



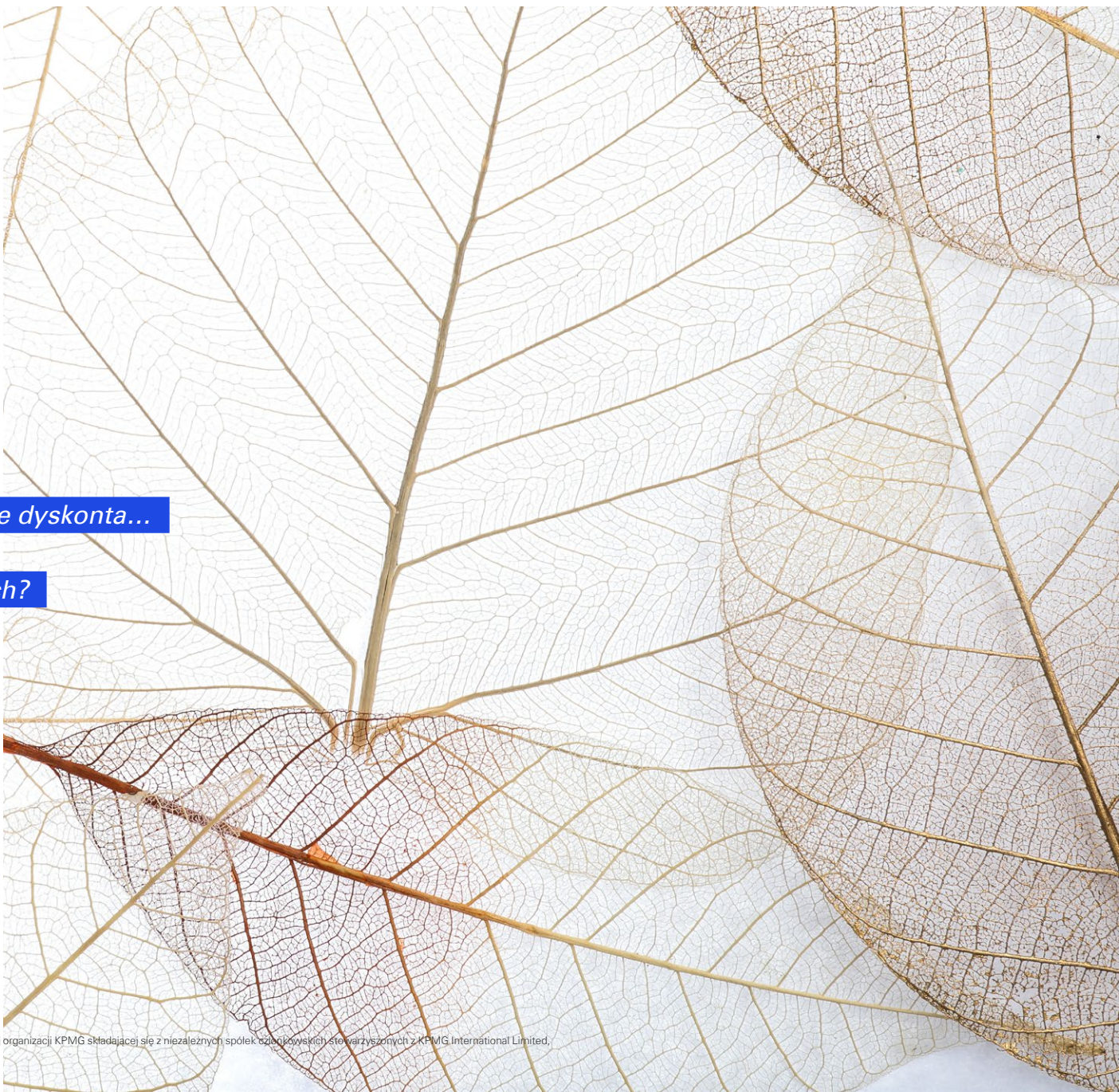
ESG w wycenie przedsiębiorstw

Sierpień 2022



Spis treści

- 3 **Wprowadzenie**
- 4 **ESG a wyceny przedsiębiorstw**
- 5 **Uwzględnienie czynników ESG w stopie dyskonta...**
- 6 **...czy jednak w przepływach pieniężnych?**
- 7 **ESG w przepływach pieniężnych**
- 9 **Jak uniknąć subiektywnej oceny?**
- 10 **ESG w praktyce**
- 11 **Podsumowanie**



