

sipex

Wartość,
której szukasz

RAPORT Z WYCENY SPÓŁKI

Przedmiot wyceny:
Kiss Digital Sp. z o.o.
ul. Łobzowska 20, Kraków

Autorzy: Michał Krzempek
Filip Chuchmacz
Data opracowania: 20.04.2022



Spis treści

<u>1</u>	<u>SPECYFIKACJA WARUNKÓW ZLECENIA</u>	<u>3</u>
1.1	PRZEDMIOT WYCENY	3
1.2	CEL WYCENY	3
1.3	ZAMAWIAJĄCY	3
1.4	ZLECENIOBIORCA I AUTOR OPRACOWANIA	3
1.5	STANDARD WYCENY I JEGO DEFINICJA	3
1.6	OKREŚLENIE DAT ISTOTNYCH DLA OPRACOWANIA	4
1.7	ŹRÓDŁA INFORMACJI UŻYTYCH W WYCENIE	4
<u>2</u>	<u>OPIS DZIAŁALNOŚCI</u>	<u>5</u>
2.1	OPIS HISTORII I DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA	5
2.2	PREZENTACJA PRODUKTÓW I USŁUG PRZEDSIĘBIORSTWA	5
2.3	PREZENTACJA RYNKU, NA KTÓRYM DZIAŁA PRZEDSIĘBIORSTWO	5
2.4	INFORMACJA O ZARZĄDZIE I WŁAŚCICIELACH	7
2.5	OPIS GŁÓWNYCH AKTYWÓW I ZOBOWIĄZAŃ	7
<u>3</u>	<u>ANALIZA EKONOMICZNO-FINANSOWA</u>	<u>8</u>
3.1	PODSTAWOWE INFORMACJE FINANSOWE	8
3.2	ANALIZA DANYCH I PODSTAWOWYCH WSKAŹNIKÓW FINANSOWYCH	8
<u>4</u>	<u>WYCENA WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA</u>	<u>15</u>
4.1	METODOLOGIA WYCENY	15
4.2	OKREŚLENIE WIELKOŚCI WOLNYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH	17
4.3	OSZACOWANIE STOPY DYSKONTOWEJ	22
4.4	OSZACOWANIE OKRESU PROGNOZY	25
4.5	OKREŚLENIE WARTOŚCI REZYDUALNEJ I PREZENTACJA WYNIKÓW	25
4.6	OKREŚLENIE DYSKONT I PREMII	25
4.7	REKOMENDACJA WARTOŚCI SPÓŁKI	27
<u>5</u>	<u>OŚWIADCZENIA I KLAUZULE</u>	<u>29</u>
<u>6</u>	<u>ZAŁĄCZNIKI</u>	<u>29</u>

1 Specyfikacja warunków zlecenia

1.1 Przedmiot wyceny

Przedmiotem wyceny jest spółka Kiss Digital Sp. z o.o. z siedzibą przy ul. Łobzowska 20, Kraków. Spółka posługuje się numerem KRS: 0000435987, NIP: 6751479294.

1.2 Cel wyceny

Zakładanym celem wyceny jest oszacowanie wartości Spółki dla potrzeb realizacji obowiązku – sprzedaży udziałów – wynikającego z umowy inwestycyjnej zawartej z inwestorem Spółki.

1.3 Zamawiający

Zleceniodawcą jest spółka Kiss Digital Sp. z o.o. z siedzibą przy ul. Łobzowska 20, Kraków, zarejestrowaną pod numerem KRS 0000435987 w Krajowym Rejestrze Sądowym.

1.4 Zleceniobiorca i autor opracowania

SIPEX Sp. z o.o. z siedzibą w Krakowie, ul. Lindego 1C, 30-148 Kraków.

Autorzy opracowania:

Michał Krzempek – ekonomista, biegły sądowy z zakresu wyceny przedsiębiorstw, rzeczoznawca majątkowy.

Filip Chuchmacz – analityk przedsiębiorstw.

1.5 Standard wyceny i jego definicja

Jako standard niniejszej wyceny przyjmuje się kategorię rynkowej wartości godziwej (ang. *Fair Market Value*). Jest to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i niedziałający pod przymusem (nakazem). Przyjmuje się, że wyceniający ma odpowiedni zasób informacji nt. stron transakcji oraz kupujący i sprzedający posiadają odpowiedni zasób wiedzy nt. przedmiotu wyceny.¹

¹ Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, „Powszechne Krajowe Zasady Wyceny, KSWS Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw”

1.6 Określenie dat istotnych dla opracowania

Data sporządzenia opracowania:	20.04.2022 r.
Data, na którą dokonano określenia wartości:	31.12.2021 r.

1.7 Źródła informacji użytych w wycenie

- ◆ Powszechne Krajowe Zasady Wyceny, KSWS „*Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw*” Polska Federacja Stowarzyszeń Rzecznawców Majątkowych,
- ◆ Udostępniona przez władze Spółki dokumentacja prawna i finansowa przedsiębiorstwa,
- ◆ Wywiady i uzgodnienia ze służbami księgowymi,
- ◆ „*Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki.*” pod red. Marka Panfila i Andrzeja Szablewskiego, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2011 r.,
- ◆ *Międzynarodowe Standardy Wyceny (wydanie polskie)*, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzecznawców Majątkowych, Warszawa 2011 r.,
- ◆ „*Finanse Korporacyjne. Teoria i praktyka. Wydanie II*” Aswath Damodaran, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2007 r.,
- ◆ „*Wycena biznesu w praktyce. Metody i przykłady*” pod red. Marka Panfila, Wydawnictwo Poltext 2009 r.,
- ◆ „*Wycena i zarządzanie wartością firmy*” – praca zbiorowa pod redakcją Andrzeja Szablewskiego i Rafała Tuzimka – Warszawa 2005 r.,
- ◆ „*Sprawozdanie Finansowe. Według Polskich i Międzynarodowych Standardów Rachunkowości*” wyd. 2, pod red. G.K. świderskiej i W. Więclawa, Difin, Warszawa 2012 r.
- ◆ „*Wycena przedsiębiorstw – przesłanki, procedury, metody*” – Andrzej Jaki, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004 r.

2 Opis działalności

2.1 Opis historii i działalności przedsiębiorstwa

Spółka powstała w roku 2012 w oparciu o porozumienie między 3 udziałowcami – Adamem Kubiczek, Mateuszem Zguda oraz Mobilizer Sp. z o.o. Prawa Słowackiego. Przedmiotem działalności Przedsiębiorstwa jest projektowanie interfejsów skierowanych do urządzeń stacjonarnych jak i mobilnych. Przedsiębiorstwo projektuje aplikacje mobilne, strony internetowe, a także świadczy usługi typu cloud services. Podmiot od kilku lat odnotowuje stały rozwój oraz powiększa skalę działalności. Spółka współpracuje z jednostką powiązaną osobowo – Kiss Communications Sp. z o.o., wartość sprzedaży do Przedsiębiorstwa w roku 2021 wyniosła 162 095,29 PLN.

Większość przychodów Spółka generuje ze sprzedaży usług do stałych odbiorców, takich jak np. Mosaic Group Inc. czy Eurocash S.A., na podstawie informacji zaczerpniętych od Prezesa Spółki, współpraca między tymi przedsiębiorstwami, będzie w przyszłości kontynuowana.

2.2 Prezentacja produktów i usług przedsiębiorstwa

Zgodnie z Krajowym Rejestrem Sądowym Spółka prowadzi działalność pod następującymi kodami PKD:

- ◆ Działalność przeważająca:
 - 62, 01, Z, działalność związana z oprogramowaniem
- ◆ Działalność dodatkowa:
 - 63, 11, Z, przetwarzanie danych; zarządzanie stronami internetowymi (hosting) i podobna działalność
 - 58, 21, Z, działalność wydawnicza w zakresie gier komputerowych
 - 58, 29, Z, działalność wydawnicza w zakresie pozostałego oprogramowania
 - 62, 09, Z, pozostała działalność usługowa w zakresie technologii informatycznych i komputerowych
 - 73, 20, Z, badanie rynku i opinii publicznej
 - 73, 11, Z, działalność agencji reklamowych
 - 73, 12, C, pośrednictwo w sprzedaży miejsca na cele reklamowe w mediach elektronicznych (internet)

