



Standard 3 – Podejście dochodowe

I. Wprowadzenie

- I.1. Standard zawiera zbiór wymogów i postulatów, których przestrzeganie rekomenduje się członkom i kandydatom na członków Stowarzyszenia Biegłych Wyceny Przedsiębiorstw w Polsce (SBWPwP).
- I.2. Wszelkie odstępstwa od niniejszego Standardu wymagają wyjaśnienia i uzasadnienia.
- I.3. Określone zagadnienia szczegółowe mogą być regulowane także przy użyciu odrębnych standardów wydanych przez SBWPwP. W zakresie nieuregulowanym przez standardy SBWPwP możliwe jest również odwołanie się do standardów wydanych przez inne organizacje zawodowo zajmujące się wyceną.
- I.4. Standard wchodzi w życie z dniem 1 lipca 2024 r.

II. Definicja Podejścia dochodowego w wycenie przedsiębiorstwa

- II.1. Podejście dochodowe (*Income Approach*) – obejmuje grupę metod wyceny przedsiębiorstwa (metody dochodowe), za pomocą których wartość przedsiębiorstwa jest szacowana na podstawie strumieni przyszłych korzyści (dochodów) ekonomicznych z uwzględnieniem oczekiwanej stopy zwrotu (kosztu kapitału).

III. Metody dochodowe

- III.1. Do dochodowych metod wyceny przedsiębiorstwa zalicza się w szczególności:
 - a) metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (*Discounted Cash Flow Method*),
 - b) metodę kapitalizacji przepływów pieniężnych (*Capitalization of Cash Flow Method*),
 - c) metodę zdyskontowanych dywidend (*Discounted Dividend Method*),
 - d) metodę kapitalizacji dywidend (*Capitalization of Dividend Method*),
 - e) metodę zdyskontowanych zysków (*Discounted Future Earnings Method*),
 - f) metodę kapitalizacji zysków (*Capitalization of Earnings Method*).
- III.2. Standard dopuszcza zastosowanie metody dochodowej innej niż podane powyżej.



III.3. Wybór określonej metody wyceny zawsze powinien być uzasadniony.

IV. Przesłanki stosowania podejścia dochodowego

IV.1. Podejście dochodowe powinno być rozważone w wycenie przedsiębiorstwa zdolnego do kontynuacji działalności i generowania z niej korzyści ekonomicznych (w ograniczonym lub nieograniczonym okresie).

V. Korzyści ekonomiczne

V.1. Przyszłe korzyści ekonomiczne w Podejściu dochodowym mogą być wyrażone jako:

- a) przepływy pieniężne,
- b) różne kategorie zysku,
- c) dywidendy.

V.2. Przyszłe przepływy pieniężne w metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz w metodzie kapitalizacji przepływów pieniężnych mogą być definiowane w szczególności jako:

- a) przepływy pieniężne przynależne właścicielom (FCFE – *Free Cash Flow to Equity*),
- b) przepływy pieniężne przynależne łącznie właścicielom i wierzycielom (FCFF – *Free Cash Flow to Firm*).

V.3. Szacując przyszłe korzyści ekonomiczne w Podejściu dochodowym, Biegły powinien uwzględnić w szczególności:

- a) charakter działalności operacyjnej, w tym działalność podstawową i poboczną,
- b) historyczne czynniki makroekonomiczne,
- c) historyczne wyniki sektorów rynku, w których przedsiębiorstwo prowadzi działalność operacyjną i z którymi jest powiązane poprzez relacje z klientami oraz dostawcami,
- d) historyczne wyniki finansowe z podziałem na działalność podstawową i poboczną,
- e) historyczne zdarzenia jednorazowe oraz przychody i koszty związane z aktywami i zobowiązaniami nieoperacyjnymi,
- f) sposób finansowania działalności, w tym strukturę kapitału,
- g) prognozy makroekonomiczne,



- h) perspektywy rozwoju sektorów rynku, w których przedsiębiorstwo prowadzi działalność operacyjną i z którymi jest powiązane poprzez relacje z klientami oraz dostawcami,
- i) perspektywy i plany rozwoju.