Wprowadzenie

ESG (ang. *Environmental, Social Responsibility and Corporate Governance*) jeszcze do niedawna było jedynie trendem, dziś możemy już mówić o globalnym standardzie, który wpływa na kształt decyzji biznesowych podejmowanych w wielu firmach na całym świecie. Trudno się temu dziwić, borykamy się z coraz to nowszymi wyzwaniami związanymi z kryzysem klimatycznym i zanieczyszczeniem środowiska, a także kwestiami społecznymi. Wychodząc z ery kapitalizmu, w którym kluczowym kryterium decyzji biznesowych był wyłącznie zwrot dla akcjonariuszy, coraz częściej jedynym podejściem umożliwiającym dalszy rozwój biznesów jest uwzględnienie interesów wszystkich interesariuszy spółki – począwszy od jej klientów, poprzez dostawców, pracowników, aż do właścicieli i społeczności, w których funkcjonują. Odpowiedzą na te zagadnienia jest ESG, czyli działania na rzecz ochrony środowiska, kwestie społeczne oraz ład korporacyjny, które zastąpiły i poszerzyły koncepcję społecznej odpowiedzialności biznesu.

Idea ESG koncentruje się na:

Środowisku

(E – Environmental)

poprzez działania mające na celu m.in. ograniczenie zużycia energii, efektywne gospodarowanie odpadami, ograniczenie emisji zanieczyszczeń, czy zrównoważoną gospodarkę wodną;

Aspektach społecznych

(S – Social Responsibility)

obejmujących przestrzeganie praw pracowniczych, wspieranie różnorodności, równe traktowanie, stawianie na rozwój osobisty pracowników, podejmowanie działań istotnych dla lokalnej społeczności;

Ładzie korporacyjnym

(G – Governance)

który obejmuje kwestie związane z procedurami antykorupcyjnymi, ochroną sygnalistów, prawami akcjonariuszy i wiele innych.

ESG a wyceny przedsiębiorstw

Powiązanie ESG z wyceną przedsiębiorstw na pierwszy rzut oka może wydawać się nieoczywiste.

Należy jednak pamiętać, że wartość przedsiębiorstwa może zostać oszacowana w podejściu dochodowym, metodzie DCF (ang. *discounted cash flows*), jako wartość bieżąca przyszłych przepływów pieniężnych, która bierze pod uwagę ich wartość, umiejscowienie w czasie oraz ryzyko związane z ich realizacją. W związku z powyższym, dokonując oszacowania wartości należy wziąć pod uwagę wszystkie możliwe szanse, ale również i ryzyka, którymi niewątpliwie są także zmiany klimatyczne. Ryzyka klimatyczne mogą mieć bezpośredni wpływ na przychody, koszty i profil ryzyka przedsiębiorstw oraz ich atrakcyjność¹. Przedsiębiorstwa kierujące się ESG w procesie decyzyjnym mają szansę na pozyskanie długoterminowych inwestorów, jako jednostki innowacyjne oraz bardziej wiarygodne w oczach interesariuszy.

Kwestia wpływu zmian klimatycznych na prognozy finansowe i przyszłe przepływy pieniężne nie jest jednoznaczna, i jak dotąd nie wypracowano powszechnie obowiązujących zasad, które rozwiązałyby w sposób standaryzowany podejście do ujmowania ryzyka klimatycznego w wycenie. Nie należy jednak zapominać, że kwestie klimatyczne to nie jedyne czynniki, które powinniśmy wziąć pod uwagę, jako mające istotny wpływ na kształtowanie przyszłej działalności przedsiębiorstwa i jego wartości. Są to między innymi kwestie związane z równym traktowaniem pracowników, pozyskiwaniem surowców z obszarów zrównoważonego rolnictwa, oferowaniem odpowiedniego wynagrodzenia za wykonywaną pracę czy stosowaniem najlepszych możliwych praktyk w zakresie zarządzania przedsiębiorstwem oraz wiele innych. Niemniej jednak zagadnienia te są już przedmiotem analiz i powstało szereg przewodników, które mogą okazać się pomocne w celu uwzględnienia czynników związanych z ESG w wycenie.