2.3 Prezentacja rynku, na którym działa przedsiębiorstwo

Branża software to od ostatnich kilkunastu lub nawet kilkudziesięciu lat jeden z najlepiej rozwijających się sektorów światowej gospodarki. Wpływ na kształtowanie się takiej rzeczywistości ma przede wszystkim rozwój

technologiczny oraz wzrost dostępności internetu na całym świecie, co w ciągu ostatnich lat, najbardziej uwidoczniło się w krajach południowo-wschodniej Azji. Bazując na danych z serwisu www.Statista.com, określono wielkość rynku oprogramowania badając generowane przez branżę przychody. Tak określone miary, jako największy rynek branży Software klasyfikują Stany Zjednoczone (303,10 mld USD sprzedaży), które pod względem generowanych przychodów stanowią niemal dziesięciokrotnie większy rynek niż drugie w zestawieniu Niemcy (33,13 mld USD sprzedaży). Pięć największych rynków z uwzględnieniem ich wielkości, przedstawia poniższa tabela:

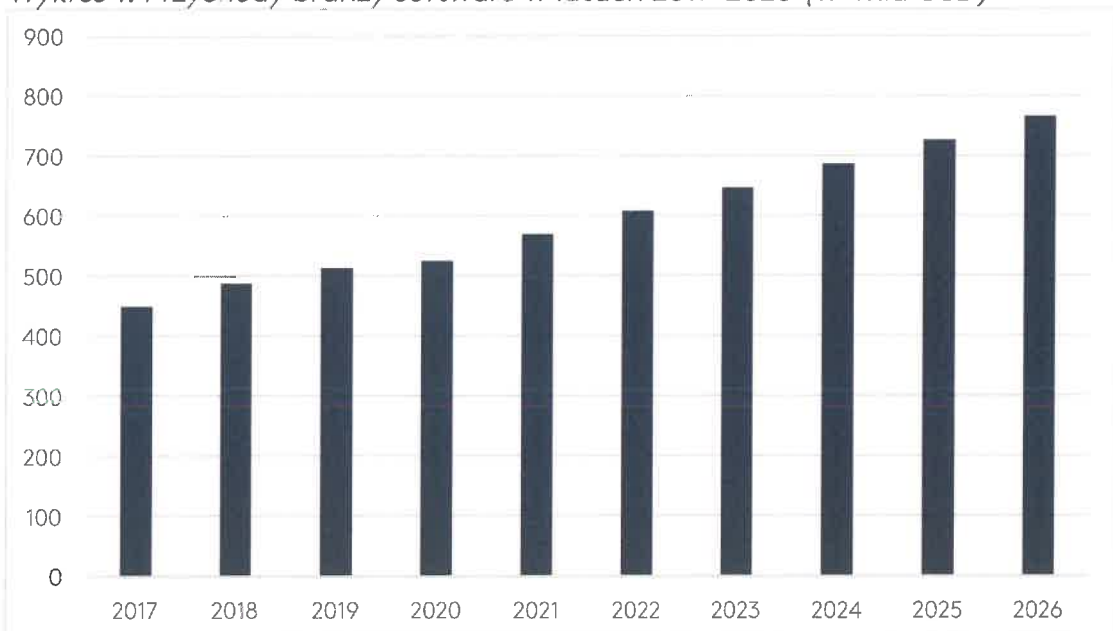
Tabela 1: Największe rynki w branży (zgodnie z prognozami na 2022)

Lp.	Kraj	Generowane Przychody (w mld USD)
1.	Stany Zjednoczone	303,10
2.	Niemcy	33,13
3.	Wielka Brytania	31,86
4.	Japonia	31,20
5.	Chiny	25,50
RAZEM		424,79

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.Statista.com

Całkowity przychód branży zgodnie z prognozami na rok 2022 wyniesie 608,70 mld USD. Zgodnie z prognozami, USA będzie odpowiadać za blisko 50% przychodów całego rynku.

Wykres 1: Przychody branży software w latach 2017-2026 (w mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.Statista.com

W całym badanym okresie tempo wzrostu sektora było wyższe od tempa wzrostu światowego PKB. Świadczy to o tym, iż zwiększył się udział oprogramowania w ogólnoświatowym rynku, a co za tym idzie – w życiu ludzi. Jednak w kolejnych latach prognozy, wzrost przychodów z każdym rokiem osiąga coraz to niższe wartości. Wartości wzrostu w latach prognozy są dodatnio skorelowane z prognozami wzrostu ogólnoświatowego PKB. Zgodnie z prognozą serwisu, branża oprogramowania w Polsce w roku 2022 wygeneruje sprzedaż na poziomie 2 mld USD. W kolejnych latach prognozy przewiduje się, iż wzrost przychodów w naszym kraju będzie wyższy od ogólnoświatowego a w latach 2022-2027 wyniesie średnio 8,75% r/r.

2.4 Informacja o zarządzie i właścicielach

Tabela 2: Struktura własnościowa kapitału podstawowego.

Lp.	Dane wspólników	Ilość udziałów	Wartość nominalna
1.	Mateusz Zguda	33	25 014,00
2.	Adam Kubiczek	33	25 014,00
Razem		66	50 028,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki.

Tabela 3: Skład Zarządu Spółki.

Lp.	Wyszczególnienie	Funkcja
1.	Adam Kubiczek	Prezes Zarządu
2.	Mateusz Zguda	Wiceprezes Zarządu

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki.

2.5 Opis głównych aktywów i zobowiązań

Aktywa trwałe Spółki stanowią niewielką część sumy bilansowej, odpowiadają za nie głównie środki transportu oraz urządzenia techniczne takie jak sprzęt komputerowy, służący pracownikom jako narzędzie pracy.

Największy udział w majątku Spółki na dzień 31.12.2021 stanowiły jej należności krótkoterminowe oraz gotówka w kasie i na rachunkach bankowych. Spółka nie posiada kredytów bankowych ani pożyczek.

3 Analiza ekonomiczno-finansowa

3.1 Podstawowe informacje finansowe

Ryzykiem związanym z działalnością Spółki jest ekspozycja na ryzyko walutowe. Większość z przychodów Przedsiębiorstwa jest pozyskiwana od zagranicznych kontrahentów. Obecne otoczenie sprzyja rozwojowi eksportu, ze względu na okresową słabość polskiej waluty, jednak w przyszłości ta sytuacja może się odwrócić. Dywersyfikacja geograficzna sprzedaży, zwłaszcza do krajów rozwiniętych, pozwala zminimalizować ryzyko związane z niepewnością na rynkach rozwijających się - w tym rynku polskim.

Przedsiębiorstwo dwukrotnie korzystało z dofinansowania na rozwój promocji marki w ramach programu operacyjnego „Inteligentny rozwój 2014-2020” Podsumowanie dofinansowań przedstawiono w tabeli poniżej.

Tabela 4: Dofinansowania Spółki (w PLN)

Lp.	Numer umowy dofinansowania	Kwota dofinansowania	Okres kwalifikowalności wydatków
1.	POIR.03.03.03-12-0033/19-00	271 490,00	01.07.2019-31.10.2020
2.	POIR.03.03.03-12-0117/20-00	274 575,00	01.01.2021-30.06.2022
RAZEM		546 065,00	

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki.

3.2 Analiza danych i podstawowych wskaźników finansowych

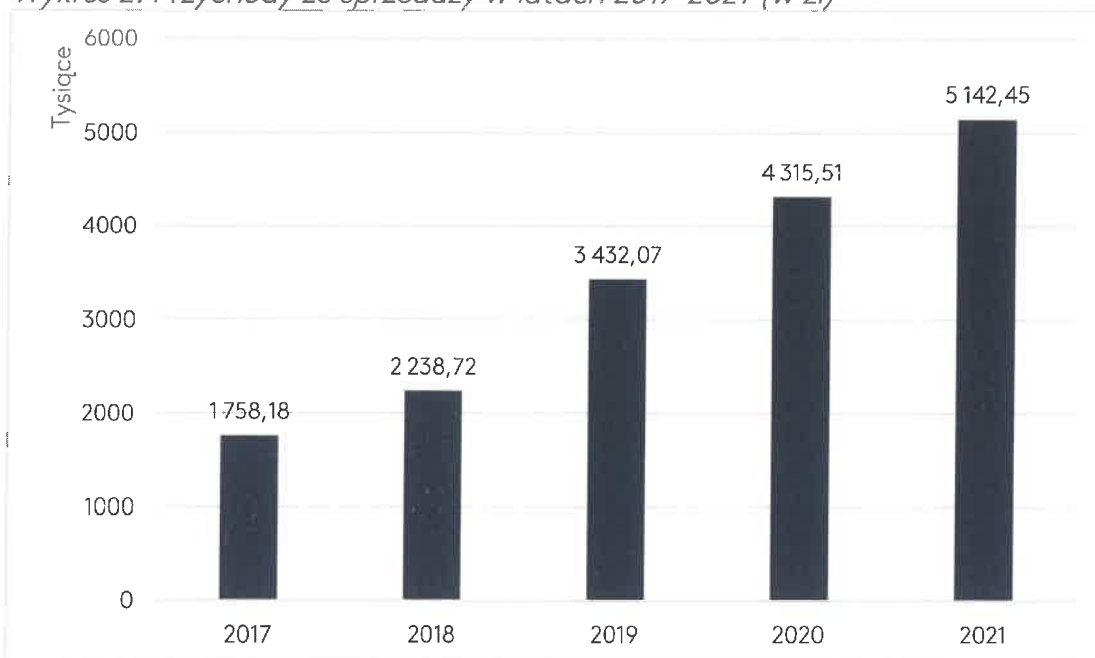
Analiza finansowa przedsiębiorstwa została wykonana w oparciu o wyniki za okres 2017-2021 r.

