



budujemy zaufanie

w audycie

RAPORT Z WYCENY DO WARTOŚCI GODZIWEJ
UDZIAŁÓW SPÓŁKI

"Centrum Pogrzebowe" Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością
NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2022 R.

Wrocław, dnia 24 maja 2023 r.



budujemy zaufanie

w audycie

SPIS TREŚCI

A.	DANE IDENTYFIKUJĄCE WYCENIANY PODMIOT	3
B.	CEL WYCENY	5
C.	ODPOWIEDZIALNOŚĆ 4AUDYT SP. Z O.O.....	7
D.	ZASTRZEŻENIA I OGRANICZENIA.....	8
E.	PODSUMOWANIE WYNIKÓW WYCENY	9
F.	PODEJŚCIE DO WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW.....	10
G.	ANALIZA DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI	14
H.	WYCENA SPÓŁKI – METODA ZDYSKONTOWANYCH PRZEPLYWÓW PIENIĘŻNYCH.....	20
I.	ANALIZA WRAŻLIWOŚCI	42
J.	SPIS TABEL.....	43



budujemy zaufanie
w audycie

A. Dane identyfikujące wyceniany podmiot

Tabela 1 Dane podmiotu wycenianego

Wyszczególnienie	
Nazwa	"Centrum Pogrzebowe" Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością („Spółka”, „Jednostka”)
Siedziba/Adres Zarządu	ul. Solec 5, 94-247 Łódź
Forma prawna	Spółka Z Ograniczoną Odpowiedzialnością
Sąd rejestrowy	Sąd Rejonowy dla Łodzi Śródmieścia w Łodzi, XX Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego
Numer KRS i data rejestracji w KRS	0000358257, 9 czerwca 2010 r.
Przedmiot przeważającej działalności	pogrzeby i działalność pokrewna (PKD 96, 03, Z)
REGON	100901289
NIP	7272762897
Kapitał zakładowy	5 000,00 Zł
Ilość udziałów	100
Data wyceny	31 grudnia 2022r.
Dane historyczne	rok 2020, 2021, 2022 r.

Źródło: dane Spółki

"Centrum Pogrzebowe" Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością świadczy usługi kremacji zwłok oraz zarządza cmentarzem komunalnym. Ponadto Spółka wykonuje budowę cmentarza komunalnego w Podgórkach Tynieckich w Krakowie. Projekt realizowany jest w ramach umowy partnerstwa publiczno-prywatnego z Gminą Miejską Kraków. Inwestycja realizowana jest w IV etapach:

- ♦ etap I – wykonanie prac projektowych i robót budowlanych w zakresie części budynku
- ♦ etap II – wykonanie prac projektowych i robót budowlanych w zakresie pozostałej części budynku (budynek administracyjny wraz z obiektem ceremonialnym) wraz z organizowaniem terenu oraz 2 ha cmentarza



budujemy zaufanie



w audycie

- ♦ etap III – wykonanie prac projektowych i robót budowlanych w zakresie 2 ha cmentarza
- ♦ etap IV - wykonanie prac projektowych i robót budowlanych pozostałej części Obiektu.

W ramach umowy "Centrum Pogrzebowe" Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością jako Koncesjonariusz, realizuje powyższą inwestycje w zamian za prawo do eksploatacji Obiektu, w tym pobierania pożytków. Siedziba Spółki mieści się ul. Solec 5 w Łodzi.¹

Na dzień wyceny w skład Zarządu Spółki wchodził:

- ♦ Pan Cichewicz Rafał– Prezes Zarządu (dalej również Zarząd Spółki).

Poniżej przedstawiona została struktura własności Spółki, wg stanu na 31 grudnia 2022 roku.

Tabela 2 Struktura własności Spółki

Udziałowiec	% posiadanych głosów	Liczba udziałów	Wartość nominalna jednego udziału (w zł)	Wartość posiadanych udziałów (w zł)
Tomasz Salski	90,00%	90	50,00	4 500,00
Marek Cichewicz	10,00%	10	50,00	500,00
Razem	100,00%	100		5 000,00

Źródło: raport z ekrs.ms.gov.pl z dnia 9 maja 2023r. oraz dane Spółki

¹ Sprawozdanie Zarządu Centrum Pogrzebowe sp. z o.o. za okres 01.01.2021 r. – 31.12.2021 r.



budujemy zaufanie



w audycie

B. Cel wyceny

Celem wykonanych przez 4AUDYT sp. z o.o. (4AUDYT) prac była wycena do wartości godziwej udziałów spółki **"Centrum Pogrzebowe" Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością** na potrzeby planowanej transakcji, której przedmiotem będą udziały Spółki. Przedmiotem wyceny był pakiet 100% udziałów.

Wycena została wykonana na zlecenie "Centrum Pogrzebowe" Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością i kierowana jest do Zarządu tej Spółki („Zamawiający”).

4AUDYT jako podstawę wyceny przyjęło, zgodnie z zawartą umową, metodę opartą na zdyskontowanych przepływach pieniężnych DCF na podstawie prognoz finansowych za okres od 1 stycznia 2023 roku do 31 grudnia 2027 roku. Uważamy, że wskazane metody wyceny zostały prawidłowo dobrane do określenia wartości godziwej udziałów Spółki.

Wyceny dokonaliśmy na podstawie przedstawionych przez Zarząd Spółki prognozowanych informacji finansowych obejmujących szacunki przychodów ze sprzedaży, kosztów działalności operacyjnej, a także przychodów i kosztów pozostałej działalności operacyjnej, działalności finansowej oraz nakładów inwestycyjnych, sald zadłużenia za okres od 1 stycznia 2023 roku do 31 grudnia 2027 roku oraz bilansu Spółki na dzień 31 grudnia 2022 roku. Sprawozdanie finansowe za 2022 rok nie było przedmiotem badania przez firmę audytorską.

Przygotowując wycenę, opieraliśmy się także na danych prezentowanych w sprawozdaniach finansowych za lata 2020 i 2021. Uwzględnione również zostały zdarzenia gospodarcze mające wpływ na sytuację finansową oraz majątkową Spółki do dnia wydania raportu z wyceny, a także inne informacje i wyjaśnienia, które uzyskaliśmy od personelu Spółki. Zakładamy, że informacje, które uzyskaliśmy są prawidłowe i rzetelne oraz że zostały nam przekazane zgodnie z najlepszą wiedzą Spółki.

Zwracamy uwagę, że przedstawione w raporcie z wyceny prognozowane informacje finansowe dotyczą zdarzeń, które mogą, ale nie muszą, zdarzyć się w przyszłości. Ze względu na naturę takiej informacji nie jest możliwe uzyskanie zadowalającej pewności, że zaprognozowane wyniki finansowe zostaną osiągnięte. Rzeczywiście osiągnięte przez Spółkę wyniki finansowe w okresie objętym prognozą, która stanowiła podstawę wyceny, mogą różnić się od przedstawionych w niniejszym opracowaniu. Zostały one bowiem ustalone w oparciu o zbiór założeń, obejmujących także hipotezy dotyczące przyszłych zdarzeń i działań Zamawiającego, których urzeczywistnienie niekoniecznie musi nastąpić, ale zdaniem Zamawiającego jest wysoce prawdopodobne.

Za prawidłowość i rzetelność historycznych i prognozowanych danych finansowych Spółki odpowiada wyłącznie Zarząd Spółki.

Wyceny dokonaliśmy na dzień **31 grudnia 2022 roku** („Data wyceny”).

4AUDYT sp. z o.o.

ul. Kochanowskiego 24/1
60-846 Poznań

t. +48 61 816 27 81
f. +48 61 855 10 39

w. www.4audyt.pl
e. biuro@4audyt.pl

NIP: 7811817052
REGON: 300821905

KRS 0000304558
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu
VIII Wydział Gospodarczy KRS

**An International Network of
Professional Accounting Firms**



budujemy zaufanie

w audycie

Zastosowane przez nas procedury wyceny nie oznaczają, że przeprowadziliśmy badanie sprawozdania finansowego na dzień 31 grudnia 2022 roku lub jego przeglądu, ani w rozumieniu obowiązujących w Polsce przepisów, ani w rozumieniu Krajowych lub Międzynarodowych Standardów Rewizji Finansowej.

4AUDYT sp. z o.o.

ul. Kochanowskiego 24/1
60-846 Poznań

NIP: 7811817052
REGON: 300821905

t. +48 61 816 27 81
f. +48 61 855 10 39

KRS 0000304558
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

w. www.4audyt.pl
e. biuro@4audyt.pl

Sąd Rejonowy w Poznaniu
VIII Wydział Gospodarczy KRS

**An International Network of
Professional Accounting Firms**



budujemy zaufanie



w audycie

C. Odpowiedzialność 4AUDYT sp. z o.o.

Niniejszy dokument został przygotowany do wiadomości Zarządu Zamawiającego, w związku z tym 4AUDYT sp. z o.o. nie ponosi odpowiedzialności za efekty wykorzystania raportu przez osoby trzecie, niebędące jego adresatem.

W trakcie wykonywania prac, eksperci 4AUDYT sp. z o.o., za wyjątkiem sytuacji, w których jest to dodatkowo zaznaczone, korzystali z informacji przekazanych przez Spółkę, w związku z tym 4AUDYT sp. z o.o. nie ponosi odpowiedzialności za prawdziwość powyższych informacji.

Niniejszy raport z wyceny nie stanowi opinii na temat warunków finansowych transakcji (fairness opinion), opinii o wypłacalności, ani rekomendacji inwestycji, lecz jest analizą wartości godziwej w przypadku transakcji pomiędzy hipotetycznym kupującym i hipotetycznym sprzedającym na zakładaną Datę wyceny, gdzie zarówno kupujący jak i sprzedający posiadają odpowiednią wiedzę na temat przedmiotu transakcji. Z różnych względów cena, po jakiej przedmiot transakcji może być sprzedany/zobowiązanie przeniesione w ramach konkretnej transakcji pomiędzy określonymi stronami i w określonym dniu, może znacząco odbiegać od Wartości godziwej określonej w naszym raporcie.

