cit., rozdz. 19.

3. Założenia i elementy składowe wyceny

3.1. Zdolność produkcyjna

Zdolność produkcyjna przedsiębiorstwa "BACHUS" uzależniona jest od struktury produkcji. Dla wariantu zakładającego wytwarzanie wyłącznie napoju winopodobnego DELICJA, produktu o krótkim cyklu produkcyjnym w porównaniu z winem, wynosi około 42 000 hl/rok. Natomiast dla wariantu, w którym przedsiębiorstwo wytwarza 50% DELICJI i 50% win owocowych zdolność produkcyjna kształtuje się na poziomie około 32 000 hl/rok.

Opracowany przez przedsiębiorstwo program restrukturyzacji i rozwoju zakłada stopniową dywersyfikację produkcji i dochodów za sprzedaży, ze względu na konieczność zmniejszenia ryzyka, wynikającego z prowadzonej dotychczas monokulturowej działalności gospodarczej, opierającej się na jednym dominującym produkcie (blisko 100% udział w sprzedaży napoju winopodobnego typu KARMEL, marginalny udział w produkcji i sprzedaży win owocowych).

Planowane zmiany struktury asortymentowej produkcji wiążą się z koniecznością zwiększenia zdolności produkcyjnej z 32 000 hl/rok w 1991 r. do 36000 hl/rok w 1996 roku, którą zamierza się osiągnąć poprzez inwestycje, polegające na "zadaszeniu" tanków leżakowych. Zdolność produkcyjną przedsiębiorstwa dla planowanych zmian struktury produkcji w hl/rok przedstawia tabela 1.

Tabela 1

Zdolność produkcyjna przedsiębiorstwa (w hl/rok)

Lata / Produkty	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Ogółem, z tego:	42 000	41 000	40 000	39 000	38 000	36 000
Napój winopodobny typu DELICJA	42 000	37 000	32 000	27 000	23 000	18 000
Wina owocowe	0	4 000	8 000	12 000	15 000	18 000
Struktura produkcji DELICJA/Wina owocowe (w %)	100:0	90:10	80:20	70:30	60:40	50:50

3.2. Program produkcji i sprzedaży

Po krótkookresowych trudnościach w sprzedaży wyrobów przedsiębiorstwa w 1990 r. obecnie sytuacja na obszarze zbytu wytwarzanych produktów winiarskich jest dobra (przewaga popytu nad podażą). Można więc przyjąć, że produkcja w ujęciu wartościowym w poszczególnych latach projekcji jest równa wartości sprzedaży.

Program sprzedaży brutto ustalono na podstawie zdolności produkcyjnej przedsiębiorstwa przy planowanej zmianie struktury asortymentowej produkcji (zob. tab. 1) oraz ceny zbytu według stanu na 30 październik 1991 r.: dla DELICJI – 11 600 zł/l, dla win owocowych 12 000 zł/l.
Sprzedaż netto obliczono dla obowiązujących obecnie stawek podatku obrotowego: 30% dla DELICJI i 50 % dla win owocowych.

Program sprzedaży opracowano na podstawie powyższych założeń oraz wyników analizy rynku i koncepcji rozwojowej przedsiębiorstwa. Wielkość i strukturę sprzedaży w latach 1992–1996 przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2

Prognoza sprzedaży na lata 1992–1996 (w mln zł)

Produkty (Usługi)	Wartość sprzedaży (mln zł)	1992	1993	1994	1995	1996
Napój winopodobny DELICJA	Sprzedaż brutto	48 720	42 920	37 120	31 320	26 680
	Podatek obrotowy	14 616	12 876	11 136	9 396	8 004
	Sprzedaż netto	34 104	30 044	25 984	21 934	18 676
Wina owocowe	Sprzedaż brutto	0	4 800	9 600	14 400	18 000
	Podatek obrotowy	0	2 400	4 800	7 200	9 000
	Sprzedaż netto	0	2 400	4 800	7 200	9 000
Usługi spożywcze	Sprzredaż brutto	700	700	700	700	700
	Podatek obrotowy	0	0	0	0	0
	Sprzedaż netto	700	700	700	700	700
SPRZEDAŻ BRUTTO OGÓŁEM		49 420	48 420	47 420	46 420	45 380
PODATEK OBROTOWY OGÓŁEM		14 616	15 276	15 936	16 596	17 004
SPRZEDAŻ NETTO OGÓŁEM		34 804	33 144	31 484	29 824	28 376

