

Wrocław, 30 listopad 2017 r.

**RAPORT Z WYCENY SPÓŁKI  
PROJEKCJA SP. Z O.O.**

# 1 Wprowadzenie

## 1.1 Spis treści

|       |  |    |
|-------|--|----|
| 1     | Wprowadzenie.....                                    | 2  |
| 1.1   | Spis treści.....                                     | 2  |
| 1.2   | Przedmiot wyceny.....                                | 3  |
| 1.3   | Wykonawca.....                                       | 3  |
| 1.4   | Osoba sporządzająca wycenę.....                      | 3  |
| 1.5   | Oświadczenia i zasady sporządzenia wyceny.....       | 3  |
| 1.6   | Przyjęta metodologia wyceny.....                     | 4  |
| 1.7   | Udostępnione informacje i dokumenty.....             | 4  |
| 2     | Przedmiot działalności Spółki.....                   | 4  |
| 3     | Prognozy finansowe.....                              | 5  |
| 3.1   | Przychody.....                                       | 5  |
| 3.2   | Koszty.....  | 6  |
| 3.3   | Amortyzacja.....                                     | 6  |
| 3.4   | Nakłady inwestycyjne.....                            | 6  |
| 3.5   | Kapitał obrotowy.....                                | 7  |
| 3.6   | Koszty odsetkowe oraz zmiana zadłużenia.....         | 7  |
| 3.7   | Prognoza wyników finansowych.....                    | 7  |
| 4     | Wycena Spółki.....                                   | 8  |
| 4.1   | Metoda porównawcza.....                              | 8  |
| 4.1.1 | Charakterystyka metody wyceny.....                   | 8  |
| 4.1.2 | Grupa porównawcza.....                               | 8  |
| 4.1.3 | Wycena Spółki metodą porównawczą.....                | 8  |
| 4.2   | Wycena metodą dochodową.....                         | 9  |
| 4.2.1 | Charakterystyka metody wyceny.....                   | 9  |
| 4.2.2 | Szacowanie stopy dyskontowej.....                    | 10 |
| 4.2.3 | Prognoza przepływów pieniężnych i wycena Spółki..... | 11 |
| 4.3   | Wycena Spółki.....                                   | 12 |

## 1.2 Przedmiot wyceny

Przedmiotem sporządzonej wyceny jest spółka Projekcja sp. z o.o. z siedzibą we Wrocławiu (dalej: Spółka).

Podstawowe informacje o Spółce:

|                     |   |
|---------------------|---|
| <b>Nazwa</b>        | <b>Projekcja</b>                        |
| <b>Forma prawna</b> | Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością |
| <b>Siedziba</b>     | Wrocław                                 |
| <b>Adres</b>        | ul. Ojca Beyzyna 7, 53-204 Wrocław      |
| <b>KRS</b>          | 0000153131                              |

## 1.3 Wykonawca

EVL sp. z o.o. z siedzibą we Wrocławiu, ul. Świdnicka 39.

## 1.4 Osoba sporządzająca wycenę

Wycena została sporządzona przez Michała Hnatiuka, który jest posiadaczem licencji doradcy inwestycyjnego przyznawanej przez Komisję Nadzoru Finansowego oraz certyfikatu CFA przyznawanego przez międzynarodową organizację zrzeszającą analityków finansowych. Warunkiem otrzymania powyższych licencji oraz certyfikatu jest udokumentowanie wiedzy oraz doświadczenia w zakresie wyceny przedsiębiorstw oraz instrumentów finansowych