Nasza wycena zakłada, że na Datę wyceny Spółka będzie kontynuować działalność oraz Spółka nie ma żadnych nieujawnionych rzeczywistych lub warunkowych aktywów lub zobowiązań, żadnych nietypowych zobowiązań innych, niż wynikające z prowadzonej działalności, żadnych istotnych zastawów lub obciążeń aktywów ograniczających ich zbywalność, ani nie jest przedmiotem prowadzonych wobec niej postępowań karnych, które miałyby istotny wpływ na wyniki naszej analizy.

4AUDYT nie ponosi żadnej odpowiedzialności ani zobowiązań za wszelkie koszty, szkody, straty lub wydatki poniesione przez Zamawiającego lub inne osoby, które mogłyby wyniknąć z wykorzystania lub polegania na niniejszym raporcie.

4AUDYT sp. z o.o.
ul. Kochanowskiego 24/1
60-846 Poznań

t. +48 61 816 27 81
f. +48 61 855 10 39

w. www.4audyt.pl
e. biuro@4audyt.pl

NIP: 7811817052
REGON: 300821905

KRS 0000304558
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu
VIII Wydział Gospodarczy KRS

**An International Network of
Professional Accounting Firms**



budujemy zaufanie



w audycie

D. Zastrzeżenia i ograniczenia

Niniejszy raport został sporządzony na podstawie danych otrzymanych od Zamawiającego. Podczas przeprowadzania wyceny zidentyfikowaliśmy następujące obszary, które należy zakomunikować w celu prawidłowego zrozumienia założeń przyjętych do wyceny:

- ◆ Prognozowane dane finansowe

Zamawiający przedstawił prognozowany rachunek zysków i strat, w którym przewiduje osiągnięcie zysku na działalności operacyjnej w latach 2023 – 2027. Należy zwrócić uwagę, że za 2022 roku, Spółka osiągnęła zysk na działalności operacyjnej na poziomie 2 131 tys. zł (przy marży EBIT 50,4%), a prognozowany zysk na działalności operacyjnej na 2027 rok to 4 279 tys. zł (przy marży EBIT 61,0%). Średnioroczne tempo wzrostu w okresie 2020 – 2022 wyniosło 28%. Natomiast w okresie prognozy 2023 – 2027 wynosi 9,7%. Porównując średnioroczne tempo wzrostu ujęte w prognozie do średniorocznego tempa wzrostu ujętego w raporcie Death Care Services: Global Strategic Business Report, w którym to autor raportu przewiduje wzrost rynku na poziomie 5,9 % w okresie 2022 – 2030 – raport został szczegółowo opisany w dalszej części raportu – uznajemy, iż zaprognozowany wzrost jest optymistyczny.

- ◆ Nakłady inwestycyjne

Zamawiający przedstawił prognozowane nakłady inwestycyjne na lata 2023 – 2027 dotyczące budowy cmentarza komunalnego w Podgórkach Tynieckich w Krakowie w ramach umowy partnerstwa publiczno-prywatnego z Gminą Miejską Kraków, w których nie zawarł nakładów odtworzeniowych. Zamawiający przedstawił informację, iż na lata 2023 – 2027 planuje ponosić nakłady odtworzeniowe na poziomie amortyzacji uzyskiwanej w danym roku prognozy.



budujemy zaufanie



E. Podsumowanie wyników wyceny

Wycenę Spółki przeprowadziliśmy w oparciu o zdyskontowane przyszłe przepływy pieniężne według metody prognozowanych wolnych przepływów pieniężnych dla firmy FCFE (Free Cash Flow to the Firm).

Szacunek wartości godziwej 100 % udziałów "Centrum Pogrzebowe" Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością wyceniona na dzień 31 grudnia 2022 roku przedstawia tabela poniżej.

Tabela 3 Wyniki z wyceny 100 % udziałów Spółki (tys. zł)

	Metoda księgowej wartości aktywów netto	Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych
Przedział w którym zawarta jest wartość godziwa	-	9 536 – 10 331
Rekomendowana wycena z przedziału wyceny	3 338	9 930

W świetle wykonanych analiz i wycen, oceny obecnej sytuacji finansowej oraz perspektyw rozwoju, w tym prognoz finansowych, rekomendowana przez 4AUDYT wartość godziwa 100 % udziałów "Centrum Pogrzebowe" Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, na dzień 31 grudnia 2022 roku wynosi **9 930 tys. zł (dziewięć milionów dziewięćset trzydzieści tysięcy złotych)**, co po przeliczeniu na jeden udział Spółki daje wartość godziwą **99 304,49 zł (dziewięćdziesiąt dziewięć tysięcy trzysta cztery złote czterdzieści dziewięć groszy)** za jeden udział.

Krzysztof PierścioneK

Wiceprezes Zarządu

Biegły rewident , nr ewid. 11150

4AUDYT sp. z o.o.

60-846 Poznań, ul. Jana Kochanowskiego 24/1

Podmiot uprawniony do badania sprawozdań finansowych wpisany na listę podmiotów uprawnionych prowadzoną przez PANA, pod numerem ewidencyjnym 3363
Wrocław, dnia 24 maja 2023 roku

4AUDYT sp. z o.o.
ul. Kochanowskiego 24/1
60-846 Poznań

t. +48 61 816 27 81
f. +48 61 855 10 39

w. www.4audyt.pl
e. biuro@4audyt.pl

NIP: 7811817052
REGON: 300821905

KRS 0000304558
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu
VIII Wydział Gospodarczy KRS

**An International Network of
Professional Accounting Firms**



budujemy zaufanie



w audycie

F. Podejście do wyceny przedsiębiorstw

Ogólny podział powszechnie stosowanych metodologii wyceny przedsiębiorstw wyróżnia trzy podstawowe podejścia:

- ♦ podejście dochodowe, w którym wartość przedmiotu wyceny zostaje ustalona na podstawie oczekiwanych, przyszłych korzyści ekonomicznych wynikających z posiadania przedmiotu wyceny. Korzyści te są wyrażone jako przepływy pieniężne. Podstawą zastosowania podejścia dochodowego jest przypisanie przedmiotowi wyceny określonych przepływów pieniężnych,
- ♦ podejście rynkowe, zwane także mnożnikowym lub porównawczym, w którym wycena opiera się na zastosowaniu mnożników wartości porównywalnych spółek. W podejściu tym kluczowe jest wyodrębnienie spółek najbardziej zbliżonych do wycenianej, pod względem m.in. segmentów działalności, poziomu przychodów oraz wielkości zatrudnienia,
- ♦ podejście majątkowe, w którym wartość przedmiotu wyceny ustalana jest na podstawie wartości aktywów netto. W przypadku metody skorygowanych aktywów netto wartości księgowe określonych składników aktywów i zobowiązań korygowane są do ich wartości godziwej.

Przed przystąpieniem do wyceny należy rozważyć możliwość zastosowania powyższych podejść i wybrać najbardziej odpowiednie z punktu widzenia przedmiotu i celu wyceny.

Zgodnie ze zleceniem otrzymanym od Zamawiającego wyceny dokonaliśmy metodą dochodową. Uważamy, że jest to prawidłowa metoda do wyceny tej Jednostki, ze względu na charakter działalności (branża funeralna) oraz rentowność Jednostki w okresach historycznych oraz prognozowanych. Ograniczono się do jednej metody wyceny ze względu na trudność zastosowania wyceny porównawczej, wynikającej z niewielkiej liczby podmiotów notowanych na rynkach kapitałowych, działających w branży funeralnej, które działają na rynkach o odmiennych uwarunkowaniach kulturowych a ich wielkość wielokrotnie przewyższa wielkość Jednostki.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych zakłada, że wartość kapitałów własnych wycenianego podmiotu na dzień sporządzenia wyceny jest równa bieżącej wartości zdyskontowanych przepływów pieniężnych generowanych w przyszłości.

Wycena kapitałów własnych metodą dochodową DCF może zostać sporządzona na podstawie przepływów wolnych środków pieniężnych dla udziałowców (FCFE) lub na podstawie przepływów wolnych środków pieniężnych dla wszystkich dawców kapitału (FCFF).



budujemy zaufanie



w audycie

W wycenie zastosowana została metoda DCF oparta na FCFF, w związku z tym ta metoda została zaprezentowana poniżej.

Ustalanie wartości firmy w oparciu o metodę dochodową FCFF to metoda oparta na dyskontowaniu przepływów pieniężnych przynależnym wszystkim stronom finansującym, tj. zarówno właścicielom, jak i wierzycielom.

Aby oszacować „czystą” wartość biznesu stosuje się metodę FCFF. Przepływy operacyjne dyskontowane są na podstawie średnioważonego kosztu kapitału, co pozwala na kalkulację wartości operacyjnej biznesu.

$$WACC = M * r_E + L * r_D * (1 - T)$$

Założenia metodologiczne

Metoda FCFF zakłada, iż wartość przedsiębiorstwa (EV) to suma wartości bieżących (PV) wolnych przepływów pieniężnych – FCF powiększona o środki pieniężne i papiery wartościowe posiadane przez przedsiębiorstwo (NOA).

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + r_{WACC})^t} + \frac{RVF_n}{(1 + r_{WACC})^n} + NOA$$

FCFF to wolna gotówka operacyjna, która pozostaje w przedsiębiorstwie na koniec roku i jest dostępna dla wszystkich dostawców kapitału (tj. akcjonariuszy i wierzycieli).