¹ <https://www.intactcentreclimateadaptation.ca/wp-content/uploads/2020/03/Factoring-Climate-Risk-into-Financial-Valuation.pdf>

Uwzględnienie czynników ESG w stopie dyskonta...

Oczekuje się, że spółki, które nie wdrożą i nie będą raportować kwestii związanych z ESG (lub nie zrobią tego w pełni) będą postrzegane przez inwestorów jako charakteryzujące się wyższym poziomem ryzyka. Wyższy poziom ryzyka oznacza z kolei wyższą stopę dyskonta, skutkującą ostatecznie niższą wyceną. Podobnie jak w przypadku wielu aspektów związanych z wycenami, ich uwzględnienie w praktyce rynkowej, szczególnie w początkowym okresie stosowania, może okazać się poważnym wyzwaniem.

Najważniejszym może być oszacowanie wysokości stosowanej korekty w stosunku do kosztu kapitału spółek posiadających rozwinięte raportowanie ESG. Rekomendacje na tym polu są wciąż bardzo ograniczone, bez jednoznacznych wniosków, stąd próba oszacowania wysokości takiej korekty pozostaje kwestią w znacznej mierze subiektywną. Ponadto pojawia się ryzyko podwójnego uwzględnienia czynników ESG w stopie dyskonta. Sytuacja ta dotyczy szczególnie spółek należących do branż, na które czynniki ESG mają istotny wpływ (takie jak np. sektor paliwowy czy energetyczny), wobec czego należy zakładać, że przynajmniej częściowy wpływ kwestii ESG na wartość takich podmiotów został już uwzględniony w mierze ryzyka systematycznego. W takim wypadku, zastosowanie dodatkowej korekty z tego tytułu mogłoby doprowadzić do zaniżenia wartości spółki.

Uwzględnienie dodatkowych korekt czy premii do stopy dyskonta, powinno zostać przeanalizowane zawsze w połączeniu z właściwą dla danego przedsiębiorstwa i gałęzi przemysłu charakterystyką, przy czym wciąż niezwykle trudno będzie uniknąć istotnego komponentu uznaniowości.

Integracja czynników ESG poprzez dostosowanie stopy dyskonta będzie funkcjonowała właściwie tylko w przypadku, kiedy czynniki te są trudne do przełożenia na wskaźniki finansowe np. czynniki korporacyjne.

...czy jednak w przepływach pieniężnych?

W przypadku korekt dotyczących ESG, zdecydowanie bardziej pożądaną będzie korekta przepływów pieniężnych. Za przykład może posłużyć niechlubny wyciek ropy w Zatoce Meksykańskiej w 2010 roku. Incydent ten skutkowało nie tylko nałożeniem kar finansowych na zaangażowane spółki, ale spowodował również zaburzenie ich działalności operacyjnej oraz wprowadzenie bardziej restrykcyjnych, a tym samym droższych, środków bezpieczeństwa w kolejnych latach². Wszystkie te elementy miały bezpośredni wpływ na przyszłe przepływy pieniężne, powinny więc zostać uwzględnione w wycenie. Nie jest to łatwe zadanie, aby prawidłowo oszacować wartości zdarzeń nietypowych, o małym prawdopodobieństwie i jednocześnie dużym wpływie, jednakże ten sposób wdrożenia korekty czynniki ESG zapewnia lepszy punkt wyjścia do dyskusji. Przyjęte założenia można uzasadnić w sposób bardziej zrozumiały, niż te zastosowane przy stopie dyskonta. Dodatkowo przygotowanie kilku scenariuszy (o czym mowa dalej) może być tutaj pomocnym narzędziem do analiz.

