

Wycena zakładu metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie produkcyjnym

Wojciech Dawid Krzeszowski*

Streszczenie: *Cel* - Przedstawienie sposobu wyceny zakładu metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, z uwzględnieniem problemów z tym związanych.

Metodologia badania – analiza literatury, egzemplifikacja.

Wynik – przedstawienie sposobu podejścia do wyceny zakładu metodą DCF.

Oryginalność/ wartość – przedstawienie problemów oraz sposobu podejścia do wyceny zakładu metodą DCF.

Słowa kluczowe: wycena zakładu, metoda DCF, wartość użytkowa zakładu

Wprowadzenie

W praktyce gospodarczej interesariusze często stają przed koniecznością wyceny poszczególnych składników majątkowych lub całych jednostek organizacyjnych¹. Zagadnienia te są opisywane szczegółowo w literaturze przedmiotu, która posługuje się różnymi kategoriami wartości, takimi jak wartość ekonomiczna, księgową, rynkową, godziwą i innymi (Nita 2007: 22), do określania których służą poszczególne metody wyceny. W szacowaniu wartości przedsiębiorstw powszechnie uważa się, że do najlepszych metod zalicza się dochodowe (Szczepankowski 2007: 194). Spośród nich najczęściej wymienia się metodę opartą na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (DCF), która może służyć także do wyceny mniejszych jednostek organizacyjnych, takich jak zakład w przedsiębiorstwie produkcyjnym.

Metoda DCF znajduje zastosowanie zarówno w przypadku zamiaru zbycia (sprzedaży, aportu, itp.) zakładu, jak i oceny utraty jego wartości. Celem artykułu jest przedstawienie zastosowania omawianego sposobu wyceny zakładu, z uwzględnieniem problemów z tym związanych.

* dr Wojciech Dawid Krzeszowski, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław; wojciech.krzeszowski@ue.wroc.pl.

³ Patrz np.: (Zamknięcie roku 2013 lub Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej 2011) w zakresie wyceny dla celów sprawozdawczych oraz (Wycena przedsiębiorstwa, od teorii do praktyki 2011) w kwestii wyceny przedsiębiorstwa jako całości dla potrzeb interesariuszy.

1. Wycena zakładu metodą DCF dla celów zbycia

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych polega na określeniu wartości bieżącej przyszłych przepływów pieniężnych możliwych do osiągnięcia przez dany zakład. Może być ona przedstawiona w postaci następującego wyrażenia:

$$V = \frac{CF_1}{(1+k)^1} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_N}{(1+k)^n} + \frac{RV}{(1+k)^n},$$

gdzie:

- V – wartość zakładu na podstawie zdyskontowanych przepływów pieniężnych z uwzględnieniem jego wartości rezydualnej,
- CF_i – przepływ środków pieniężnych w danym okresie związany z zakładem,
- k – stopa dyskontowa,
- n – liczba okresów rozważanych w prognozie przepływów pieniężnych,
- RV – wartość rezydualna (jeżeli zakłada się kontynuację działalności; w przeciwnej sytuacji przepływ pieniężny powinien uwzględniać wpływy ze sprzedaży składników majątku).

Istnieją różne sposoby określania przepływów pieniężnych w celu dokonania wyceny. Do najbardziej popularnych należą (Szczepankowski 2007: 207):

- wolne przepływy pieniężne dla właścicieli FCFE, które są dyskontowane według kosztu kapitału własnego,
- wolne przepływy pieniężne dla całego przedsiębiorstwa (zakładu) FCFF, które są dyskontowane według średnio ważonego kosztu kapitału.

