



RAPORT Z WYCENY

EVERTOP SP. Z O.O.

Z SIEDZIBĄ W CHORZOWIE



Dokument zawiera ponumerowanych stron: 28.

Katowice, 30 lipca 2021 r.

SPIS TREŚCI

WPROWADZENIE	4	4. Podatek dochodowy	16
SŁOWNIK POJĘĆ	5	5. Nakłady inwestycyjne i amortyzacja	16
I. PODSUMOWANIE WYNIKÓW WYCENY	6	6. Kapitał obrotowy	17
1. Cel wyceny	6	7. Przepływy gotówkowe w okresie prognozy	17
2. Źródła informacji	6	8. Stopa dyskontowa	17
3. Metody wyceny	6	9. Wartość rezydualna	19
4. Data wyceny	6	10. Dług netto	19
5. Uzyskane wyniki wyceny przedsiębiorstwa EVERTOP Sp. z o.o.	6	11. Dyskonto z tytułu braku płynności	19
II. DANE OGÓLNE	8	12. Oszacowanie wartości metodą DCF – zestawienie zbiorcze	20
1. Informacje podstawowe	8	14. Projekcje sprawozdań finansowych	22
2. Kapitał zakładowy	8	VI. OSZACOWANIE WARTOŚCI SPÓŁKI METODĄ MNOŻNIKÓW	
3. Organy Spółki	8	RYNKOWYCH	25
4. Data powstania przedsiębiorstwa	8	1. Założenia do wyceny	25
5. Przedmiot działalności	8	2. Wybór mnożników	25
6. Zatrudnienie	9	3. Wybór spółek bazowych	26
III. METODYKA WYCENY	10	4. Prognozy wyniku	28
1. Cel wyceny	10	5. Obliczenie końcowego rezultatu wyceny metodą mnożników	
2. Data, na którą dokonano oszacowania	10	rynkowych	28
3. Data wykonania opracowania	10		
4. Metody wyceny	10		
4.1. Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych	10		
4.2. Metoda mnożników rynkowych	12		
5. Dyskonta i premie	13		
V. OSZACOWANIE WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA METODĄ DCF	15		
1. Założenia projekcji finansowych	15		
2. Prognoza działalności operacyjnej	15		
3. Pozostała działalność operacyjna i finansowa	16		

SPIS RYSUNKÓW I TABEL

SPIS RYSUNKÓW

Rysunek 1: Podsumowanie wyników wyceny Evertop Sp. z o.o., tys. zł.....	6
Rysunek 2: Matryca dyskont z tytułu płynności oraz kontroli.....	14
Rysunek 3: Prognozowana wielkość przychodów i kosztów operacyjnych, tys. zł.....	15

SPIS TABEL

Tabela 1: Założenia makroekonomiczne na lata 2021-2026, %.....	15
Tabela 2: Prognoza działalności operacyjnej EVERTOP w okresie 06.2021- 2025, tys. zł.....	16
Tabela 3: Prognoza pozostałej działalności operacyjnej oraz finansowej EVERTOP w okresie 06.2021-2026, tys. zł.....	16
Tabela 4: Prognoza nakładów inwestycyjnych oraz amortyzacji w okresie 06.2021-2026, tys. zł.....	16
Tabela 5: Prognoza kapitału obrotowego w okresie 06.2021-2026, tys. zł.....	17
Tabela 6: Przepływy gotówkowe w okresie prognozy, tys. zł.....	17
Tabela 7: Kalkulacja stopy dyskontowej, %.....	18
Tabela 8: Kalkulacja wartości rezydualnej, tys. zł.....	19
Tabela 9: Obliczenie wartości dochodowej, tys. zł.....	20
Tabela 10: Projekcja sprawozdania finansowego – Bilans, tys. zł.....	22
Tabela 11: Projekcja sprawozdania finansowego – Rachunek zysków i strat, tys. zł.....	23
Tabela 12: Projekcja sprawozdania finansowego – Rachunek przepływów pieniężnych, tys. zł.....	24
Tabela 13: Prognozowane mnożniki EV/EBITDA spółek bazowych.....	27
Tabela 14: Prognozowane mnożniki EV/S spółek bazowych.....	27
Tabela 15: Prognozowane mnożniki P/BV spółek bazowych.....	27

Tabela 16: Prognozowane mnożniki P/E spółek bazowych.....	27
Tabela 17: Wycena kapitału własnego metodą mnożników rynkowych, tys. zł.....	28

WPROWADZENIE

Podstawą opracowania pn. „Raport z wyceny EVERTOP Sp. z o.o. z siedzibą w Chorzowie” jest zlecenie z dnia 28.05.2021 r. zawarte pomiędzy EVERTOP Sp. z o.o. z siedzibą w Chorzowie („Zamawiający”) a Coinbaq Sp. z o.o. z siedzibą w Katowicach („Doradca”).

Informacje wykorzystane do przygotowania niniejszego Opracowania zostały dostarczone przez Zamawiającego bądź zaczerpnięte z publicznie dostępnych źródeł i innych źródeł dostępnych Doradcy.

Przygotowując niniejsze Opracowanie Doradca polegał na dokładności oraz kompletności informacji analizowanych w celu przygotowania niniejszego Opracowania i dokonał weryfikacji materiałów i informacji jedynie pod kątem spójności oraz wyeliminowania oczywistych błędów.

Niniejsze Opracowanie zawiera w szczególności przewidywania, szacunki, oceny oraz prognozy, przygotowane na podstawie informacji udzielonych przez Przedsiębiorstwo. Nie ma pewności, że którekolwiek przewidywania, szacunki, oceny czy prognozy zostaną zrealizowane. Doradca nie składa w szczególności żadnego zapewnienia ani oświadczenia, w sposób wyraźny lub dorozumiany, co do osiągnięcia lub zasadności jakichkolwiek przewidywań, szacunków lub prognoz, chociaż Doradca dołożył wszelkich możliwych starań, aby przewidywania, szacunki, oceny i prognozy zawarte w tym Opracowaniu odzwierciedlały obiektywną opinię.

Otrzymane wyniki prac nie uwzględniają żadnych znaczących zdarzeń i nieujawnionych umów czy zobowiązań, o których istnieniu Coinbaq w dniu sporządzenia wyceny nie wiedział lub co do których z uwagi na ograniczony zakres

informacji nie był w stanie określić ryzyka z nim związanego, a których ewentualne istnienie może mieć znaczący wpływ na wykonywaną pracę.

SŁOWNIK POJĘĆ

Zamawiający	EVERTOP Sp. z o.o. z siedzibą w Chorzowie
EVERTOP, Spółka	EVERTOP Sp. z o.o.
Doradca	Coinbaq Sp. z o.o. z siedzibą w Katowicach
Data Wyceny	31.05.2021 r.
Okres Prognozy	Okres od 01.06.2021 roku do 31.12.2026 roku
EBIT	Zysk operacyjny przed odsetkami i opodatkowaniem (ang. <i>Earnings Before Interest and Taxes</i>)
EBITDA	Zysk operacyjny przed odsetkami, opodatkowaniem i amortyzacją (ang. <i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation</i>)
NOPAT	Zysk operacyjny po opodatkowaniu (ang. <i>Net Operating Profit After Tax</i>)
CAPM	Model Wyceny Aktywów Kapitałowych (ang. <i>Capital Asset Pricing Model</i>)
WACC	Średni ważony koszt kapitału (ang. <i>Weighted Average Cost of Capital</i>)
Wartość Rezydualna, RV	Wartość rezydualna przedsiębiorstwa po Okresie Prognozy
WIBOR	Krótkoterminowa stopa oprocentowania pożyczek na rynku międzybankowym w Polsce (ang. <i>Warsaw Interbank Offered Rate</i>)
PLN, zł	Polski złoty

I. PODSUMOWANIE WYNIKÓW WYCENY

1. CEL WYCENY

Celem wyceny jest ustalenie wartości godziwej pakietu 100% udziałów EVERTOP Sp. z o.o. z siedzibą w Chorzowie na potrzeby zbycia.

