

EKONOMIKA WYCENY PRZEDSIĘBIORSTWA (dochodowa i księgowość wartość w wycenie firmy)

W artykule przedstawiono księgowo, proste metody wyceny wartości przedsiębiorstwa takie jak: wartość księgowo, skorygowane aktywa netto oraz wartość likwidacyjną z uwzględnieniem ich zalet oraz wad. Dokonano analizę wyceny przedsiębiorstwa metodami księgowymi oraz metodą EVA, która przeprowadzona wstanie na podstawie Spółki powstała z połączenia dwóch operatorów telekomunikacyjnych, Tel-Energio i Telbanku EXATEL S.A. w wyniku ostateczna wartość Spółki EXATEL S.A. na podstawie podejścia dochodowego jest większa

Wstęp. W artykule przedstawiono księgowo, proste metody wyceny wartości przedsiębiorstwa takie jak: wartość księgowo, skorygowane aktywa netto oraz wartość likwidacyjną z uwzględnieniem ich zalet oraz wad. Szczególną uwagę poświęcono jednak metodom dochodowym, złożonym a zwłaszcza koncepcji EVA (*Economic Value Added*). Metoda likwidacyjna oraz EVA zostały wykorzystane do określenia 100 % wartości kapitałów własnych Exatel S.A. Do skojarzenia tych dwóch metod zastosowano podejście Schmalenbacha, zakładające, że wartość podmiotu stanowi średnią arytmetyczną wartości uzyskanej przy pomocy określonej metody majątkowej i metody dochodowej.

Wartość firmy według metody majątkowej to wartość aktywów netto firmy pomniejszona o jej zobowiązania określone w momencie jego wyceny. Wartość firmy w podejściu dochodowym natomiast determinowana jest przez przepływy pieniężne jakie generować będą w przyszłości aktywa firmy 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.

Ochrona interesów inwestorów i właścicieli przedsiębiorstw zrodziła koncepcję zarządzania wartością firmy. Wychodzi ona z założenia, że podstawowym celem działania organizacji jest wzrost jej wartości. Przedsiębiorstwo traktuje się tutaj jako inwestycję, która powinna dać odpowiedni wzrost zainwestowanego kapitału (*Wartość firmy*, 2004:51). Tworzenie i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa *Value Based Management* – VBM jest zatem działaniem o najwyższym znaczeniu w nowoczesnym przedsiębiorstwie. Rosnąca liczba przedsiębiorstw przyjmuje kreowanie wartości jako podstawowy cel swojej działalności. Takie podejście wynika również z zewnętrznego nacisku inwestorów – aktywnych akcjonariuszy – na kadrę zarządzającą. Kolejną przesłanką za stosowaniem polityki kreowania wartości przez firmę jest osiągnięcie sukcesu menedżerskiego, uznania i prestiżu. Zarządzanie wartością przyczynia się bowiem do sukcesu przedsiębiorstwa w długim okresie czasu. Obserwuje się także, że przedsiębiorstwa tworzące wartość mają lepszy dostęp do funduszy, które można wykorzystać dla potrzeb wzrostu i inwestycji. Długoterminowe skupienie się na tworzeniu wartości często jest drogą do wejścia w samo napędzające się koło jej kreowania, długoterminowej przewagi konkurencyjnej i satysfakcji pracowników (Monnery, 2000:165).

Koncepcję VBM można rozpatrywać od strony wyników oraz od strony wyników i procesów. Przykładami tych definicji są: VBM to takie podejście do zarządzania, w którym przedsiębiorstwo kierując się maksymalizacją wartości dla akcjonariusza osiąga wyższe zwroty od kosztu kapitału, (Simms, 2001:34-35); VBM jest konstrukcją polegającą na mierzeniu i zarządzaniu biznesem dla wykreowania wyższej długoterminowej wartości dla akcjonariuszy; efekty są mierzone w formie wyższych kursów akcji i wzrostu wielkości

wypłaconych dywidend (Marsh, 1999:58-59) oraz VBM może obejmować niemal wszystko; ustawia pod kątem zwiększenia wartości dla akcjonariuszy strategię, politykę, pomiary osiągnięć, nagrody, organizację, procesy, zasoby ludzkie i systemy, które przyczyniają się do zwiększenia wartości dla akcjonariusza (Black, et al, 200:83), a także VBM jest uznanym menedżerskim podejściem, które obejmuje redefinicję celów, struktur i systemów, ożywiających strategię i procesy operacyjne przewartościowujących praktyki zarządzania zasobami pracy; VBM nie jest szybką naprawą, lecz drogą wymagającą konsekwencji i zaangażowania (Boulos, et al., 2001:54).