W artykule przyjęto, że wycena zakładu będzie dokonywana z wykorzystaniem wolnych przepływów pieniężnych dla całego zakładu (FCFF). Mogą one być zdefiniowane w następujący sposób:

$$\begin{aligned} & \text{EBIT} \times (1 - \text{stawka procentowa podatku dochodowego}) \\ & + \text{Amortyzacja} \\ & + \text{Zmiany w kapitale obrotowym netto} \\ & + \text{Inne korekty z tytułu kosztów i przychodów niepieniężnych} \\ & - \text{Wydatki na środki trwałe oraz wartości niematerialne i prawne} \\ \hline & = \text{FCFF} \end{aligned}$$

Wszystkie wymienione pozycje powinny odnosić się do rozpatrywanego zakładu. „Inne korekty” zawarte w przedstawionej definicji przepływów pieniężnych mają na celu wyeliminowanie z EBIT-u pozostałych kosztów i przychodów niepieniężnych, takich jak np.: wartość netto planowanych do zbycia/likwidacji środków trwałych, planowanych odpisów aktualizujących, itp.

Średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa określa się na podstawie następującego wyrażenia:

$$\text{WACC} = \text{udział kapitału własnego} \times \text{koszt kapitału własnego} + \\ \text{udział kapitału obcego oprocentowanego} \times \text{koszt kapitału oprocentowanego obcego} \\ \times (1 - \text{stawka procentowa podatku dochodowego})$$

Wartość rezydualna jest obliczana najczęściej na podstawie wzoru²:

$$RV = CF_n \times (1+g) / (\text{WACC}-g),$$

gdzie:

CF_n – przepływ pieniężny w ostatnim okresie prognozy,

g – stała stopa wzrostu przepływów środków pieniężnych po okresie, który obejmuje prognoza.

W metodzie FCFF zakłada się, że obliczona wartość jednostki organizacyjnej (V) jest następnie pomniejszana o zobowiązania oprocentowane z nią związane, w celu otrzymania wartości „netto” dla właściciela. Problem uwzględniania zobowiązań w wycenie zostanie przedstawiony w dalszej części opracowania.

Przykład³:

Tabela 1 przedstawia możliwe podejście do określania wartości zakładu dla celów zbycia.

Objaśnienia do tabeli:

1. Przychody rosną każdego roku o współczynnik inflacji.
2. Koszty są zwiększane o współczynnik inflacji, przy czym korygowana jest jedynie wartość kosztów bez amortyzacji (dla drugiego okresu w wierszu nr 4 jest obliczana w następujący sposób: $7000 + (7000 - 500) \times 3\% = 7195$ tys. zł).
3. W zakresie nakładów inwestycyjnych przewiduje się wydatki w 2015 oraz 2018 roku odpowiednio 2 000 tys. zł oraz 1000 tys. zł, amortyzowane według stawki 15% (zakłada się, że amortyzacja od nowych środków trwałych jest naliczana od następnego roku). Suma amortyzacji za 5 lat jest równa 3900 tys. zł.
4. Wartość należności, zobowiązań oraz zapasów w zakresie kapitału obrotowego obliczono na podstawie wskaźników rotacji, np.: dla pierwszego okresu należności wynikają z następującej kalkulacji: $10\,000 \times 50 / 365 = 1369,86$ tys. zł, zobowiązania: $7400 \times 40 / 365 = 810,96$ tys. zł, itd.

² Szczegółowe rozważania z zakresu WACC oraz RV są zawarte w przytoczonej literaturze i innych pozycjach z omawianego zakresu i nie będą szerzej przedstawiane ze względu na ramy opracowania.

³ Przykład przedstawia omawiane zagadnienia w uproszczony sposób. W praktyce konieczna jest szczegółowa analiza i rozbudowa modelu wyceny.

Tabela 1

Obliczenia do wyceny zakładu dla potrzeb zbycia (w tys. zł)