Schemat prognozowanych wolnych przepływów pieniężnych dla firmy (FCFF) przedstawia się następująco:

Przychody netto ze sprzedaży

- operacyjne koszty zmienne
- operacyjne koszty stałe bez amortyzacji
- amortyzacja jako koszt

= zysk operacyjny przed odsetkami i opodatkowaniem (EBIT)

- podatek dochodowy naliczony od zysku EBIT

4AUDYT sp. z o.o.

ul. Kochanowskiego 24/1
60-846 Poznań

t. +48 61 816 27 81
f. +48 61 855 10 39

w. www.4audyt.pl
e. biuro@4audyt.pl

NIP: 7811817052
REGON: 300821905

KRS 0000304558
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu
VIII Wydział Gospodarczy KRS

**An International Network of
Professional Accounting Firms**



budujemy zaufanie



w audycie

- = zysk operacyjny po opodatkowaniu (NOPAT)
- + amortyzacja
- nakłady inwestycyjne na aktywa trwałe finansowane zarówno kapitałem własnym, jak i kapitałami obcymi
- +/- zmiana wartości zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto
(wzrost ze znakiem minus; spadek ze znakiem plus)
- = WOLNE PRZEPŁYWY PIENIĘŻNE DLA PRZEDSIĘBIORSTWA (FCFF)**

W metodzie FCFF dyskontowanie poszczególnych przepływów pieniężnych odbywa się za pomocą następujących stóp procentowych:

Koszt kapitału obcego – oparty na warunkach kredytowania oczekiwanych w przyszłości.

- ◆ Dokonano estymacji stopy oprocentowania zobowiązań finansowych na podstawie stawki oprocentowania kredytów na polskim rynku międzybankowym WIBOR 3M oraz oszacowanej premii za ryzyko długu.
- ◆ Koszt kapitału obcego przy metodzie FCFF stanowi koszt efektywny, tzn. uwzględniający korzyści wynikające z tarczy podatkowej. W obliczeniach wykorzystano efektywną stawkę podatku dochodowego.

Koszt kapitału własnego - oszacowany na podstawie metody CAPM, na podstawie następujących założeń:

- ◆ stopa wolna od ryzyka została przyjęta w wysokości 6,69%, odpowiadającej rentowności 10-letnich obligacji skarbowych na rynku wtórnym na dzień 30 grudnia 2022,
- ◆ premia za ryzyko odzwierciedla różnicę średniej spodziewanej stopy dochodu z rynku kapitałowego i stopy dochodu wolnej od ryzyka, dla warunków gospodarczych charakteryzujących rynek środkowoeuropejski, w tym Polskę. Uwzględniając sytuację ekonomiczno-finansową w Polsce na dzień sporządzenia wyceny, dla potrzeb obliczania kosztu kapitału Spółki przyjęto premię za ryzyko na poziomie 6,36 %, na podstawie statystyk prezentowanych przez FinancialCraft Analytics Sp. z o.o.,
- ◆ wskaźnik ryzyka systematycznego β
 - współczynnik β jest miarą ryzyka stopy zwrotu z kapitału własnego, wskaźnik ten określa zależność między zmianą stopy zwrotu z akcji danego przedsiębiorstwa, a stopą zwrotu z portfela rynkowego,



budujemy zaufanie

w audycie

- współczynnik β (odlewarowany) wyznaczono na poziomie 0,37, na podstawie porównywalnych spółek z branży notowanych na giełdzie, z optymalną długoterminową strukturą kapitałową, podobną do struktury kapitałowej Spółki,
- wskaźnik β został sprowadzony do porównywalności ze strukturą kapitałową Jednostki w drodze jego dolewarowania i uwzględnienia udziału kapitału obcego w strukturze finansowej. W ten sposób uwzględniono ryzyko związane z wykorzystaniem przez Spółkę zadłużenia, w tym występowanie bezpośrednich i pośrednich kosztów trudności finansowych,
- ♦ ryzyko specyficzne na poziomie 8,00 % uwzględniające inne elementy stopy dyskontowej i polegające na zwiększeniu stopy dyskontowej z tytułu trudnych do zdywersyfikowania specyficznych czynników ryzyka odnoszących się do danego przedsiębiorstwa, w tym między innymi ryzyko realizacji prognoz finansowych. Dla celów wyceny przyjęto dodatkowe dwa warianty, dla których ryzyko specyficzne zostało zwiększone odpowiednio 1 i 2 punkty procentowe.
- ♦ Dyskonto za wielkość przedsiębiorstwa odzwierciedla nadwyżkową stopę zwrotu z walorów spółek publicznych o niskiej kapitalizacji. Wartość tego dyskonta przyjęto na poziomie 7,20%².

Reasumując, przepływy operacyjne zdyskontowano na podstawie średnioważonego kosztu kapitału, co pozwoliło na kalkulację wartości operacyjnej biznesu.

Oznaczenia użyte we wzorach występujących w raporcie

EV	– wartość przedsiębiorstwa dla wszystkich stron finansujących	T	– podatek dochodowy od osób prawnych (CIT)
E	– wartość kapitału własnego	RVF	– wartość rezydualna
D	– wartość długu oprocentowanego	NOA	– wartość aktywów nieoperacyjnych
FCF_t	– wolny przepływ pieniężny w okresie t	WACC	– średnio ważony koszt kapitału
FCF	– wolny przepływ pieniężny	L	– wskaźnik poziomu zadłużenia: $D/(D+E)$
EBIT	– zysk przed odsetkami i opodatkowaniem (zysk na działalności operacyjnej)	M	– wskaźnik udziału kapitału własnego: $E/(D+E)$
CAPEX	– wydatki kapitałowe (inwestycyjne)	r_D	– koszt długu oprocentowanego
DEPR	– amortyzacja	r_E	– koszt kapitału własnego spółki zadłużonej
ΔWC	– zmiana kapitału obrotowego	r_A	– koszt kapitału własnego spółki niezadłużonej
TS	– tarcza podatkowa na odsetkach	g	– stopa wzrostu przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym
		Wp	– zaktualizowana wartość przyszłych przepływów pieniężnych FCF

² <https://financiacraft.pl/premia-za-ryzyko-wielkosci/> data dostępu: 7 maja 2023 roku



budujemy zaufanie



w audycie

G. Analiza działalności Spółki

Podstawowy profil działalności

"Centrum Pogrzebowe" Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością wykonuje budowę cmentarza komunalnego w Podgórkach Tynieckich w Krakowie. Projekt realizowany jest w ramach umowy partnerstwa publiczno-prywatnego z Gminą Miejską Kraków. Inwestycja realizowana jest w IV etapach:

- ◆ etap I – wykonanie prac projektowych i robót budowlanych w zakresie części budynku
- ◆ etap II – wykonanie prac projektowych i robót budowlanych w zakresie pozostałej części budynku (budynek administracyjny wraz z obiektem ceremonialnym) wraz z organizowaniem terenu oraz 2 ha cmentarza
- ◆ etap III – wykonanie prac projektowych i robót budowlanych w zakresie 2 ha cmentarza
- ◆ etap IV - wykonanie prac projektowych i robót budowlanych pozostałej części Obiektu.

W ramach umowy "Centrum Pogrzebowe" Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością jako Koncesjonariusz, zrealizuje powyższą inwestycje w zamian za prawo do eksploatacji Obiektu, w tym pobierania pożytków.³ Ponadto Spółka osiąga przychody z tytułu usług kremacji zwłok.

Spółka posiada szeroką gamę dostawców i odbiorców, z którymi współpracuje od wielu lat. Typowe warunki płatności wraz z przybliżoną strukturą płatności w 2022 roku dla:

- ◆ klientów cmentarza komunalnego to:
 - Przelew 7 dni – 60,62%
 - Gotówka / Zapłacono gotówką – 27,68%
 - Karta płatnicza – 11,70%

³ Sprawozdanie Zarządu Centrum Pogrzebowe sp. z o.o. za okres 01.01.2021 r. – 31.12.2021 r.



budujemy zaufanie
w audycie

- ◆ klientów krematorium to:
 - Gotówka / Zapłacono gotówką – 61,63%
 - Przelew 14 dni – 36,57%
 - Karta płatnicza – 1,80%

W poniższej tabeli znajduje się dziesięciu największych dostawców z 2022 roku, wraz z dostarczonymi produktami, które Spółka wykorzystuje w podstawowej działalności operacyjnej.

Tabela 4 Dziesięciu największych dostawców z 2022 roku.

Dostawcy	Produkt
Betimo	Zdjęcia nagrobne porcelanowe i kryształowe
Brotex	Kapy i poduszki do trumien kremacyjnych
Carmen	Akcesoria funeralne
Madajka	Trumny kremacyjne drewniane
Olgran	nagrobki urnowe granitowe
Plastmet	Urny i relikwiarze
Rodlew	akcesoria nagrobkowe ze stali nierdzewnej
Stolarnia Grodzka	obramowania nagrobne drewniane
Trykacz	kolumbaria, tablice epitafijne, prefabrykowane grobowce, prefabrykowane piwniczki urnowe
We Pack	Trumny kremacyjne ekologiczne

Źródło: dane Spółki



budujemy zaufanie
w audycie

Natomiast w tabeli poniżej zaprezentowane dziesięć źródeł przychodów ze sprzedaży towarów z 2022 roku.

Tabela 5 Dziesięć źródeł przychodów ze sprzedaży towarów z 2022 roku.

Źródła przychodów ze sprzedaży towarów z 2022
Sprzedaż grobowców prefabrykowanych i piwniczek urnowych na cmentarzu komunalnym do pogrzebów i za życia
Sprzedaż nagrobków urnowych granitowych dysponentom grobów zgodnych z wytycznymi Zarządu Cmentarzy Komunalnych w Krakowie
Sprzedaż nisz urnowych w kolumbariach oraz tablic epitafijnych z napisami dysponentom
Sprzedaż obramowań nagrobnych tradycyjnych i urnowych klientom indywidualnym
Sprzedaż zdjęć nagrobkowych porcelanowych i kryształowych klientom indywidualnym
Sprzedaż trumien kremacyjnych ekologicznych dla zakładów pogrzebowych
Sprzedaż trumien kremacyjnych drewnianych dla zakładów pogrzebowych
Sprzedaż urn i relikwiarzy dla zakładów pogrzebowych
Sprzedaż akcesoriów funeralnych m.in. kiry, różańce, modlitewniki
Sprzedaż kap oraz poduszek do trumien kremacyjnych ekologicznych i drewnianych

Źródło: dane Spółki

"Centrum Pogrzebowe" Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością jest spółką działającą na rynku krajowym. Miejscem świadczenia usług znajduje się przy ulicy Wielogórska 16 w Krakowie.