Metoda księgową – należy do najprostszych metod pozwalających wycenić dane przedsiębiorstwo. Wystarczy odczytać z ostatniego bilansu wartość kapitałów własnych na które składają się: kapitał podstawowy akcyjny lub udziałowy, należne nie wniesione wkłady na kapitał akcyjny, kapitał zapasowy, kapitały rezerwowe, w tym z aktualizacji wyceny, zyski niepodzielone lub straty niepokryte z lat ubiegłych, zyski lub straty wypracowane w bieżącym roku obrotowym. Wadami tej metody są: nie nadaje się do zastosowania w przypadku przedsiębiorstw kontynuujących swoją działalność, zupełny brak *ekonomicznej* interpretacji z punktu widzenia wartości firmy. Należy pamiętać, iż wartość firmy może być poważnie zniekształcona, gdy firma korzystając z ulg inwestycyjnych, dokonała w przeszłości na potrzeby rachunkowości bilansowej, „superprzyspieszonej”, jednorazowej amortyzacji. Z uwagi na powyższe wady pojawił się pomysł, aby dzisiejszą wartość księgową skorygować o prognozowane zyski lub straty, które firma powinna wygenerować w dającej się przewidzieć przyszłości i o wartość rynkową ewentualnych aktywów pozabilansowych. Istnieje jednak problem określenia za jaki okres w przyszłości uwzględnić zyski/straty oraz czy będzie ta prognoza wiarygodna? *Skorygowana wartość księgową* jest jednak metodą trudną do interpretacji i budzi poważne zastrzeżenia merytoryczne (Machała, 2001: 429-432).

Wartość aktywów netto według tej metody to suma bilansowa pomniejszona o wartość całkowitych zobowiązań firmy. Jest to metoda zakładająca brak kontynuacji działania, gdyż wartość aktywów można „odzyskać” jedynie w przypadku ich sprzedaży. Jeżeli jednak firma będzie kontynuowała swoją działalność wówczas wartość aktywów może się zmieniać z miesiąca na miesiąc, gdyż generowane zyski lub straty przedkładają się na wzrost lub spadek należności lub środków pieniężnych i ewentualnie innych składników. Często wartość księgową firmy rozumiana jako wartość kapitałów własnych jest utożsamiana z wartością aktywów netto. Natomiast te dwie wielkości są równe w przypadku gdy w bilansie firmy nie występują takie pozycje jak: rezerwy, przychody przyszłych okresów i bierne rozliczenia międzyokresowe kosztów. Omawiana wycena ma błędy podobne do wyceny według wartości księgowej: duża zmienność w przypadku kontynuacji działania i zniekształcenie w przypadku odpisywania jednorazowej amortyzacji przy okazji wykorzystywania ulg inwestycyjnych (Machała, 2001:433-434).

Wartość likwidacyjną jest to metoda uznawana za jedyną prawidłową metodą wyceny wartości przedsiębiorstwa w przypadku braku założenia kontynuacji działalności. Schemat ogólny tej metody jest następujący: szacujemy wartość rynkową sprzedaży majątku firmy, a następnie oszacowaną wartość rynkową majątku pomniejszamy o całkowite zobowiązania firmy. Jest to szczególnie rodzaj metody wyceny według wartości aktywów netto, z tym, że jako wartość aktywów netto przyjmuje się nie ich wartość księgową, lecz szacunkową wartość rynkową. W każdej metodzie likwidacyjnej należy pamiętać, aby uwzględnić ewentualne czynniki niewykazane w aktywach firmy takie jak np.: posiadane, unikatowe zezwolenia, koncesje, licencje, które mogą często mieć dużą wartość rynkową (Machała, 2001: 433-434).

Metoda, która należy do grupy metod złożonych, ale również i najpopularniejszych to metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych – DCF. Wymaga ona zaprojektowania na kilka najbliższych lat przepływów pieniężnych, ustalenia kosztu

kapitału i oszacowania wartości rezydualnej czyli wartości jaką będzie miał podmiot po kilku najbliższych latach (*Finanse firmy*, 2003:265).