2. ŹRÓDŁA INFORMACJI

Wycena została wykonana na podstawie:

- informacji przekazanych przez Spółkę,
- spotkań z przedstawicielami Zamawiającego,
- informacji dostępnych publicznie na temat Przedsiębiorstwa,
- oraz wiedzy i doświadczenia w zakresie wyceny przedsiębiorstw przedstawicieli Doradcy.

3. METODY WYCENY

Wycena Przedsiębiorstwa została dokonana metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodą mnożników rynkowych.

EVERTOP Sp. z o.o. prowadzi obecnie działalność operacyjną, która zgodnie z prognozami Zarządu Spółki może być kontynuowana w przyszłości a perspektywy rozwoju Spółki pozwalają na założenie generowania dodatnich przepływów pieniężnych w średnim i długim horyzoncie czasowym, przez co wycena wartości fundamentalnej jest jak najbardziej wskazana. Wycena w podejściu dochodowym opiera się na projekcji sprawozdania finansowego Przedsiębiorstwa, obejmującej okres 06.2021 – 31.12.2026.

Druga metoda wyceny należy do rynkowych metod wyceny przedsiębiorstw. Metoda została zastosowana w celu przedstawienia wartości Spółki w odniesieniu do bieżącej sytuacji rynkowej oraz ze względu na możliwość odzwierciedlenia postrzegania perspektyw rozwoju Przedsiębiorstwa przez inwestorów.

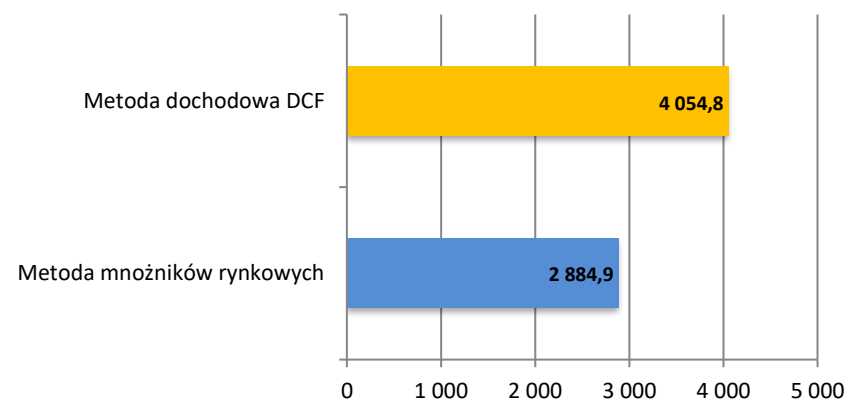
4. DATA WYCENY

Wycenę EVERTOP Sp. z o.o. sporządzono na dzień 31.05.2021 r.

5. UZYSKANE WYNIKI WYCENY PRZEDSIĘBIORSTWA EVERTOP Sp. z o.o.

Poniżej zestawiono wartości otrzymane w wyniku wyceny EVERTOP Sp. z o.o. metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodą mnożników rynkowych.

Rysunek 1: Podsumowanie wyników wyceny EVERTOP Sp. z o.o., tys. zł



Źródło: Opracowanie własne.

Przy zastosowaniu podejścia dochodowego wartość Przedsiębiorstwa na dzień 31.05.2021 r. kształtuje się na poziomie 4 054,8 tys. zł, natomiast wynik uzyskany metodą mnożników rynkowych wynosi 2 884,9 tys. zł.

Spółka koncentruje swoją działalność w 3 obszarach, tj.:

- dedykowane systemy – dostarczanie dedykowanych rozwiązań informatycznych od pomysłu do wdrożenia,
- consulting – wsparcie wiedzą oraz doświadczeniem przy realizacji projektów IT,
- outsourcing – outsourcing specjalistów oraz kompletnych zespołów projektowych.

EVERTOP zapewnia wsparcie na każdym etapie tworzenia oprogramowania od analizy, poprzez projekt, implementację, testy, wdrożenie aż do utrzymania. Specjalizacją Spółki są realizacje dotyczące portali, aplikacje mobilne tworzone na platformy iOS oraz Android, aplikacje desktopowe w postaci dedykowanych systemów działających w modelu klient – serwer, Internet rzeczy w postaci oprogramowania zintegrowanego ze sprzętem stworzonym na zamówienie.

Biorąc pod uwagę, że model biznesowy EVERTOP oraz wdrożone zmiany organizacyjne, a także prognozowane w kolejnych okresach wzrosty przychodów ze sprzedaży oraz przede wszystkim poprawę rentowności działalności, Doradca rekomenduje przyjęcie wartości rynkowej Przedsiębiorstwa na poziomie wyniku uzyskanego w podejściu dochodowym.

Podsumowując, wartość rynkowa Spółki EVERTOP Sp. z o.o., wynosi:

4 054 800 zł

(słownie: cztery miliony pięćdziesiąt cztery osiemset złotych)

II. DANE OGÓLNE

1. INFORMACJE PODSTAWOWE

Firma:	EVERTOP Sp. z o.o.
Forma prawna:	Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością
Adres:	ul. Działkowa 8, 41-506 Chorzów
Telefon:	+48 32 445 33 36
Adres poczty elektronicznej:	info@evertop.pl
Adres strony internetowej:	www.evertop.pl
KRS:	0000499001
NIP:	6272737893
REGON:	243493773

2. KAPITAŁ ZAKŁADOWY

Kapitał zakładowy spółki EVERTOP Sp. z o.o. wynosi 50.000,00 zł i dzieli się na 1.000 udziałów, o wartości nominalnej 50 zł każdy. Udziałowcami Spółki są:

- Maciej Kotok – 340 udziałów, o łącznej wartości nominalnej 17.000 zł,
- Łukasz Przepióra – 330 udziałów, o łącznej wartości nominalnej 16.500 zł,
- Michał Siudyka – 330 udziałów, o łącznej wartości nominalnej 16.500 zł.

3. ORGANY SPÓŁKI

Organami Spółki są:

- Walne Zgromadzenie Wspólników,
- Zarząd Spółki, w skład którego wchodzi:
 - Maciej Kotok – Prezes Zarządu,
 - Łukasz Przepióra – Wiceprezes Zarządu,
 - Michał Siudyka – Wiceprezes Zarządu.

4. DATA POWSTANIA PRZEDSIĘBIORSTWA

Spółka EVERTOP Sp. z o.o. powstała w 2014 r.

5. PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI

Spółka koncentruje swoją działalność w 3 obszarach, tj.:

- dedykowane systemy – dostarczanie dedykowanych rozwiązań informatycznych od pomysłu do wdrożenia,
- consulting – wsparcie wiedzą oraz doświadczeniem przy realizacji projektów IT,
- outsourcing – outsourcing specjalistów oraz kompletnych zespołów projektowych.

EVERTOP zapewnia wsparcie na każdym etapie tworzenia oprogramowania od analizy, poprzez projekt, implementację, testy, wdrożenie aż do utrzymania. Specjalizacją Spółki są realizacje dotyczące portali, aplikacje mobilne tworzone na platformy iOS oraz Android, aplikacje desktopowe w postaci dedykowanych

systemów działających w modelu klient – serwer, Internet rzeczy w postaci oprogramowania zintegrowanego ze sprzętem stworzonym na zamówienie.

EVERTOP Sp. z o.o. działa na terenie całego kraju. Usługi Spółki są skierowane zarówno do podmiotów krajowych oraz międzynarodowych, jednakże zdecydowana większość usług realizowana jest na rzecz podmiotów funkcjonujących w Polsce. W dotychczasowej historii działania EVERTOP zrealizował ponad 100 projektów.

Do grona klientów Spółki można zaliczyć m.in.: Urząd Komunikacji Elektronicznej, Narodowe Centrum Kultury, Urząd Transportu Kolejowego, Tauron Dystrybucja, Policja, Meble VOX, Enea, Miasto Katowice, Tatrzański Park Narodowy.

6. ZATRUDNIENIE

Zgodnie ze stanem na dzień 31.05.2021 r. w Spółce zatrudnionych było 47 osób, w tym 40 osób związanych bezpośrednio ze świadczeniem usług informatycznych.