VI. Ustalanie wartości na podstawie przyszłych korzyści ekonomicznych

- VI.1. W Podejściu dochodowym strumienie przyszłych korzyści ekonomicznych przelicza się na wartość przedsiębiorstwa przez dyskontowanie lub kapitalizację.
 - VI.1.1. Na potrzeby dyskontowania korzyści ekonomiczne są prognozowane dla poszczególnych przyszłych okresów, a następnie, ich wartości są przeliczane na datę wyceny z zastosowaniem odpowiedniej stopy dyskontowej (kosztu kapitału),
 - VI.1.2. Na potrzeby kapitalizacji prognozowana, znormalizowana, jednookresowa korzyść ekonomiczna jest dzielona przez odpowiednią stopę kapitalizacji.
- VI.2. Biegły, obliczając wartość wycenianego przedsiębiorstwa na podstawie przyszłych korzyści ekonomicznych, powinien wziąć pod uwagę w szczególności:
 - a) rozłożenie w czasie przyszłych korzyści ekonomicznych,
 - b) przewidywane tempo zmian przyszłych korzyści ekonomicznych,
 - c) ryzyko związane z realizowaniem przyszłych korzyści ekonomicznych,
 - d) wartość pieniądza w czasie.
- VI.3. Biegły, obliczając wartość wycenianego przedsiębiorstwa na podstawie przyszłych korzyści ekonomicznych, powinien określić odpowiednią stopę dyskontową (koszt kapitału) lub stopę kapitalizacji. Szacując stopę dyskontową (koszt kapitału) lub stopę kapitalizacji Biegły powinien wziąć pod uwagę w szczególności:
 - a) poziom stóp procentowych (np. stopa wolna od ryzyka, stawki referencyjne na rynku międzybankowym),
 - b) poziom oczekiwanych stóp zwrotu z inwestycji alternatywnych,
 - c) profil ryzyka przyszłych korzyści ekonomicznych.
- VI.4. Analizując ryzyko przyszłych korzyści ekonomicznych, Biegły powinien też rozważyć korektę kosztu kapitału o stosowne premie z tytułu ryzyka (np. premię z tytułu ryzyka specyficznego, premię z tytułu wielkości).
- VI.5. W Podejściu dochodowym należy przestrzegać zasady spójności.



VI.5.1. Stopa dyskontowa lub stopa kapitalizacji musi być spójna ze sposobem wyrażenia przyszłych korzyści ekonomicznych, w odniesieniu do których jest stosowana.

- a) Jeżeli przyszłe korzyści są wyrażone w wartościach nominalnych, to odpowiednią stopą dyskontową jest stopa nominalna.
- b) Jeżeli przyszłe korzyści są wyrażone w cenach stałych, to odpowiednią stopą dyskontową jest stopa nominalna skorygowana o inflację.

VI.5.2. Stopa dyskontowa lub stopa kapitalizacji musi być spójna z kategorią przyszłych korzyści ekonomicznych, w odniesieniu do których jest stosowana.

VI.5.2.1 W przypadku metod dyskontowych:

- a. jeżeli korzyści ekonomiczne określono jako przepływy pieniężne przynależne właścicielom, to odpowiednią stopą dyskontową jest koszt kapitału własnego,
- b. jeżeli korzyści ekonomiczne określono jako przepływy pieniężne przynależne właścicielom i wierzycielom, to odpowiednią stopą dyskontową jest średni ważony koszt kapitału,
- c. jeżeli korzyści ekonomiczne określono jako dywidendy, to odpowiednią stopą dyskontową jest koszt kapitału własnego,
- d. jeżeli korzyści ekonomiczne określono jako wyniki finansowe netto, to odpowiednią stopą dyskontową jest skorygowany koszt kapitału własnego,
- e. jeżeli korzyści ekonomiczne określono jako wyniki ekonomiczne, to odpowiednią stopą dyskontową jest średni ważony koszt kapitału.

VI.5.2.2 W przypadku kapitalizacji znormalizowanych korzyści ekonomicznych:

- a. jeżeli korzyści ekonomiczne określono jako przepływy pieniężne przynależne właścicielom, to odpowiednią stopą kapitalizacji jest stopa obliczona jako różnica między kosztem kapitału własnego a stałą stopą wzrostu przepływów,
- b. jeżeli korzyści ekonomiczne określono jako przepływy pieniężne przynależne właścicielom i wierzycielom, to odpowiednią stopą