## 1.5 Oświadczenia i zasady sporządzenia wyceny

- Wszelkie założenia do wyceny poczyniono w dobrej wierze, na podstawie informacji udostępnionych przez Spółkę, jednak nie stanowią one jakiegokolwiek oświadczenia i zapewnienia ze strony Wykonawcy czy Spółki w tym względzie.
- Prognozy oraz oczekiwania co do przyszłości wykorzystane w wycenie odzwierciedlają przyjęte do celów wyceny założenia i nie stanowią jakiegokolwiek zapewnienia czy oświadczenia ze strony Wykonawcy lub Spółki. Prognozy finansowe zawarte w wycenie służą wyłącznie opracowaniu wyceny zgodnie z przyjętą i opisaną metodologią.
- Prognozowane wielkości i zjawiska nie mają charakteru deterministycznego. Oznacza to, iż wraz ze zmianą uwarunkowań rynkowych oraz w wyniku zdarzeń losowych, poszczególne założenia do wyceny mogą ulegać zmianie.
- Wykonawca nie ponosi odpowiedzialności za decyzje podjęte przez jakiegokolwiek osoby lub podmioty na podstawie danych lub informacji zawartych w niniejszym opracowaniu. Żadna z informacji zawartych w niniejszym opracowaniu nie może być podstawą do roszczeń prawnych. Wykonawca sporządził wycenę zgodnie z najlepszą wiedzą i praktykami rynkowymi. Przy sporządzeniu wyceny przyjęto założenie, iż Wykonawcy ujawniono wszystkie znane okoliczności mające lub mogące mieć wpływ na stan prawny i ekonomiczny dotyczący przedmiotu Wyceny.

- Usługi polegające na sporządzaniu Wyceny nie były przedmiotem doradztwa podatkowego i prawnego. Wykonawca nie dokonywał oceny stanu prawnego Spółki oraz jego poszczególnych składników.

### **1.6 Przyjęta metodologia wyceny**

Wyceny Spółki dokonano metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodą porównawczą. Finalna wartość wyceny została określona jako średnia ważona z dwóch metod wyceny. Kluczowym elementem wyceny są prognozy finansowe, sporządzone we współpracy z Zarządem Spółki oraz zatwierdzone przez Zarząd Spółki.

### **1.7 Udostępnione informacje i dokumenty**

- Sprawozdania finansowe za lata 2014 – 2016,
- Śródroczna informacja finansowa za 3 kwartały 2017r.,
- Zestawienie obrotów i sald dla kosztów operacyjnych oraz przychodów w roku 2017 r.,
- Tabela amortyzacji środków trwałych,
- Informacje o podziale przychodów wg wybranych układów,
- Zestawienie faktur dla wybranych rodzajów działalności,
- Informacje o największych projektach realizowanych przez Spółkę,
- Analiza stanów zapasów,
- Analiza struktury przeterminowań należności,
- Informacja o planowanych inwestycjach.

## **2 Przedmiot działalności Spółki**

Przedmiotem działalności Spółki jest sprzedaż profesjonalnych rozwiązań do prezentacji oraz kina domowego. Oferta skierowana jest zarówno do klienta instytucjonalnego jak i detalicznego, przy czym sprzedaż do klienta detalicznego stanowi raczej marginalny udział w przychodach ogółem. Spółka funkcjonuje jako pośrednik dostarczający produkty do odbiorcy finalnego. Klientami Spółki mogą być zarówno firmy jak i instytucje publicznej. Oferta Spółki obejmuje szeroką gamę produktów takich jak:

- Projektory,
- Ekrany projekcyjne,
- Rzutniki,
- Tablice interaktywne,
- Tablice i flipcharty,
- Monitory profesjonalne,
- Sprzęt audio – wideo,
- Systemy wideokonferencyjne,
- Inne (w tym akcesoria).

Sprzedaż do klienta instytucjonalnego realizowana jest poprzez projekty, które mogą być pozyskiwane w ramach przetargów. Ze względu na wieloletnią obecność na rynku Spółka pozyskuje klientów również na zasadzie polecenia. Spółka realizuje kontrakty na terenie całego kraju, jednak w geograficznej strukturze sprzedaży dominują województwa dolnośląskie i mazowieckie, które łącznie odpowiadają za około 60% przychodów. Część przychodów realizowana jest przez dotychczasowych klientów Spółki, ponieważ standardem jest cykliczna wymiana sprzętu w okresach około 3 – 5 lat.