Rachunek zysków i strat

Dynamika wzrostu przychodów w okresie ostatnich 5 lat jest dodatnia. Spółka prowadzi działalność na podstawie realizacji projektów deweloperskich oraz tworzenia rozwiązań programistycznych w zakresie projektowania stron internetowych, aplikacji mobilnych czy usług w chmurze. W okresie ostatnich 4 lat średni wzrost przychodów r/r wyniósł 31,38%, co wyraźnie wskazuje na wysoki rozwój przedsiębiorstwa. Wartość ta kilkukrotnie przewyższa średni wzrost rynku oprogramowania w tych latach, zaprezentowany w punkcie 2.3. Przychody w ostatnim badanym roku wyniosły 5,14 mln PLN.

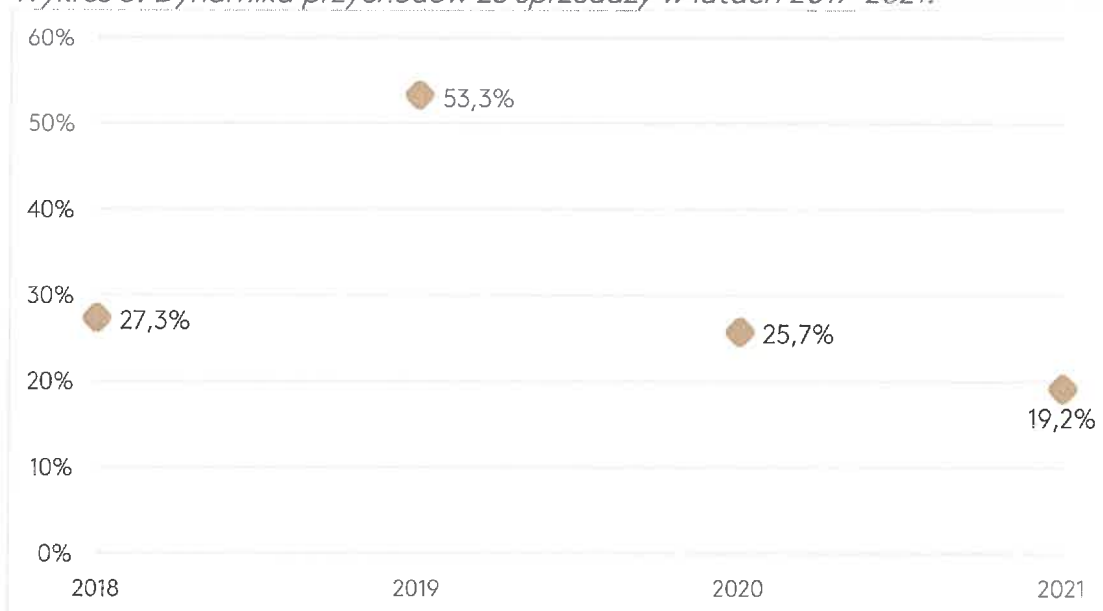
Poziom przychodów ze sprzedaży oraz ich dynamika zostały przedstawione na poniższych wykresach.

Wykres 2: Przychody ze sprzedaży w latach 2017-2021 (w zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie wyników finansowych Spółki.

Wykres 3: Dynamika przychodów ze sprzedaży w latach 2017-2021.

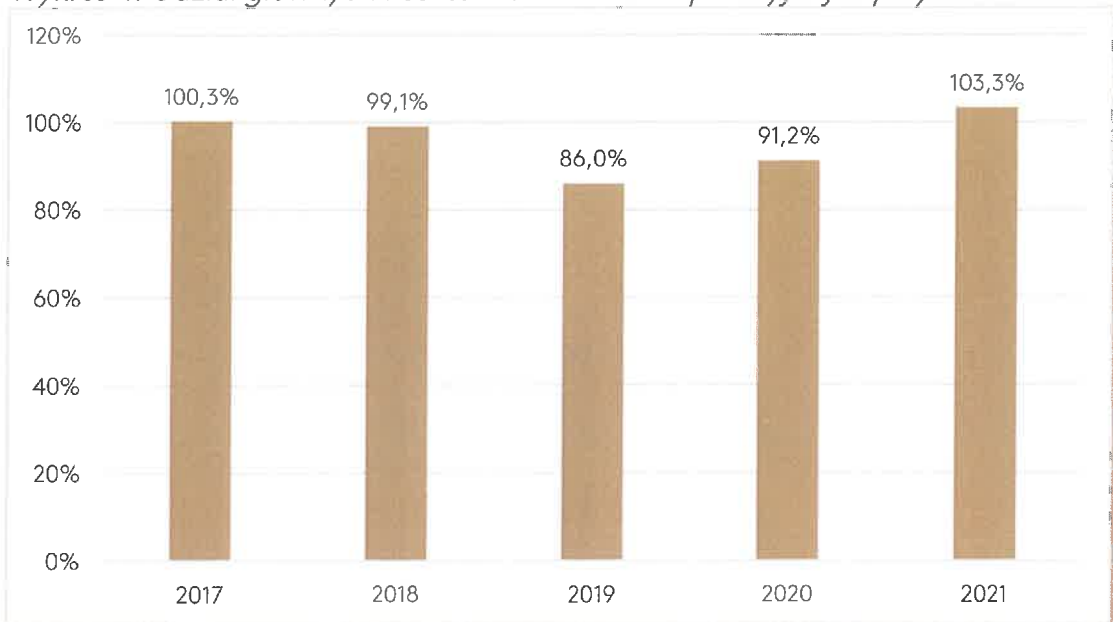


Źródło: Opracowanie własne na podstawie wyników finansowych Spółki.

Główne koszty działalności operacyjnej stanowią ok. 86-103,3% kwoty przychodów (średnio 96% przychodów w okresie 5. ostatnich lat). Największy wpływ na kształtowanie się wyników finansowych Spółki mają pozycje „wynagrodzenia” oraz „usługi obce”. Ze względu na specyfikę współpracy

Przedsiębiorstwa z kadrą pracowniczą, obie pozycje składają się głównie z kosztów wynagrodzeń. Pod pozycją „usługi obce” zostały ujęte wynagrodzenia wypłacone osobom współpracującym na umowach B2B (business to business).

Wykres 4: Udział głównych kosztów działalności operacyjnej w przychodach.



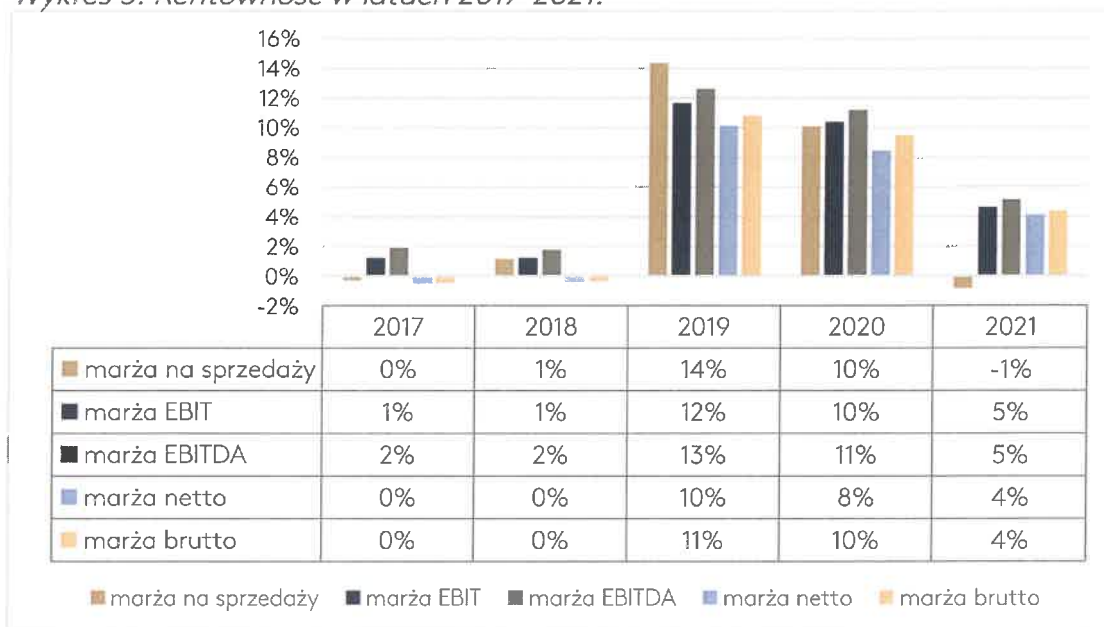
Źródło: Opracowanie własne na podstawie wyników finansowych Spółki.