III. METODYKA WYCENY

1. CEL WYCENY

Celem wyceny jest ustalenie wartości godziwej pakietu 100% udziałów EVERTOP Sp. z o.o. z siedzibą w Chorzowie w celu transakcji wniesienia aportem.

2. DATA, NA KTÓRĄ DOKONANO OSZACOWANIA

Wycenę EVERTOP Sp. z o.o. sporządzono na dzień 31.05.2021 r.

3. DATA WYKONANIA OPRACOWANIA

Prace analityczne przeprowadzono w okresie maj-lipiec 2021 r., a wycenę EVERTOP Sp. z o.o. ukończono w dniu 30.07.2021 r.

4. METODY WYCENY

Wycena Przedsiębiorstwa została metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodą mnożników rynkowych.

4.1. METODA ZDYSKONTOWANYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH

Metoda dochodowa – zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) – stosowana jest do wyceny przedsiębiorstw generujących dochód i dodatnie przepływy pieniężne, o ugruntowanej pozycji rynkowej, pozwalającej zakładać dalszą generację takich dochodów i przepływów. Metoda ta koncentruje się na przyszłych przepływach, a zatem pozwala na uwzględnienie przyszłych korzyści,

które zostaną wygenerowane przez podmiot. Metoda DCF zakłada, że wartość kapitałów własnych na dzień sporządzenia wyceny jest równa bieżącej wartości zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych. Zastosowanie metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych pozwala na obliczenie wartości fundamentalnej przedsiębiorstwa. Pomimo, iż wynik na sprzedaży oraz wynik netto Spółki w ostatnich latach był ujemny, a sytuacja ekonomiczno-finansowa trudna, to perspektywy rozwoju pozwalają na założenie generowania dodatnich przepływów pieniężnych. Wynika to przede wszystkim ze zmiany w strukturze właścicielskiej. Wycena kapitałów własnych metodą DCF może zostać sporządzona na podstawie przepływów środków pieniężnych dla właścicieli („FCFE”) lub przepływów wolnych środków pieniężnych dostępnych dla wszystkich dawców kapitału („FCFF”). Wartość Spółki oszacowano przy zastosowaniu modelu wolnych przepływów pieniężnych dla wszystkich dawców kapitału (Free Cash Flow to Firm), co można zapisać w postaci poniższego wzoru:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+R)^t} + \frac{RV}{(1+R)^n} - Dn$$

gdzie:

EV – wartość przedsiębiorstwa,
FCFF – strumień wolnej gotówki dla stron finansujących firmę w kolejnym roku projekcji,
t - kolejny rok projekcji (1, 2, 3 ... n),
n - długość okresu projekcji,
R - stopa dyskontowa,
RV - wartość rezydualna,
Dn – dług netto.

W metodzie DCF, w zależności od poszczególnej techniki, strumienie przepływu gotówki, na podstawie których określana jest wartość przedsiębiorstwa, mogą być

szacowane w różny sposób. Jedną z najczęściej stosowanych formuł pozwala na wyliczenie ich według następującego wzoru:

$$FCFF = EBIT(1 - T) + A - \Delta KO - NI$$

gdzie:

FCFF – wolny przepływ pieniężny dla wszystkich dawców kapitału,
EBIT - zysk operacyjny,
A - amortyzacja,
 ΔKO - zmiana kapitału obrotowego,
NI - nakłady inwestycyjne.

Jako stopę dyskonta w wycenie metodą dochodową przyjęto średnioważony koszt kapitału (WACC), finansujący aktywa Spółki.

$$WACC = k \times \frac{E}{E + D} + kd \times (1 - T) \times \frac{D}{E + D}$$

gdzie:

WACC – średnioważony koszt kapitału,
E – wartość kapitału własnego,
D – wartość kapitału oprocentowanego,
k – koszt kapitału własnego,
kd – koszt długu,
T – stopa podatkowa.

Koszt kapitału własnego oszacowano w oparciu o model CAPM (Capital Assets Pricing Model).

$$R_e = R_f + \beta \times MP$$

gdzie:

R_e – koszt kapitału własnego,
 R_f – wolna od ryzyka stopa dyskontowa (oparta na oprocentowaniu obligacji skarbowych),

β – indeks ryzyka (szacowany w oparciu o odchylenia standardowe i zmienności kursów akcji spółek w danej branży),
MP – stała premia za ryzyko związane z inwestowaniem w aktywa obarczone ryzykiem.

Wartość rezydualna liczona jest dla okresu stabilnych przepływów pieniężnych po okresie szczegółowej prognozy i przyjmuje postać:

$$RV = \frac{FCFF_n(1 + g)}{(R - g)}$$

gdzie:

RV – wartość rezydualna,
 $FCFF_n$ – przepływ w okresie rezydualnym,
R – koszt kapitału,
g – stabilna stopa wzrostu.

4.2. METODA MNOŻNIKÓW RYNKOWYCH

Metoda polega na wykorzystaniu mnożników charakteryzujących spółki publiczne z rynku, na którym działa wyceniana spółka, celem ustalenia jej szacunkowej wartości. W tym celu, porównuje się określone miary charakteryzujące wycenianą spółkę z odpowiednimi miarami innych przedsiębiorstw z tej samej branży notowanych na giełdach papierów wartościowych (krajowych i zagranicznych) i ich wartościami giełdowymi.

W literaturze można rozróżnić dwie grupy mnożników: Mnożniki Equity Value służące ustaleniu wartości rynkowej kapitału własnego spółki oraz mnożniki Enterprise Value potrzebne do ustalenia rynkowej wartości przedsiębiorstwa.

Wśród mnożników wartości kapitału własnego wyróżnia się:

- P/E – cena do zysku netto, jeden z najczęściej wykorzystywanych wskaźników, pokazuje możliwość spółki do generowania zysków,
- P/BV – cena do wartości księgowej, wskazuje na efektywność wykorzystania posiadanych aktywów,
- PEG – iloraz mnożników P/E oraz EPS (zysk na akcję).

Wartość przedsiębiorstwa oblicza się na podstawie następujących mnożników:

- EV/Sales – iloraz wartości bieżącej spółki i przychodów ze sprzedaży. Mnożnik ogranicza wpływ różnic w polityce rachunkowości oraz zdarzeń jednorazowych w spółkach porównywalnych,
- EV/EBIT – iloraz wartości bieżącej i zysku operacyjnego. Umożliwia ocenę spółki pod kątem efektywności działalności operacyjnej spółki,

- EV/EBITDA – iloraz bieżącej wartości spółki i EBITD powiększonego o amortyzację bieżącą, umożliwia ocenę spółek z wysokim poziomem majątku trwałego (a więc i wysoką amortyzacją).

Równie istotnym jak dobór mnożników jest odpowiedni dobór spółek do porównań. Analiza spółek bazowych przeprowadzana jest pod kątem kraju prowadzonej działalności, branży, wielkości przedsiębiorstwa, struktury kapitałowej itp. Przedsiębiorstwa wybrane do porównań powinny cechować się podobną specyfiką prowadzonego biznesu. Mnożniki wybranych spółek powinny być zbieżne, co można sprawdzić licząc ich odchylenie standardowe.

Dodatkowo, w zależności od rodzaju zastosowanych mnożników może wystąpić konieczność dokonania korekty o wartość zadłużenia finansowego netto oraz wartość aktywów finansowych i nieoperacyjnych, jeśli nie są one uwzględnione w konstrukcji danego mnożnika.