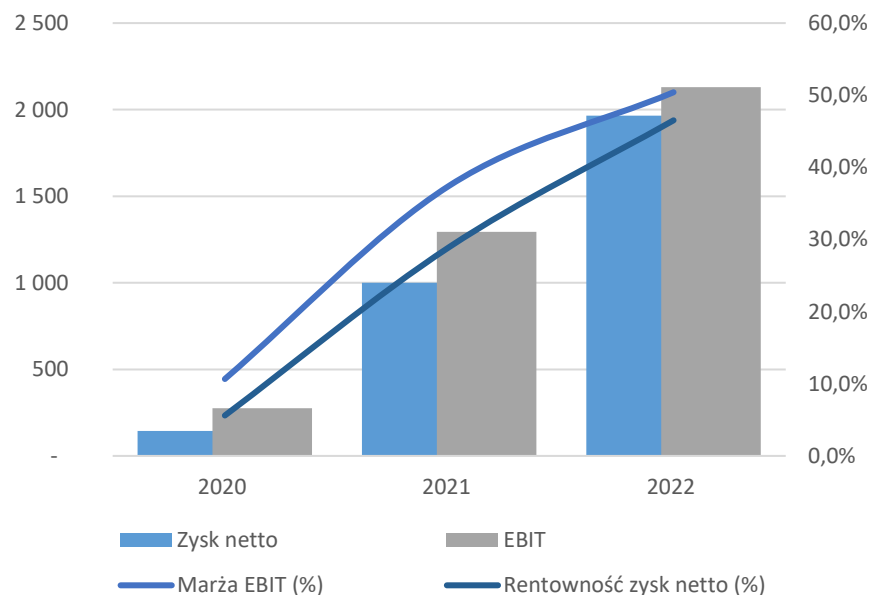
budujemy zaufanie

w audycie

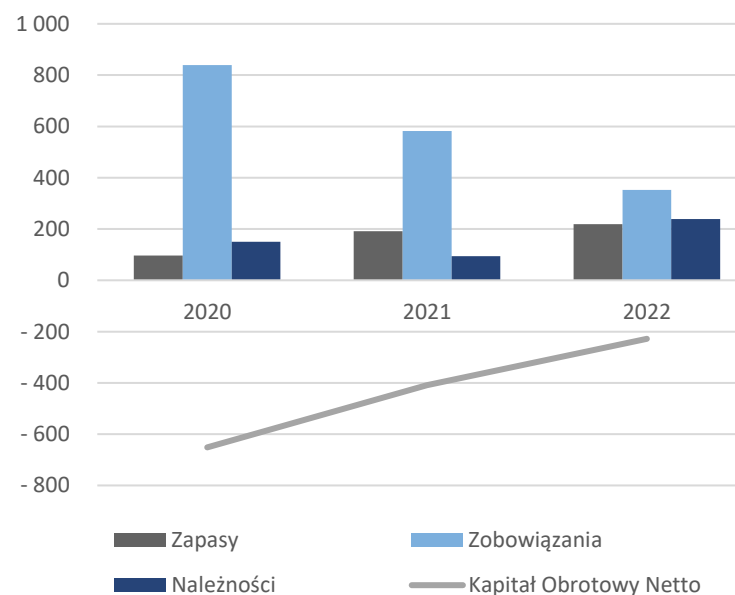
Wybrane aspekty analizy ekonomiczno-finansowej

Przychody Spółki w okresie 2020 – 2022 zwiększyły się z 2,5 mln zł do 4,2 mln zł (średnioroczne tempo wzrostu – CAGR 28%). Źródłem przychodów było głównie świadczenie usług kremacji zwłok oraz przychody z tytułu zarządzania cmentarzem komunalnym. We wszystkich analizowanych latach Spółka generowała zyski na poziomie podstawowej działalności operacyjnej (EBIT) oraz zysk netto na poziomie całej Spółki. Pozostała działalność operacyjna w latach 2020 – 2022 nie miała znaczącego wpływ na kształtowanie EBIT. W analizowanych latach działalność finansowa miała wpływ na kształtowanie wyniku finansowego poprzez koszty odsetek. Spółka w okresie 2020 – 2022 korzystała z finansowania zewnętrznego – głównie kredytów oraz pożyczek.

Wyniki i rentowność (tys. zł)



Kapitał Obrotowy Netto (tys. zł)





budujemy zaufanie



w audycie

Podstawowe wskaźniki finansowe Spółki

Tabela 6 Wybrane wskaźniki finansowe Spółki w okresie 2020-2022

Wybrane wskaźniki finansowe	Formuła liczenia	DANE HISTORYCZNE		
		2020	2021	2022
Przychody ze sprzedaży (tys. zł)	-	2 578	3 455	4 226
EBIT (w tys. zł)	-	275	1 294	2 131
Dynamika				
Dynamika zmian przychodów ze sprzedaży	przychody ze sprzedaży (t) / przychody ze sprzedaży (t-1)-1	-	34%	22%
Dynamika zmian zysku EBIT	EBIT (t) / EBIT (t-1) - 1	-	371%	65%
Rentowność				
Rentowność brutto na sprzedaży	zysk (strata) ze sprzedaży / przychody ze sprzedaży	10%	37%	51%
Rentowność EBIT	EBIT/przychody ze sprzedaży	11%	37%	50%
Rentowność netto	wynik netto/przychody ze sprzedaży	6%	29%	47%
Rentowność kapitałów własnych	zysk netto/kapitał własny bez wyniku finansowego bieżącego roku	64%	269%	143%
Rentowność aktywów	zysk netto/aktywa ogółem	2%	11%	22%
Zadłużenie				
Współczynnik zadłużenia	kapitał obcy/kapitały ogółem	96%	85%	62%
Płynność				
Wskaźnik płynności bieżącej	(aktywa obrotowe - krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe)/ zobowiązania krótkoterminowe	0,2	0,3	0,5
Wskaźnik płynności szybkiej	(aktywa obrotowe - krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe - zapasy)/ zobowiązania krótkoterminowe	0,1	0,1	0,3
Kapitał obrotowy netto (w tys. zł)	aktywa obrotowe – zobowiązania bieżące	-652	-409	-228

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



budujemy zaufanie



Analiza rynku

"Centrum Pogrzebowe" Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością funkcjonuje na rynku branży funeralnej. Rynek podzielony jest na segmenty:

- ♦ usługi tradycyjne (m.in. spopielenie, przygotowanie trumny, kwatery cmentarnej, zapewnianie karawanu do transportu zwłok na miejsce pochówku),
- ♦ natychmiastowy pochówek (znany w niektórych krajach jako bezpośrednia kremacja lub tania usługa),
- ♦ usługi upamiętniające zmarłego po kremacji lub pochowaniu.⁴

Autor raportu Death Care Services: Global Strategic Business Report⁵ przewiduje wzrost CAGR rynku na poziomie 5,9 % w okresie 2022 – 2030. Największym rynkiem usług pośmiertnych są aktualnie Stany Zjednoczone, w 2022 roku wartość przychodów osiągnęła poziom 39,9 mld USD. Wiele wiodących firm w branży jest zlokalizowanych w USA oraz w krajach Azji Wschodniej, w Europie oraz Australii. Analitycy przewidują dynamiczny rozwój rynku pogrzebowego w latach 2022 – 2030, przykładowo w Chinach prognozowany jest wzrost przychodów do 24,1 mld USD w 2030 roku, przy CAGR na poziomie 7,8% w ciągu roku. Natomiast wskaźnik CAGR dla Japonii, Niemiec i Kanady wzrośnie odpowiednio o 4,9%, 5,2% i 6,1% w okresie 2022-2030. Do najważniejszych firm z branży funeralnej można zaliczyć:

- ♦ Service Corporation International (USA)
- ♦ OGF (Francja)
- ♦ Matthews International (USA)
- ♦ InvoCare Ltd.(Australia)
- ♦ Co-operative Group Limited (Wielka Brytania)
- ♦ Dignity Plc (Wielka Brytania)
- ♦ StoneMor Partners L.P. (USA)
- ♦ Carriage Services Inc. (USA)
- ♦ Fu Shou Yuan International Group Ltd(CHiny)

⁴ <https://news.wfuneralnet.com/en/market-analysis-by-types-of-funerals/> data dostępu 8 maja 2023 roku

⁵ https://www.researchandmarkets.com/reports/5141466/death-care-services-global-strategic-business?utm_source=GNOM&utm_medium=PressRelease&utm_code=29w7hl&utm_campaign=1829691+-Death+Care+Services+Global+Market+to+Reach+%24189.8+Billion+by+2030%3a+Environment+Friendly+Green+Burials+Rise+in+Popularity&utm_exec=jamu273prd data dostępu 8 maja 2023 roku



budujemy zaufanie



w audycie

H. Wycena Spółki – metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Prognoza działalności operacyjnej

Planowane przychody ze sprzedaży oraz koszty w okresie od 1 stycznia 2023 roku do 31 grudnia 2027 roku zostały przygotowane na podstawie danych historycznych, w cenach stałych (tj. nie uwzględniając czynnika inflacji) przez Zamawiającego.