	BO/ Razem	2014	2015	2016	2017	2018
1 Okres						
2 Inflacja		3%	3%	3%	3%	3%
3 Przychód ze sprzedaży		10 000,00	10 300,00	10 609,00	10 927,27	11 255,09
4 Koszty nie przypisywane z klucza (dotyczące bezpośrednio zakładu)		7 000,00	7 195,00	7 395,85	7 602,73	7 815,81
5 -w tym amortyzacja od dotychczasowych środków trwałych z BO		500,00	500,00	500,00	500,00	500,00
6 Koszty przypisywane z klucza		1 000,00	1 027,00	1 054,81	1 083,45	1 112,96
7 -w tym amortyzacja od dotychczasowych środków trwałych z BO		100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
8 Nakłady inwestycyjne		0,00	2 000,00	0,00	0,00	1 000,00
9 Amortyzacja od nowo zakupionych środków trwałych (15%)		0,00	0,00	300,00	300,00	300,00
10 Amortyzacja razem [5+7+9]		600,00	600,00	900,00	900,00	900,00
11 Koszty razem [4+6+9]		8 000,00	8 222,00	8 750,66	8 986,18	9 228,77
12 EBIT [3-11]		2 000,00	2 078,00	1 858,34	1 941,09	2 026,32
13 EBIT x (1- stawka podatku dochodowego 19%)		1 620,00	1 683,18	1 505,26	1 572,28	1 641,32
14 Kapitał obrotowy razem [17+23-20]	1090	1 134,25	1 167,04	1 200,82	1 235,61	1 271,45
15 Podstawa do obliczania należności (przychody ze sprzedaży)		10 000,00	10 300,00	10 609,00	10 927,27	11 255,09
16 Wskaźnik rotacji należności (dni)		50,00	50,00	50,00	50,00	50,00
17 Należności	1320	1 369,86	1 410,96	1 453,29	1 496,89	1 541,79
18 Podstawa do obliczania zobowiązań (suma kosztów bez amortyzacji)		7 400,00	7 622,00	7 850,66	8 086,18	8 328,77
19 Wskaźnik rotacji zobowiązań (dni)		40,00	40,00	40,00	40,00	40,00
20 Zobowiązania	790	810,96	835,29	860,35	886,16	912,74
21 Koszty wytworzenia (zakłada się, że są równe kosztom pośrednim zakładu)		7 000,00	7 195,00	7 395,85	7 602,73	7 815,81
22 Wskaźnik rotacji zapasów (dni)		30,00	30,00	30,00	30,00	30,00
23 Zapasy	560	575,34	591,37	607,88	624,88	642,40
24 Zmiana kapitału obrotowego netto [na podstawie w.14]		44,25	32,79	33,78	34,79	35,84
25 Wolne przepływy pieniężne FCFE						
26 EBIT x (1- stawka podatku dochodowego 19%)		1 620,00	1 683,18	1 505,26	1 572,28	1 641,32
27 Amortyzacja razem [5+7+9]		600,00	600,00	900,00	900,00	900,00
28 Zmiana kapitału obrotowego netto		-44,25	-32,79	-33,78	-34,79	-35,84
29 Inwestycje		0,00	-2 000,00	0,00	0,00	-1 000,00
30 Razem wolne przepływy pieniężne FCFE [26+27+28+29]		2 175,75	250,39	2 371,48	2 437,49	1 505,49
31 Koszt kapitału własnego		15%	15%	15%	15%	15%
32 Udział kapitału własnego		40%	40%	40%	40%	40%
33 Koszt kapitału obcego		9%	9%	9%	9%	9%
34 Koszt kapitału obcego z uwzględnieniem tarczy podatkowej 19%		7,29%	7,29%	7,29%	7,29%	7,29%
35 Udział kapitału obcego		60%	60%	60%	60%	60%
36 Średni ważony koszt kapitału (WACC) [31 x 32 + 34 x 35]		10,37%	10,37%	10,37%	10,37%	10,37%
37 Czynnik dyskontujący		1,1037	1,2182	1,3446	1,4841	1,6381
38 Wolne przepływy pieniężne FCFE zdyskontowane [30 / 37]		1 971,26	205,53	1 763,68	1 642,39	919,06
39 Razem przepływy pieniężne zdyskontowane [suma z w.38]		6 501,91				
40 Przepływ pieniężny do obliczenia wartości rezydualnej		1 777,25				
41 Wartość rezydualna		24 101,58				
42 Wartość rezydualna zdyskontowana		14 713,35				
43 Razem wartość zakładu bez korekty o zobowiązania oprocentowane [39+42]		21 215,26				

Źródło: opracowanie własne.