W związku z wymienioną powyżej specyfiką kosztów Przedsiębiorstwa, obliczono średni udział usług obcych oraz wynagrodzeń w przychodach netto Spółki, dla ostatnich 5 lat wynosi on 90%. Należy zaznaczyć, iż tak wysoki poziom kosztów wynagrodzeń jest typowy dla przedsiębiorstw usługowych.

Przedstawiony zakres udziału głównych kosztów działalności operacyjnej w przychodach, jest bardzo szeroki (pomiędzy najniższą, a najwyższą odnotowaną wartością różnica wynosi 17,3%). Należy zauważyć, że główny wpływ na wymienioną powyżej zależność, ma dynamicznie zmieniająca się branża jaką jest oprogramowanie. Z roku na rok w tymże sektorze, wynagrodzenia brutto pracowników zmieniają się o kilkanaście procent, a to one są głównymi kosztami w branży.

Wskaźniki rentowności na poszczególnych poziomach działalności zostały wykazane na poniższym wykresie:

Wykres 5: Rentowność w latach 2017-2021.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie wyników finansowych Spółki.

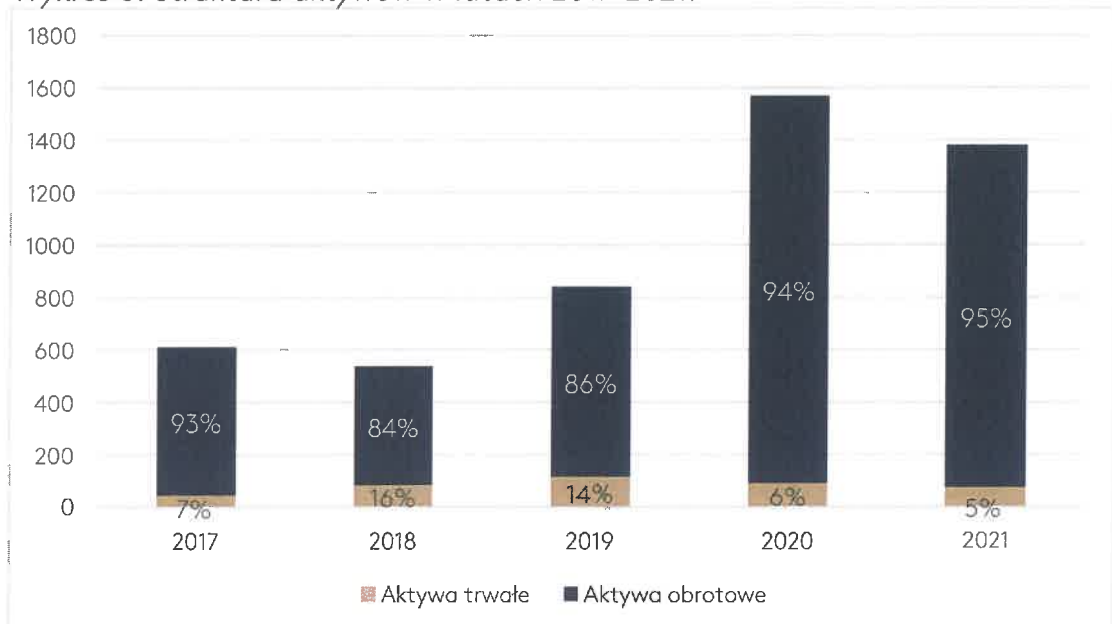
Wskaźniki rentowności w większości przyjmują dodatnie wartości w analizowanym okresie. Największą przeszkodą w osiągnięciu dodatniej rentowności na wszystkich poziomach rachunku wynikowego, są zawirowania na rynku pracy. W roku 2021, większość wszystkich kosztów operacyjnych, stanowiły usługi obce, ujmujące koszty pracowników współpracujących ze Spółką na zasadach B2B. W tej pozycji zostały ujęte również wydatki na outsourcing pracowników z innych przedsiębiorstw. Konieczność korzystania z pracowników innych jednostek, była spowodowana znaczną rotacją personelu na rynku w roku 2021. Dzięki podjęciu takich działań Kiss Digital Sp. z o.o. mogła z łatwością realizować bieżące projekty bez opóźnień. Koszt takich podwykonawców jest jednak znacząco wyższy niż personelu własnego, co przyczyniło się do powstania straty na sprzedaży.

Opisana sytuacja w dużej mierze pokazuje jak znaczny wpływ na działalność Spółki ma dostępność pracowników na rynku.

Bilans

Na przestrzeni lat 2017-2021 wartość aktywów wzrosła z 611 547,12 PLN do 1 380 904,04 PLN. Wzrost wartości sumy bilansowej Spółki zawdzięcza głównie wzrostowi skali działalności, a co za tym idzie – wzrostowi kapitału obrotowego. Strukturę bilansu przedstawiono na poniższym wykresie.

Wykres 6: Struktura aktywów w latach 2017-2021.



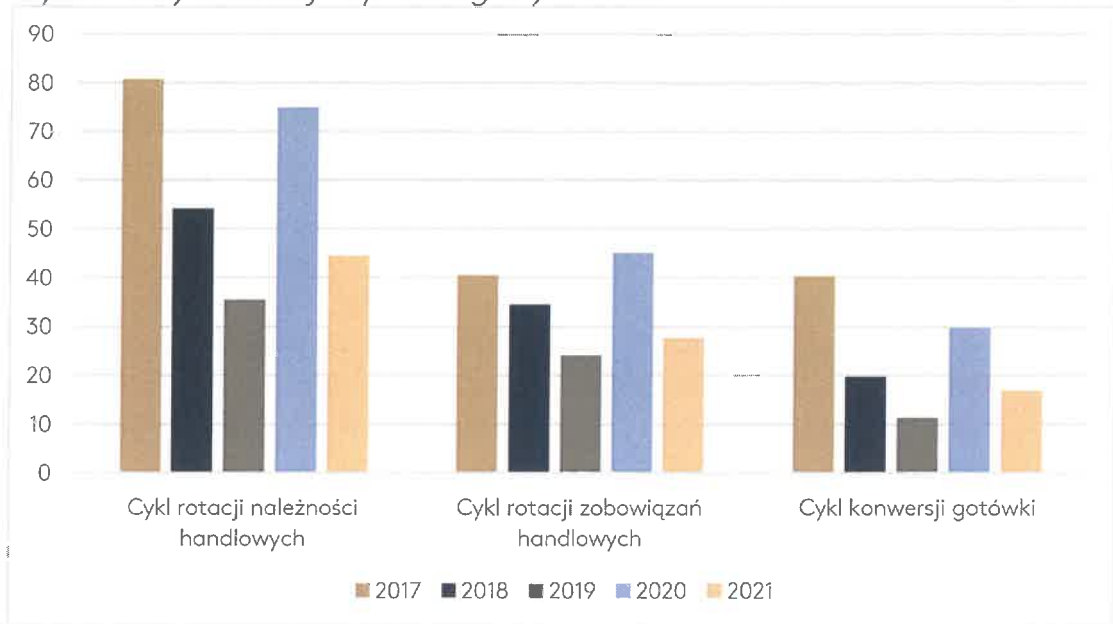
Źródło: Opracowanie własne na podstawie wyników finansowych Spółki.

Dominującą pozycję w strukturze aktywów trwałych stanowią środki trwałe (głównie środki transportu). Spółka, jako przedsiębiorstwo usługowe, nie przeprowadza znaczących inwestycji w majątek trwały.

Kluczowe pozycje w aktywach obrotowych stanowią należności krótkoterminowe, głównie z tytułu dostaw i usług (48% sumy aktywów obrotowych) oraz gotówka (37% sumy aktywów obrotowych). Spółka nie posiada zapasów w rozumieniu Ustawy o Rachunkowości.

Rotacje zapasów, należności i zobowiązań we wszystkich okresach wydają się być mało stabilne, ze względu na wahania bez określonego trendu. Cykle rotacji zostały przedstawione na poniższym wykresie.

Wykres 7: Cykle rotacji w poszczególnych latach.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie wyników finansowych Spółki.

Cykl rotacji należności w każdym z analizowanych okresów jest wyższy od cyklu rotacji zobowiązań handlowych, co oznacza iż Spółka szybciej spłaca zobowiązania, niż ściąga należności. Taka zależność skutkuje dodatnim cyklem konwersji gotówki.