Tabela 7 Prognoza przychodów z działalności operacyjnej (tys. zł)

<i>Przychody ze sprzedaży</i>	<i>DANE HISTORYCZNE</i>			<i>PROGNOZA</i>				
Wyszczególnienie	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Przychody netto ze sprzedaży produktów i usług	2 571	3 455	4 202	4 818	5 299	5 840	6 443	6 981
Zmiana stanu produktów (zmniejszenie - wartość ujemna)	-	-	-	-	-	-	-	-
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	7	1	24	27	30	33	37	40
PRZYCHODY OGÓŁEM	2 578	3 455	4 226	4 845	5 329	5 873	6 480	7 020
dynamika r/r	-	34,01%	22,30%	14,65%	10,00%	10,19%	10,33%	8,35%

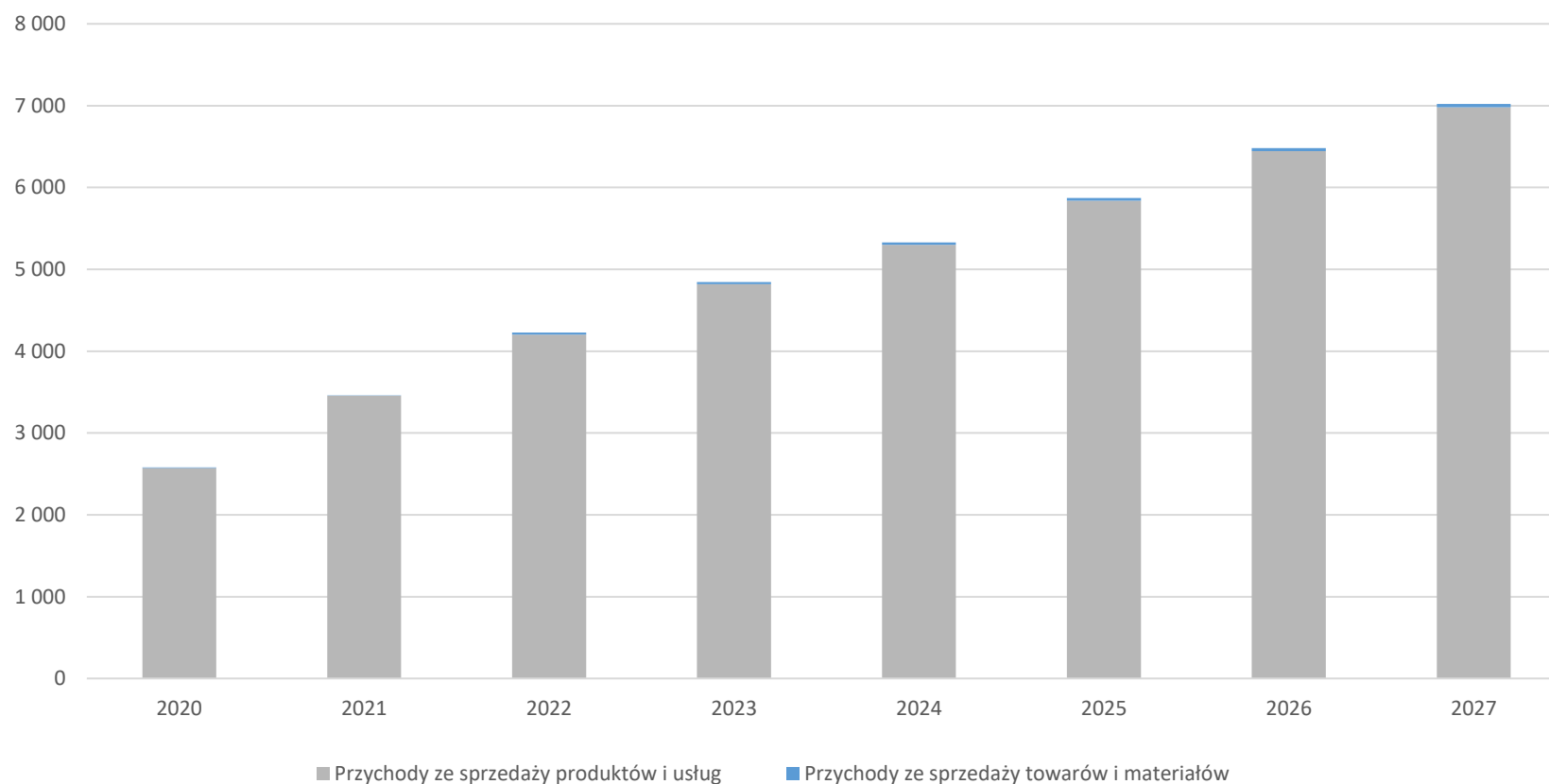
Źródło: dane Spółki



budujemy zaufanie

w audycie

Struktura przychodów ze sprzedaży (tys. zł)





budujemy zaufanie

w audycie

Tabela 8 Prognoza kosztów działalności operacyjnej (tys. zł)

Koszty działalności operacyjnej	DANE HISTORYCZNE			PROGNOZA				
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Wyszczególnienie								
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	115	165	196	225	248	273	301	326
Koszty rodzajowe:	2 200	1 995	1 870	2 057	2 160	2 236	2 303	2 372
Amortyzacja	14	15	9	9	10	10	11	11
Zużycie materiałów i energii	483	391	327	360	378	391	403	415
Usługi obce	1 076	925	760	837	878	909	936	964
Podatki i opłaty	30	63	52	57	60	62	64	66
Wynagrodzenia	444	439	561	617	648	671	691	712
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	79	101	117	128	135	140	144	148
Pozostałe koszty rodzajowe	73	61	44	48	50	52	54	55
RAZEM KOSZTY OPERACYJNE	2 314	2 160	2 066	2 282	2 408	2 508	2 604	2 698
dynamika r/r		-6,67%	-4,33%	10,44%	5,49%	4,19%	3,80%	3,62%
WYNIK NA SPRZEDAŻY	264	1 295	2 160	2 563	2 922	3 364	3 876	4 322
dynamika r/r	-	390,49%	66,71%	18,67%	14,00%	15,14%	15,21%	11,52%

Źródło: dane Spółki

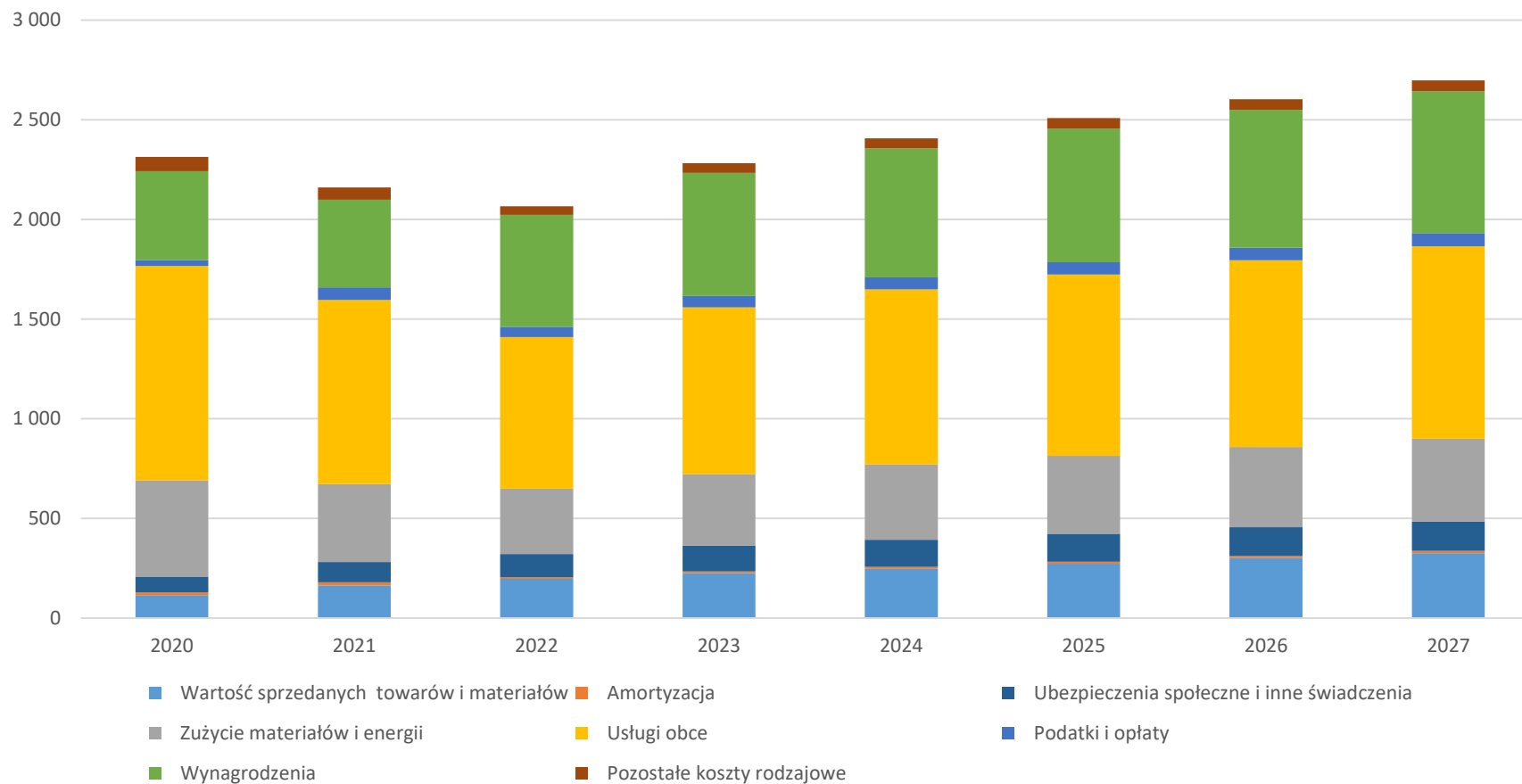
Specyficznym kosztem działalności każdego przedsiębiorstwa jest amortyzacja majątku trwałego, jako koszt niepowodujący efektywnego wypływu pieniądza z firmy, ważny zwłaszcza przy sporządzaniu rachunku przepływów pieniężnych. W analizie wykorzystano zaprognozowaną amortyzację przez Zamawiającego.