Sprzedaż w kanale detalicznym realizowana jest poprzez stronę internetową, kontakt telefoniczny z doradcą lub dedykowane serwisy (Ceneo, Allegro).

Oprócz sprzedaży sprzętu Spółka oferuje również szereg usług powiązanych z podstawową działalnością:

- Usługi instalacyjne – niezbędne przy zakupie specjalistycznego sprzętu,
- Serwis gwarancyjny – realizowany na zlecenie producentów sprzętu,
- Serwis pogwarancyjny oraz konserwacje – realizowany na zlecenie klientów.

Spółka świadczy również usługi wypożyczania sprzętu multimedialnego oraz obsługę konferencji, prezentacji i różnego rodzaju imprez.

W działalności Spółki zauważalna jest sezonowość. Spółka realizuje zwiększone obroty w ostatnim kwartale roku. Wynika to z faktu, iż większość klientów to podmioty instytucjonalne, które zwiększają nakłady w końcówce roku, w związku z koniecznością realizacji założonych budżetów. Zasada ta w szczególności dotyczy podmiotów publicznych. Sezonowość jest zauważalna również w działalności związanej z wypożyczeniem sprzętu. Również w tym przypadku obserwowalna jest zwiększona sprzedaż w ostatnim kwartale, w związku z dużą ilością eventów firmowych w okresie świątecznym.

### **3 Prognozy finansowe**

Historyczne wyniki finansowe wskazują, iż Spółka z roku na roku stabilnie rozwijała się poprzez wzrost organiczny. Na potrzeby prognozy przyjęto, iż podobne tempo wzrostu będzie kontynuowane. Spółka nie przewiduje istotnych zmian w modelu działalności.

#### **3.1 Przychody**

Spółka zakłada, iż w ciągu najbliższych lat utrzyma tempo wzrostu przychodów porównywalne do dynamiki historycznej. Jednym z motorów wzrostu przychodów ma być program Ministerstwa Edukacji Narodowej „Aktywna tablica”. Jest to program, w ramach którego objęte szkoły podstawowe zostaną wyposażone w tablice interaktywne, projektory, głośniki i interaktywne monitory dotykowe. Szacuje się, iż programem zostanie objęte około 15 580 szkół zaś łączna środków przeznaczonych na program z budżetu państwa wyniesie 224 mln zł. Program będzie realizowany w latach 2017 – 2019.

Chociaż realizacja programu rozpoczęła się w 2017 r. i Spółka pozyskuje i realizuje już pierwsze kontrakty na rzecz szkół, Zarząd Spółki oczekuje, iż zwiększony wpływ na przychody w związku z realizacją projektów objętych programem będzie widoczny dopiero w 2018 r. W kolejnym roku potencjał wzrostu będzie mniejszy, ponieważ będzie wyczerpywać się pula środków dostępnych w programie. Realizacja kontraktów wynikających z programu „Aktywna tablica” wpłynie na

zwiększenie przychodów ze sprzedaży towarów. Ulegnie jednak nieznacznemu zmniejszeniu poziom przychodów realizowanych z usług instalacji, gdyż te usługi przy projektach „Aktywnej tablicy” będą występować w stopniu minimalnym.

Działalność Spółki wiąże się również z pozyskiwaniem tzw. „bonusów zwrotnych”. Wielkość tych bonusów jest uzależniona od wielkości sprzedaży towarów. Spółka ujmuje kwoty przychodów wynikających z bonusów w pozostałych przychodach operacyjnych.

### **3.2 Koszty**

Istotna część kosztów Spółki jest powiązana ze skalą działalności. Tak więc w związku z przewidywanym wzrostem przychodów założono również odpowiedni wzrost kosztów zmiennych. Część kosztów ma charakter stały i w prognozie zachowano je na poziomie zbliżonym do historycznych, gdyż wynikają z określonych warunków umów lub założonych budżetów. Ujęte zostały jednak wszelkie informacje posiadane przez Zarząd w zakresie przewidywanych zmian, które mogą wpłynąć na te koszty. Zwiększone zostaną np. koszty leasingu w związku z przewidywanym podpisaniem nowych umów na początku następnego roku.