Metoda ta w praktyce napotyka na następujące problemy:

1. wybór najbardziej prawdopodobnego wariantu przepływów pieniężnych w latach objętych projekcją,
2. dobór długości okresu, który taką projekcją będzie objęty,
3. wybór stopy dyskontowej, która zostanie użyta do dyskontowania nadwyżek finansowych, powstających w poszczególnych latach – będących przedmiotem projekcji,
4. określenie – ewentualnej – średniej stopy wzrostu tych nadwyżek w okresie wykraczającym poza lata objęte projekcją, jeśli wyceniany podmiot będzie nadal funkcjonował (*Finanse firmy*, 2003:270).

Wartość przedsiębiorstwa według metody opartej na szacowaniu cash flow jest sumą zdyskontowanych wolnych strumieni pieniężnych netto i zdyskontowanej wartości majątku przedsiębiorstwa, ustalonej dla ostatniego roku przeprowadzonej analizy. Wartość tę zapisuje się wzorem (Ostaszewski, 2003:286):

$$W = \sum_{t=1}^n FCF_t(1+r)^{-t} + W_m(1+r)^{-n}, \quad (1)$$

gdzie:

W – wartość przedsiębiorstwa ustalona w roku, w którym transakcja kupna-sprzedaży ma zostać zrealizowana,

FCF_t – wolne strumienie pieniężne netto dla okresu t ,

r – stopa dyskonta,

W_m – wartość majątku przedsiębiorstwa ustalona w roku $t=n$, czyli w ostatnim roku prognozy, jest to więc cena, jaką można otrzymać sprzedając przedsiębiorstwo w roku $t=n$,
 n – liczba lat, dla których ustala się cash flow.

Metoda ta umożliwia kompleksową wycenę wartości przedsiębiorstwa z punktu widzenia możliwości generowania nadwyżki finansowej wyrażonej w strumieniach pieniężnych. Praktyczna użyteczność tej metody zmniejsza się jednak wraz ze wzrostem stopy inflacji. To jaką stopę dyskontową przyjmujemy na wpływ na otrzymany wynik wyceny. Na wynik ten ma też wpływ liczba lat, dla których będą ustalone przepływy pieniężne. O liczbie tych lat najczęściej decyduje wyceniający, który kieruje się głównie swoim doświadczeniem (Ostaszewski, 2003:289).

Miarą oceny działalności przedsiębiorstwa jest także metoda EVA – *Economic Value Added*. Nie jest to j miara nowa, została ona opisana w 1890 r. przez Alfreda Marshalla w pracy nt. *Principles of Economics* (Knight, 1998:2). Jest koncepcją opracowaną przez Stern Stewart Management Services (Stewart, 1991). Przyjmuje się, że teoretyczne podstawy EVA stanowi model wartości firmy rozwinięty przez laureatów nagrody Nobla – Mertena H. Millera i Franco Modiglianiego. Peter Drucker w swoim artykule w *Harvard Business Review* z 1995 r. zauważył: "Ekonomiczna wartość dodana opiera się na zasadzie, którą znaliśmy od dawna: to co nazywamy zyskiem, pieniądze, które zostają na obsługę kapitału własnego, nie jest zazwyczaj żadnym zyskiem. Dopóki przedsiębiorstwo nie zarobi kwoty przewyższającej jej koszt kapitału, dopóki ponosi stratę. Nieważne, że płaci podatki, tak jakby osiągała prawdziwy zysk. Przedsiębiorstwo wciąż oddaje gospodarce mniej, niż bierze w postaci zasobów (...) Nie dodaje bogactwa ale je niszczy".

Skrót EVA został opatentowany przez Stern Stewart Management Services, dlatego też wiele przedsiębiorstw zdecydowało się na stosowanie innych terminów, które jednak odnoszą się do tej samej koncepcji. Należą do nich: – EP – zysk ekonomiczny (*economic profit*), – SVA – dodana wartość dla właścicieli (*shareholder value added*), – CVA – gotówkowa wartość dodana (*cash value added*).

EVA jest równa obliczonej dla każdego roku różnicy między zyskiem operacyjnym firmy po opodatkowaniu a wyrażonym kwotowo kosztem wszystkich kapitałów w niej zaangażowanych lub jest równa iloczynowi dwóch elementów: różnicy między ROIC (stopą zwrotu z łącznego zainwestowanego kapitału) a WACC przez wartość łącznego zainwestowanego kapitału. Różnica ta jest obliczana dla każdego roku, a jeśli w danym roku odejmowane wartości są sobie równe wówczas kreowanie wartości nie występuje. Kiedy jednak druga z nich przewyższa pierwszą to wartość ta jest ujemna.