3.3. Koszty sprzedanych wyrobów

Całkowite koszty sprzedanych wyrobów w latach 1992–1996 stopniowo maleją w związku z planowanymi zmianami struktury produkcji. Dotyczy to w szczególności materiałów bezpośrednio produkcyjnych, których wartość jest mniejsza o 832 zł/l dla win owocowych w stosunku do napoju winopodobnego typu DELICJA. Zmniejszają się także koszty sprzedaży proporcjonalnie do zmian wielkości produkcji w ujęciu rzeczowym. Koszty wydziałowe i ogólnozakładowe mają charakter kosztów stałych.
Całkowite koszty sprzedanych wyrobów i ich strukturę przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3

Prognoza kosztów na lata 1992–1996

Lata / Koszty	1992	1993	1994	1995	1996
Materiały bezpośrednie	17 228	16 485	15 742	14 999	14 340
Robocizna bezpośrednia	970	947	924	901	878
Koszty wydziałowe	2 436	2 184	2 132	2 132	2 132
w tym:					
Płace	903	903	903	903	903
Materiały	130	130	130	130	130
Energaia	210	210	210	210	210
Remonty	668	668	668	668	668
Inne	425	273	273	272	273
Koszty ogólnozakładowe	1 756	1 756	1 756	1 756	1 756
w tym:					
Dzierżawa	13	13	13	13	13
Płace	1 420	1 420	1 420	1 420	1 420
Usługi niematerialne	323	323	323	323	323
Koszty sprzedaży	1 075	1 050	1 024	998	973
Koszty operacyjne	23 465	22 422	21 578	20 786	20 078
Amortyzacja	433	455	539	862	957
Koszty finansowe	414	414	612	612	612
Całkowity koszt sprzedanych wyrobów	24 312	23 291	22 729	22 260	21 647

3.4. Program inwestycji

Realizacja celów rozwojowych przedsiębiorstwa "BACHUS" wymaga wykonania programu inwestycyjnego, a w tym:

– inwestycje produkcyjne (budynki i budowle oraz maszyny i urządzenia) przeznaczone na wzrost zdolności produkcyjnej do 36000 hl/rok przy zrównoważonej strukturze produkcji (50% DELICJA i 50% win owocowych) oraz modernizację potencjału wytwórczego,

– inwestycje infrastruktury technicznej i środowiskowej.

Program inwestycyjny przedsiębiorstwa "BACHUS" w latach 1992–1996 pokazano w tabeli 4.

Tabela 4

Program inwestycji (w cenach roku 1991)

Struktura nakładów inwestycyjnych	1992	1993	1994	1995	1996
Ogółem (w mln zł)	2 000	2 200	2 000	2 000	1 200
z tego w %	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
• Budynki, budowle, prace budowlano–montażowe	50,0	55,5	–	–	–
• Maszyny i urządzenia	–	–	35,0	100	50,0
• Infrastruktura techniczna i środowiskowa	50,0	54,5	65,0	–	50,0

3.5. Amortyzacja

Kwoty amortyzacji w poszczególnych latach rozważanego okresu składają się z dotychczasowej wartości odpisów amortyzacyjnych z tytułu użytkowania majątku trwałego oraz przyrostów związanych z planowaną realizacją programu inwestycyjnego. W obliczeniach wielkości odpisów amortyzacyjnych z tytułu przyrostu majątku trwałego przyjęto następujące stawki: 10% dla maszyn i urządzeń oraz 2% dla budynków i budowli. Kwoty amortyzacji w latach 1992–1996 zamieszczono w tabeli 5.

Tabela 5

Wartość amortyzacji w latach 1992–1996 (w mln zł)

Lata	1992	1993	1994	1995	1996
Amortyzacja	433	455	539	862	957

3.6. Kapitał obrotowy

Wielkość kapitału obrotowego zmienia się wraz ze zmianami struktury produkcji. Planowane przyrosty kapitału obrotowego w rozważanym okresie wynikają z obliczeń, dla których podstawą była podana przez przedsiębiorstwo liczba dni niezbędnego pokrycia zapasów, w związku ze znacznym przyrostem produkcji win owocowych. Przyrost kapitału obrotowego potrzebny jest wyłącznie na pokrycie koniecznego wzrostu zapasów moszczu i win leżakujących. Przewidywane przyrosty wartości kapitału obrotowego przedstawiono w tabeli 6.