Udział kapitału własnego w strukturze bilansu wynosi około 60%. Poziom ten jest bezpieczny z punktu widzenia samofinansowania Spółki. Wskaźnik Kapitalizacji uległ znaczącej poprawie na przestrzeni analizowanych lat. Udział kapitałów własnych w strukturze majątku przedstawia poniższa tabela.

Tabela 5: Wskaźnik kapitalizacji.

Wskaźnik	2017	2018	2019	2020	2021
Kapitalizacji	8,3%	7,9%	46,5%	48,3%	59,5%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki

Wskaźniki zadłużenia kapitału własnego w ostatnim roku oscylował w okolicy 0,7 co należy uznać za poziom bezpieczny. Podobnie jak wskaźnik kapitalizacji, poziom zadłużenia znacznie się poprawił na przestrzeni ostatnich lat. Jest to wynikiem kumulacji generowanych zysków.

Poziom zadłużenia przedstawiono w poniższej tabeli:

Tabela 6: Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego.

Wskaźnik	2017	2018	2019	2020	2021
Zadłużenia kapitału własnego	11,10	11,63	1,15	1,07	0,68

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki.

Sytuacja płynnościowa Spółki jest bezpieczna i wynosi około 2,37x dla wskaźnika płynności bieżącej oraz dla płynności szybkiej. Płynność gotówkowa na datę wyceny wskutek wzrostu środków pieniężnych uległa poprawie do poziomu 0,88x. Stan środków pieniężnych na datę wyceny wynosił 486 021,65 zł. Syntetyczne ujęcie wskaźników płynności zostało przedstawione w poniższej tabeli:

Tabela 7: Wskaźnik bieżącej płynności w poszczególnych latach.

Wskaźnik	2017	2018	2019	2020	2021
Płynności bieżącej	1,01	0,93	1,82	1,88	2,37
Płynności szybkiej	1,01	0,93	1,82	1,88	2,37
Płynności gotówkowej	0,10	0,02	0,81	0,67	0,88

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki.

Podsumowanie

Sytuacja finansowa Spółki jest stabilna. W badanym okresie wskaźniki finansowe kształtowały się na bezpiecznych poziomach. Należy jednak zaznaczyć iż istotny wpływ na działalność Spółki miała dostępność wykwalifikowanych pracowników w branży. Dodatkowo, Spółka jest zdywersyfikowana geograficznie, większość swoich przychodów generuje spoza granic kraju.

4 Wycena wartości przedsiębiorstwa

4.1 Metodologia wyceny

Na podstawie przyjętego podstawowego założenia wyceny o kontynuowaniu działalności Spółki, dostępności danych i własnego doświadczenia w wycenie przedsiębiorstw, do wyceny wybrano metodę dochodową (DCF). Przedstawiona opinia jest również konsekwencją oceny poszczególnych metod, jak i oceną praktycznego odbioru wartości spółki w warunkach polskich.

Metoda DCF bazuje na regule wartości bieżącej, w której wartość aktywów jest wartością przyszłych oczekiwanych przepływów pieniężnych, pochodzących z tych aktywów. Rodzaj przepływów pieniężnych (ECF, FCFF, CCF) różni się w zależności od tego, jakie aktywa stanowią podstawę wyceny².

Ogólna formuła wyceny przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części metodą dochodową DCF może być zaprezentowana w postaci³:

$$D = \sum_{t=1}^n CF_t \frac{1}{(1+r)^t} + ReV \frac{1}{(1+r)^n}$$

gdzie:

- CF_t - oczekiwane dochody pieniężne w kolejnych latach
- r - stopa dyskontowa
- t - kolejne lata okresu obliczeniowego
- n - liczba lat okresu obliczeniowego
- ReV - wartość rezydualna

² Szablewski A., Tuzimek R. (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2005.

³Jaki A. *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, wyd. IV poszerzone, Oficyna Wolters Kluwer business, Kraków 2008.

Zgodnie z zaprezentowanym schematem obliczeniowym, w pierwszej kolejności oszacowaniu podlegają oczekiwane dochody pieniężne, stanowiące nadwyżkę finansową. Nadwyżka finansowa, będąca miarą przyszłej dochodowości przedsiębiorstwa, powinna być zaprezentowana w postaci odzwierciedlającej w jak najbardziej kompletny i obiektywny sposób zdolność aktywów przedsiębiorstwa do generowania dochodów. Warunek taki spełnia nadwyżka finansowa w postaci tzw. wolnych przepływów pieniężnych (free cash flow). Jest ona obliczana jako:

$$FCFF = [(EBIT + A)] \times (1 - TR) + /- \Delta NWC - \Delta CAPEX$$

gdzie:

- FCFF - wolny przepływ pieniężny;
- EBIT - wynik na działalności operacyjnej;
- A - amortyzacja;
- TR - stopa podatku dochodowego;
- ΔNWC - zmiana kapitału obrotowego netto;
- $\Delta CAPEX$ - inwestycje w kapitał trwały.

Zmiana kapitału obrotowego netto wynika z ekspansji przedsiębiorstwa, a co za tym idzie zwiększonego zapotrzebowania na kapitał obrotowy.

Kolejnym elementem podlegającym oszacowaniu jest stopa dyskontowa, uwzględniającą istniejącą sytuację gospodarczą, warunkującą kształtowanie się takich elementów, jak inflacja, poziom oprocentowania depozytów bankowych, oczekiwana przez inwestorów stopa zwrotu z kapitału, wielkość ryzyka inwestycyjnego związanego danym przedsiębiorstwem itp.

Istotnym czynnikiem wyceny wartości przedsiębiorstwa jest określenie okresu prognozy dochodów. Okres ten powinien być dopasowany do działalności spółki. W praktyce najczęściej stosuje się okres do 4-5 lat⁴.

Kolejnym elementem szacowania wartości według przedstawionej wcześniej formuły, jest oszacowanie wartości rezydualnej Spółki, odzwierciedlającej jej wartość na koniec okresu prognozy. Sposób wyrażenia wartości rezydualnej, prezentuje przyszłą, przewidywaną sytuację przedsiębiorstwa i może być dokonany według formuły ciągłej kapitalizacji dochodu, modelu stałego wzrostu (model Gordona), mnożnika cenowo-dochodowego bądź w sytuacji ograniczonej możliwości przedsiębiorstwa do generowania dochodów, pod postacią wartości likwidacyjnej (upłynnienia).

Ostatnim elementem szacowania jest określenie dyskonta lub premii względem otrzymanej wartości bazowej.

⁴ *op. cit.* s. 97

4.2 Określenie wielkości wolnych przepływów pieniężnych

Podstawą obliczeń strumienia gotówki są przygotowane projekcje finansowe obejmujące lata 2022–2026.

Założenia przyjęte do projekcji finansowej:

- ◆ Wskaźniki udziału w przychodach zostały przyjęte z roku 2021;
- ◆ Przychody ze sprzedaży zostały zaprognozowane ze wzrostem równym prognozom wzrostu w branży na rynku polskim (8,75%)⁵ r/r w latach 2022-2026,
- ◆ Amortyzacja zaprognozowana na poziomie roku 2021. Przyjęto ten poziom, ze względu na to, iż w roku 2021 część pracowników zaczęła współpracować z Przedsiębiorstwem na zasadach B2B, korzystając z własnego sprzętu;
- ◆ Zużycie materiałów i energii na poziomie 0,86% przychodów ze sprzedaży. W roku 2021, nastąpiła zmiana formy rozliczania się z najmu biura – w nowej umowie koszty energii są opłacane ryczałtem i są ujmowane w usługach obcych;
- ◆ Usługi obce na poziomie 56,67% przychodów ze sprzedaży. Jest to uśredniony udział w przychodach z ostatnich 2 lat. Przyjęcie średniej z ostatnich dwóch lat opiera się na założeniu zmniejszenia zakresu korzystania z usług outsourcingowych na rzecz zatrudnienia pracowników na stałe w formie kontraktu B2B. Zgodnie z opisem na 12. stronie raportu będzie to skutkowało obniżeniem kosztów usług obcych względem 2021 roku;
- ◆ Podatki i opłaty na poziomie 0,06% przychodów w całym okresie prognozy;
- ◆ Wynagrodzenia na poziomie 30,24% przychodów ze sprzedaży;
- ◆ Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia na poziomie 10,18% wartości wynagrodzeń;
- ◆ Pozostałe koszty na poziomie 1,16% przychodów ze sprzedaży;
- ◆ Pozostałe przychody operacyjne na poziomie 0,00% przychodów ze sprzedaży;
- ◆ Pozostałe koszty operacyjne na poziomie 0,00% przychodów ze sprzedaży;
- ◆ Wskazane założenia składają się na rentowność sprzedaży w pierwszym roku prognozy na poziomie 7,45%;
- ◆ Wszelkie informacje użyte w wycenie są aktualne na dzień 31.12.2021;
- ◆ Założono podatek dochodowy 9% w całym okresie prognozy;
- ◆ Kapitał obrotowy zaprognozowany został na podstawie cykli rotacji;
- ◆ Założono, że w każdym roku będą czynione nakłady inwestycyjne na majątek trwały w kwocie amortyzacji;

⁵ www.Statista.com

Poniżej zaprezentowano projekcję przychodów Spółki:

Tabela 8 Projekcja przychodów (w PLN)

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	5 592 418,68	6 081 755,32	6 613 908,91	7 192 625,94	7 821 980,70
Dynamika r/r	8,75%	8,75%	8,75%	8,75%	8,75%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych spółki.