Posługując się metodą EVA planuje się na kolejne lata oczekiwane wartości EVA, a następnie się je dyskontuje, po czym dodaje do wartości kapitału własnego i nie oprocentowanego długu, jaki posiadało przedsiębiorstwo w momencie jego wyceny. Jeśli kres wycenianej firmy nie jest przy jej wycenie znany, szacuje się także – z uwzględnieniem reguł obowiązujących w metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych – wartość rezydualną, którą po zdyskontowaniu dodaje się do wartości wyżej wymienionych, uzyskując pełną wartość podmiotu oszacowaną przy pomocy EVA (*Finanse firmy*, 2003:273-274).

EVA jest definiowana jako:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times AKTYWANETTO) \quad (2)$$

gdzie:

NOPAT – zysk operacyjny netto po opodatkowaniu,

WACC – średni ważony koszt kapitału,

AKTYWA NETTO – skorygowana wartość księgowa aktywów netto (Milbourn, 2000:184)

Inaczej EVA można przedstawić jako:

$$EVA = (\text{rentowność kapitału} - \text{koszt kapitału}) \times \text{całkowity kapitał}, \quad (3)$$

lub:

$$EVA = NOPAT - C \% \times TC \quad (4)$$

gdzie:

C % - wyrażony w procentach koszt kapitału,

TC – całkowity kapitał.

Ten prosty wzór ma fundamentalne znaczenie w zarządzaniu, które ma pomóc w osiągnięciu lepszych wyników dla akcjonariuszy, pracowników i klientów. Dotyczy to zarówno spółek znajdujących się w obrocie publicznym jak i prywatnych. Wartość bieżąca przyszłych strumieni EVA jest „rynkową wartością dodaną” (MVA – Market Value Added) definiowaną jako różnica między wartością rynkową przedsiębiorstwa a wartością księgową jego aktywów, a zatem wewnętrznie generowaną wartością firmy (Marcinkowska, 2000:28-29). EVA wykorzystuje NOPAT jako reprezentację zysku operacyjnego i odejmuje od niego należną opłatę za wykorzystanie kapitału. Jako miarę ilości kapitału dostarczonego przedsiębiorstwu przez jego właścicieli traktuje się natomiast ekonomiczną wartość księgową aktywów. EVA może przyjmować wartości ujemne, mimo że przedsiębiorstwo wypracowuje dodatni wynik operacyjny po opodatkowaniu, a nawet dodatni wynik finansowy netto (zysk netto). Zysk netto jest różnicą pomiędzy zyskiem operacyjnym i kosztem kapitału obcego (oprocentowaniem długu) po uwzględnieniu opodatkowania. EVA jest natomiast różnicą między zyskiem operacyjnym po opodatkowaniu i całkowitym kosztem kapitału zarówno własnego jak i obcego.

Kreowanie dodatkowej wartości przedsiębiorstwa wymaga większych wyników z działalności przedsiębiorstwa ponieważ oczekuje się tutaj nie tylko dodatnich wskaźników rentowności, ale kształtowania się ich na poziomie przewyższającym koszt kapitału.

Dodatnia różnica między rentownością zainwestowanego kapitału – ROI – a średnim ważonym kosztem kapitału – WACC – powstaje wówczas, gdy przedsiębiorstwo

realizuje projekty inwestycyjne charakteryzujące się dodatnią zaktualizowaną wartością netto (NPV > 0), tj. takie, dla których wewnętrzna stopa zwrotu (IRR) jest większa od kosztu kapitału.

Istnieje duży związek pomiędzy MVA a EVA. Wskaźnik EVA_t dotyczy konkretnego okresu (t), bieżącego lub przyszłego. Może on przyjmować wartości dodatnie i ujemne. Ocena zdolności przedsiębiorstwa do kreowania dodatkowej wartości dokonywana poprzez rynek kapitałowy zależy od kształtowania się wskaźników ekonomicznej wartości dodanej w przyszłości. Suma zdyskontowanych wskaźników wartości EVA_t, które przedsiębiorstwo, zgodnie z przyjętymi planami rozwoju ma osiągnąć w przyszłości, wyznacza rynkową wartość dodaną (MVA). Wówczas:

$$MVA = \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{EVA_t}{(1+k)^t} \right) \quad (5)$$

Warunkiem wystąpienia powyższej równości jest założenie, że rynek kapitałowy jest efektywny, czyli że ceny akcji dobrze odzwierciedlają informacje dotyczące przyszłych efektów działania przedsiębiorstwa. Wartość rynkowa jest wówczas równa ekonomicznej wartości przedsiębiorstwa (Duliniec, 2001:151-152).