² <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/cfa-magazine/2014/cfm-v25-n6-5.ashx>

*Przy stosowaniu korekt wynikających z ESG
należy zwrócić szczególną uwagę,
aby ryzyka i szanse nie zostały
podwójnie wliczone zarówno
w przepływach pieniężnych,
jak i stopie dyskonta.*

ESG w przepływach pieniężnych

Czynniki wpływające na przepływy pieniężne, które są rozważane przy konstruowaniu prognoz finansowych (również tych wykorzystywanych do wyceny) to zazwyczaj spodziewane tempo wzrostu sprzedaży, marżowość i inwestycje kapitałowe. Historycznie czynniki te były często określane wyłącznie z ekonomiczno-finansowego punktu widzenia. Przykładowo tempo wzrostu sprzedaży było wyznaczane w korelacji do spodziewanego wzrostu rynku, rozwoju linii produktowej, penetracji czy udziału w rynku. Obecnie zarządy spółek rozszerzają swoją perspektywę o czynniki związane z ESG. Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)³ przedstawiło szereg rekomendacji dotyczących przeprowadzania i ujmowania analizy scenariuszowej uwzględniającej wpływ zmian klimatycznych w sprawozdaniach finansowych. Środki te zostały zarekomendowane przez TCFD, aby zwrócić uwagę zarządów spółek nie tylko na czynniki rozwoju i ryzyka związane z siłami rządzącymi rynkiem i przemysłem, ale również na te w odniesieniu do zmian klimatycznych i ich wpływu.

Przykładowo czynniki związane z ESG mogą zostać odzwierciedlone w wycenie w następujący sposób:

- TCFD rekomenduje uwzględnienie scenariusza zakładającego, ocieplenie klimatu średnio o 2 stopnie Celsjusza. To jedna z możliwości odzwierciedlenia ryzyka wynikającego ze zmian klimatycznych lub skrajnych warunków pogodowych. Przykładowo spółki, których działalność wymaga ponadprzeciętnego zużycia prądu powinny uwzględnić w swoich scenariuszach prawdopodobieństwo wystąpienia tzw. blackout, czyli przerw w dostawach prądu i oszacować związane z tym koszty. W branżach spożywczych i przetwórczych warto rozważyć nakłady inwestycyjne konieczne do zapewnienia nieprzerwanego dostępu do wody.
- Spółki działające w branżach o modelu biznesowym, który funkcjonował w oparciu o niskie koszty pracy i cechował się niskimi standardami bezpieczeństwa np. branża tekstylna, powinny rozważyć koszty ryzyka reputacyjnego, wpływ lokalnie stanowionego prawa w zakresie wysokości płacy minimalnej czy wprowadzenie wewnętrznych regulacji, które zapewniłyby poprawę warunków życiowych pracowników, określaną konceptem fair living wege⁴. Koncept ten został zawarty, jako jeden z celów⁵ w *Agendzie na rzecz zrównoważonego rozwoju 2030*, przyjętej w 2015 roku przez ONZ.
- Aspekty powiązane z ładem korporacyjnym to przede wszystkim prawdopodobieństwo nałożenia zwiększonych podatków czy otrzymania kar finansowych, wynikających z niewłaściwych praktyk zarządzania przedsiębiorstwem.

³ <https://www.fsb-tcfd.org/>

⁴ <https://www.sustainalytics.com/esg-research/resource/investors-esg-blog/fair-living-wages-in-the-garment-sector-the-case-of-bangladesh>

⁵ <https://www.un.org/sustainabledevelopment/economic-growth/>

Zmierzenie i uwzględnienie powyższych czynników powinno zostać przeprowadzone bezpośrednio w analizie scenariuszowej, która swym zakresem będzie obejmowała ocenę ich znaczenia oraz ryzyko lub szansę wystąpienia wraz z oszacowanym prawdopodobieństwem.

Niejasności związane z wyznaczeniem przepływów pieniężnych można rozwiązać poprzez zestawienie konkretnych korekt o czynniki ESG z właściwymi dla nich nośnikami wartości.