W poprzednich latach wzrost przychodów Spółki, znacznie przewyższał procentowy wzrost przychodów całej branży. Zgodnie z naszym zdaniem, taka zależność była głównie spowodowana wczesnym stadium rozwoju Spółki. Stosując konserwatywne, zachowawcze założenia, optymalnym jest przyjęcie wzrostu przychodów na poziomie wzrostu branży w kraju.

Kapitał obrotowy netto zaprognozowano na podstawie cykli rotacji należności, zapasów i zobowiązań.

Tabela 9 Założenia dotyczące cykli rotacji kapitału obrotowego (w dniach)

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Cykl rotacji zapasów	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cykl rotacji należności	44,6	44,6	44,6	44,6	44,6
Cykl rotacji zobowiązań	27,7	27,7	27,7	27,7	27,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki.

Poniższa tabela zawiera prognozowane zapotrzebowanie na kapitał obrotowy w kolejnych latach prognozy.

Tabela 10 Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto (w PLN)

Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Zapasy	-	-	-	-	-
Należności handlowe	682 876	742 628	807 608	878 274	955 122
Zobowiązania handlowe	424 114	461 224	501 581	545 470	593 198
Kapitał obrotowy netto	258 762	281 404	306 026	332 804	361 924
Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto	20 820	22 642	24 623	26 777	29 120

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki.

Do obliczenia wartości zysku operacyjnego EBIT (ang. earnings before deducting interest and taxes) w kolejnych latach, niezbędnym jest zastosowanie określonych na początku punktu założeń do prognozy. Głównymi kosztami w przedsiębiorstwie są koszty usług obcych oraz koszty wynagrodzenia. Zarówno w pierwszej jak i w drugiej pozycji są ujęte koszty pracy wykwalifikowanych pracowników. Tak sformułowana opinia, pozwoliła nam określić oraz przybliżyć wartość kosztów pracy w najbliższych latach. Poniższa tabela przedstawia koszty pracy wykazane w rachunku zysków i strat przedsiębiorstwa w roku 2021:

Tabela 11: Koszty pracy w 2021 roku (w PLN)

Przychody	Usługi obce	Wynagrodzenia	Ubezpieczenia Społeczne (...)	Koszty razem	Udział w Przychodach
5 142 454	3 337 710	1 554 821	158 334	5 050 865	98%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych spółki.

Zgodnie ze zdaniem Prezesa Spółki i jej współnikiem - Adamem Kubiczek, tak wysoki udział kosztów pracy w przychodach został spowodowany opisaną na stronie 12. sytuacją rynkową i związanymi z nią kosztami outsourcingu pracowników. Zarządzający określił koszt pracy owych podwykonawców na 770 tys. PLN netto. W przypadku braku konieczności korzystania z usług pracowników innych przedsiębiorstw, koszt ten według zarządu byłby niższy o około 50%. Dla tak sformułowanej opinii zarządu, sporządzono obliczenia przedstawione w poniższej tabeli.

Tabela 12: Hipotetyczne koszty pracy, korzystając z własnego personelu (w PLN)

Przychody	Usługi obce	Wynagrodzenia	Ubezpieczenia Społeczne (...)	Koszty pracy razem	Udział w przychodach
5 142 454	2 952 709	1 554 821	158 334	4 665 864	91%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych spółki.

Obecnie, sytuacja została unormowana. Przedsiębiorstwo zażegnało swój chwilowy problem związany z brakiem odpowiedniego personelu i według zarządu, w przyszłości nie zaistnieje już konieczność korzystania z outsourcingu pracowników z innych jednostek. Na podstawie powyższych opinii oraz sporządzonych obliczeń, podjęto decyzję o prognozie kosztów usług obcych na podstawie średniego udziału w sprzedaży z ostatnich dwóch lat oraz o prognozie „wynagrodzeń” oraz „ubezpieczeń społecznych i innych świadczeń” na podstawie proporcji do przychodów z ostatniego roku.

W poniższej tabeli zaprezentowano kształtowanie się kosztów pracy w pierwszym roku prognozy

Tabela 13: Prognoza kosztów pracy w roku 2022 (w PLN)

Przychody	Usługi obce	Wynagrodzenia	Ubezpieczenia Społeczne (...)	Koszty pracy razem	Udział w przychodach
5 592 419	3 169 497	1 690 868	172 188	5 032 553	90%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych spółki.

Niższy o niespełna 1% udział kosztów pracy razem w przychodach w pierwszym roku prognozy, w porównaniu do hipotetycznych kosztów pracy w roku 2021, jest spowodowany prognozą wzrostu skali działalności Spółki, co powinno przełożyć się na wzrost wydajności.

Na podstawie tak przyjętej projekcji finansowej i obliczeń powyżej zaprognozowano wielkość wolnych przepływów pieniężnych w kolejnych latach, co prezentuje tabela:

Tabela 14: Projekcja wolnych przepływów pieniężnych (w PLN)

OPIS	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	5 592 419	6 081 755	6 613 909	7 192 626	7 821 981
EBIT	416 624	455 440	497 651	543 557	593 479
NOPAT	379 128	414 450	452 863	494 637	540 065
Amortyzacja (+)	26 979	26 979	26 979	26 979	26 979
Zmiana KON (-)	20 820	22 642	24 623	26 777	29 120
CAPEX (-)	26 979	26 979	26 979	26 979	26 979
FCFF	358 308	391 809	428 240	467 859	510 945

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych spółki.

Objaśnienia skrótów:

EBIT (ang. *earnings before deducting interest and taxes*) - zysk operacyjny;

NOPAT (ang. *net operating profit after tax*) - zysk operacyjny po opodatkowaniu;

Zmiana KON – zmiana kapitału obrotowego netto;

CAPEX (ang. *capital expenditures*) - nakłady inwestycyjne;

FCFF (ang. *free cash flow to the firm*) - wolny przepływ pieniężny.

Poniżej przedstawiono obliczenie wolnego przepływu pieniężnego w okresie rezydualnym wraz z komentarzem odnośnie każdej z pozycji.

Tabela 15 Obliczenie FCFF w okresie rezydualnym (w PLN)

OPIS	FCFF _{reż}	Komentarz
Przychody	8 017 530	Stopa wzrostu w okresie rezydualnym, $q = 2,5\%$
EBIT	608 990	Marża EBIT zbliżona do ostatniego okresu prognozy
NOPAT	554 181	Podatek 9%
Amortyzacja (+)	26 979	Amortyzacja na poziomie z roku 2021
Zmiana KON (-)	9 048	Zmiana KON proporcjonalna do dynamiki wzrostu przychodów w okresie rezydualnym
CAPEX (-)	26 979	CAPEX na poziomie amortyzacji
FCFF	545 133	

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych spółki

Zakładane wolniejsze tempo wzrostu w okresie rezydualnym powoduje zmniejszenie zmiany KON, co zwiększa FCFF.

4.3 Oszacowanie stopy dyskontowej

Oszacowania wielkości stopy dyskontowej dokonano według modelu średnioważonego kosztu kapitału WACC, który zakłada, że majątek Spółki finansowany jest pewną kompozycją środków własnych i obcych. Ogólną postać modelu prezentuje poniższy wzór:

$$WACC = [K_D \times (1 - TR) \times U_D] + [K_E \times U_E],$$

gdzie:

K_D - koszt kapitału obcego;

TR - stopa podatku dochodowego;

U_D - udział kapitału obcego;

K_E - koszt kapitału własnego;

U_E - udział kapitału własnego.