5. DYSKONTA I PREMIE

Powszechną praktyką w procesie wyceny przedsiębiorstw jest uwzględnienie dyskont i premii względem otrzymanej wartości bazowej. Ogólne przesłanki stosowania dyskont i premii definiuje Nota Interpretacyjna nr 5 „Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw” do Powszechnych Krajowych Zasad Wyceny¹. Celem ich stosowania jest zapewnienie porównywalności otrzymanej przy użyciu danej metody wyceny (oraz implikowanych w niej założeń) wartości do wartości przedmiotu wyceny pod względem pewnych istotnych cech. Do powszechnie stosowanych dyskont i premii należą:

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

W przypadku płynności, podstawowym założeniem stosowania ewentualnych korekt jest twierdzenie, iż aktywo, na które istnieje aktywny rynek jest warte więcej od analogicznego aktywa, na które takiego rynku nie ma. Oznacza to, że wartość przedsiębiorstwa, którego akcje nie są przedmiotem aktywnego obrotu, odbiega (in minus) od wartości przedsiębiorstwa notowanego na aktywnym rynku regulowanym. Dyskonto z tytułu braku płynności jest więc miarą uwzględniającą zdolność do zamiany prawa własności do części lub całości udziałów w danym przedsiębiorstwie na gotówkę. Związane jest to z trudnością lub w szczególnych przypadkach niemożnością realizacji wartości danego aktywa poprzez jego sprzedaż. Dyskonto to odzwierciedla także dodatkowy czas i koszty związane z transakcją, a także stopień przejrzystości przedsiębiorstwa i ryzyko jego wyceny.

¹ Przyjęta w dniu 11.04.2011 r. przez Radę Krajową Polskiej Federacji Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych.

Teoria wyceny wyróżnia szereg czynników determinujących poziom dyskonta za brak płynności, do których zalicza się:

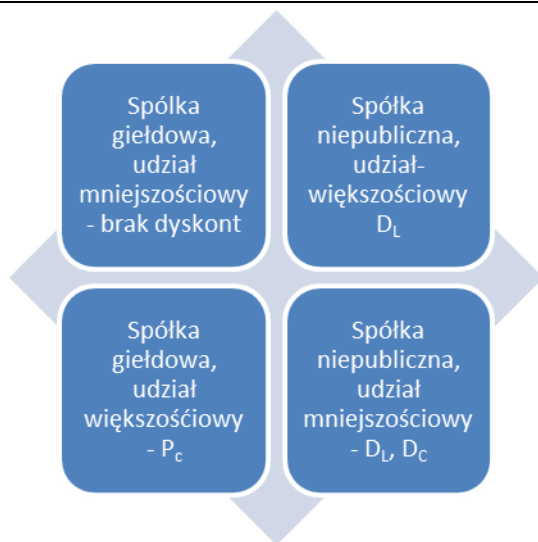
- wielkość przedsiębiorstwa (im wyższe przychody i udział w rynku, tym niższy poziom dyskonta wyrażony w procentach),
- standing finansowy i przepływy pieniężne przedsiębiorstwa (stabilne przedsiębiorstwa generujące wysokie przepływy pieniężne powinny cechować niższe dyskonto),
- rodzaj posiadanych aktywów (im bardziej płynne i atrakcyjne aktywa, tym niższy poziom dyskonta),
- polityka dywidendowa (sprecyzowana polityka dotycząca podziału zysku oraz regularne wypłaty dywidendy akcjonariuszom może wpływać na obniżenie poziomu dyskonta za brak płynności),
- głębokość rynku potencjalnych nabywców (im więcej potencjalnych inwestorów, tym oczekiwania odnośnie dyskonta powinny być niższe),
- perspektywa upublicznienia przedsiębiorstwa w przyszłości (im wyższe prawdopodobieństwo wejścia na giełdę przez wyceniane przedsiębiorstwo, tym poziom dyskonta niższy),
- wielkość wycenianego pakietu akcji (pakiet kontrolny powinien być bardziej płynny aniżeli akcje niegwarantujące sprawowania kontroli w spółce).

W przypadku premii/dyskonta z tytułu stopnia kontroli, podstawowym założeniem stosowania ewentualnej korekty jest twierdzenie, iż kontrolny pakiet akcji jest warty ponad proporcjonalnie więcej niż pakiet mniejszościowy. Związane jest to

z możliwością sprawowania efektywnej kontroli nad danym przedsiębiorstwem, między innymi poprzez wybór jej władz, czy też możliwość podejmowania istotnych decyzji strategicznych. Poniżej zaprezentowano macierz dyskont z tytułu braku płynności oraz kontroli, która stanowi podsumowanie wariantów, w których poszczególne elementy znajdują zastosowanie.

premia za kontrolę stosowana jest wyłącznie do wyceny pakietów kontrolnych spółek notowanych na płynnych rynkach regulowanych.

Rysunek 2: Matryca dyskont z tytułu płynności oraz kontroli



gdzie:

D_L – dyskonto z tytułu braku płynności,

D_C – dyskonto z tytułu braku kontroli,

P_C – premia za kontrolę.

Źródło: W. Patena, *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa. Metody wyceny w praktyce*, Warszawa 2011, str. 273

Zgodnie z powyższym dyskonto z tytułu braku płynności ma zastosowanie w każdym przypadku dla spółek niepublicznych. W przypadku kontroli, dyskoncie podlega pakiet niezapewniający kontroli w podmiocie niepublicznym. Z kolei

V. OSZACOWANIE WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA METODĄ DCF

1. ZAŁOŻENIA PROJEKCJI FINANSOWYCH

Wycena EVERTOP oparta została na następujących założeniach:

1. Opracowanie sporządzone zostało przy założeniu ciągłości istnienia i działalności operacyjnej Przedsiębiorstwa.
2. Przyjęto, że Przedsiębiorstwo będzie kontynuowało przyjęty model biznesowy.
3. Prognozy sprawozdań finansowych zostały opracowane na podstawie projekcji przekazanych przez Zarząd Spółki obejmujących okres od czerwca 2021 r. do końca IV kwartału 2026 r., a także danych rynkowych i założeń własnych, w oparciu o model finansowy Doradcy.
4. Za podstawę ustalenia wartości Spółki przyjęto przepływy pieniężne netto stanowiące różnicę wpływów i wydatków zgodnie z modelem FCFF.
5. Założono, że wartość Przedsiębiorstwa jest równa sumie zdyskontowanych rocznych sald przepływów pieniężnych i zdyskontowanej wartości rezydualnej.
6. Projekcje zostały sporządzone w cenach bieżących.

Tabela 1: Założenia makroekonomiczne na lata 2021-2026, %

Wyszczególnienie	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
PKB	3,8%	3,6%	3,5%	3,3%	3,0%	3,8%
Inflacja	4,7%	4,2%	3,5%	3,0%	2,5%	4,7%

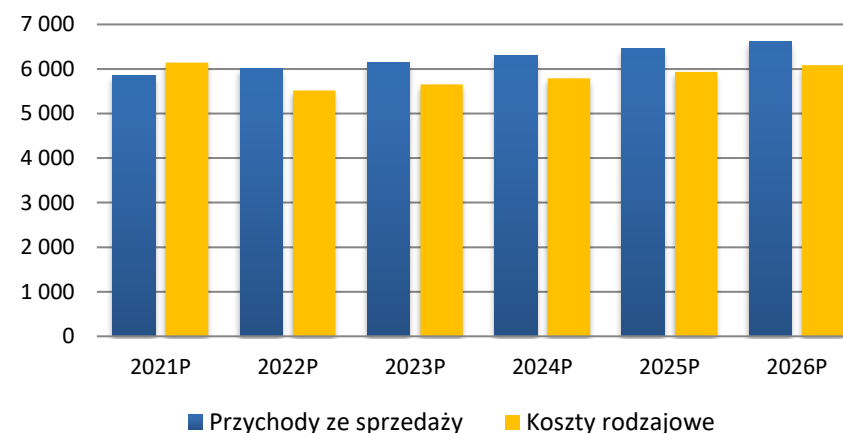
Źródło: Opracowanie własne na podstawie portali specjalistycznych i portali branżowych.

2. PROGNOZA DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ

Podstawowym przedmiotem działalności Spółki jest działalność w obszarze IT związana z tworzeniem oprogramowania.

Prognozy działalności operacyjnej EVERTOP zostały przygotowane z Zarządem Spółki. Aktualna strategia zakłada koncentrację na klientach zagranicznych oraz w formule time and material, która zakłada rozliczanie projektów w oparciu o czas poświęcony przez realizujący go zespół. Oznacza to stopniowe odchodzenie od projektów typu fixed price, które bazują na stałej, określonej z góry cenie na podstawie wymagań klientów.