- Wskaźniki rotacji kapitału obrotowego zostały przyjęte na poziomie charakterystycznym dla rozważanego zakładu. Przyjęcie ich poziomów obliczonych dla całego przedsiębiorstwa, w wielu sytuacjach byłoby błędne ze względu np. na odmienny rodzaj asortymentów produkowanych w poszczególnych jednostkach organizacyjnych lub położenie geograficzne.
- Nie zakłada się „Innych korekt z tytułu kosztów i przychodów niepieniężnych”.
- Przy obliczaniu wartości rezydualnej zakłada się, że przepływy z okresu piętego powiększą się o zakładaną stopę wzrostu na poziomie inflacji, a nakłady inwestycyjne poza okresem prognozy będą się kształtować na poziomie średniorocznej amortyzacji z 5 lat: $3900 / 5 = 780$ tys. zł. Wartość przepływów pieniężnych do obliczenia omawianej wielkości wynika z następującej kalkulacji: $(1505,49 + 1000 - 780) \times 1,03 = 1777,25$ tys. zł, a sama wartość rezydualna: $1777,25 / (10,37\% - 3\%) = 24101,58$ tys. zł. Łączna wartość zakładu bez korekty o zobowiązania oprocentowane to 21215,26 tys. zł.

2. Wycena zakładu metodą DCF w celu określenia wartości użytkowej

Metoda DCF znajduje także zastosowanie do określenia tzw. wartości użytkowej w celu oceny utraty wartości ośrodka wypracowującego korzyści ekonomiczne (Krajowy Standard Rachunkowości nr 4: p. 2.6 oraz 2.11 i 2.12). W kontekście artykułu ośrodkiem będzie zakład w przedsiębiorstwie produkcyjnym. W związku z ramami niniejszego opracowania uwaga zostanie skupiona jedynie na najważniejszych wytycznych w tym zakresie⁴:

- 1) zakłada się w tym przypadku dalsze wykorzystanie zakładu, tj. przynoszenie przez niego korzyści ekonomicznych (p. 8.2.8);
- 2) wartość użytkową ustala się przy uwzględnieniu prognozowanych przepływów pieniężnych netto, których uzyskania jednostka może oczekiwać dzięki jego użytkowaniu i zbyciu po zakończeniu jego użytkowania; bierze się przy tym pod uwagę oczekiwania co do zmian kwot i rozkładu w czasie tych przepływów (p. 8.2.9);
- 3) w przypadku braku możliwości ustalenia stopy dyskontowej na podstawie bieżącej stopy rynkowej, jednostka może za podstawę jej ustalenia przyjąć: średnioważony koszt kapitału danej jednostki ustalony techniką CAPM, krańcową stopę kredytu lub inne rynkowe stopy pożyczek/kredytów (p. 8.2.9 oraz p. 8.2.26); stopa dyskontowa powinna uwzględniać ryzyko wiążące się z rozpatrywanym obiektem, jeżeli możliwe skutki tego ryzyka nie zostały uwzględnione w prognozowanych przepływach pieniężnych (p. 8.2.9); przepływy pieniężne dyskontuje się przy zastosowaniu stopy przed opodatkowaniem (p. 8.2.24);
- 4) prognozy powinny opierać się na aktualnym planie działalności z uwzględnieniem całokształtu informacji zewnętrznych i wewnętrznych (p. 8.2.11);
- 5) prognozę sporządza się maksymalnie na okresy pięcioletnie, chyba że przyjęcie dłuższego okresu pozwoli zwiększyć wiarygodność szacunków; do prognoz powyżej 5 lat stosuje się ekstrapolację prognozy opartej na planie działalności przy zastosowaniu przyjętej stopy wzrostu na kolejne lata (p. 8.2.12);
- 6) do szacowania przepływów pieniężnych netto nie zalicza się wydatków z tytułu podatku dochodowego i wydatków działalności finansowej (p. 8.2.14);
- 7) szacunkowe przepływy pieniężne powinny obejmować tylko te wartości, które wiążą się z przyszłą pracą rozpatrywanego obiektu, w jego aktualnym stanie i przy jego aktualnych możliwościach (p. 8.2.15 oraz przykład 9.3).