Analiza wyceny przedsiębiorstwa metodami księgowymi oraz metodą EVA przeprowadzona zostanie na podstawie Spółki powstała z połączenia dwóch operatorów telekomunikacyjnych, Tel-Energo i Telbanku (w 2004 r.) EXATEL S.A. Oferta Spółki obejmuje usługi telefoniczne, usługi internetowe oraz usługi transmisji danych. Jest w 100 procentach spółką polską, a jej głównym udziałowcem (94, 94 proc.) jest PGE Polska Grupa Energetyczna SA, największy podmiot energetyczny w Polsce.

Sytuacja finansowa analizowanej Spółki wskazuje, iż Firma zanotowała w 2007 r. gorsze wyniki finansowe niż w roku 2006. Przychody ze sprzedaży spadły o 2,7 % z 520 mln do 506 mln zł. W przypadku zysku operacyjnego również była tendencja spadkowa z 25 mln zł w 2006 r. do 13 mln w 2007 r. Zysk netto w 2007 r. był ujemny i wynosił – (7 mln zł). W Tab. 1. znajdują się podstawowe charakterystyki dotyczące wyników finansowych Spółki za lata 2005-2007.

Tab. 1. Wyniki finansowe spółki 2005-2007

Wyszczególnienie	2005	2006	2007
1	2	3	4
Przychody ze sprzedaży	496 938 969,77	520 589 677,35	506 276 210,80
Zysk z działalności operacyjnej	- 44 622 464,80	25 201 722,83	12 730 559,26
Zysk netto	28 149 691,02	12 304 504,42	-7 846 225,04
Aktywa ogółem	909 128 950,49	899 598 459,06	862 705 646,19
Kapitał własny	463 178 832,11	475 183 336,53	467 037 111,49
Amortyzacja	79 237 982,42	84 982 438,01	79 237 982,42
Kapitał obrotowy	-273 155 934,70	12 416 751,70	32 938 299,70
Aktywa trwałe	793 005 240,52	738 098 993,09	698 256 593,15

Źródło: Sprawozdania finansowe Spółki za lata 2005-2007

W Tab.2. zawarto natomiast podstawowe wskaźniki finansowe analizowanej Spółki w latach 2005-2007.

Tab. 2. Podstawowe wskaźniki finansowe 2005-2007

Wskaźniki	2005	2006	2007
EBITDA	34 615 517,62	110 184 160,84	91 968 541,68
Marża EBITDA	7 %	21,2 %	18,2 %
EBIT	- 44 622 464,80	25 201 722,83	12 730 559,26

Marża EBIT	- 9 %	4,8 %	2,5 %
Rentowność kapitałów własnych	6,5 %	2,7 %	- 1,7 %
Wskaźnik płynności bieżącej	0,3 %	1,0 %	0,9 %
Wskaźnik podwyższonej płynności	0,3 %	1,0 %	0,9 %

Zródło: Sprawozdania finansowe Spółki za lata 2005-2007

Analiza podstawowych wskaźników finansowych pozwala na wyciągnięcie następujących wniosków: spadek rentowności kapitałów własnych, spadek wskaźnika płynności, spadek marży EBITDA i EBIT.

Do obliczenia wartości analizowanej Spółki metodą likwidacyjną – modelem Wilcoxa-Gamblera wykorzystano dane historyczne ze sprawozdań finansowych za lata 2005-2007. (Tab. 3).