Poniższa tabela przedstawia uproszczony przykład, wyłącznie dla celów poglądowych, w jaki sposób czynniki związane z ESG mogą zostać przełożone na korekty przepływów pieniężnych⁶.

| | Przeływ | Wartość | Korekty ESG | Czynnik ESG |
|--------|---|-------------|---|-------------------|
| | Przychody z działalności operacyjnej | 1000 | | |
| minus: | Spadek przychodów operacyjnych | (200) | Niższa sprzedaż spowodowana reakcją społeczną na niewłaściwe traktowanie pracowników | S - Social |
| | Przychody ESG | 800 | | |
| minus: | Koszty operacyjne | (300) | | |
| | EBIT | 500 | | |
| minus: | Podatek od działalności operacyjnej | (100) | | |
| | NOPLAT | 400 | | |
| minus: | Dodatkowy podatek | 40 | Dodatkowa płatność podatkowa spowodowana nałożeniem grzywny przez organ nadzorczy | G - Governance |
| | NOPLAT ESG | 360 | | |
| plus: | Deprecjacja i amortyzacja | 100 | | |
| minus: | Nakłady inwestycyjne i zmiana kapitału obrotowego | (150) | | |
| minus: | Dodatkowe nakłady inwestycyjne | (50) | Dodatkowa inwestycja w celu złagodzenia wpływu scenariusza 2-stopniowego ocieplenia klimatu | E - Environmental |
| | Wolne przepływy pieniężne ESG | 260 | | |

EBIT = zysk operacyjny (ang. *Earnings before interest and taxes*)

NOPLAT = zysk operacyjny netto po opodatkowaniu (ang. *Net operating profit less adjusted taxes*)

⁶ <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/nl/pdf/2020/services/incorporating-esg-lens-in-business-valuations-final.pdf>

Jak uniknąć subiektywnej oceny?

Biorąc pod uwagę potencjał do subiektywnej oceny wpływu, jaki miałyby zastosowanie korekt wynikających z ESG na przepływy pieniężne i stopę dyskonta, należy przeprowadzić analizę scenariuszową, która połączyłaby różne natężenia czynników wraz z prawdopodobieństwem ich wystąpienia. Spółka może przykładowo rozważyć dwa scenariusze: bazowy, zakładający dotychczasową i niezakłóconą działalność oraz alternatywny, w którym zmaterializują się kwestie ESG. Oba scenariusze mogą być wazone prawdopodobieństwem w celu oszacowania wartości przedsiębiorstwa.

Bezpośrednie przełożenie czynników związanych z ESG na przepływy pieniężne przy założeniu wysokiego stopnia pewności może być trudne, dlatego istotne znaczenie będzie miała analiza wrażliwości, która oszacuje potencjalny wpływ poszczególnych czynników na wycenę.

Na tym etapie należy zaznaczyć, że wdrożenie czynników związanych z ESG to nie tylko oszacowanie potencjalnych zagrożeń, ale i szans. Przykładowo poprzez poniesienie nakładów inwestycyjnych, niwelujących wpływ działalności spółki na środowisko, przedsiębiorstwo poprawi swoją efektywność, co pozwoli na wygenerowanie wyższych przepływów pieniężnych.

Accounting For Sustainability, organizacja non-profit zrzeszająca specjalistów w dziedzinie finansów i rachunkowości, w swoim opracowaniu *Essential guide to valuations and climate change*⁷ zaproponowała następujące kroki, które mogą okazać się pomocne przy wdrożeniu w wycenach szans oraz ryzyk, związanych ze zmianami klimatycznymi przy założeniu obecnego poziomu informacji:

1

Identyfikacja kluczowych czynników determinujących wartość



2

Ocena szans i/lub zagrożeń wynikających ze zmian klimatycznych



3

Uszeregowanie zidentyfikowanych szans i/lub zagrożeń pod kątem ich znaczenia i prawdopodobieństwa wystąpienia



4

Zintegrowanie kluczowych ryzyk i/lub szans z wybraną metodą wyceny



5

Zebranie wyników uzyskanych za pomocą dwóch lub większej liczby metod, porównanie oraz dalsze iteracje