budujemy zaufanie

w audycie

Struktura kosztów działalności operacyjnej (tys. zł)

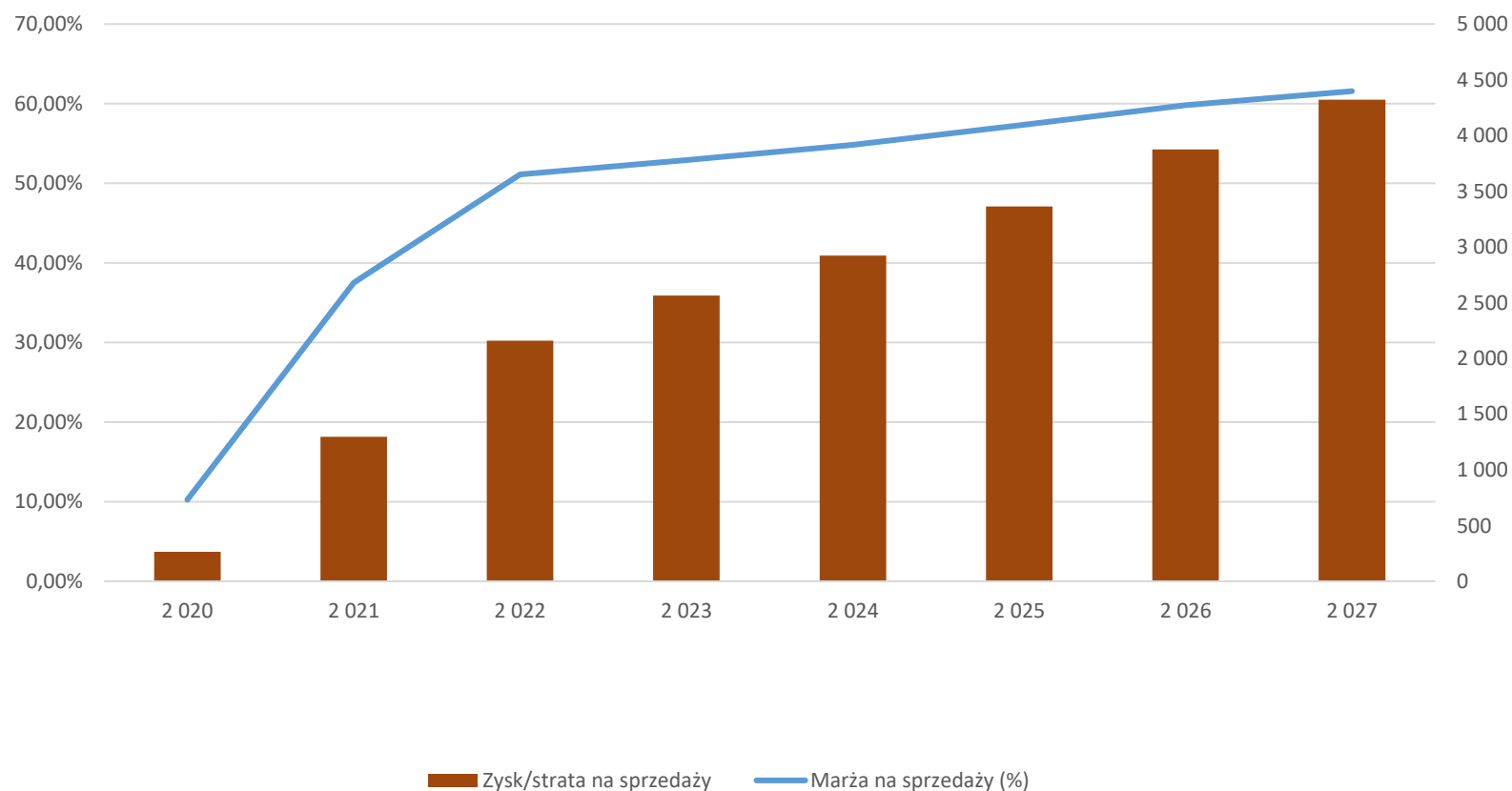




budujemy zaufanie

w audycie

Zysk na sprzedaży (tys. zł) / marża na sprzedaży (%)





budujemy zaufanie



Tabela 9 Nakłady inwestycyjne oraz odtworzeniowe (tys. zł)

Nakłady inwestycyjne oraz odtworzeniowe (na środki trwałe i wartości niematerialne i prawne)	PROGNOZA				
	2023	2024	2025	2026	2027
Wyszczególnienie					
Nakłady odtworzeniowe	9	10	10	11	11
Nakłady inwestycyjne	-	1 000	463	-	9 934
Etap III - Poszerzenie Cmentarza Komunalnego o ok. 2 ha	-	1 000	463	-	-
Etap IV - Poszerzenie Cmentarza Komunalnego o ok. 5 ha	-	-	-	-	9 934
Inwestycje ogółem	9	1 010	473	11	9 945

Źródło: dane Spółki

Zamawiający przedstawił prognozowane nakłady inwestycyjne na lata 2023 – 2027 dotyczące budowy cmentarza komunalnego w Podgórkach Tynieckich w Krakowie w ramach umowy partnerstwa publiczno-prywatnego z Gminą Miejską Kraków, w których nie zawarł nakładów odtworzeniowych. Zamawiający przedstawił informację, iż na lata 2023 – 2027 planuje ponosić nakłady odtworzeniowe na poziomie amortyzacji uzyskiwanej w danym roku prognozy.

Prognoza pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych oraz przychodów i kosztów finansowych

Poziomy przychodów i kosztów pozostałej działalności operacyjnej i działalności finansowej zostały przyjęte na poziomie planu Jednostki.

Tabela 10 Prognoza pozostałej działalności operacyjnej (tys. zł)

<i>Pozostała działalność operacyjna</i>	<i>DANE HISTORYCZNE</i>			<i>PROGNOZA</i>				
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Wyszczególnienie								
Pozostałe przychody operacyjne	30	14	17	13	14	14	15	15
Pozostałe koszty operacyjne	19	16	46	51	53	55	57	58
Wpływ na wynik finansowy	11	-1	-29	-38	-39	-41	-42	-43

Źródło: dane Spółki

Tabela 11 Prognoza wyników z działalności finansowej (tys. zł)

<i>Działalność finansowa</i>	<i>DANE HISTORYCZNE</i>			<i>PROGNOZA</i>				
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Wyszczególnienie								
Przychody finansowe	-	14	-	-	-	-	-	-
Koszty finansowe	86	65	164	304	252	212	171	146
Wpływ na wynik finansowy	-86	-51	-164	-304	-252	-212	-171	-146

Źródło: dane Spółki

Zadłużenie

Na Dzień Wyceny Spółka korzystała z finansowania zewnętrznego. Na zobowiązania finansowe Spółki w łącznej kwocie 5 148 tys. zł składały zobowiązania do:

- ING Bank Śląski S.A. z tytułu uproszczonego kredytu inwestycyjnego na kwotę 921 tys. zł,
- ING Bank Śląski S.A. z tytułu korporacyjnego kredytu inwestycyjnego na kwotę 623 tys. zł,
- Udziałowca Pana Tomasza Salskiego z tytułu pożyczek na łączną kwotę 3 604 tys. zł – Pożyczki od Udziałowca zostały udzielone na okres 10 lat od dnia 31 grudnia 2022 i są oprocentowane stałą stopą procentową w wysokości 6%. Przyjęty harmonogram zakłada płatności 40 tys. zł miesięcznie. Spółka zakłada, iż w kolejnych latach wypracowane nadwyżki finansowe będą przeznaczone na spłatę zadłużenia.



budujemy zaufanie

w audycie

Spółka przedstawiła prognozy sald zadłużeń na lata 2023 – 2027 zgodnie z tabelą poniżej.

Tabela 12 Prognoza salda zadłużenia (tys. zł)

<i>Oprocentowanie oraz planowane saldo zadłużenia</i>	<i>DANE HISTORYCZNE</i>			<i>PROGNOZA</i>		
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Wyszczególnienie						
ING Bank Śląski S.A. - Uproszczony kredyt inwestycyjny	921	704	488	271	54	-
ING Bank Śląski S.A. - Korporacyjny kredyt inwestycyjny	623	125	-	-	-	-
Pan Tomasz Salski – Pożyczka	3 604	3 332	3 044	2 739	2 414	2 069
Zadłużenie ogółem	5 148	4 161	3 532	3 010	2 468	2 069

Źródło: dane Spółki

Prognoza zmian w kapitale obrotowym

Tabela 13 Prognoza stanów składników kapitału obrotowego netto (tys. zł)

<i>Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy</i>	<i>DANE HISTORYCZNE</i>			<i>PROGNOZA</i>				
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Wyszczególnienie								
1. Aktywa obrotowe	247	285	458	516	556	598	642	683
Zapasy	97	191	219	242	256	266	277	287
należności z tytułu dostaw i usług	80	91	53	61	67	74	82	89
pozostałe należności	70	3	185	212	233	257	284	307
2. Zobowiązania krótkoterminowe	839	583	353	390	411	428	445	461
zobowiązania z tytułu dostaw i usług	430	238	266	293	309	322	335	347
pozostałe zobowiązania	409	345	87	96	102	106	110	114
3. Kapitał Obrotowy Netto (1-2)	-592	-297	105	126	145	169	198	222
4. Zmiana Kapitału Obrotowego Netto	-	294	402	21	19	24	28	24

Źródło: dane Spółki



budujemy zaufanie



w audycie

Główne pozycje bilansowe składające się na kalkulację aktywów obrotowych – zapasy, należności oraz zobowiązania handlowe i pozostałe (za wyjątkiem finansowych) – zostały obliczone przy wykorzystaniu wskaźników cykli ich rotacji w dniach, i tak:

- ♦ wskaźniki rotacji należności odniesiono do przychodów ze sprzedaży,
- ♦ wskaźniki rotacji zapasów oraz zobowiązań odniesiono do poziomu kosztów działalności operacyjnej bez amortyzacji,

W prognozie założono, iż wskaźniki rotacji należności, zobowiązań i zapasów, użyte dla okresów prognozy będą na poziomie wskaźników za rok 2022.