Tab. 3. Wycena wartości Exatel S.A. modelem Wilcoxa-Gamblera

Wyszczególnienie	2005	2006	2007
1	2	3	4
1. Inwestycje krótkoterminowe	30 402 398,67 zł	83 198 569,22 zł	82 919 066,67 zł
2. Papiery wartościowe	58 324 384,93 zł	34 715 394,93 zł	36 242 579,93 zł
3. Należności razem	82 102 129,34 zł	76 083 830,85 zł	78 460 388,65 zł
Należności krótkoterminowe	79 521 847,16 zł	73 971 172,44 zł	77 118 764,35 zł
Należności długoterminowe	2 580 282,18 zł	2 112 658,41 zł	1 341 624,30 zł
4. Razem (1-3)	170 828 912,94 zł	193 997 795,00 zł	197 622 035,25 zł
5. Pozostałe aktywa	738 300 037,55 zł	705 600 754,06 zł	665 083 610,94 zł
6. Zobowiązania razem	398 197 513,17 zł	376 296 532,03 zł	339 625 236,23 zł
Zobowiązania krótkoterminowe	389 279 644,63 zł	128 561 166,27 zł	152 032 301,30 zł
Zobowiązania długoterminowe	8 917 868,54 zł	247 735 365,76 zł	187 592 934,93 zł
MODEL WILCOXA-GAMBLERA			
1. Gotówka (+)	30 402 398,67 zł	83 198 569,22 zł	82 919 066,67 zł
2. Papiery wartościowe	58 324 384,93 zł	34 715 394,93 zł	36 242 579,93 zł
3. Należności 70%	57 471 490,54 zł	53 258 681,60 zł	54 922 272,06 zł

Przedłużenia tabeli 3

1	2	3	4
4. Pozostałe aktywa 50%	369 150 018,78 zł	352 800 377,03 zł	332 541 805,47 zł
5. Razem (1-4)	515 348 292,91 zł	523 973 022,78 zł	506 625 724,13 zł
6. Zobowiązania (-)	398 197 513,20 zł	376 296 532,03 zł	339 625 236,23 zł
Wartość firmy (5-6)	117 150 779,71 zł	147 676 490,75 zł	167 000 487,90 zł

Zródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Spółki za lata 2005-2007.

W drugim etapie przystąpiono do szacowania 100 % wartości kapitałów badanej Spółki metodą EVA. A zatem chodziło o dokonanie obliczeń dla każdego roku różnicy między zyskiem operacyjnym po opodatkowaniu NOPAT, a wyrażonym kwotowo kosztem wszystkich kapitałów w niej zaangażowanych. Wykorzystanie tej metody wymaga zaplanowania na kolejne lata oczekiwanych wartości EVA, a następnie się je dyskontuje, po czym dodaje do wartości kapitału własnego i długu, jaki przedsiębiorstwo posiadało w momencie jego wyceny. Przy założeniu kontynuowania działalności przedsiębiorstwa – z uwzględnieniem reguł obowiązujących w zdyskontowanych przepływach pieniężnych – określa się wartość rezydualną, którą dodaje się do wartości wyżej wymienionych uzyskując pełną wartość Spółki.

Do oszacowania kosztu kapitału własnego potrzebnego do wyznaczenia WACC wykorzystano premię za ryzyko rynkowe opracowane przez Komitet Wartościowania Firm Amerykańskich Stowarzyszenia Specjalistów od Wyceny w czasopiśmie *Business Valuation Reviews: Klasa I* – to firmy o ugruntowanej pozycji na rynku ze świetnie prowadzonymi finansami i zarządzaniu, o stabilnych zyskach od wielu lat, których

przyszłość jest w pełni przewidywalna. Premia zawiera się w granicach od 6 do 10 procent. **Klasa II** – to firmy o ugruntowanej pozycji, ale działające w silnie konkurencyjnej branży, a zarządzanie i finanse prowadzone są przez profesjonalistów, zyski są stabilne przez długi okres, przyszłość łatwa do prognozowania. Premia wynosi tutaj 11 – 15 procent. **Klasa III** – to firmy z branży o silnej konkurencji, brak kapitałowych barier wyjścia, nie jest wymagana specjalna wiedza z obszaru zarządzania. Premia zawiera się w przedziale od 16 do 20 procent. **Klasa IV** – to małe firmy o specjalistycznej wiedzy, od 1 do kilku osób, a także większe firmy o dużej cykliczności działania. Premia wynosi tutaj 21-25 procent. **Klasa V** – należą do niej jednoosobowe firmy o szeroko rozumianych usługach, a przewidywalność wyników tych przedsięwzięć jest znikoma. Premia wynosi tutaj 26-30 procent.

Analizowaną Spółkę zakwalifikowano do Klasy II przyznając premię za ryzyko rynkowe w wysokości 11 %. Jako papiery wolne od ryzyka uznano obligacje Skarbu Państwa oprocentowane na poziomie 4 %. W związku powyższym koszt kapitału własnego określono na poziomie 15 %.