Odnosząc się do przedstawionych uregulowań prawnych w zakresie obliczania wartości użytkowej jednostki organizacyjnej można stwierdzić, że są one zbliżone do sposobu wyceny zakładu dla potrzeb zbycia. Różnice dotyczą zakazu uwzględniania:

- w prognozowanych przepływach pieniężnych wartości podatku dochodowego, a w stopie dyskontowej tarczy podatkowej z tego tytułu,
- wydatków na ulepszenia/modernizację oraz korzyści i innych elementów z tego tytułu w prognozowanych przepływach pieniężnych.

⁴ Podane w nawiasach numery punktów odnoszą się do Krajowego Standardu Rachunkowości nr 4.

3. Problemy wyceny zakładu metodą DCF

W przedstawionym przykładzie 1 pominięto wartości niematerialne i prawne, które w przypadku ich występowania także należałoby uwzględnić w kalkulacjach. Odrębną kwestią jest sytuacja, kiedy w bilansie jest wykazywana „wartość firmy”. W przypadku wyceny przedsiębiorstwa dla celów zbycia zostaje ona uwzględniona pośrednio poprzez przepływy pieniężne, które w założeniach powinny być korzystniejsze z tego tytułu. Sposób podejścia do „wartości firmy” w ocenie utraty wartości aktywów wykracza poza ramy niniejszego artykułu i nie będzie w nim przedstawiany⁵. Zgodnie z wytycznymi (Krajowy Standard Rachunkowości nr 4: p. 7.10 oraz 8.1.4), przydział aktywów wspólnych do poszczególnych ośrodków wypracowujących korzyści ekonomiczne następuje ułamkowo, na podstawie profesjonalnego osądu, przy zastosowaniu rozsądnych i spójnych zasad podziału wynikających z roli ekonomicznej aktywów wspólnych pomiędzy poszczególne ośrodki, przez które są wykorzystywane, np.: kluczem może być powierzchnia, kubatura aktywów wspólnych.

Dokonując czynności mających na celu określenie przyszłych przepływów pieniężnych charakterystycznych dla zakładu, pojawia się problem kosztów pośrednich, przypisywanych na podstawie klucza podziałowego, jak koszty sprzedaży lub ogólnego zarządu oraz kosztów wspólnych nierozliczanych, takich jak pozostałe koszty operacyjne oraz koszty finansowe. W odniesieniu do omawianych zagadnień można przedstawić następujące uwagi:

1. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu – w przedsiębiorstwie powinien zostać opracowany odpowiedni system przyporządkowania kosztów do poszczególnych jednostek organizacyjnych mający na celu minimalizację kosztów pośrednich. Przykładem może być bezpośrednio rozliczanie kosztów zmiennych sprzedaży, w tym transportu na poszczególne zakłady, w których jest dokonywana produkcja. Podobnie należy przypisać koszty kierownictwa lub magazynów danej jednostki organizacyjnej. W przypadku braku możliwości bezpośredniego przypisania kosztów, pozycje takie rozlicza się za pomocą kluczy podziałowych (przychodów ze sprzedaży, kosztów pośrednich zakładu, wartości majątku, itp.).

Ponadto dokonując czynności planowania dla celów zbycia przedsiębiorstwa istotny jest fakt, że tego typu koszty mogą kształtować się na zupełnie odmiennym poziomie niż w dotychczasowym przedsiębiorstwie. Z tego względu, zdaniem autora, w prognozach powinno się uwzględniać tylko takie pozycje, które są niezbędne dla celów funkcjonowania wyodrębnionej jednostki organizacyjnej, np.: z analizy wynika, że nie ma potrzeby alokowania całości alokowanych kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu, gdyż w nowej jednostce będą one niższe. Uwagi te nie znajdują zastosowania w przypadku określania wartości użytkowej. W tej sytuacji wszystkie planowane koszty pośrednie rozlicza się na poszczególne „ośrodki wypracowujące korzyści ekonomiczne”, które łącznie stanowią całe przedsiębiorstwo.