Zakładany wzrost przychodów ma charakter organiczny i nie wymaga zwiększonych nakładów na marketing i promocję. Założono, iż koszty te pozostaną na poziomie dotychczasowych budżetów na ten cel.

W prognozie kosztów uwzględniono przewidywany wpływ inflacji.

### **3.3 Amortyzacja**

Prognoza amortyzacji została dokonana na podstawie amortyzacji obecnych środków trwałych oraz dodatkowej amortyzacji wynikającej z przewidywanych nakładów inwestycyjnych.

### **3.4 Nakłady inwestycyjne**

W związku z prowadzoną działalnością polegającą na wynajmowaniu specjalistycznego wyposażenia niezbędnego do organizacji różnego rodzaju *eventów*, Spółka musi ponosić niezbędne nakłady inwestycyjne. Obecnie planuje się, iż Spółka wyda w najbliższym czasie na ten cel około 50 tys. zł, co związane jest z modernizacją wypożyczanych projektorów i ekranów. Na potrzeby prognozy przyjęto, iż w kolejnych latach Spółka będzie ponosić nakłady odtworzeniowe. Ponieważ założenia przyjęte do prognozy nie przewidują znaczącej ekspansji w obszarze działalności polegającej na wypożyczaniu sprzętu, nakłady te są na poziomie zbliżonym do rocznej amortyzacji, jednak nieznacznie wyższym, aby uwzględnić inflacyjny wzrost cen sprzętu (wysokość amortyzacji jest determinowana historycznym kosztem nabycia).

Pozostałe nakłady inwestycyjne Spółki obejmują zakup niezbędnego sprzętu oraz wyposażenia biurowego. Są to w większości tzw. niskocenne składniki majątku i zostały ujęte w kosztach działalności operacyjnej.

### 3.5 Kapitał obrotowy

Główne składniki kapitału obrotowego to należności, zapasy oraz zobowiązania wobec dostawców. Spółka posiada linię kredytu obrotowego, jednak wykorzystuje ją incydentalnie i tymczasowo, w celu sfinansowania chwilowo zwiększonych stanów magazynowych lub przy realizacji większych kontraktów.

Na potrzeby prognozy założono wydatki na sfinansowanie kapitału obrotowego, który w założeniu rośnie w wyniku stopniowego wzrostu skali działalności. Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy oszacowano na podstawie wskaźników rotacji dla należności, zapasów i zobowiązań handlowych. Przyjęto, iż wskaźniki te będą kształtować się zgodnie z tendencjami historycznymi.

### 3.6 Koszty odsetkowe, przychody finansowe oraz zmiana zadłużenia

Spółka nie finansuje się długoterminowym kapitałem dłużnym. Również w dającej się przewidzieć przyszłości Spółki nie przewiduje pozyskiwania tego typu finansowania.

W sprawozdaniach finansowych Spółki pojawiają się wartości w pozycjach przychodów finansowych oraz kosztów finansowych. Wynikają one głównie z różnic kursowych. Są to wielkości nie dające się zaprognozować, w szczególności w okresie długoterminowym, więc zostały pominięte.