- kapitalizacji jest stopa obliczona jako różnica między średnim ważonym kosztem kapitału a stałą stopą wzrostu przepływów,
- c. jeśli korzyści ekonomiczne określono jako dywidendy, to odpowiednią stopą kapitalizacji jest stopa obliczona jako różnica między kosztem kapitału własnego a stałą stopą wzrostu dywidend.
 - d. jeśli korzyści ekonomiczne określono jako wynik finansowy netto, to odpowiednią stopą kapitalizacji jest stopa obliczona jako różnica między skorygowanym kosztem kapitału własnego a stałą stopą wzrostu zysku netto.
- VI.6. Biegły powinien rozważyć odpowiednie skorygowanie pierwotnie otrzymanej w Podejściu dochodowym wartości przedsiębiorstwa o wartość aktywów i zobowiązań nieoperacyjnych.
- VI.7. W procesie wyceny opartej na przyszłych korzyściach ekonomicznych przynależnych właścicielom i wierzycielom otrzymuje się wartość kapitału zainwestowanego (*Enterprise Value*). W celu oszacowania wartości kapitału własnego (*Equity Value*) Biegły musi pomniejszyć otrzymaną wartość kapitału zainwestowanego o wartość zadłużenia netto. Do zadłużenia netto nie wlicza się zobowiązań stanowiących element kapitału obrotowego, zwłaszcza zobowiązań handlowych.
- VII. Długość okresu szczegółowej prognozy oraz szacowanie wartości korzyści ekonomicznych po okresie szczegółowej prognozy**
- VII.1. Podstawowy (dwufazowy) model wyceny za pomocą metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych wyróżnia wartość przypisywaną do okresu szczegółowej prognozy oraz wartość poza okresem szczegółowej prognozy. Wartość po okresie szczegółowej prognozy określa się przy założeniu:
- a) wartości kontynuacji działalności lub
 - b) wartości zakończenia działalności.
- VII.2. O wyborze długości okresu szczegółowej prognozy powinny decydować przede wszystkim dwa czynniki:
- a) długość okresu, w którym Biegły jest w stanie rozsądnie oszacować przyszłe strumienie korzyści ekonomicznych wycenianego przedsiębiorstwa,
 - b) specyfika wycenianego przedsiębiorstwa i jego aktualna sytuacja ekonomiczna.



VII.3. Wartość wynikająca z korzyści ekonomicznych generowanych po okresie szczegółowej prognozy może być szacowana za pomocą jednego z trzech Podejść wyceny przedsiębiorstw: majątkowego, dochodowego lub porównawczego.

VII.4. W przypadku szacowania wartości korzyści ekonomicznych generowanych po okresie szczegółowej prognozy z wykorzystaniem Podejścia dochodowego najczęściej stosuje się kapitalizację korzyści ekonomicznych (model renty wieczystej). Zastosowane w tym celu korzyści ekonomiczne powinny zostać znormalizowane.

VIII. Korekty końcowe

VIII.1. Biegły powinien rozważyć i uzasadnić zastosowanie odpowiednich Premii wartości lub Dyskont wartości przy formułowaniu rekomendacji wartości za pomocą Podejścia dochodowego.

IX. Założenia standardu przygotowali:

- prof. dr hab. Dariusz Zarzecki - Prezes Stowarzyszenia,
- Paweł Cygański - Przewodniczący Komisji standardów i metodyki wyceny (do 21.06.2023 r.),
- dr Michał Grudziński - Przewodniczący Komisji standardów i metodyki wyceny (od 21.06.2023 r.),
- dr hab. prof. UEW Tomasz Słoński,
- dr Marek Panfil,
- dr Tomasz Ramian,
- Robert Dobrzyński,
- Marek Legutko,
- Marek Szpręga.

X. Treść standardu konsultowali:

- dr Joanna Cymerman,
- Grzegorz Hryniewicz,
- Bartek Knichnicki,
- dr Anna Koronkiewicz,



SBWP

Stowarzyszenie Biegłych
Wyceny Przedsiębiorstw w Polsce

- Maciej Korzeniowski,
- Wojciech Kryński,
- dr inż. Andrzej Muczyński,
- dr Marcin Pawlak,
- Anna Rapacewicz,
- Katarzyna Rogulska,
- dr Dariusz Stronka,
- dr hab. prof. UEW Piotr Szymański.

XI. Standard został uchwalony przez Walne Zgromadzenie Członków Stowarzyszenia Biegłych Wyceny Przedsiębiorstw w Polsce na posiedzeniu w dniu 27 czerwca 2024 r.

ADRES REJESTROWY
UL. NOWOGRODZKA 50/515
00-695 WARSZAWA

ADRES KORESPONDENCYJNY
UL. MICKIEWICZA 64
71-101 SZCZECIN

NUMER KRS: 0000559210
NIP: 7010486798
REGON: 36161907900000