⁵ Patrz szczegółowe rozwiązania w: Krajowy Standard Rachunkowości nr 4.

2. Pozostałe koszty operacyjne – należy dokonywać ich:

- a) drogą bezpośredniego przyporządkowania w przypadku występowania takich możliwości (np.: strata ze sprzedaży środka trwałego danego zakładu), a w pozostałych sytuacjach rozliczyć na podstawie wybranego klucza (np.: przychodów ze sprzedaży, wartości majątku, itp.) albo
- b) pominąć w planowaniu wyniku finansowego oraz przepływów pieniężnych, jeżeli nie wpływają w istotny sposób na wycenę lub nie ma założenia odnośnie ich powtarzalności w przyszłości.

Podobnie jak w przypadku kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu, planując nie powinno się uwzględniać pozycji, które nie będą charakterystyczne dla nowego właściciela, do którego następuje zbycie zakładu. Uwaga ta nie dotyczy sytuacji, kiedy określa się wartość użytkową.

3. Koszty finansowe – w przypadku wyceny nie bierze się pod uwagę kosztów finansowych, gdyż znajdują one odzwierciedlenie poprzez stopę dyskontową⁶.

Podobnie należy postępować w odniesieniu do planowanych przychodów. W każdej sytuacji, kiedy nie ma możliwości ich bezpośredniego przypisania do zakładu, powinno się dokonać ich rozliczenia na rozpatrywaną jednostkę organizacyjną z uwzględnieniem wcześniejszych uwag, tj. biorąc pod uwagę cel wyceny (zbycie/ wartość użytkowa), istotność (wpływ na wycenę) oraz powtarzalność w przyszłości. W sytuacji wykorzystywania produktów na potrzeby własne, dokonując wyceny, zakładając możliwość ich sprzedaży na zewnątrz, należy brać pod uwagę również wartość takich przychodów według rynkowych cen sprzedaży.

Odrębny problem w omawianym procesie stanowią zobowiązania dotyczące zakładu. Sytuacja będzie odmienna w zależności od wyceny dla potrzeb:

1. Zbycia – zobowiązania z tytułu dostaw i usług i inne dotyczące podstawowej działalności związane z zakładem znajdują odzwierciedlenie w przepływach z działalności operacyjnej poprzez zmianę stanu zobowiązań. Zakłada się ich przeniesienie na nowy podmiot lub spłatę w przypadku braku zgody wierzyciela, co obniża jednocześnie prognozowane przepływy z działalności operacyjnej w pierwszym z analizowanych okresów (w sytuacji spłaty – w porównaniu z wyjściową wartością zobowiązań stan na koniec pierwszego okresu zmniejszy się do 0). Z kolei pomniejszanie wartości zdyskontowanych przepływów pieniężnych o wartość zobowiązań oprocentowanych jest uzależnione od faktu, czy będą one przeniesione do nowego właściciela. Niejednokrotnie nie będzie to możliwe ze względu na brak zgody wierzyciela. Jeszcze inną sytuacją jest trudność w określeniu zobowiązań oprocentowanych dla zakładu, gdy np.: całe przedsiębiorstwo jest finansowane z jednostki dominującej za pomocą łącznej pożyczki. Również w tej sytuacji istnieją ograniczenia w możliwości ich przekazania do nowego podmiotu. W ten sposób zobowiązania oprocentowane pomniejszają

⁶ Uwaga dotyczy metody FCFE, gdyż w przypadku określania przepływów pieniężnych dla właściciela (FCFE) uwzględnia się wartość odsetek od oprocentowanego kapitału obcego.

obliczoną wartość zakładu w przypadku możliwości ich przeniesienia na drugiego właściciela.