⁷ <https://www.accountingforsustainability.org/valuations.html>

ESG w praktyce

Jednym z liderów wdrażania kwestii związanych z ESG w branży odzieżowej jest spółka Patagonia. Amerykańska spółka zasłynęła 26 lat temu wprowadzając na rynek swój flagowy produkt z odzysku – bluzę polarową zrobioną z plastikowych butelek, a obecnie wdraża strategię zmniejszenia produkcji, koncentruje się na odsprzedaży produktów z drugiej ręki realnie zmniejszając tym samym swoje zyski i otwarcie komunikuje, że wzrost spółki przestaje już być celem nadrzędnym dla zarządu⁸. W maju 2021 roku Patagonia zajęła pierwsze miejsce w rankingu reputacji przedsiębiorstw, organizowanym przez amerykańską grupę badawczą *The Harris Poll*, jako pierwsza w historii marka odzieżowa⁹. Warto dodać, że w poprzednim roku, w tym samym rankingu, spółka była notowana w czwartej dziesiątce.

Do historii przeszła również kampania reklamowa „*Don't Buy This Jacket*” z 2011 roku, opublikowana w *Black Friday* na łamach *New York Times*. Ta bezprecedensowa akcja miała na celu zachęcenie ludzi do przemyślenia wpływu, jaki na środowisko ma konsumpcjonizm i kupowania wyłącznie produktów, których potrzebują¹⁰. Warto dodać, że w 2016 roku spółka przekazała cały swój dochód z *Black Friday* w wysokości 10 milionów dolarów na działalność małych organizacji ekologicznych¹¹.

Kwestie ESG są również coraz bardziej dostrzegane i wdrażane w naszym kraju. Już w 2019 roku spółka energetyczna Energa podpisała z konsorcjum banków umowę kredytową o wartości 2 mld złotych w specjalnej formule ESG-linked. Mechanizm ten został zastosowany w Polsce po raz pierwszy. Spółka jest oceniana w trzech obszarach działalności: na rzecz środowiska naturalnego, odpowiedzialności społecznej i jakości działania przez zewnętrzną agencję ratingową, a uzyskany wynik wpływa na korektę wysokości marży kredytowej. Dodatkowo finansowanie zostało udzielone pod warunkiem wykorzystania środków na cele niezwiązane z energetyką węglową¹².

Według analizy rynku akcji i obligacji w pierwszym kwartale 2020 przeprowadzonej przez AXA IM, spółki posiadające najwyższe ratingi ESG były bardziej odporne na załamanie rynku spowodowane wybuchem pandemii koronawirusa niż te o najniższych.

Portfolio akcji zawierających spółki o najwyższych ratingach (8 lub wyżej w 10 stopniowej skali) osiągnęło lepsze wyniki o 16,8 p.p., niż te o ratingach poniżej 2. W przypadku obligacji, różnica ta wynosiła 5,2 p.p.¹³.

⁸ <https://sukces.rp.pl/styl/art17722201-zysk-to-nie-wszystko-patagonia-nie-chce-juz-rosnac>

⁹ <https://theharrispoll.com/axios-harris-poll-100-release-2021/>

¹⁰ Don't Buy This Jacket, Black Friday and the New York Times - Patagonia

¹¹ <https://fortune.com/2016/11/29/black-friday-2016-patagonia/>

¹² <https://web.archive.org/web/20190925174249/https://media.energa.pl/PressRelease.462341.po>

¹³ https://realassets.axa-im.com/content/-/asset_publisher/x7LvZDsY05WX/content/insight-ri-coronavirus-how-esg-scores-signalled-resilience-in-the-q1-market-downturn/23818

Podsumowanie

Czynniki ESG są przenoszone na wyniki spółek i ich wycenę, zarówno poprzez profil ryzyka systematycznego (niższy koszt kapitału i wyższe wyceny), jaki i poprzez profil ryzyka specyficznego (wyższa zyskowność i mniejsza ekspozycja na tzw. *tail risk*)¹⁴. Tym samym można uznać, że przełożenie charakterystyki ESG na wartość finansową jest mechanizmem wielotorowym.