### 3.7 Prognoza wyników finansowych

|  | 2014             | 2015             | 2016             | 2017 Sz          | 2018 P            | 2019 P            | 2020 P            |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>                  | <b>7 373 726</b> | <b>7 779 876</b> | <b>8 564 467</b> | <b>9 315 406</b> | <b>10 255 187</b> | <b>10 892 405</b> | <b>11 562 577</b> |
| Przychody ze sprzedaży produktów               | 440 787          | 437 814          | 755 672          | 473 900          | 529 530           | 583 210           | 634 829           |
| Przychody netto sprzedaży towarów i materiałów | 6 932 939        | 7 342 063        | 8 263 089        | 8 841 506        | 9 725 656         | 10 309 195        | 10 927 747        |
| <b>Koszty działalności operacyjnej</b>         | <b>7 052 793</b> | <b>7 613 714</b> | <b>8 263 089</b> | <b>9 081 862</b> | <b>9 881 848</b>  | <b>10 408 968</b> | <b>10 956 108</b> |
| Amortyzacja                                    | 33 186           | 31 171           | 45 115           | 33 601           | 37 970            | 35 939            | 29 940            |
| Zużycie materiałów i energii                   | 151 516          | 206 042          | 158 966          | 173 341          | 187 422           | 197 169           | 207 399           |
| Usługi obce                                    | 337 160          | 374 486          | 494 372          | 446 756          | 472 286           | 488 422           | 500 091           |
| Podatki i opłaty                               | 7 081            | 13 872           | 12 926           | 15 514           | 16 878            | 17 786            | 18 734            |
| Wynagrodzenia                                  | 555 259          | 638 805          | 708 285          | 816 080          | 827 571           | 839 235           | 851 073           |
| Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia     | 59 401           | 71 309           | 86 485           | 89 320           | 90 578            | 91 854            | 93 150            |
| Pozostałe koszty rodzajowe                     | 73 121           | 122 328          | 115 882          | 113 384          | 115 890           | 117 316           | 117 198           |
| Wartość sprzedanych towarów i materiałów       | 5 836 068        | 6 155 702        | 6 641 059        | 7 393 866        | 8 133 253         | 8 621 248         | 9 138 523         |
| <b>Zysk/strata ze sprzedaży</b>                | <b>320 933</b>   | <b>166 163</b>   | <b>301 378</b>   | <b>233 544</b>   | <b>373 338</b>    | <b>483 437</b>    | <b>606 469</b>    |
| Pozostałe przychody operacyjne                 | 107 352          | 108 155          | 134 396          | 124 701          | 97 257            | 103 092           | 109 277           |
| Pozostałe koszty operacyjne                    | 139              | 8 901            | 7 205            | 0                | 0                 | 0                 | 0                 |
| <b>Zysk/strata na działalności operacyjnej</b> | <b>428 146</b>   | <b>265 417</b>   | <b>428 570</b>   | <b>358 245</b>   | <b>470 595</b>    | <b>586 529</b>    | <b>715 746</b>    |
| Przychody finansowe                            | 10 636           | 22 022           | 24 619           | 20 145           | 0                 | 0                 | 0                 |
| Koszty finansowe                               | 7 840            | 27 601           | 21 117           | 7 608            | 0                 | 0                 | 0                 |
| <b>Zysk/strata brutto</b>                      | <b>430 943</b>   | <b>259 838</b>   | <b>432 072</b>   | <b>370 782</b>   | <b>470 595</b>    | <b>586 529</b>    | <b>715 746</b>    |
| Podatek dochodowy                              | 82 873           | 51 140           | 85 168           | 70 449           | 89 413            | 111 440           | 135 992           |
| <b>Zysk/strata netto</b>                       | <b>348 070</b>   | <b>208 698</b>   | <b>346 904</b>   | <b>300 334</b>   | <b>381 182</b>    | <b>475 088</b>    | <b>579 754</b>    |

Źródło: Opracowanie własne



## 4 Wycena Spółki

### 4.1 Metoda porównawcza

#### 4.1.1 Charakterystyka metody wyceny

Wycena metodą porównawczą opiera się na założeniu, iż przedsiębiorstwo powinno być wyceniane na poziomie porównywalnym jak podobne spółki notowane na rynkach giełdowych. Wycena jest dokonywana za pomocą mnożników, które odzwierciedlają wartość spółki w relacji do wybranych parametrów finansowych.