2. Określenia wartości użytkowej – podobnie jak w sytuacji zbycia, zobowiązania z tytułu dostaw i usług i inne dotyczące podstawowej działalności znajdują odzwierciedlenie w przepływach z działalności operacyjnej poprzez zmianę stanu. Nie spłaca się ich całkowicie, gdyż zakłada się kontynuację działalności. Zobowiązania oprocentowane nie pomniejszają wartości zdyskontowanych przepływów pieniężnych, gdyż wycenia się cały majątek zakładu, bez względu na źródła jego finansowania.

Podsumowując można stwierdzić, że uwzględnienie zobowiązań w wycenie zależy od celu, dla którego jest dokonywana, rodzaju zobowiązań oraz możliwości ich przeniesienia na nowego właściciela w przypadku zbycia zakładu.

Uwagi końcowe

Określenie wartości zakładu w przedsiębiorstwie produkcyjnym wiąże się z licznymi problemami. Może być ono jednak w znaczącym stopniu ułatwione poprzez odpowiednią ewidencję i sposób alokowania do poszczególnych jednostek organizacyjnych elementów kształtujących przepływy pieniężne, który zapewni zminimalizowanie elementów wspólnych rozliczanych na bazie kluczy podziałowych. W procesie tym należy pamiętać o kilku nadrzędnych zasadach, które wprawdzie zostały sformułowane w odniesieniu do wyceny przedsiębiorstwa (Szczepankowski 2007: 193), jednak mogą być także wykorzystywane w omawianym procesie:

1. Wycena powinna opierać się na wartościach empirycznie i ilościowo weryfikowalnych.
2. Osoba dokonująca wyceny powinna zgromadzić jak najwięcej zewnętrznych i wewnętrznych informacji na temat wycenianej jednostki organizacyjnej.
3. W przypadku określania wartości użytkowej każdorazowo istnieje konieczność dokonywania wyceny w oparciu o zaktualizowane założenia.
4. Wycena powinna bazować na realistycznych założeniach, bez „koloryzowania”.
5. Wyceny należy konfrontować z rynkiem kapitałowym, tj. innymi szacunkami wartości podobnych jednostek organizacyjnych, działających w tym samym sektorze, charakteryzujących się zbliżonym ryzykiem.

Reasumując można jedynie stwierdzić, że podobnie jak w innych sytuacjach związanych z wyceną metodą DCF, najsłabszym ogniwem pozostaje człowiek, gdyż od jego profesjonalizmu, zaangażowania w dokonywane czynności oraz przyjmowanych przez niego założeń będzie zależeć poprawność ostatecznej wyceny zakładu.

Literatura

Krajowy Standard Rachunkowości nr 4 „Utrata wartości aktywów” – Uchwała nr 6/07 Komitetu Standardów Rachunkowości z dnia 26 czerwca 2007 r.

Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (2011), Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa.

Nita B. (2007), *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.

Rachunkowość, *Zamknięcie roku 2013* (2013), Rachunkowość, Warszawa.

Szczepankowski P. (2007), *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa.

Wycena przedsiębiorstwa od teorii do praktyki, red. Panfil M., Szablewski A. (2011), Poltext, Warszawa.

VALUATION OF A BUSINESS UNIT IN A MANUFACTURING ENTERPRISE WITH A DISCOUNTED CASH-FLOW METHOD

Abstract: *Purpose* - Presentation of the DCF method in valuation of a business unit in a manufacturing enterprise, taking into account the problems related to this.

Design/ Methodology/approach - analysis of the literature, exemplification.

Findings – Presentation of the approach to the valuation of a business unit, using the DCF method.

Originality/value – Presentation of the problems and the approach to the valuation of a business unit using the DCF method.

Keywords: valuation of the business unit, DCF method, value in use

Cytowanie

Krzeszowski W.D. (2014), *Wycena zakładu metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie produkcyjnym*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr ŻŻ, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr ŚŚ, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 1; www.wneiz.pl/frfu.