Tabela 14 Cykl rotacji (w dniach)

<i>Cykle rotacji</i>	<i>DANE HISTORYCZNE</i>			<i>PROGNOZA</i>				
Wyszczególnienie	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Cykl rotacji zapasów	15	33	39	39	39	39	39	39
Cykl rotacji należności z tyt. DiU	11	10	5	5	5	5	5	5
Cykl rotacji pozostałych należności	10	0	16	16	16	16	16	16
Cykl rotacji zobowiązań z tyt. DiU	68	40	47	47	47	47	47	47
Cykl rotacji pozostałych zobowiązań	65	59	15	15	15	15	15	15

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki

Rachunek zysków i strat prognozowany

W okresie prognozy stopa podatku dochodowego została przyjęta zgodnie z ustawą o podatku dochodowym od osób prawnych, tj. w wysokości 19,0%. Na potrzeby wyceny przyjęto założenie, że wygenerowane przez Spółkę w okresie prognozy zyski brutto będą odpowiadały dochodowi stanowiącemu podstawę opodatkowania podatkiem dochodowym od osób prawnych.



budujemy zaufanie



w audycie

Tabela 15 Rachunek zysków i strat prognozowany (tys. zł)

<i>Rachunek zysków i strat</i>	<i>DANE HISTORYCZNE</i>			<i>PROGNOZA</i>				
Wyszczególnienie	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
1. Przychody ze sprzedaży	2 578	3 455	4 226	4 845	5 329	5 873	6 480	7 020
2. Koszty działalności operacyjnej	2 314	2 160	2 066	2 282	2 408	2 508	2 604	2 698
3. Zysk ze sprzedaży (1-2)	264	1 295	2 160	2 563	2 922	3 364	3 876	4 322
4. Pozostałe przychody operacyjne	30	14	17	13	14	14	15	15
5. Pozostałe koszty operacyjne	19	16	46	51	53	55	57	58
6. Zysk na dział. Operacyjnej (3+4-5) (EBIT)	275	1 294	2 131	2 525	2 882	3 323	3 834	4 279
7. Przychody finansowe	-	14	-	0	0	0	0	0
8. Koszty finansowe	86	65	164	304	252	212	171	146
9. Zysk brutto (6+7-8)	189	1 243	1 966	2 221	2 630	3 111	3 663	4 133
10. Podatek dochodowy	44	243	0	422	500	591	696	785
11. Zysk netto (9-10)	144	1 000	1 966	1 799	2 130	2 520	2 967	3 347
EBIT	275	1 294	2 131	2 525	2 882	3 323	3 834	4 279
Amortyzacja	14	15	9	9	10	10	11	11
EBITDA	289	1 310	2 139	2 535	2 892	3 334	3 844	4 290
Efektywna stopa opodatkowania	23,44%	19,52%	0,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Marża EBIT (%)	10,66%	37,45%	50,41%	52,12%	54,08%	56,59%	59,17%	60,95%
Marża EBITDA (%)	11,22%	37,90%	50,62%	52,31%	54,27%	56,76%	59,33%	61,11%
Rentowność zysk netto (%)	5,60%	28,95%	46,52%	37,13%	39,97%	42,91%	45,79%	47,68%

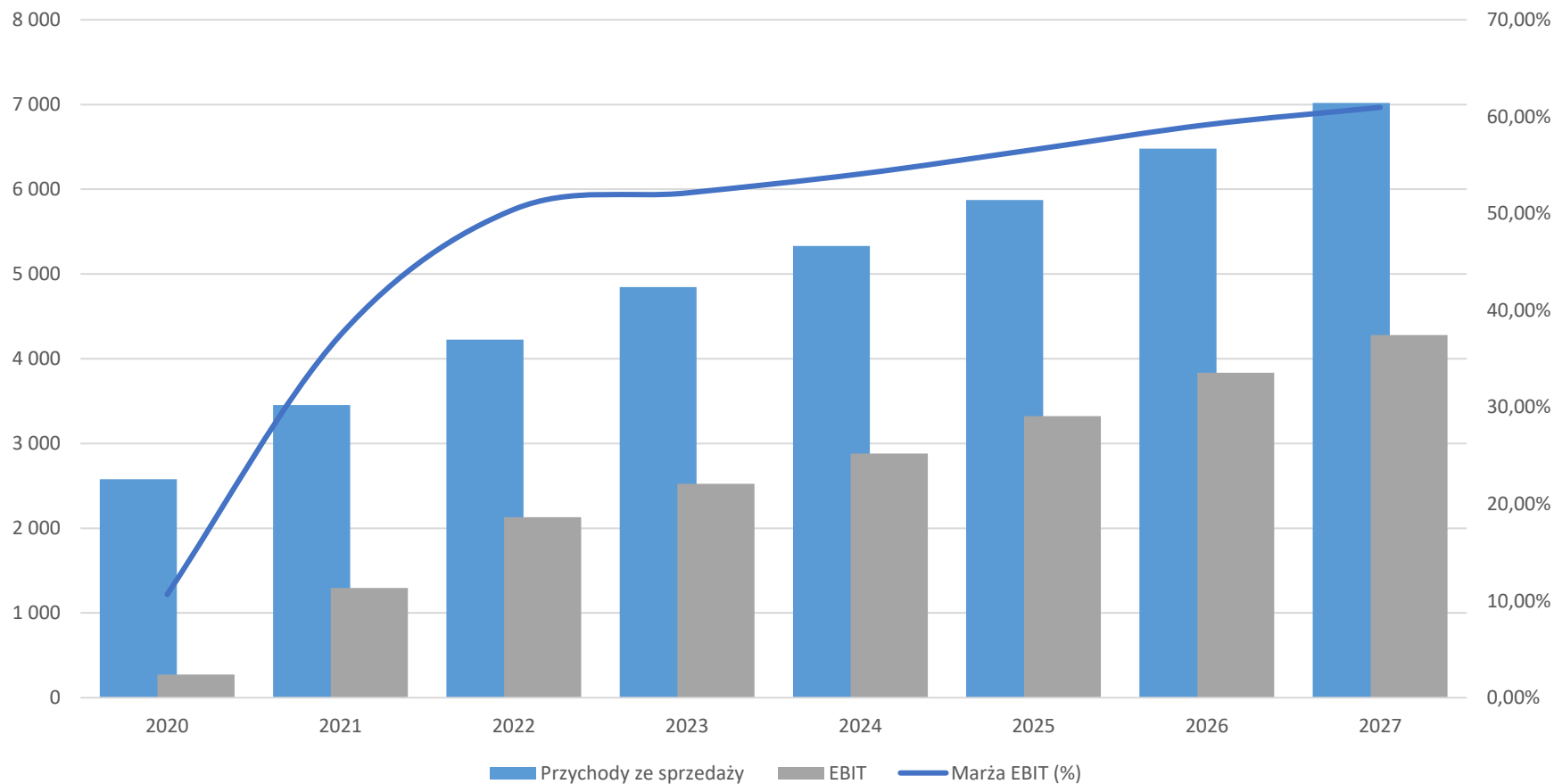
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



budujemy zaufanie

w audycie

Przychody ze sprzedaży/EBIT (tys. zł), marża (%)