#### 4.1.2 Grupa porównawcza

W celu dokonania wyceny metodą porównawczą wyselekcjonowano grupę spółek notowanych na GPW prowadzących działalność zbliżoną do Spółki. Niestety nie było możliwe znalezienie podmiotów, które jednocześnie spełniałyby dwa warunki – prowadziły działalność taką samą jak Spółka oraz było możliwe określenie dla nich wymaganych mnożników. Dlatego też do grupy porównawczej dobrano podmioty o działalności możliwie zbliżonej do działalności Spółki.

|             |   |
|-------------|---|
| ABC Data    | Dystrybucja IT – sprzętu komputerowego i oprogramowania. Posiada w ofercie ponad 180 tys. produktów renomowanych marek. Grupa działa na terenie Europy Środkowej i Wschodniej. Grupa działa jako pośrednik, którego rolą jest dostarczenie produktu do obiorcy finalnego. Oferowane są również dodatkowe usługi powiązane z podstawową działalnością. |
| AB          | Dystrybucja sprzętu IT, elektroniki użytkowej i produktów związanych z telefonią komórkową i naziemną telewizją cyfrową DVB-T, rozwiązaniami cloud computing, AGD. Spółka świadczy również dodatkowe usługi uzupełniające ofertę.   |
| Action      | Dystrybucja sprzętu IT i RTV/AGD w Polsce oraz znaczący producent sprzętu komputerowego. Dostarcza sprzęt uznanych producentów oraz produkty pod własną marką. Obecnie w postępowaniu sanacyjnym.   |
| Asbis       | Dystrybutor produktów branży informatycznej w Europie Środkowo-Wschodniej, republikach nadbałtyckich, w krajach byłego Związku Radzieckiego, na Bliskim Wschodzie i w Afryce Północnej. Produkcja i sprzedaż także produktów pod markami własnymi   |
| Komputronik | Sprzedaż elektroniki użytkowej, oraz sprzętu do domu. Sprzedaż prowadzona jest poprzez Internet oraz sieć własnych, franczyzowych i partnerskich salonów. Świadczy również usługi jako integrator rozwiązań IT, doradztwa i kompleksowej obsługi przedsiębiorstw i instytucji w tym zakresie  |

#### 4.1.3 Wycena Spółki metodą porównawczą

Wyceny Spółki dokonano na podstawie współczynników P/E (relacja wartości spółki do zysku netto) oraz P/BV (relacja wartości spółki do kapitałów własnych).



|                            | P/E              |            |            | P/BV       |
|----------------------------|------------------|------------|------------|------------|
|                            | 2017             | 2018       | 2019       |            |
| ABC Data                   | 9,82             | 8,00       | 7,20       | 0,95       |
| AB                         | 6,35             | 6,81       | 6,31       | 0,66       |
| Action                     | N/A              | N/A        | N/A        | N/A        |
| Asbis                      | 7,73             | 6,77       | 5,80       | 0,50       |
| Komputronik                | N/A              | N/A        | N/A        | 0,30       |
| <b>Średni współczynnik</b> | <b>8,0</b>       | <b>7,2</b> | <b>6,4</b> | <b>0,6</b> |
|                            |                  |            |            |            |
| Dane dla Spółki            | 300 334          | 381 182    | 475 088    | 1 799 890  |
| Wycena dla wskaźnika       | 2 392 278        | 2 741 417  | 3 058 167  | 1 086 721  |
| Waga dla wskaźnika         | 25%              | 25%        | 25%        | 25%        |
| <b>Wycena porównawcza</b>  | <b>2 319 646</b> |            |            |            |

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z serwisu Bloomberg

Na podstawie przeprowadzonej kalkulacji wartość Spółki metodą porównawczą oszacowana została na 2 320 tys. zł.

## 4.2 Wycena metodą dochodową

### 4.2.1 Charakterystyka metody wyceny

Wycena metodą dochodową (DCF, Discounted Cash Flows) opiera się na założeniu, iż wartość przedsiębiorstwa jest wyznaczana przez wielkość przyszłych korzyści ekonomicznych, które przedsiębiorstwo generuje prowadząc działalność gospodarczą. Poprzez korzyści ekonomiczne rozumie się tutaj przyszłe przepływy środków pieniężnych. Ponieważ w przypadku metod dochodowych analizuje się przyszłe przepływy, przy wykorzystaniu tych metod ważne jest również, aby uwzględnić w procesie wyceny ryzyko i niepewność związane z przewidywanymi korzyściami ekonomicznymi oraz wartość pieniądza w czasie. Dokonuje się tego poprzez proces dyskontowania.