Koszt kapitału własnego został oszacowany według modelu CAPM uwzględniającego stopę bazową i premię z tytułu ryzyka. CAPM (Capital Asset Pricing Model) został dostosowany do sytuacji, w której wyceniana Spółka nie stanowi przedmiotu obrotu na rynku publicznym, uwzględniono również dźwignię finansową. Dlatego premię za ryzyko rynkowe oszacowano w skali kraju, a do obliczenia wskaźnika beta posłużono się wskaźnikiem uwzględniającym współczynnik długu do kapitałów własnych. Ogólna postać modelu CAPM przedstawia się następująco:

$$k_e = \text{stopa wolna od ryzyka} + \beta \times \text{premia za ryzyko rynkowe} + \text{premia za ryzyko prognoz}$$

Określenie wysokości stopy wolnej od ryzyka oparte jest na procedurze skalkulowania wysokości stopy wolnej od ryzyka. Za jej podstawę przyjęto rentowność obligacji długoletnich, co prezentuje poniższa tabela:

Tabela 16 Rentowność obligacji skarbowych

Opis	Data notowania	Rentowność %
10-letnie obligacje skarbowe	31.12.2021	3,705%

Źródło: opracowanie własne na podstawie Investing.com

Ze względu na brak możliwości określenia dokładnej rynkowej premii za ryzyko rynkowe przy kalkulacji stopy dyskontowej przyjmuje się, że poziomem premii będzie wartość dla całego kraju obliczona na podstawie ostatnich dostępnych badań A. Damodarana. Wartość ta dotyczy szacowania ryzyka rynkowego, które zgodnie z modelem w przypadku Polski jest sumą ryzyka dla gospodarki oraz wyliczanego w oparciu o rating ryzyka dla poszczególnych gospodarek publikowanego przez Moody's.

Wskaźnik beta odzwierciedla poziom ryzyka związany z danym aktywem. W praktyce wskaźnik ten wskazuje odchylenie indywidualnej premii za ryzyko danej inwestycji od premii za ryzyko całego rynku. Jeżeli dana inwestycja charakteryzuje się wskaźnikiem beta równym jeden, to premia za ryzyko związana z tą inwestycją jest równa rynkowej premii za ryzyko. Jeżeli inwestycja obciążona jest większym ryzykiem to jego beta będzie większa od 1, jeżeli mniejszym to beta jest niższa niż 1.

Ze względu na to, że wyceniana Spółka jest podmiotem nienotowanym na rynku regulowanym, betę wyznaczono w oparciu o branżę, w której działa z dodatkowym uwzględnieniem poziomu zadłużenia spółki. Jednocześnie na podstawie analizy historycznego zapotrzebowania na kapitał, a także analizy branży ustalono, iż docelowa struktura kapitału powinna wynosić 91% kapitały własne i 9% kapitały obce (oprocentowane)⁶.

Premia za ryzyko specyficzne została ustalona na 5% przez wzgląd na relatywnie małą skalę działalności, niską dywersyfikację sektorową, oraz niską rentowność w ostatnim roku.

Ponadto, ustalono premię za ryzyko prognoz w wysokości 5%. Wynika to z niepewności co do wielkości uzyskiwanych przychodów, oraz rentowności w przyszłości.

⁶ Opracowania branżowe A. Damodarana

Poniżej zaprezentowano sposób określenia kosztu kapitału własnego, obcego oraz WACC.

Tabela 17 Obliczenie kosztu kapitału własnego

Lp.	Parametr	Wartość	Źródło
1.	Stopa wolna od ryzyka	3,705%	Investing.com
2.	Premia za ryzyko kraju	5,08%	A. Damodaran
3.	Wskaźnik beta	1,00	A. Damodaran Software (system & application)
4.	Premia za ryzyko prognoz	5,00%	Szacunki własne
5.	Premia za ryzyko specyficzne	5,00%	Szacunki własne
6.	Koszt kapitału własnego	18,78%	

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 18 Obliczenie kosztu kapitału obcego

Lp.	Parametr	Wartość	Źródło
1	WIBOR 6M	2,84%	Investing.com
2	Marża	3,00%	Szacunki własne
3	Koszt kapitału obcego	5,84%	

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie powyższych założeń obliczono średnioważony koszt kapitału, który prezentuje poniższa tabela:

Tabela 19 Obliczenie średnioważonego kosztu kapitału.

Lp.	Parametr	Wartość
1	Koszt kapitału własnego	18,78%
2	Udział kapitału własnego	91%
3	Koszt kapitału obcego	5,84%
4	Udział kapitału obcego	9%
5	Stopa podatku dochodowego	9%
6	Średnioważony koszt kapitału	17,63%

Źródło: opracowanie własne.

4.4 Oszacowanie okresu prognozy

Mając na względzie aktualną dobrą sytuację finansową Spółki, za racjonalne uznaje się przyjęcie 5-letniego okresu prognozy.

4.5 Określenie wartości rezydualnej i prezentacja wyników

Dla analizowanej Spółki wartość rezydualną obliczono z wykorzystaniem modelu stałego wzrostu Gordona, który odzwierciedla następująca formuła:

$$\text{Re } V = \frac{CF_n(1+g)}{r-g}$$

gdzie:

q – stopa rocznego tempa wzrostu dochodów.

r - stopa dyskontowa

4.6 Określenie dyskont i premii

Podstawowe zasady stosowania dyskont i premii zawiera KSWS „Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw” do Powszechnych Krajowych Zasad Wyceny.

Dyskonta i premie są stosowane ze względu na istnienie dodatkowych czynników różnicujących wartość przedmiotu wyceny, a których wpływ nie został uwzględniony we wcześniejszych krokach wyceny. Należą do nich:

- ◆ dyskonto z tytułu braku płynności,
- ◆ premia za kontrolę bądź dyskonto z tytułu jej braku.

Dyskonto z tytułu płynności odzwierciedla pewne dodatkowe ryzyko występujące w obrocie prywatnym wynikające z możliwych trudności w upłynnieniu posiadanego aktywa w odpowiednim czasie. Przyjmuje się, że aktywo sprzedawane na rynku prywatnym wymaga dłuższego czasu ekspozycji, niż jego odpowiednik sprzedawany na rynku publicznym (na rynku aktywnym). Jest to więc dyskonto wynikające z czasu konwersji danego aktywa na gotówkę. W tym dyskoncie zawarty jest również mniejszy stopień przejrzystości transakcji rynku prywatnego i ryzyko jego wyceny.

Do najważniejszych czynników wpływających na to dyskonto zaliczamy:

- ◆ Wolumen przychodów (im wyższe przedsiębiorstwo, tym mniejsze dyskonto),
- ◆ Sytuacja finansowa (stabilne przedsiębiorstwa cechują się niższym dyskontem z tytułu płynności),
- ◆ Jakość aktywów (im subiektywnie lepsze aktywa, tym niższy poziom dyskonta),
- ◆ Ustalona polityka dywidendowa (jasna polityka dywidendowa może wpływać na zmniejszenie dyskonta),

Na przestrzeni lat były prowadzone badania empiryczne dotyczące dyskonta z tytułu płynności. Poniżej zebrano dane w tym zakresie:

- ◆ I.L. Blackman (przedział 15%-35%)
- ◆ A. Damodaran (przedział 20%-25%)
- ◆ Inne starsze badania (20%-35%)

Wobec tego do dalszych obliczeń przyjęto poziom dyskonta z tytułu braku płynności na poziomie 20%.

Drugim współczynnikiem jest premia za kontrolę, którą stosuje się na płynnych rynkach regulowanych w sytuacji sprzedaży aktywa w taki sposób, że kupujący obejmuje nad nim bezwzględną kontrolę. Premia za kontrolę stosowana jest również, jeżeli wycena jest realizowana na potrzeby ustalenia wartości rynkowej pakietu kontrolnego w oparciu o mnożniki ustalone na podstawie notowań spółek giełdowych – kursy akcji spółek notowanych na giełdzie ustalane są bowiem w oparciu o transakcje na pakietach mniejszościowych.

W analizowanym przypadku współczynnik nie ma zastosowania.

4.7 Rekomendacja wartości Spółki

Tabela poniżej zawiera obliczenie sumy zdyskontowanych przepływów pieniężnych (ang. *DCF – discounted cash flow*) wygenerowanych w okresie szczegółowej prognozy.

Tabela 20 Obliczenie sumy zdyskontowanych przepływów pieniężnych (w PLN)

OPIS	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
FCFF	358 308	391 809	428 240	467 859	510 945
WACC	17,63%	17,63%	17,63%	17,63%	17,63%
Współczynnik dyskontujący	0,85	0,72	0,61	0,52	0,44
Zdyskontowane przepływy pieniężne (DCF)	304 610	283 172	263 118	244 381	226 889
Suma DCF	1 322 171				

Źródło: opracowanie własne.

