



Metoda APV

„Wycena przedsiębiorstwa to sztuka, którą nie zajmują się artyści.”
A. Fierla

Metoda skorygowanej wartości obecnej APV (z ang.: **A**djusted **P**resent **V**alue) zakłada, że suma wartości kapitału obcego i wartości kapitału własnego zadłużonej firmy jest równa wartości niezadłużonego przedsiębiorstwa powiększonej o wartość obecną netto przepływów powstałych z tytułu obniżenia kwoty podatku dochodowego wywołanej odsetkami od kredytów i pożyczek. Wycenę powinna poprzedzać analiza fundamentalna przedsiębiorstwa, przeprowadzona, za co najmniej trzy ostatnie lata. Należy wziąć pod uwagę fakt, iż w metodzie dochodowej prognoza przepływów pieniężnych oparta jest na planie kształtowania się przyszłej wartości przychodów netto ze sprzedaży, stąd pozostałe pozycje tworzące wolne przepływy pieniężne są naliczane od zmiany wartości sprzedaży. Ponieważ prognoza sprzedaży jest najważniejszym elementem prognozy wolnych przepływów pieniężnych, opracowanie poprawnej prognozy sprzedaży wymaga dogłębnej znajomości wycenianej spółki, przede wszystkim:

- sektora jej działalności i zachodzących w nim trendów i zmian,
- posiadanych linii produktowych i oferowanych asortymentów produktów,
- charakteru związków z odbiorcami i dostawcami,
- istoty i siły konkurencji.

Prognoza przychodów ze sprzedaży powinna być także spójna z historycznymi rezultatami działalności wycenianego przedsiębiorstwa oraz zgodna z sytuacją zewnętrzną i wewnętrzną firmy.

Wycena wg metody APV w punktach

1. **Przychody ze sprzedaży**
2. Koszty operacyjne bez amortyzacji
3. **EBITDA**
4. **Amortyzacja**
5. **EBIT**
6. **NOPAT**
7. Odsetki „I”
8. EBT
9. Podatek dochodowy
10. EAT
11. Zainwestowany kapitał obcy
12. Spłata rat kredytów
13. Zaciągnięte kredyty i pożyczki
14. Inwestycje w aktywa trwałe

15. Zmiany zapotrzebowania na **kapitał obrotowy netto** Δ KON**16. FCFE – Free Cash Flows to the Equity**

17. Osłony podatkowe DVTS

18. Współczynnik wzrostu po okresie prognozy „g”

19. Koszt kapitału własnego

20. Współczynnik dyskontowy CO

21. Zdyskontowane $FCFE_{co}$ 22. $\sum FCFE_{co}$ 23. Wartość rezydualna **RV** dla kapitału własnego24. Wartość rezydualna zdyskontowana RV_{co} **25. Wartość kapitału własnego spółki zgodnie z metodą dochodową APV**

26. Zadłużenie kapitału własnego

27. Wartość spółki zgodnie z metodą APVZałożenia do wyceny:

1. Podstawą obliczeniową do większości założeń jest wartość prognozowanych przychodów netto ze sprzedaży. W związku z powyższym, pozycja przychodów ze sprzedaży jest newralgicznym elementem tej metody obliczeniowej.
2. Płynność majątku przedsiębiorstwa w całym prognozowanym okresie zostanie zachowana na przyjętym, optymalnym poziomie. Oznacza to, że poziom kosztów utrzymania majątku jest optymalnie niski.
3. Dotychczasowa struktura finansowania majątku jest optymalna i taka zostanie utrzymana w kolejnych latach prognozy. Wynika z tego, że poziom bezpieczeństwa finansowego jest na wysokości optymalnej, wyznaczonej i akceptowanej przez właścicieli przedsiębiorstwa.
4. Inwestycje w majątek przedsiębiorstwa będą przeprowadzane wprost proporcjonalnie do wzrostu przychodów ze sprzedaży.
5. W związku wyżej wymienionymi ustaleniami poziom kapitału obrotowego netto zostanie utrzymany na dotychczasowej wysokości i będzie wzrastał wprost proporcjonalnie do przyrostu przychodów netto ze sprzedaży.