Rysunek 3: Prognozowana wielkość przychodów i kosztów operacyjnych, tys. zł



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki.

Prognoza w okresie 06.2021-2026 w zakresie przychodów i kosztów operacyjnych potwierdzona przez Zarząd Spółki została zawarta w tabeli poniżej.

Tabela 2: Prognoza działalności operacyjnej EVERTOP w okresie 06.2021-2025, tys. zł

Wyszczególnienie	06-12.2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży produktów i materiałów	4 162,4	6 001,4	6 151,5	6 305,2	6 462,9	6 624,5
Koszty operacyjne	3 617,4	5 514,7	5 651,7	5 792,9	5 937,7	6 086,1
Amortyzacja	2,4	2,4	1,6	1,6	1,6	1,6
Zużycie materiałów i energii	83,2	120,0	123,0	126,1	129,3	132,5
Usługi obce	1 456,8	2 400,6	2 460,6	2 522,1	2 585,2	2 649,8
Podatki i opłaty	8,3	12,0	12,3	12,6	12,9	13,2
Wynagrodzenia	1 706,6	2 460,6	2 522,1	2 585,2	2 649,8	2 716,0
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	256,0	369,1	378,3	387,8	397,5	407,4
Pozostałe koszty rodzajowe	104,1	150,0	153,8	157,6	161,6	165,6
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) ze sprzedaży	545,0	486,7	499,8	512,3	525,2	538,3

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki.

3. POZOSTAŁA DZIAŁALNOŚĆ OPERACYJNA I FINANSOWA

Zgodnie z informacjami przekazanymi przez Spółkę w okresie 06.2021-2026 nie są prognozowane pozostałe przychody i koszty operacyjne, poza rozliczeniem subwencji finansowej PFR. W zakresie działalności finansowej uwzględniono odsetki od zaciągniętych kredytów.

Tabela 3: Prognoza pozostałej działalności operacyjnej oraz finansowej EVERTOP w okresie 06.2021-2026, tys. zł

Wyszczególnienie	06-12.2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Pozostałe przychody operacyjne	233,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe koszty operacyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przychody finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty finansowe	10,4	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki.

4. PODATEK DOCHODOWY

Podatek CIT przyjęto na poziomie 19% w całym prognozowanym okresie. Równocześnie założono, że wszystkie koszty ponoszone przez spółkę w okresie prognoz będą kosztami podatkowymi.

5. NAKŁADY INWESTYCYJNE I AMORTYZACJA

W wycenie założono brak nakładów inwestycji oraz amortyzację dotychczas posiadanych środków trwałych. Przyjęte założenia dotyczące poziomu CAPEX w okresie szczegółowej prognozy przedstawiono w poniższej tabeli.

Tabela 4: Prognoza nakładów inwestycyjnych oraz amortyzacji w okresie 06.2021-2026, tys. zł

Wyszczególnienie	06-12.2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Nakłady inwestycyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortyzacja	2,4	2,4	1,6	1,6	1,6	1,6

Źródło: Opracowanie na podstawie danych Spółki.

6. KAPITAŁ OBROTOWY

Kapitał obrotowy jest konsekwencją planowanych długości cykli obrotowości składników aktywów i pasywów. W projekcjach w oparciu o dane przedstawione przez Spółkę przyjęto następujące założenia:

- zapasy – cykl rotacji 0 dni – spółka nie posiada zapasów,
- należności krótkoterminowe – długość cyklu inkasa należności handlowych na poziomie 25 dni oraz 5 dni należności innych,
- zobowiązania krótkoterminowe – długość cyklu płatności zobowiązań handlowych 25 dni, 20 dni zobowiązań podatkowych oraz 15 dni zobowiązań z tytułu wynagrodzeń.

Prognoza kapitału obrotowego została przedstawiona w tabeli poniżej.

Tabela 5: Prognoza kapitału obrotowego w okresie 06.2021-2026, tys. zł

Wyszczególnienie	06-12.2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności krótkoterminowe	583,5	493,3	505,6	518,2	531,2	544,5
Zobowiązania krótkoterminowe	1 014,2	906,5	929,0	952,3	976,1	1 000,5
Zmiana stanu zapasów	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu należności	-26,5	90,2	-12,3	-12,6	-13,0	-13,3
Zmiana stanu zobowiązań	322,4	-107,7	22,5	23,2	23,8	24,4
Zmiana kapitału obrotowego	296,0	-17,5	10,2	10,6	10,8	11,1

Źródło: Opracowanie na podstawie danych Spółki oraz założeń własnych.

7. PRZEŁYWY GOTÓWKOWE W OKRESIE PROGNOZY

Poziom wolnych przepływów pieniężnych jest konsekwencją prognozowanej działalności operacyjnej, a także planowanej działalności inwestycyjnej.

Tabela 6: Przepływy gotówkowe w okresie prognozy, tys. zł

Wyszczególnienie	06-12.2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
EBIT	778,8	486,7	499,8	512,3	525,2	538,3
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek dochodowy	148,0	92,5	95,0	97,3	99,8	102,3
NOPAT	630,8	394,3	404,8	415,0	425,4	436,0
Amortyzacja	2,4	2,4	1,6	1,6	1,6	1,6
Zmiana kapitału obrotowego	296,0	-17,5	10,2	10,6	11,1	11,1
Nakłady inwestycyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow To Firm	929,2	379,2	416,6	427,1	438,1	448,7

Źródło: Opracowanie własne.

8. STOPA DYSKONTOWA

Stopę dyskonta przyjęto na poziomie średnioważonego kosztu kapitału (WACC) finansującego aktywa Przedsiębiorstwa.

Poszczególne elementy kosztu kapitału wyznaczono w następujący sposób:

- **R_f** – stopa zwrotu wolna od ryzyka została przyjęta w oparciu o rentowność 10-letnich obligacji wyemitowanych przez Skarb Państwa ze względu na pewność realizacji przypadającej na nie stopy zwrotu we wskazanym okresie czasu. Na dzień wyceny średnia rentowność wynosiła 1,68%².

² <https://pl.tradingeconomics.com/poland/government-bond-yield>, 29.07.2021 r.

- **MP** – stała premia za ryzyko związane z inwestowaniem w aktywa obarczone ryzykiem; w niniejszej wycenie przyjęto ją na poziomie 5,54%. Stopa ta została wyznaczona na podstawie publikacji A. Damodarana (Stern School of Business w Nowym Jorku), dotyczących 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.
- **β** – Współczynnik beta jest miarą ryzyka systematycznego związanego z inwestycją w dany rodzaj aktywów i jest obliczany na podstawie notowań giełdowych, wskazując zmienność kursu danego papieru wartościowego w stosunku do indeksu rynkowego. EVERTOP funkcjonuje na rynku IT w segmencie oprogramowania i dedykowanych rozwiązań informatycznych. Na potrzeby wyceny założono, że ryzyko zmian kondycji Spółki jest zbieżne z ryzykiem inwestycji w papiery wartościowe spółek działających w branży Software (Systems and Application) wg podziału sektorowego A. Damodarana. Współczynnik beta jest równy 0,88. Z racji na ujemny kapitał własny wycenianej Spółki na dzień wyceny nie było możliwości odlewarowania, a następnie relewarowania rynkowym i/lub właściwym dla Spółki poziomem relacji długu do kapitałów własnych.
- **dotatkowa premia za ryzyko prognoz i niską kapitalizację** – koszt kapitału własnego powiększono o dodatkową premię związaną z ryzykiem prognoz na poziomie 2,5% oraz premią za niską kapitalizację na poziomie 2,5% w całym okresie prognoz.

Istotnym parametrem w ustaleniu średnioważonego kosztu kapitału WACC jest struktura finansowania prowadzonej działalności, tj. udział kapitału własnego oraz kapitału obcego oprocentowanego w kapitałach finansujących ogółem. Relację D/E przyjęto na poziomie 0,1 w całym okresie prognozy. Jest to poziom, który cechuje podmioty reprezentujące branżę Software wg podziału sektorowego A. Damodarana. Oznacza to, że na potrzeby wyceny przyjęto, że w długim horyzoncie czasowym EVERTOP będzie korzystał z finansowania zewnętrznego na poziomie zbliżonym do branży. Relacja długu do kapitału własnego na poziomie 0,1 pozwala na określenie średniego udziału kapitału własnego w kapitałach na poziomie 90,7% przy 9,3% udziału kapitału oprocentowanego.