Wdrożenie czynników ESG w wycenie przedsiębiorstw przestaje być kwestią teoretycznych rozważań, a zaczyna realną potrzebą wynikającą ze zmian w naszym otoczeniu. Przewidywanie związanych z nimi szans i zagrożeń jest obecnie przedmiotem zainteresowania nie tylko zarządów spółek, ale i inwestorów. Odpowiednie zarządzanie ryzykiem i możliwościami rozwoju zmniejsza ryzyko inwestycyjne, otwiera spółki na nowe możliwości wzrostu i podnosi ich odporność na zmiany w środowisku politycznym i regulacyjnym.

W ramach KPMG wdrażamy globalną strategię ESG, w ramach której przeznaczamy środki na podjęcie wyzwań związanych z ochroną środowiska, wspieraniem społeczności oraz kwestiami dotyczącymi ładu korporacyjnego.

Jest to sygnał, jak strategicznym obszarem dla KPMG są kwestie związane z ESG i budowanie zrównoważonej przyszłości. Wdrażana strategia jest oparta na odpowiedzialności KPMG za poprawę oddziaływania na świat oraz zobowiązań wobec globalnych wyzwań.

KPMG w Polsce już od dłuższego czasu pomaga firmom dostrzec szanse i ryzyka związane z ESG. Kompleksowo wspieramy firmy w transformacji ESG, raportowaniu ESG oraz usługach poświadczających w tym zakresie. Zespół wycen KPMG aktywnie uczestniczy w międzynarodowych grupach roboczych dotyczących wpływu ESG na wyceny, wypracowując standardy, które uwzględniać będą ten element, jako jeden z najbardziej istotnych czynników w ostatnich latach.

¹⁴ <https://jpm.pm-research.com/content/45/5/69/tab-pdf-trialist>

Kontakt

KPMG w Polsce

ul. Inflancka 4A
00-189 Warszawa
T: +48 22 528 11 00
E: kpmg@kpmg.pl

Tomasz Wiśniewski Deal Advisory

Partner
E: twisniewski@kpmg.pl

Tomasz Regulski Deal Advisory

Dyrektor
E: tregulski@kpmg.pl

Marcin Łągiewka Deal Advisory

Dyrektor
E: mlagiewka@kpmg.pl

Katarzyna Łątka Deal Advisory

Starszy Analityk
E: katarzynalatka@kpmg.pl

Biura KPMG w Polsce

Warszawa

ul. Inflancka 4A
00-189 Warszawa
T: +48 22 528 11 00
E: kpmg@kpmg.pl

Kraków

ul. Opolska 114
31-323 Kraków
T: +48 12 424 94 00
E: krakow@kpmg.pl

Poznań

ul. Roosevelta 22
60-829 Poznań
T: +48 61 845 46 00
E: poznan@kpmg.pl

Wrocław

ul. Szczytnicka 11
50-382 Wrocław
T: +48 71 370 49 00
E: wroclaw@kpmg.pl

Gdańsk

al. Zwycięstwa 13a
80-219 Gdańsk
T: +48 58 772 95 00
E: gdansk@kpmg.pl

Katowice

ul. Francuska 36
40-028 Katowice
T: +48 32 778 88 00
E: katowice@kpmg.pl

Łódź

ul. Składowa 35
90-127 Łódź
T: +48 42 232 77 00
E: lodz@kpmg.pl



© 2022 KPMG Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp.k., polska spółka komandytowa i członek globalnej organizacji KPMG składającej się z niezależnych spółek członkowskich stowarzyszonych z KPMG International Limited, prywatną spółką angielską z odpowiedzialnością ograniczoną do wysokości gwarancji. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Nazwa i logo KPMG są znakami towarowymi używanymi na podstawie licencji przez niezależne firmy członkowskie globalnej organizacji KPMG.

Informacje zawarte w niniejszej publikacji mają charakter ogólny i nie odnoszą się do sytuacji konkretnej osoby lub firmy. Pomimo, iż staramy się dostarczać dokładne i aktualne informacje, nie możemy zagwarantować, że takie informacje będą aktualne na dzień ich otrzymania lub że będą nadal aktualne w przyszłości. Nikt nie powinien podejmować decyzji na podstawie takich informacji bez odpowiedniego profesjonalnego doradztwa po dokładnym zbadaniu konkretnej sytuacji.

[kpmg.pl](https://www.kpmg.pl)