Przy szacowaniu 100 % wartości kapitałów własnych metodą EVA przyjęto następujące założenia (Tab. 4):

1. Sprzedaż w roku 2007 wyniosła 506 276 210,80 zł. Przyjmuje się, iż w latach 2008-2009 wzrośnie o 1 %, w 2010-2011 o 1,5 %, a w 2012 i następnym 2 %.

2. Rentowność sprzedaży w roku bazowym 2007 r. była ujemna i wynosiła (0,4%), zakłada się, że w latach 2008-2011 będzie rosła o 0,5 p.p.

3. Stopa podatku dochodowego została przyjęta na poziomie 19 %.

4. Procentowy przyrost kapitału obrotowego w relacji do przyrostu sprzedaży w latach 2008-2011 przyjęto na poziomie odpowiednio: 24 %, 23 %, 22 %, 21 %.

5. Procentowy przyrost aktywów trwałych w relacji do przyrostu sprzedaży określono w poszczególnych latach odpowiednio: 26 %, 25 %, 24 %, 23 %.

6. Kapitał zaangażowany w roku 2007 r. wyniósł 862 705 646,10.

7. Średni ważony koszt kapitału WACC wyznaczono na poziomie 23 % (koszt długu 8 %, koszt kapitału własnego 15 %).

Tab. 4. Procedura postępowania przy kalkulowaniu EVA w Exatel S.A. w Legnicy w okresie projekcji 2007 – 2012 (w tys. zł)

Założenia do wyceny lata	2007	2008	2009	2010	2011	2012 i następne
	0	1	2	3	4	5
1	2	3	4	5	6	4
Stopa wzrostu sprzedaży	x	1,00 %	1,00 %	1,50 %	1,50 %	2,00 %
Sprzedaż	506 276 210,80 zł	511 338 972,91 zł	516 452 362,64 zł	524 199 148,08 zł	532 062 135,30 zł	542 703 378 zł
Rentowność sprzedaży (%)	-0,40%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,00%
Zysk operacyjny	127 305 59,26 zł	2 556 694,86 zł	5 164 523,63 zł	7 862 987,22 zł	10 641 242,71 zł	10 854 067,56 zł
Stopa podatku (%)	5 708 449,00 zł	19%	19%	19%	19%	19%
NOPAT (zysk operacyjny po opodatkowaniu)	- 7 733 553,84 zł	2 556 694,67 zł	5 164 523,44 zł	7 862 987,03 zł	10 641 242,52 zł	10 854 067,37 zł
Procentowy przyrost kapitału obrotowego w relacji do przyrostu sprzedaży (%)	x	24,00%	23,00%	22,00%	21,00%	
Zmiana sprzedaży	x	5 062 762,11 zł	5 113 389,73 zł	7 746 785,44 zł	7 862 987,22 zł	
Zmiana kapitału obrotowego	x	1 215 062,91 zł	1 176 079,64 zł	1 704 292,80 zł	1 651 227,32 zł	
Procentowy przyrost aktywów trwałych w relacji do przyrostu sprzedaży (%)		26,00%	25,00%	24,00%	23,00%	
Zmiana aktywów trwałych	x	1 316 318,15 zł	1 278 347,43 zł	1 859 228,51 zł	1 808 487,06 zł	
Łączne nakłady na kapitał obrotowy i aktywa trwałe	x	2 531 381,05 zł	2 454 427,07 zł	3 563 521,30 zł	3 459 714,38 zł	

Przełożenia tabeli 1

1	2	3	4	5	6	4
Kapitał zaangażowany (K)	654 630 046,30 zł	657 161 427,35 zł	659 615 854,42 zł	663 179 375,73 zł	666 639 090,10 zł	
ROIC=NOPAT/kapitał zaangażowany (%)	x	0,39 %	0,78 %	1,19 %	1,60 %	
WACC (%)	x	23,00 %	23,00 %	23,00 %	23,00 %	
ROIC – WACC (p.p)	x	- 22,61 %	- 22,22 %	- 21,81 %	- 21,40 %	
EVA=(ROIC – WACC)*K	x	- 148 590 433,62 zł	- 146547123,10 zł	- 144688269,40 zł	- 142685748,2	
Współczynniki dyskontujące	x	0,81300813	0,66098222	0,537383918	0,436897495	
Zdyskontowane EVA	x	- 120 805 230,58 zł	- 96 865 042,69 zł	- 77 742 401,46 zł	- 62 339 045,91 zł	
Suma zdyskontowanych EVA	- 357 751 720,64 zł					
RV= (NOPAT5/WACC)						47 191 597,26 zł
Zdyskontowana RV=(RV/(1+WACC) ⁴)	22 015 113,48 zł					
Wartość przedsiębiorstwa (skumulowana zdyskontowana EVA + zdyskontowana RV + kapitał początkowy)	318 893 439,14 zł					

Legenda: 21 %- dane prognozowane, szara czcionka – dane historyczne analizowanej Spółki, 381 – wynik końcowy

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Spółki za lata 2005-2007.