Poniżej zaprezentowano kalkulację zastosowanej stopy dyskontowej.

Tabela 7: Kalkulacja stopy dyskontowej, %

Wyszczególnienie	06-12.2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Stopa wolna od ryzyka	1,68%	1,68%	1,68%	1,68%	1,68%	1,68%
Premia rynkowa	5,54%	5,54%	5,54%	5,54%	5,54%	5,54%
Współczynnik beta	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88
Premia za ryzyko prognoz	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Premia za niską kapitalizację	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Koszt kapitału własnego	11,56%	11,56%	11,56%	11,56%	11,56%	11,56%
Udział E	90,7%	90,7%	90,7%	90,7%	90,7%	90,7%
Udział D	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Koszt kapitału własnego	11,56%	11,56%	11,56%	11,56%	11,56%	11,56%
Koszt kapitału obcego uwzględniający tarczę podatkową	4,02%	4,02%	4,02%	4,02%	4,02%	4,02%
WACC	10,86%	10,86%	10,86%	10,86%	10,86%	10,86%
Współczynnik dyskonta	0,9580	0,8641	0,7795	0,7031	0,6342	0,5721

Źródło: Opracowanie własne.

9. WARTOŚĆ REZYDUALNA

Wartość rezydualna jest ekonomiczną kategorią odpowiadającą wieczystej wartości przepływów generowanych przez wyceniane aktywo. Wartość rezydualną oszacowano na podstawie znormalizowanego przepływu środków pieniężnych z ostatniego roku prognozy przy zachowaniu reguły ostrożnej wyceny w postaci założenia generowania przez Spółkę dodatkowej nadwyżki finansowej w latach następnych na poziomie 2,0%.

Tabela 8: Kalkulacja wartości rezydualnej, tys. zł

Wyszczególnienie	
FCFF	437,3
Stopa wzrostu wartości rezydualnej	2,50%
Stopa dyskonta	10,86%
Wartość rezydualna	5 362,2
Zdyskontowana wartość rezydualna	3 067,8

Źródło: Opracowanie własne.

10. DŁUG NETTO

W wycenie uwzględniono dług netto na dzień 31.05.2021 r., który obejmuje:

- środki pieniężne – 58,5 tys. zł,
- kredyty i pożyczki – 733,2 tys. zł.

Zgodnie z przekazanymi przez Spółkę danymi, EVERTOP nie posiada na dzień wyceny majątku nieoperacyjnego ani inwestycji długoterminowych.

11. DYSKONTO Z TYTUŁU BRAKU PŁYNNOŚCI

Z uwagi na fakt, że Spółka EVERTOP Sp. z o.o. jest podmiotem niepublicznym w wycenie uwzględniono dyskonto z tytułu braku płynności w wysokości 15,0%.

12. OSZACOWANIE WARTOŚCI METODĄ DCF – ZESTAWIENIE ZBIORCZE

Tabela 9: Obliczenie wartości dochodowej, tys. zł

Wyszczególnienie	01.06-31.12.2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	RV
EBIT	778,8	486,7	499,8	512,3	525,2	538,3	539,9
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek dochodowy	148,0	92,5	95,0	97,3	99,8	102,3	102,6
NOPAT	630,8	394,3	404,8	415,0	425,4	436,0	437,3
Amortyzacja	2,4	2,4	1,6	1,6	1,6	1,6	0,0
Zmiana kapitału obrotowego	296,0	-17,5	10,2	10,6	11,1	11,1	0,0
Nakłady inwestycyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow To Firm	929,2	379,2	416,6	427,1	438,1	448,7	437,3
Stopa dyskontowa (WACC)	10,86%	10,86%	10,86%	10,86%	10,86%	10,86%	10,86%
Współczynnik dyskontujący	0,9580	0,8641	0,7795	0,7031	0,6342	0,5721	
Zdyskontowane FCFF	890,1	327,7	324,7	300,3	277,8	256,7	
Suma zdyskontowanych FCFF	2 377,4						
Stopa wzrostu wartości rezydualnej	2,50%						
Wartość rezydualna	5 362,2						
Zdyskontowana wartość rezydualna	3 067,8						
Wartość przedsiębiorstwa (ENTERPRISE VALUE)	5 445,2						
Dług netto	674,8						
Gotówka i ekwiwalenty	58,5						
Akcje i udziały	0,0						
Zadłużenie oprocentowane	733,2						
Wartość kapitału przedsiębiorstwa (EQUITY VALUE)	4 770,4						
Współczynnik dyskontowy z tytułu braku płynności	0,8500						
Wartość kapitału przedsiębiorstwa (EQUITY VALUE) z uwzględnieniem dyskonta z tyt. braku płynności w tys. zł	4 054,8						
Liczba udziałów	1 000						
Wartość 1 udziału w zł	4 054,84						

Źródło: Opracowanie własne.

Wartość 100% udziałów Spółki EVERTOP Sp. z o.o.,
oszacowana metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, wynosi:

EV_{DCF} = 4 054 800 zł

(słownie: cztery miliony pięćdziesiąt cztery osiemset złotych)

Wartość 1 udziału Spółki EVERTOP Sp. z o.o.,
oszacowana metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, wynosi:

4 054,84 zł

(słownie: cztery tysiące pięćdziesiąt cztery złotych 84/100 gr)

14. PROJEKCJE SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH

Tabela 10: Projekcja sprawozdania finansowego – Bilans, tys. zł

AKTYWA	31.05.2021	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
A. Aktywa trwałe	66,5	64,2	61,8	60,2	58,6	57,1	55,5
I. Wartości niematerialne i prawne	1,6	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
II. Rzeczowe aktywa trwałe	15,7	14,1	12,6	11,0	9,4	7,8	6,3
III. Należności długoterminowe	49,2	49,2	49,2	49,2	49,2	49,2	49,2
IV. Inwestycje długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
B. Aktywa obrotowe	1 883,3	2 613,4	2 854,5	3 252,2	3 677,5	4 113,8	4 561,4
I. Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
II. Należności krótkoterminowe	557,1	583,5	493,3	505,6	518,2	531,2	544,5
III. Inwestycje krótkoterminowe	58,5	762,1	1 093,4	1 478,9	1 891,5	2 314,9	2 749,1
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 267,8	1 267,8	1 267,8	1 267,8	1 267,8	1 267,8	1 267,8
AKTYWA RAZEM	1 949,8	2 677,5	2 916,3	3 312,4	3 736,2	4 170,9	4 616,9
A. Kapitał (fundusz) własny	-47,4	575,0	954,8	1 345,2	1 745,7	2 156,6	2 578,2
I. Kapitał (fundusz podstawowy)	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
II. Kapitał (fundusz) zapasowy	706,2	706,2	706,2	706,2	706,2	706,2	706,2
III. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wycena	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IV. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
V. Zysk (strata) z lat ubiegłych	43,1	-803,6	-181,2	198,6	588,9	989,5	1 400,4
VI. Zysk (strata) netto	-846,7	622,4	379,8	390,4	400,5	410,9	421,6
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 997,2	2 102,5	1 961,4	1 967,3	1 990,5	2 014,3	2 038,7
I. Rezerwy na zobowiązania	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
II. Zobowiązania długoterminowe	13,1	29,8	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1
III. Zobowiązania krótkoterminowe	1 425,0	1 513,6	1 389,2	1 395,0	1 418,2	1 442,0	1 466,4
IV. Rozliczenia międzyokresowe	559,1	559,1	559,1	559,1	559,1	559,1	559,1
PASYWA RAZEM	1 949,8	2 677,5	2 916,3	3 312,4	3 736,2	4 170,9	4 616,9

Źródło: Opracowano na podstawie danych Spółki i szacunków własnych.