W celu obliczenia wartości Spółki należy obliczyć również wartość rezydualną, po okresie prognozy szczegółowej. Zostanie ona obliczona bazując na wolnym przepływie pieniężnym obliczonym w punkcie 4.2 raportu oraz tempie wzrostu w okresie rezydualnym. Na podstawie podstawowego założenia o kontynuowaniu działalności rekomendujemy tempo wzrostu strumieni gotówkowych po okresie szczegółowej prognozy na poziomie celu inflacyjnego NBP, $q = 2,5\%$. Obliczenie wartości rezydualnej przedstawiono w poniższej tabeli.

Tabela 21 Obliczenie wartości rezydualnej przedsiębiorstwa (w PLN)

Lp.	Wyszczególnienie	Wartość
1.	Suma DCF	1 322 170,53
2.	FCFF w okresie rezydualnym (n+1)	545 132,76
3.	Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	2,50%
4.	WACC	17,63%
5.	Wartość rezydualna przed zdyskontowaniem	3 603 382,52
6.	Zdyskontowana wartość rezydualna (ReV)	1 600 111,02
7.	Wartość biznesu (EV) (1+6)	2 922 281,55
8.	Udział ReV w EV	55%

Źródło: opracowanie własne.

Udział wartości rezydualnej w całkowitej wartości przedsiębiorstwa na poziomie 55% to dość wysoka wartość, która wskazuje na relatywnie wysoką wrażliwość wyceny na wielkość stopy dyskontowej i tempo wzrostu w okresie rezydualnym. Poniżej przedstawiono analizę wrażliwości.

Tabela 22 Analiza wrażliwości wartości EV (w PLN)

		Stopa dyskontowa		
		16,63%	17,63%	18,63%
Średnioroczne tempo wzrostu strumieni gotówkowych q	2,00%	3 081 844	2 871 089	2 686 148
	2,50%	3 142 961	2 922 282	2 729 408
	3,00%	3 208 563	2 976 974	2 775 436

Źródło: opracowanie własne

Tak obliczona wartość przepływów pieniężnych będzie skorygowana o wartość długu netto na dzień 31.12.2021.

Tabela 23 Obliczenie długu netto (w PLN)

Lp.	Parametr	Wartość
1	Kredyty, pożyczki (+)	0,00
2	Leasingi (+)	16 735,85
3	Udzielone pożyczki (-)	0,00
4	Środki pieniężne (-)	486 021,65
5	Wartość długu netto	-469 285,80

Źródło: opracowanie własne.

Poniżej zaprezentowano wyniki ostatecznego obliczenia wartości Spółki uwzględniając dyskonto z tytułu braku płynności oraz wartość długu netto.

Tabela 24 Obliczenie wartości kapitałów własnych (w PLN)

Lp.	Wyszczególnienie	Wartość
1.	Wartość biznesu (EV) przed dyskontem	2 922 281,55
2.	Współczynnik dyskontowy za brak płynności	0,80
3.	Wartość biznesu (EV)	2 337 825,24
4.	Wartość długu netto (-)	-469 285,80
5.	Aktywa nieoperacyjne(+)	0,00
6.	Wartość rynkowa kapitałów własnych	2 807 111,04

Źródło: opracowanie własne.

Rekomendowana rynkowa wartość godziwa kapitału własnego Kiss Digital Sp. z o.o., obliczona metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, wynosi:

2 807 000,00 PLN

(dwa miliony osiemset siedem tysięcy złotych)

5 Oświadczenia i klauzule

- Analizy, opinie i konkluzje zawarte w raporcie są profesjonalnymi, bezstronnymi i obiektywnymi analizami, opiniami i konkluzjami osoby wykonującej wycenę; analizy, opinie i konkluzje zawarte w raporcie są ograniczone jedynie przez przyjęte założenia oraz warunki ograniczające.
- Zlecenie wyceny nie było uzależnione od przygotowania lub przedstawienia w raporcie przez wyceniającego wniosków oraz konkluzji ze z góry zakładanymi rezultatami.
- Wynagrodzenie wyceniającego nie jest uzależnione od:
 - przygotowania lub przedstawienia w raporcie wniosków lub konkluzji ze z góry tendencyjnie zakładanymi wartościami,
 - wartości przedmiotu wyceny przedstawionego w raporcie,
 - uzyskania z góry założonego rezultatu,
 - przyszłych wydarzeń bezpośrednio związanych z celem wyceny,
 - konkluzji raportu korzystnej dla klienta.
- Opracowanie może być wykorzystane wyłącznie do celów w jakich zostało sporządzone.
- Wykonawca nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady wyceny powstałe z oparcia się na stanie przedmiotu wyceny wynikającym z przedstawionych mu przez użytkownika informacji, jeśli brak było podstawy do kwestionowania ich zgodności ze stanem rzeczywistym.
- W procesie wyceny wszystkie informacje przyjęto i wykorzystano w dobrej wierze. Autor nie bierze odpowiedzialności za istnienie okoliczności, których występowania nie mógł stwierdzić na podstawie istniejącej i udostępnionej mu dokumentacji prawnej i finansowej.
- Opracowanie nie może być publikowane w całości lub części w jakimkolwiek dokumencie bez zgody autora i bez uzgodnienia z nim formy i treści takiej publikacji.
- Określone w niniejszym opracowaniu wartości są wartościami netto i nie zawierają podatku VAT.

6 Załączniki



Michał Krzempek

Prezes Zarządu

Filip Chuchmacz

Analitik przedsiębiorstw

Załącznik: Historyczny rachunek zysków i strat (poziom operacyjny)

	2017	2018	2019	2020	2021	SREDNIE historyczne
Przychody	1 758 181,51	2 238 722,93	3 432 068,45	4 315 509,30	5 142 453,96	3 377 387,19
<i>Dynamika</i>	#ADRI	27,53%	53,30%	25,74%	19,16%	
Przychody netto ze sprzedaży produktów i usług	1 757 879,69	2 238 722,93	3 432 068,45	4 315 509,30	5 142 453,96	3 377 328,87
<i>Dynamika</i>	#ADRI	27,53%	53,30%	25,74%	19,16%	
Koszty działalności operacyjnej	1 763 312,61	2 212 936,07	2 938 343,17	3 879 770,40	5 184 750,83	3 195 822,62
I. Amortyzacja	11 536,72	12 000,96	32 989,48	34 717,35	26 970,20	23 644,74
<i>Udział w aktywach trwałych</i>	28,94%	19,68%	36,79%	50,96%	52,62%	0,53
II. Zużycie materiałów i energii	82 919,75	86 674,17	144 045,44	130 564,18	44 298,61	97 700,43
<i>Udział w przychodach</i>	4,72%	3,87%	4,20%	3,03%	0,86%	0,86%
III. Usługi obce	885 518,59	958 586,99	1 308 480,39	2 190 639,84	3 337 708,70	1 732 181,90
<i>Udział w przychodach</i>	50,37%	42,82%	40,46%	48,44%	64,80%	64,80%
IV. Podatki i opłaty:	605,85	2 247,48	1 617,42	3 242,39	2 859,38	2 114,50
<i>Udział w przychodach</i>	0,03%	0,10%	0,05%	0,08%	0,06%	0,06%
V. Wynagrodzenia	757 766,07	1 121 708,51	1 281 793,45	1 477 806,57	1 554 821,42	1 358 779,20
<i>Udział w przychodach</i>	43,10%	50,10%	37,35%	34,24%	30,24%	30,24%
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	13 445,82	20 525,85	47 399,96	93 017,35	158 333,72	66 544,54
<i>Udział w wypracowaniach</i>	1,77%	1,63%	3,70%	6,29%	10,18%	10,18%
VII. Pozostałe koszty	11 211,69	11 218,11	42 017,03	49 782,72	59 748,80	34 795,67
<i>Udział w przychodach</i>	0,64%	0,50%	1,22%	1,15%	1,16%	1,16%
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	308,12	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Udział w przychodach ze sprzedaży tow. i mat.</i>	102,16%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Zysk/strata na sprzedaży	-5 131,30	25 786,86	493 725,28	435 738,90	-42 296,87	181 564,57
Pozostałe przychody operacyjne	28 916,18	29 288,00	32 352,79	168 570,23	311 492,74	114 123,99
<i>Udział w przychodach</i>	1,64%	1,31%	0,94%	3,91%	6,06%	6,06%
Pozostałe koszty operacyjne	2 092,08	27 349,32	125 092,33	155 524,32	31 378,46	68 287,30
<i>Udział w przychodach</i>	0,12%	1,22%	3,64%	3,60%	0,61%	0,61%
EBIT	21 692,80	27 725,54	400 985,74	448 784,81	237 817,41	237 817,41
EBITDA	33 229,52	39 726,50	433 975,22	483 502,16	264 796,61	264 796,61
Rentowność operacyjna	1,23%	1,24%	11,66%	10,40%	4,62%	5,84%
Rentowność na sprzedaży	-0,29%	1,15%	14,39%	10,10%	-0,82%	-4,90%