Istnieją różne warianty zastosowania metody DCF, z czego najbardziej popularne to:

- Określenie wartości firmy poprzez zdyskontowanie przepływów pieniężnych dla właścicieli, czyli tzw. FCFE (Free Cash Flow to Equity). Jako stopę dyskonta przyjmuje się koszt kapitału własnego,
- Określenie wartości firmy poprzez zdyskontowanie przepływów pieniężnych generowanych przez firmę, czyli tzw. FCFF (Free Cash Flow to Firm). Dyskontowane przepływy pieniężne obejmują wszystkie przepływy dla podmiotów finansujących spółkę, zarówno właścicieli jak i wierzycieli. Jako stopę dyskonta przyjmuje się średni ważony koszt kapitału (średni ważony koszt wszystkich źródeł kapitału – zarówno udziałowego jak i dłużnego)

Ponieważ obecnie jak i w przewidywanej przyszłości Spółka finansuje się wyłącznie kapitałem własnym przyjęto, iż zasadne jest dokonanie wyceny poprzez oszacowanie oraz zdyskontowanie FCFE.

Najbardziej znaną formułą obliczeniową dla FCFE jest formuła polegająca na korygowaniu zysku netto. Stosowane korekty obejmują:

- amortyzację,
- zmiany kapitału obrotowego,
- zmiany stanu zadłużenia
- nakłady inwestycyjne.

#### 4.2.2 Szacowanie stopy dyskontowej

Ponieważ wartość Spółki zostanie oszacowana poprzez zdyskontowanie FCFE właściwą stopą dyskontową jest koszt kapitału własnego. Koszt kapitału własnego jest pojęciem abstrakcyjnym i oznacza hipotetyczną stopę zwrotu jakiej powinni zażądać właściciele przedsiębiorstwa w zamian za udostępniony kapitał. Jednocześnie jest to wielkość nieobserwowalna - nie wynika np. z żadnych uregulowań umownych jak ma to miejsce w przypadku chociażby kosztu kapitału obcego. Dlatego też koszt kapitału własnego musi zostać oszacowany. Istnieją różne metody szacowania wartości kosztu kapitału własnego, z czego najbardziej rozpowszechnioną jest model CAPM.

Model CAPM pozwala na oszacowanie kosztu kapitału własnego na podstawie trzech parametrów:

- Stopy wolnej od ryzyka,
- Parametru beta – oznaczającego miarę ryzyka,
- Premii za ryzyko rynkowe.

W modelu CAPM koszt kapitału własnego obliczany jest za pomocą wzoru:

$$K_{kw} = R_f + beta * R_M$$

Gdzie:

$R_f$  – stopa wolna od ryzyka,

Beta – parametr beta,

$R_M$  – premia za ryzyko rynkowe.

Jako stopę wolną ryzyka przyjęto rentowność skarbowych obligacji 10 -letnich z ostatniego przetargu, która wyniosła 3,3750%<sup>1</sup>.

Poziom premii za ryzyko rynkowe rekomendowany dla Polski wynosi 6,9%<sup>2</sup>.

Szacunkowy poziom parametru beta dla branży, w której działa Spółka wynosi 0,91<sup>3</sup>. Parametr ten został jednak oszacowany dla dużych spółek giełdowych. Spółka jest przedsiębiorstwem niewielkim nawet w relacji do spółek z sektora małych i średnich notowanych na GPW. Nie można więc oczekiwać, iż będzie się charakteryzowała się ryzykiem zbliżonym do ryzyka dużych zagranicznych koncernów. Dlatego też na potrzeby wyceny zasadne wydaje się dwukrotne zwiększenie parametry beta do poziomu 1,82.

<sup>1</sup> Inwestinfo.pl

<sup>2</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

<sup>3</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

Na podstawie tak określonych parametrów oszacowano koszt kapitału własnego Spółki na 15,93%.