—
 Praktyczne zastosowanie opisanych obliczeń można zobaczyć w załączonej przykładowej wycenie spółki „Przykład” S.A. **zobacz**

Objaśnienia do wyceny:

1. **Prognoza przychodów ze sprzedaży** zwraca wartości wzdłuż trendu liniowego. Dopasowuje linię prostą (przy użyciu metody najmniejszych kwadratów) do tablic znane „y” i znane „x”. Zwraca wartości y wzdłuż tej linii, aby określić tablicę nowe „x”.
2. Koszty operacyjne bez kosztów amortyzacji – ze względu na wysoki poziom współczynnika korelacji z wartością przychodów netto ze sprzedaży. Dynamika przyrostu poziomu kosztów operacyjnych została bezpośrednio powiązana z dynamiką przyrostu przychodów netto ze sprzedaży i jej procentowym udziałem.
3. EBITDA – wartość wskaźnika **EBITDA** została wyliczona, jako różnica przychodów netto ze sprzedaży i kosztów operacyjnych bez kosztów amortyzacji.
4. **Amortyzacja** – wzrost wartości przychodów netto ze sprzedaży będzie wymuszał konieczność inwestycji w aktywa trwałe, więc prognoza wartości amortyzacji będzie wzrastała wprost

- proporcjonalnie do wzrostu wartości przychodów netto ze sprzedaży.
5. **EBIT** – wartość wskaźnika EBIT została wyliczona w wersji uproszczonej (jako zysk z podstawowej działalności operacyjnej), czyli różnica wskaźnika **EBITDA** i amortyzacji.
 6. **NOPAT** – Wartość wskaźnika **NOPAT** została skalkulowana zgodnie ze wzorem: **EBIT** x (1 [minus] stawka podatku).
 7. Odsetki – archiwalna wartość odsetek została zaczerpnięta z **rachunku przepływów pieniężnych**, a prognoza odsetek będzie przyrastała wraz ze wzrastającą dynamiką kredytów i pożyczek.
 8. **EBT** – (z ang.: **Earnings Before Taxes**) zysk przedsiębiorstwa przed naliczeniem podatku dochodowego – odpowiednik zysku brutto.
 9. Podatek dochodowy – został wyliczony jako iloczyn **EBT** i obowiązującej stawki podatku dochodowego.
 10. **EAT** – (z ang.: **Earnings After Taxes**) zysk przedsiębiorstwa po naliczeniu podatku dochodowego – odpowiednik zysku netto.
 11. Zainwestowany kapitał obcy wartość oprocentowanego kapitału obcego na wybrany dzień.
 12. Spłata kredytów i pożyczek będzie oszacowana na podstawie planu spłaty rat kapitałowych kredytów i pożyczek.
 13. Zaciągnięte kredyty i pożyczki będą przyrastały wraz z dotychczasową dynamiką przyrostu kredytów i pożyczek.
 14. Inwestycje w aktywa trwałe – to różnica pomiędzy aktywami trwałymi AT_{brutto} (aktywa trwałe + amortyzacja) [minus] aktywa trwałe $AT_{netto\ t-1}$ w poprzednim okresie [minus] A_{t-1} amortyzacja w poprzednim okresie.
 15. Zmiany zapotrzebowania na **kapitał obrotowy netto** ΔKON [minus] kapitał obrotowy netto w poprzednim okresie KON_{t-1} .
 16. **FCFE** Free Cash Flows to the Equity to **EAT** + amortyzacja [minus] inwestycje w aktywa trwałe [minus] zmiany zapotrzebowania kapitału obrotowego netto ΔKON + zaciągnięte kredyty i pożyczki [minus] spłata kredytów i pożyczek.
 17. Osłony podatkowe **DVTS** zostały wyliczone zgodnie z formułą: oprocentowanie kredytów x stawka podatku x odsetki / (1 + oprocentowanie kredytów)ⁿ podniesione do wysokości potęgi kolejnego okresu.
 18. Współczynnik wzrostu po okresie prognozy „g” – z reguły jest szacowany na poziomie prognozowanej długoterminowej stopie inflacji stanowiącej przez Radę Polityki Pieniężnej. Można wykorzystać również prognozowaną średnią stopę wzrostu PKB.
 19. Koszt kapitału własnego.
 20. Współczynnik dyskontowy **CO** został wyliczony według wzoru $1 / (1 + \text{koszt kapitału własnego})^n$.
 21. Zdyskontowane **FCFE_{co}** jest iloczynem współczynnika dyskontującego **CO** i wolnych przepływów pieniężnych **FCFE**.
 22. $\sum FCFE$ jest sumą zdyskontowanych **FCFE_{co}**.
 23. Wartość rezydualna **RV** (wartość resztowa) dla kapitału własnego została wyliczona według renty wieczystej ze stałą stopą wzrostu: **FCFE** x (1 + g) / koszt kapitału własnego [minus] „g”.
 24. Wartość rezydualna zdyskontowana **RV_{co}** jest iloczynem **RV** i **CO** (współczynnik dyskontujący).
 25. Wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa została wyliczona zgodnie z metodą dochodową APV – jest sumą zdyskontowanych kosztem kapitału własnego przepływów pieniężnych **FCFE**, wszystkich kolejnych okresów rozliczeniowych i bieżącą wartością osłon podatkowych lub, sumą zdyskontowanych przepływów $\sum FCFE_{co}$ + zdyskontowane **RV_{co}** + **DVTS**.
 26. Zadłużenie kapitału własnego – jest procentowym udziałem kapitału własnego w wartości zobowiązań ogółem.