Tabela 11: Projekcja sprawozdania finansowego – Rachunek zysków i strat, tys. zł

Wyszczególnienie	31.05.2021	01.06- 31.12.2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
A. Przychody netto ze sprzedaży produktów i materiałów	1 692,7	4 162,4	6 001,4	6 151,5	6 305,2	6 462,9	6 624,5
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów	1 692,7	4 162,4	6 001,4	6 151,5	6 305,2	6 462,9	6 624,5
II. Zmiana stanu produktów	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	0,0	0,0	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0
B. Koszty operacyjne	2 524,6	3 617,4	5 514,7	5 651,7	5 792,9	5 937,7	6 086,1
I. Amortyzacja	9,9	2,4	2,4	1,6	1,6	1,6	1,6
II. Zużycie materiałów i energii	17,7	83,2	120,0	123,0	126,1	129,3	132,5
III. Usługi obce	1 203,8	1 456,8	2 400,6	2 460,6	2 522,1	2 585,2	2 649,8
IV. Podatki i opłaty	9,9	8,3	12,0	12,3	12,6	12,9	13,2
V. Wynagrodzenia	1 110,2	1 706,6	2 460,6	2 522,1	2 585,2	2 649,8	2 716,0
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	166,9	256,0	369,1	378,3	387,8	397,5	407,4
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	6,1	104,1	150,0	153,8	157,6	161,6	165,6
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
C. Zysk (strata) ze sprzedaży	-832,0	545,0	486,7	499,8	512,3	525,2	538,3
D. Pozostałe przychody operacyjne	11,4	233,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
E. Pozostałe koszty operacyjne	14,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
F. Zysk(strata) z działalności operacyjnej	-834,8	778,8	486,7	499,8	512,3	525,2	538,3
G. Przychody finansowe	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
H. Koszty finansowe	12,3	10,4	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
I. Zysk (strata) brutto	-846,7	768,4	468,9	481,9	494,5	507,3	520,5
J. Podatek dochodowy	0,0	146,0	89,1	91,6	93,9	96,4	98,9
K. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
L. Zysk (strata) netto	-846,7	622,4	379,8	390,4	400,5	410,9	421,6

Źródło: Opracowano na podstawie danych Spółki i szacunków własnych.

Tabela 12: Projekcja sprawozdania finansowego – Rachunek przepływów pieniężnych, tys. zł

Wyszczególnienie	01.06- 31.12.2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	730,8	382,6	420,0	430,5	441,2	452,1
Zysk (strata) netto	622,4	379,8	390,4	400,5	410,9	421,6
Korekty razem	108,3	2,8	29,6	30,0	30,3	30,5
<i>Amortyzacja</i>	2,4	2,4	1,6	1,6	1,6	1,6
<i>Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)</i>	10,4	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
<i>Zmiana stanu rezerw</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Zmiana stanu zapasów</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Zmiana stanu należności</i>	-26,5	90,2	-12,3	-12,6	-13,0	-13,3
<i>Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych (bez kredytów i pożyczek)</i>	322,4	-107,7	22,5	23,2	23,8	24,4
<i>Zmiana RMO</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Inne korekty</i>	-200,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wydatki	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	27,1	51,2	34,5	17,8	17,8	17,8
Wpływy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Wpływy netto z emisji akcji i innych instrumentów kapitałowych oraz dopłat do kapitału</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Otrzymane kredyty i pożyczki</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wydatki	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Dywidendy</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Spląty kredytów, pożyczek i leasingów</i>	16,7	33,4	16,7	0,0	0,0	0,0
<i>Odsetki</i>	10,4	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
Przepływy pieniężne netto razem	703,6	331,3	385,4	412,7	423,3	434,3
Środki pieniężne na początek okresu	58,5	762,1	1 093,4	1 478,9	1 891,5	2 314,9
Środki pieniężne na koniec okresu	762,1	1 093,4	1 478,9	1 891,5	2 314,9	2 749,1

Źródło: Opracowano na podstawie danych Spółki i szacunków własnych.

VI. OSZACOWANIE WARTOŚCI SPÓŁKI METODĄ MNOŻNIKÓW RYNKOWYCH

1. ZAŁOŻENIA DO WYCENY

Na potrzeby wyceny wartości rynkowej kapitałów własnych Spółki EVERTOP metodą porównań rynkowych przeanalizowano publicznie dostępne dane w celu identyfikacji podmiotów, których profil o zakres działalności był zbliżony z wycenianym podmiotem.

Wycena wartości EVERTOP Sp. z o.o. została sporządzona przy użyciu metody mnożników rynkowych uwzględniając specyficzne uwarunkowania, związane zarówno z wycenianym podmiotem, jak i z podmiotami stanowiącymi przedmiot porównań. Do takich uwarunkowań należy zaliczyć:

- *rodzaj działalności podstawowej*

W rezultacie prowadzonych na potrzeby wyceny metodą porównawczą analiz rynkowych, zidentyfikowano podmiot gospodarczy funkcjonujących na rynku krajowym oraz międzynarodowym, który prowadzi działalność częściowo pokrywającą się z przedmiotem działalności Spółki.

- *skala działalności*

Skala działalności prowadzonej przez EVERTOP Sp. z o.o. w porównaniu z podmiotami znajdującymi się obrocie giełdowym jest na obecnym etapie rozwoju Spółki istotnie mniejsza. Niemniej jednak Doradca stoi na stanowisku, że nominalne różnice w wielkości obrotu nie stanowią kryterium wykluczającego spółki do porównań z uwagi na przyjętą metodykę.

2. WYBÓR MNOŻNIKÓW

Kalkulacja wartości Spółki została sporządzona w oparciu o mnożniki:

EV/EBITDA – Enterprise Value / Earnings Before Interest and Tax, Depreciation Amortisation, mnożnik wyznaczany poprzez podzielenie wartości przedsiębiorstwa przez zysk operacyjny powiększony o amortyzację, informuje, ile inwestorzy są w stanie zapłacić za jednostkę nadwyżki finansowej danej spółki.

Zalety mnożnika EV/EBITDA:

- umożliwia porównanie efektywności spółek w zakresie operacyjnym,
- umożliwia porównywanie firm o różnym poziomie zadłużenia (dźwigni finansowej),
- różne sposoby opodatkowania nie zniekształcają obrazu spółki.

Wady mnożnika EV/EBITDA:

- mnożnik nie uwzględnia różnic w zakresie źródeł finansowania działalności.

EV/S – Enterprise Value/Sales, mnożnik jest ilorazem bieżącej wartości Spółki i wartości przychodów ze sprzedaży. Informuje o tym, ile inwestorzy są w stanie zapłacić za jednostkę przychodów danej spółki.

Zalety mnożnika EV/S:

- Mnożnik ten opiera się na wartości udziału rynkowego spółki,
- Brak uzależnienia od zasad księgowania oraz zdarzeń zawartych w rachunku zysków i strat,
- Umożliwia stosowanie w przypadku, gdy firma nie generuje zysku netto.

Wady mnożnika EV/S:

- Mnożnik nie uwzględnia różnicy w rentowności spółek.

P/BV – Price/Book Value, cena do wartości księgowej, mnożnik jest ilorazem bieżącej wartości kapitalizacji rynkowej spółki oraz jej wartości księgowej. Wskaźnik pozwala na ocenę spółki pod kątem efektywności wykorzystania posiadanych aktywów, nie rozróżniając źródła pochodzenia kapitału.

Zalety mnożnika P/BV:

- mnożnik pokazuje efektywność wykorzystania majątku,
- umożliwia stosowanie w przypadku, gdy firma nie generuje zysku netto.

Wady mnożnika P/BV:

- uzależnienie od zasad księgowania w bilansie i różnej polityki rachunkowości, dotyczącym m.in. amortyzacji, tworzenia rezerw i wyceny poszczególnych pozycji aktywów oraz pasywów,
- bazowanie na wartościach księgowych, które mogą istotnie odbiegać od wartości rynkowych.