Wnioski i konkluzje

Ograniczenia i uwagi w stosunku do zastosowanej metody likwidacyjnej:

1. W metodzie tej nie uwzględnia się czynników niematerialnych czyli reputacji firmy (good will), udziału w rynku, systemu zarządzania itd., a przede wszystkim zdolności Spółki do generowania w przyszłości dodatnich przepływów pieniężnych.

2. Bazowanie na danych historycznych zawartych w sprawozdaniach finansowych – Bilans Spółki EXATEL S.A. za 2005-2007 r.

3. Założenie przy szacowaniu wartości Spółki braku kontynuacji działalności w celu jej oszacowania na dzień 31.12. 2007 r.

Ograniczenia i uwagi odnośnie metody EVA SA następujące:

1. Do oszacowania wartości Spółki EXATEL S.A. wykorzystano algorytm wyceny metodą EVA autorstwa Szczepankowskiego, P. *Poznanie wartości*, Warszawa 2001, s.74-75.

2. Przyjęta metoda opiera się na zysku ekonomicznym, a nie księgowym co znacznie powiększa jej wartość.

3. Przyjęto założenie kontynuacji działalności Spółki EXATEL S.A. w najbliższej przyszłości (*stand alone*).

4. Ze względu na brak dostępu do prognoz Spółki dokonano ich za lata 2008-2012 na podstawie dostępnych, historycznych informacji.

5. Szacowanie przyszłych korzyści finansowych bez dostępu do ważnych informacji marketingowych i strategicznych może doprowadzić do zniekształcenia wyniku.

6. Wymienione uwagi mogą znacząco wpłynąć na wartość analizowanego przedsiębiorstwa uzyskaną w wyniku zastosowania omówionej metody.

Na podstawie podejścia majątkowego oszacowana wartość Spółki EXATEL S.A. wyniosła 167 000 487,90 zł natomiast przy podejściu dochodowym 318 893 439, 14 zł.

Ostateczną wartość Spółki EXATEL S.A. stanowi średnia arytmetyczna uzyskana z tych dwóch metod - podejście Schmalenbacha – wynosząca 242 946 963,52 zł.

LITERATURA:

1. *Black, A., Wright P., Bachman, J.E.* (2000) W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy, Wyd. ABC, Warszawa.
2. *Boulos, F., Hapeslagh P. and T. Noda* (2001) Getting the value out of value – based management. INSEAD, Paryż
3. *Damodaran, A.* (2007) Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka, Helion, Gliwice.
4. *Duliniec, A.* (2001) Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa.
5. Finanse firmy. Jak zarządzać kapitałem (2003) red. Szczęsny, wyd. W., Beck, Warszawa
6. *Knight, J.* (1998) Value Based Management, McGraw-Hill, New York
7. *Machała, R.* (2001) Praktyczne zarządzanie finansami firmy, PWN, Warszawa
8. *Marsh, D.G.* (1999) Making or breaking value, New Zealand Management.
9. *Milbourn, T.* (2000) Urok EVA jako miary efektywności, w: Tajniki finansów praktyczny przewodnik po fundamentach i arkadach finansów, Liber, Warszawa
10. *Monnery, N.* (2000) Przesłanki za zarządzaniem wartością, w: Tajniki finansów praktyczny przewodnik po fundamentach i arkadach finansów, Liber, Warszawa.
11. *Ostaszewski, J.* (2003) Zarządzanie finansami w spółce akcyjnej, Difin, Warszawa.
12. *Simms, J.* (2001) Marketing for value, Marketing, June 28
13. *Stewart, G.B.* (1991) The Quest for Value, Harper Business, New York,
14. Wartość firmy a sektorowa atrakcyjność alokacji kapitałowej (2004) red. Bieliński J., Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału, CeDeWu, Warszawa.