27. Wartość przedsiębiorstwa zgodnie z metodą APV jest ilorazem wartości kapitału własnego i (1 + zadłużenie kapitału własnego).

Ograniczenia metody APV:

- trudność lub w niektórych przypadkach niemożliwość oszacowania przyszłych wyników wycenianego przedsiębiorstwa powoduje, że ich poziom zależy od osoby przeprowadzającej wycenę,
- arbitralność w określeniu stopy dyskontowej,
- nierealistyczność przyjmowanych założeń.

Ponadto zastosowanie metody APV znacząco wypacza wyniki wyceny w przypadku:

- przedsiębiorstw, które znajdują się w trudnej sytuacji finansowej,
- przedsiębiorstw cyklicznych, których zyski i przepływy pieniężne podążają za koniunkturą,
- przedsiębiorstw posiadających aktywa, które nie generują przepływów pieniężnych,
- przedsiębiorstw przechodzących proces restrukturyzacji,
- przedsiębiorstw biorących udział w procesie fuzji i przejęć,
- spółek niepublicznych, dla których oszacowanie kosztu kapitału na podstawie większości dostępnych modeli nie jest możliwe [1],
- małych i mikro przedsiębiorstw, których wyniki finansowe cechuje duża zmienność,
- przedsiębiorstw będących w trakcie, lub planujących duże (z punktu widzenia bilansowego) inwestycje.

[Pobierz pdf](#)

[Zamów](#)

[Uwagi](#)

Bibliografia

Opracowano w oparciu o zob.: P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007, s. 216 – 220.

[1] Zob. *Wycena przedsiębiorstwa*, pod red. M. Panfil, A. Szablewski, Poltext, Warszawa 2011, s. 311 – 312.

Zobacz również

Analiza wskaźnikowa: Struktury • Płynności finansowej • Płynności Dynamicznej • Kapitał obrotowy netto • Kapitał obrotowy brutto • Zadłużenie • Wyplacalność • Sprawności działania • Pracy • Kosztochłonności • Rentowności • Uzupełnienie

Analiza sprawozdania: Bilans • RZiS • RPP • ZZwKW • Przychody • Koszty • Rachunek kosztów

Prognoza sprawozdań: Aktywa bilansu • Pasywa bilansu • Rachunek zysków i strat

Optymalizacja finansowa: Rachunku zysków i strat • Struktury aktywów • Struktury pasywów

Wycena przedsiębiorstwa: Metoda DCF • Metoda APV • Metoda EVA • Metoda porównań rynkowych

Inwestycje: Finansowe • Rzeczowe • Dźwignie • WACC • CAPM

Analiza Piramidalna • Model Du Ponta • Dyskryminacyjna • System wczesnego ostrzegania • Wzorcowe układy nierówności wskaźników

Witryna: Analiza-Prognoza Finansowa wykorzystuje pliki cookies (pol.: ciasteczka). Korzystając ze stron internetowych witryny: Analiza-Prognoza Finansowa wyrażasz zgodę na wykorzystanie plików cookies w celu zapewnienia Ci wygody podczas przeglądania zawartości witryny. Dowiedz się więcej na temat polityki cookies ... »

[Kontakt](#) [Usługi](#) [Cennik](#) [O mnie](#) [Regulamin](#) [Realizacja](#) [Prywatność](#) [Cookies](#)

Copyright 2012 by Paweł Grad