P/E – Price/Earning Ratio - jest to najpopularniejszy wskaźnik używany do wyceny i ukazujący możliwości generowania zysku przez firmę. Pokazuje, ile jednostek płaci się za każdą jednostkę zysku netto przedsiębiorstwa. Na wysokość P/E wpływa:

- prognoza dynamiki zysku na akcję, wyższe P/E dla spółek o lepszych perspektywach zysku,
- bezpieczeństwo i stabilność zysków, im mniejsza zmienność tym wyższy wskaźnik,
- dźwignia operacyjna i finansowa, im wyższy lewar tym wyższe ryzyko, a co za tym idzie niższe P/E,
- stopy procentowe, im wyższe stopy procentowe, tym niższe P/E,
- premia za ryzyko całego rynku, im wyższa, tym P/E niższe,

- relacje inwestorskie, im lepsze tym wyższe P/E.

Zalety mnożnika P/E:

- wskaźnik powszechnie stosowany w wycenie przedsiębiorstw,
- łatwość wyliczenia z powodu dostępności danych,
- przedstawia wartość potencjalnie należną akcjonariuszowi.

Wady mnożnika P/E:

- na jego wartość ma wpływ stopień dźwigni finansowej, bo jest obliczany dla zysku netto, czyli po spłacie odsetek,
- można obliczyć tylko dla firm generujących zyski netto, nie da się go wykorzystać, gdy generowana jest strata netto,
- zyski netto mogą się różnić z powodu przepisów księgowych, systemów podatkowych, czy też z powodu zawiązania/rozwiązania rezerw.

3. WYBÓR SPÓŁEK BAZOWYCH

Na potrzeby wyceny EVERTOP zidentyfikowano podmioty gospodarcze, które prowadzą działalność pokrywającą się z przedmiotem działalności Spółki a jednocześnie są one podmiotami publicznymi.

W poniższych tabelach przedstawiono mnożniki spółek bazowych wraz z analizą odchyłeń standardowych w stosunku do mediany pozostałych mnożników, a także wyznaczeniem współczynników zmienności. W wyniku przeprowadzonych analiz z bazy porównawczej usunięto podmioty, których mnożnik odbiegał od mediany wszystkich spółek wyselekcjonowanych do próby porównawczej. Analiza mnożników spółek pozwoliła na wybranie jednorodnej próby, na podstawie której możliwe jest oszacowanie wartości Spółki metodą mnożników rynkowych.

Tabela 13: Prognozowane mnożniki EV/EBITDA spółek bazowych

Wyszczególnienie		EV/EBITDA		
Spółka	Mnożnik	Odchylenie	Współczynnik zmienności	
Ailleron	6,34	1,28	18%	
Codeaddic	-	-	-	
eo Networks	-	-	-	
Examobile	8,15	1,28	18%	
Madkom	5,20	2,09	29%	
Makolab	4,39	2,66	37%	
PGS Software	14,31	5,64	78%	
Spyrosoft	10,12	2,67	37%	
Mediana	7,25			

Źródło: www.stockwatch.pl

Tabela 15: Prognozowane mnożniki P/BV spółek bazowych

Wyszczególnienie		P/BV		
Spółka	Mnożnik	Odchylenie	Współczynnik zmienności	
Ailleron	1,59	1,69	62%	
Codeaddic	3,98	0,88	32%	
eo Networks	0,67	2,34	86%	
Examobile	4,46	1,22	45%	
Madkom	2,73	0,88	32%	
Makolab	1,79	1,55	57%	
PGS Software	6,31	2,53	93%	
Spyrosoft	7,62	3,46	127%	
Mediana	2,73			

Źródło: www.stockwatch.pl

Tabela 14: Prognozowane mnożniki EV/S spółek bazowych

Wyszczególnienie		EV/S		
Spółka	Mnożnik	Odchylenie	Współczynnik zmienności	
Ailleron	1,04	0,91	28%	
Codeaddic	14,56	9,26	282%	
eo Networks	-	-	-	
Examobile	5,53	2,58	79%	
Madkom	0,89	1,01	31%	
Makolab	0,54	1,26	38%	
PGS Software	2,76	0,92	28%	
Spyrosoft	1,88	0,01	0%	
Mediana	3,29			

Źródło: www.stockwatch.pl

Tabela 16: Prognozowane mnożniki P/E spółek bazowych

Wyszczególnienie		P/E		
Spółka	Mnożnik	Odchylenie	Współczynnik zmienności	
Ailleron	14,63	0,83	6%	
Codeaddic	-	-	-	
eo Networks	9,78	4,26	28%	
Examobile	15,35	0,07	0%	
Madkom	23,63	6,11	41%	
Makolab	10,25	3,93	26%	
PGS Software	16,99	1,41	9%	
Spyrosoft	16,27	0,91	6%	
Mediana	14,99			

Źródło: www.stockwatch.pl

4. PROGNOZY WYNIKU

Z punktu widzenia zastosowanej metody (mnożników rynkowych) do wyceny, jako bazę porównania przyjęto dane historyczne za rok 2020 w postaci przychodów ze sprzedaży, wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację (EBITDA), wartość księgową Spółki oraz wynik netto. Dodatkowo, w wycenie uwzględniono dług netto na dzień wyceny w kwocie +674,8 tys. złotych.

Prognozę wyszczególnionych parametrów przyjęto na poziomie analogicznym jak przyjęty do wyceny metodą dochodową.

5. OBLICZENIE KOŃCOWEGO REZULTATU WYCENY METODĄ MNOŻNIKÓW RYNKOWYCH

Na podstawie prognozowanych wyników EVERTOP oraz przyjętych mnożników bazowych możliwe jest oszacowanie wartości Spółki metodą mnożników rynkowych.

Z uwagi na cel wyceny zastosowano dyskonto z tytułu braku płynności. Dodatkowo, z uwagi na fakt, że mnożniki kalkulowane są pakietów mniejszościowych a wycenie podlega całe Przedsiębiorstwo zastosowano premię za kontrolę w wysokości 10%, który z doświadczeń Doradcy jest adekwatny dla spółek o profilu działalności zbliżonym do wycenianego podmiotu.

W poniżej tabeli przedstawiono obliczenie wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa EVERTOP z zastosowaniem metody mnożników rynkowych.

Tabela 17: Wycena kapitału własnego metodą mnożników rynkowych, tys. zł

Wyszczególnienie	EV/EBITDA	EV/S	P/BV	P/E
Ailleron	6,34	1,04	-	14,63
Codeaddic	-	-	3,98	-
eo Networks	-	-	-	-
Examobile	8,15	-	4,46	15,35
Madkom	5,20	0,89	2,73	-
Makolab	4,39	0,54	-	10,25
PGS Software	-	2,76	-	16,99
Spyrosoft	-	1,88	-	16,27
Mediania	5,77	1,04	3,98	15,35
Baza	EBITDA	Przychody ze sprzedaży	Wartość księgową	Zysk netto
Wartości bazowe	108,5	5 855,1	799,3	43,1
Dług netto	674,8	674,8		
Wartość kapitałów własnych (Equity Value)	-48,7	5 414,5	3 181,3	661,5
Waga	0,0%	33,3%	33,3%	33,3%
Wartość kapitału dla akcjonariuszy (EQUITY VALUE) po uwzględnieniu wag	3 085,5			
Dyskonto z tyt. braku płynności	15%			
Premia za kontrolę	10%			
Wartość kapitału dla akcjonariuszy (EQUITY VALUE) po uwzględnieniu wag, dyskonta i premii	2 884,9			
Wartość 1 udziałów w zł	2 884,91			

Źródło: Opracowanie własne.

Podsumowując, wartość 100% udziałów EVERTOP Sp. z o.o.,
oszacowana metodą mnożników rynkowych, wynosi:

$$\mathbf{EV_R = 2\ 884\ 900\ zł}$$

(słownie: dwa miliony osiemset osiemdziesiąt cztery tysiące dziewięćset złotych)

Wartość 1 udziału EVERTOP Sp. z o.o. wynosi:

$$\mathbf{Udział_R = 2\ 884,91\ zł}$$

(słownie: dwa tysiące osiemset osiemdziesiąt cztery 91/100 groszy)