Tabela 6

Przyrost kapitału obrotowego w latach 1992–1996
(w mln zł)

Lata	1992	1993	1994	1995	1996
Przyrost kapitału obrotowego	1000	1200	1200	1200	1500

3.7. Określenie wysokości stopy dyskontowej

Kluczowym elementem wyceny wartości przedsiębiorstwa metodą dochodową jest ustalenie wysokości stopy dyskontowej. Określając stopę dyskontową, oparto się na metodzie, według której stopa r_e jest sumą kosztu kapitału zaangażowanego w aktywach o przeciętnym ryzyku r_f oraz stopie ryzyka r_r równej sumie ryzyka operacyjnego i finansowego, co można zapisać poniższym wzorem:

$$r_e = r_f + r_0 + r_{fin}$$

gdzie:

r_e – stopa dyskontowa, odpowiadająca kosztowi kapitału własnego przedsiębiorstwa, powiększona o tzw. ryzyko finansowe w przypadku, gdy część aktywów finansowana jest środkami obcymi

r_f – stopa dyskontowa, odpowiadająca kosztowi kapitału w aktywach o przeciętnym ryzyku

r_0 – stopa dyskontowa, odpowiadająca tzw. ryzyku operacyjnemu, uwzględniającemu warunki i specyfikę działalności wycenianego przedsiębiorstwa (premia za ryzyko)

r_{fin} – stopa dyskontowa, odpowiadająca tzw. ryzyku finansowemu w przypadku, gdy część aktywów finansowana jest środkami obcymi

W szacowaniu stopy dyskontowej przedsiębiorstwa "BACHUS" przyjęto, że stopa dyskontowa w wysokości 18% odzwierciedla przeciętne ryzyko wyko-

rzystania aktywów, charakterystyczne dla przeciętnych warunków gospodarowania w Polsce (według ustaleń Banku Światowego stopa 18% jest przyjmowana jako punkt wyjścia do selekcji projektów inwestycyjnych).

Próbując określić czynniki ryzyka zainwestowania kapitału w przedsiębiorstwie "BACHUS", należy w szczególności zwrócić uwagę na:

a) dużą wrażliwość przedsiębiorstwa na zmiany czynników makroekonomicznych, a w tym zwłaszcza:

– stawek podatku obrotowego (dotyczy to głównie wiodącego obecnie produktu – napoju winopodobnego DELICJA),

– ceł na import tanich win w związku z postępującymi procesami integracyjnymi z Europą Zachodnią,

– prawdopodobieństwo wzrostu cen spirytusu – ważnego komponentu do produkcji DELICJI – w związku ze zmianą polityki państwa na rzecz konsumpcji napojów o niższej zawartości alkoholu;

b) możliwość wystąpienia poważnych zakłóceń produkcyjnych i związaną z tym nieterminową realizacją zobowiązań w przypadku mroźnej zimy z uwagi na brak w przedsiębiorstwie "BACHUS" ocieplanych magazynów moszczów i win leżakujących;

c) konieczność poniesienia rosnących nakładów, głównie w dziedzinie kształtowania wielkości, struktury i jakości owoców, związanych z programem rozwoju jakości produktów i usług;

d) wzmagającą się konkurencję ze strony producentów i rozlewników win krajowych i zagranicznych.

Biorąc pod uwagę powyższe wewnętrzne i zewnętrzne uwarunkowania działalności wycenianego przedsiębiorstwa przyjęto, że stopa dyskontowa odpowiadająca ponadprzeciętnemu ryzyku kształtuje się w granicach 4–7%. Stąd też dla wariantowania wycen metodą DCF przyjęto trzy stopy dyskontowe 18, 22 i 25%.

4. Warianty wyceny metodą DCF

Obliczenia mające na celu ustalenie wartości przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych strumieni pieniężnych dla stóp dyskontowych 18%, 22% i 25% przedstawiono w tabelach 7, 8 i 9.

Poniżej zamieszcza się wykaz wariantów wyceny przedsiębiorstwa metodą DCF.

WARIANTY	STOPA DYSKONTOWA	WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA (w mln zł)
I	18%	18 660
II	22%	15 400
III	25%	13 643

Tabela 7

Wycena przedsiębiorstwa (w mln zł)

Pozycje \ Lata	1992	1993	1994	1995	1996
Sprzedaż	49 420	48 420	47 420	46 420	45 380
– Podatek obrotowy	14 616	15 276	15 936	16 596	17 004
Sprzedaż netto	34 804	33 144	31 484	29 824	28 376
– Koszty sprzedanych wyrobów	23 898	22 877	22 117	21 648	21 035
Zysk przed opodatkowaniem	10 906	10 267	9 367	8 176	7 341
– Podatek dochodowy	4 363	4 107	3 747	3 271	2 937
Zysk po opodatkowaniu	6 543	6 160	5 620	4 905	4 404
+ Amortyzacja	433	455	539	862	957
– Przyrost kapitału obrotowego	1 000	1 200	1 200	1 200	1 500
– Inwestycje	2 000	2 200	2 000	1 300	1 200
Cash flow	3 976	3 215	2 959	3 267	2 661
Wartość skapitalizowana	3 369	2 308	1 800	1 685	1 163
Net present value	10 325	(dla stopy dyskontowej 18%)			
Wartość rezydualna	7 936				
Korzyść podatkowa	399				
Wartość przedsiębiorstwa	18 660				