#### 4.2.3 Prognoza przepływów pieniężnych i wycena Spółki

|                              | 2017      | 2018       | 2019       | 2020       |
|------------------------------|-----------|------------|------------|------------|
| Przychody ze sprzedaży       | 9 315 406 | 10 255 187 | 10 892 405 | 11 562 577 |
| Wzrost sprzedaży r/r         | 8,8%      | 10,1%      | 6,2%       | 6,2%       |
| EBIT                         | 233 544   | 373 338    | 483 437    | 606 469    |
| Marża EBIT                   | 2,5%      | 3,6%       | 4,4%       | 5,2%       |
| EBITDA                       | 267 145   | 411 308    | 519 376    | 636 409    |
| Marża EBITDA                 | 2,9%      | 4,0%       | 4,8%       | 5,5%       |
| Zysk netto                   | 300 334   | 381 182    | 475 088    | 579 754    |
| Marża netto                  | 3,2%      | 3,7%       | 4,4%       | 5,0%       |
| Amortyzacja                  | 33 601    | 37 970     | 35 939     | 29 940     |
| Zmiana kapitału obrotowego   | 180 012   | 128 056    | 86 416     | 91 853     |
| Dług netto                   | 0         | 0          | 0          | 0          |
| Nakłady inwestycyjne (CAPEX) |           | 50 000     | 0          | 31 308     |
| FCFE                         |           | 241 096    | 424 612    | 486 534    |
| dFCFE                        |           | 207 967    | 315 937    | 312 266    |

Źródło: Opracowanie własne

Dla pełnego określenia wartości Spółki niezbędne jest oszacowanie tzw. wartości rezydualnej. Jest to wartość, która ma odzwierciedlać wartość zdyskontowanych przepływów pieniężnych poza okresem czasu objętym prognozą. Wartość rezydualną oblicza się przy założeniu, iż przepływy pieniężne poza okresem objętym prognozą będą rosły średniorocznie w stałym tempie. Przyjęto, iż w przypadku Spółki będzie to stały wzrost równy średniorocznie 1,5%. Przy takim założeniu obliczenie wartości zdyskontowanych przepływów pieniężnych poza okresem objętym prognozą uprasza się do formuły:

$$RV = \frac{FCFE_t * (1 + g)}{r - g}$$

gdzie:

RV – wartość rezydualna

FCFE<sub>t</sub> – ostatni prognozowany przepływ pieniężny

g – stała stopa wzrostu przepływów pieniężnych poza okresem objętym prognozą

r – stopa dyskontowa

Poniższa tabela podsumowuje wszystkie wyliczenia niezbędne do oszacowania wartości firmy.

|                       |           |
|-----------------------|-----------|
| k                     | 15,93%    |
| g                     | 1,5%      |
| Wartość rezydualna    | 3 422 256 |
| Zdyskontowana wartość | 2 196 469 |

|            |           |
|------------|-----------|
| rezydualna |           |
| Suma dFCFE | 836 170   |
| Wycena DCF | 3 032 638 |

Na podstawie przeprowadzonej kalkulacji wartość Spółki metodą DCF oszacowana została na 3 033. tys. zł.

#### 4.3 Wycena Spółki

Ostateczna wycena Spółki została oszacowana jako średnia ważona dwóch metod – gdzie dla metody DCF przyjęto wagę 70% zaś dla metody porównawczej 30%. W ten sposób wartość Spółki wyniosłaby 2 820 tys. zł. Jednak przyjęte techniki wyceny mają zastosowanie głównie dla notowanych spółek giełdowych, gdzie posiadane przez właścicieli akcje mogą być teoretycznie w każdej chwili zbyte. Dlatego przyjęto dodatkowe dyskonto wartości wynikające z braku płynności na poziomie 30%.

**Ostateczna oszacowana wartość Spółki wyniosła więc 1 975 tys. zł.**

Wycena sporządzona przez:

PREZES ZARZĄDU  