Tabela 8

Wycena przedsiębiorstwa (w mln zł)

Pozycje \ Lata	1992	1993	1994	1995	1996
Sprzedaż	49 420	48 420	47 420	46 420	45 380
– Podatek obrotowy	14 616	15 276	15 936	16 596	17 004
Sprzedaż netto	34 804	33 144	31 484	29 824	28 376
– Koszty sprzedanych wyrobów	23 898	22 877	22 117	21 648	21 035
Zysk przed opodatkowaniem	10 906	10 267	9 367	8 176	7 341
– Podatek dochodowy	4 363	4 107	3 747	3 271	2 937
Zysk po opodatkowaniu	6 543	6 160	5 620	4 905	4 404
+ Amortyzacja	433	455	539	862	957
– Przyrost kapitału obrotowego	1 000	1 200	1 200	1 200	1 500
– Inwestycje	2 000	2 200	2 000	1 300	1 200
Cash flow	3 976	3 215	2 959	3 267	2 661
Wartość skapitalizowana	3 259	2 159	1 629	1 474	984
Net present value	9 505	(dla stopy dyskontowej 22%)			
Wartość rezydualna	5 496				
Korzyść podatkowa	399				
Wartość przedsiębiorstwa	15 400				

Tabela 9

Wycena przedsiębiorstwa (w mln zł)

Sprzedaż	49 420	48 420	47 420	46 420	45 380
– Podatek obrotowy	14 616	15 276	15 936	16 596	17 004
Sprzedaż netto	34 804	33 144	31 484	29 824	28 376
– Koszty sprzedanych wyrobów	23 898	22 877	22 117	21 648	21 035
Zysk przed opodatkowaniem	10 906	10 267	9 367	8 176	7 341
– Podatek dochodowy	4 363	4 107	3 747	3 271	2 937
Zysk po opodatkowaniu	6 543	6 160	5 620	4 905	4 404
+ Amortyzacja	433	455	539	862	957
– Przyrost kapitału obrotowego	1 000	1 200	1 200	1 200	1 500
– Inwestycje	2 000	2 200	2 000	1 300	1 200
Cash flow	3 976	3 215	2 959	3 267	2 661
Wartość skapitalizowana	3 369	2 308	1 800	1 685	1 163
Net present value	8 961	(dla stopy dyskontowej 25%)			
Wartość rezydualna	4 283				
Korzyść podatkowa	399				
Wartość przedsiębiorstwa	13 643				

5. Podsumowanie

Wyniki wyceny wskazują na dużą wrażliwość rachunku na uwarunkowania działalności przedsiębiorstwa "BACHUS" oraz metodologię wyceny. Dla wyników wyceny szczególne znaczenie posiadają czynniki ryzyka leżące w zewnętrznych i wewnętrznych uwarunkowaniach działalności wycenianego przedsiębiorstwa. Rozpiętość wyceny wynosi od 13 643 mln zł do 18 660 mln zł.

Rekomendowaną wyceną w analizowanym tu przypadku przedsiębiorstwa "BACHUS" była wycena według wariantu 3., tj. 13 643 mln zł. Wartość tę uzasadniały:

– wypracowane, racjonalne założenia rozwoju strategicznego przedsiębiorstwa,

– mocne i słabe strony oraz szanse i zagrożenia znajdujące swój wyraz w wysokości stopy dyskontowej,

– porównanie stopy dyskontowej ze stopą zwrotu kapitału w państwach Zachodu.

Wnioski i rekomendacje sformułowane w wyniku przeprowadzonej wyceny wartości przedsiębiorstwa "BACHUS" w pełni potwierdziła praktyka. W krótkim czasie nastąpił bowiem wzrost cen spirytusu (ważnego komponentu do produkcji napoju winopodobnego typu DELICJA) oraz wzrost stawek podatku obrotowego (w związku z pogłębiającym się deficytem budżetu państwa). Zmiany te spowodowały znaczny spadek wartości przedsiębiorstwa mierzony zdyskontowanymi strumieniami przepływu gotówki.

Marek Pankowski, Piotr Banaszyk

VALUATION OF AN ENTERPRISE BY MEANS OF INCOME METHOD

Sumary

The authors make an attempt to assess the market value of an enterprise by means of one of the valuation methods. They present methodological aspects of the valuation along with assumptions and elements necessary to solve a concrete example. The considerations are based on the example of "BACHUS" Enterprise. Attention should be paid to risk factors which are to be found in external and internal conditionings of the Enterprise's activity. According to the author, conclusions and recommendations formulated in result of the valuation process of "BACHUS" Enterprise are fully confirmed in practice.