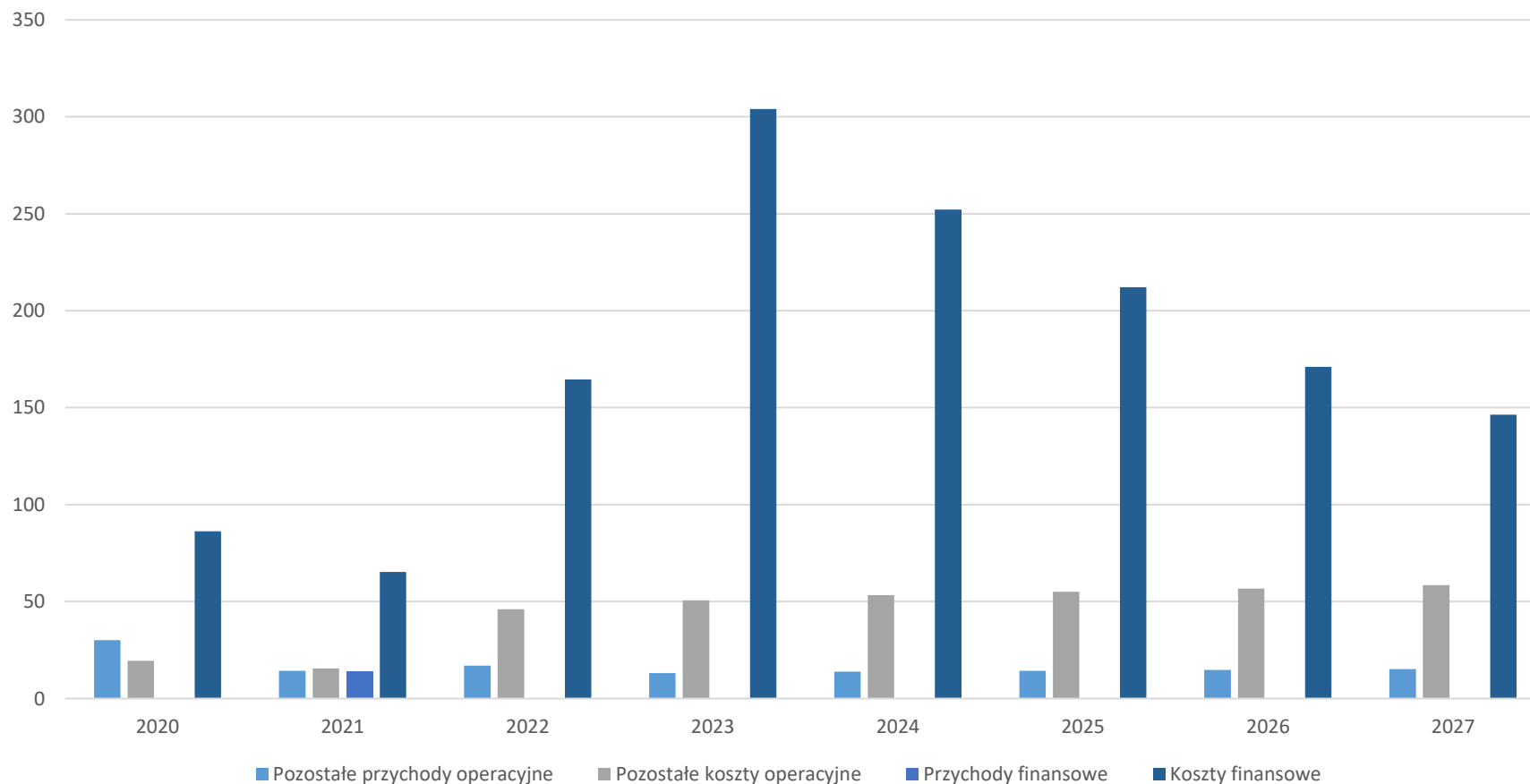




budujemy zaufanie

w audycie

Pozostała działalność operacyjna/działalność finansowa (tys. zł),





think global · think tgs

budujemy zaufanie



Bilans prognozowany

Tabela 16 Bilans prognozowany (tys. zł)

<i>Bilans</i>	<i>DANE HISTORYCZNE</i>			<i>PROGNOZA</i>				
Wyszczególnienie	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
A. Aktywa trwałe	8 693	8 352	8 005	7 674	8 343	8 373	7 918	17 396
I. Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	1 090	1 069	1 056	1 056	1 056	1 056	1 056	1 056
II. Inwestycje długoterminowe	-	-	-	-	-	-	-	-
III. Inwestycje długoterminowe	-	-	-	-	-	-	-	-
IV. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	7 603	7 283	6 948	6 618	7 287	7 317	6 862	16 340
B. Aktywa obrotowe	673	659	840	2 391	3 581	5 885	9 081	2 863
I. Zapasy	97	191	219	242	256	266	277	287
II. Należności krótkoterminowe	150	94	238	273	301	331	366	396
- należności z tyt. dostaw i usług	80	91	53	61	67	74	82	89
- pozostałe należności	70	3	185	212	233	257	284	307
III. Inwestycje krótkoterminowe	36	35	43	1 165	1 977	3 922	6 775	220
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	390	339	339	339	339	339	339	339
Aktywa razem	9 366	9 012	8 845	9 694	11 216	13 232	15 674	18 638



budujemy zaufanie



w audycie

Tabela 17 Bilans prognozowany (tys. zł), cd

<i>Bilans</i>	<i>DANE HISTORYCZNE</i>			<i>PROGNOZA</i>				
Wyszczególnienie	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
A. Kapitał (fundusz) własny	372	1 372	3 338	5 137	7 268	9 788	12 755	16 102
I. Kapitał podstawowy	5	5	5	5	5	5	5	5
II. Kapitał (fundusz) zapasowy	222	367	1 367	3 333	5 132	7 263	9 783	12 750
III. Pozostałe kapitały	-	-	-	-	-	-	-	-
IV. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	-	-	-	-	-	-	-
V. Zysk (strata) netto	144	1 000	1 966	1 799	2 130	2 520	2 967	3 347
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	8 994	7 640	5 507	4 557	3 948	3 444	2 919	2 536
I. Rezerwy na zobowiązania	-	-	-	-	-	-	-	-
II. Zobowiązania długoterminowe	7 654	6 560	4 432	3 531	3 009	2 468	2 069	1 704
- kredyty i pożyczki	7 654	6 560	4 432	3 531	3 009	2 468	2 069	1 704
- pozostałe zobowiązania finansowe	-	-	-	-	-	-	-	-
- pozostałe zobowiązania	-	-	-	-	-	-	-	-
III. Zobowiązania krótkoterminowe	1 325	1 069	1 068	1 019	933	970	844	825
- kredyty i pożyczki	486	486	716	630	522	542	400	365
- zobowiązania z tytułu dostaw i usług	430	238	266	293	309	322	335	347
- pozostałe zobowiązania	409	345	87	96	102	106	110	114
IV. Rozliczenia międzyokresowe	16	11	6	6	6	6	6	6
Pasywa razem	9 366	9 012	8 845	9 694	11 216	13 232	15 674	18 638

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



think global · think tgs

budujemy zaufanie



Rachunek przepływów pieniężnych prognozowany

Tabela 18 Rachunek przepływów pieniężnych prognozowany (tys. zł)

Rachunek przepływów pieniężnych	PROGNOZA				
	2023	2024	2025	2026	2027
Wyszczególnienie					
1. Zysk na działalności operacyjnej	2 525	2 882	3 323	3 834	4 279
2. Amortyzacja	9	10	10	11	11
3. Obowiązkowe obciążenia wyniku brutto	-422	-500	-591	-696	-785
4. Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	331	-669	-30	456	-9 478
5. Zmiany w kapitale obrotowym	-21	-19	-24	-28	-24
6. Inne	-	-	-	-	-
A. Przepływy działalności operacyjnej	2 422	1 704	2 688	3 576	-5 998
1. Nabycie aktywów trwałych	-9	-10	-10	-11	-11
2. Sprzedaż aktywów trwałych	-	-	-	-	-
3. Inne	-	-	-	-	-
B. Przepływy działalności inwestycyjnej	-9	-10	-10	-11	-11
1. Zaciągnięcie/spłata kredytów i pożyczek	-987	-630	-521	-541	-400
2. Koszty finansowe	-304	-252	-212	-171	-146
3. Przychody finansowe	-	-	-	-	-
C. Przepływy działalności finansowej	-1 291	-882	-733	-712	-546
D. Zmiana stanu środków pieniężnych (A+B+C)	1 122	812	1 945	2 853	-6 555
E. Środki pieniężne na początek okresu	43	1 165	1 977	3 922	6 775
F. Środki pieniężne na koniec okresu	1 165	1 977	3 922	6 775	220

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki.



budujemy zaufanie



Prognoza wolnych przepływów pieniężnych do wyceny

Tabela 19 Prognoza przepływów pieniężnych FCF (tys. zł)

<i>Prognoza wolnych przepływów pieniężnych (FCF)</i>	<i>PROGNOZA</i>					<i>Przepływy po okresie prognozy szczegółowej</i>
	2023	2024	2025	2026	2027	
Wyszczególnienie						
1. Zysk z działalności operacyjnej	2 525	2 882	3 323	3 834	4 279	4 279
2. Amortyzacja	340	341	442	467	467	1 051
- amortyzacja środków trwałych i wartości niematerialnych i prawnych	9	10	10	11	11	11
- rozliczenie rozliczeń międzyokresowych dotyczące cmentarza komunalnego	331	331	432	456	456	1 040
3. Podatek dochodowy	-480	-548	-631	-728	-813	-813
4. Nakłady inwestycyjne, w tym:	-9	-1 010	-473	-11	-9 945	-1 051
- budowa cmentarza komunalnego ujętego w rozliczeniach międzyokresowych	-	-1 000	-463	-	-9 934	-1 040
- pozostałe nakłady inwestycyjne	-9	-10	-10	-11	-11	-11
5. Zmiana kapitału obrotowego	-21	-19	-24	-28	-24	-
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	2 355	1 646	2 638	3 533	-6 036	3 466
Wolne przepływy pieniężne, narastająco	2 355	4 001	6 639	10 172	4 135	

Źródło: opracowanie własne.

W pozycji nakłady na budowę cmentarza komunalnego Spółka ujmuje nakłady dotyczące umowy koncesyjnej dotyczącej cmentarza komunalnego w Podgórkach Tynieckich w Krakowie. Projekt realizowany jest w ramach umowy partnerstwa publiczno-prywatnego z Gminą Miejską Kraków. Inwestycja realizowana jest w IV etapach:

- ♦ etap I – wykonanie prac projektowych i robót budowlanych w zakresie części budynku



budujemy zaufanie



w audycie

- ♦ etap II – wykonanie prac projektowych i robót budowlanych w zakresie pozostałej części budynku (budynek administracyjny wraz z obiektem ceremonialnym) wraz z organizowaniem terenu oraz 2 ha cmentarza
- ♦ etap III – wykonanie prac projektowych i robót budowlanych w zakresie 2 ha cmentarza
- ♦ etap IV - wykonanie prac projektowych i robót budowlanych pozostałej części Obiektu.

Do dnia wyceny Spółka wykonała etap I i II. Spółka prognozuje ponieść nakłady na etap III i IV zgodnie z informacjami przedstawionymi w tabeli numer 9. Mając na uwadze charakter wydatków, pozycje ujęto bilansowo jako rozliczenia międzyokresowe. Ponadto w prognozie zmiany stanu rozliczeń międzyokresowych uwzględniono rozliczenie etapu I i II oraz rozpoczęcie rozliczania etapu III i IV – rozliczenie ujęto w powyższej tabeli w wierszu zatytułowanym „2. Amortyzacja - rozliczenie rozliczeń międzyokresowych dotyczące cmentarza komunalnego”. Poza wskazanymi w tabeli rozliczeniami rozliczeń międzyokresowych nie wystąpiły inne zmiany w okresie prognozy.

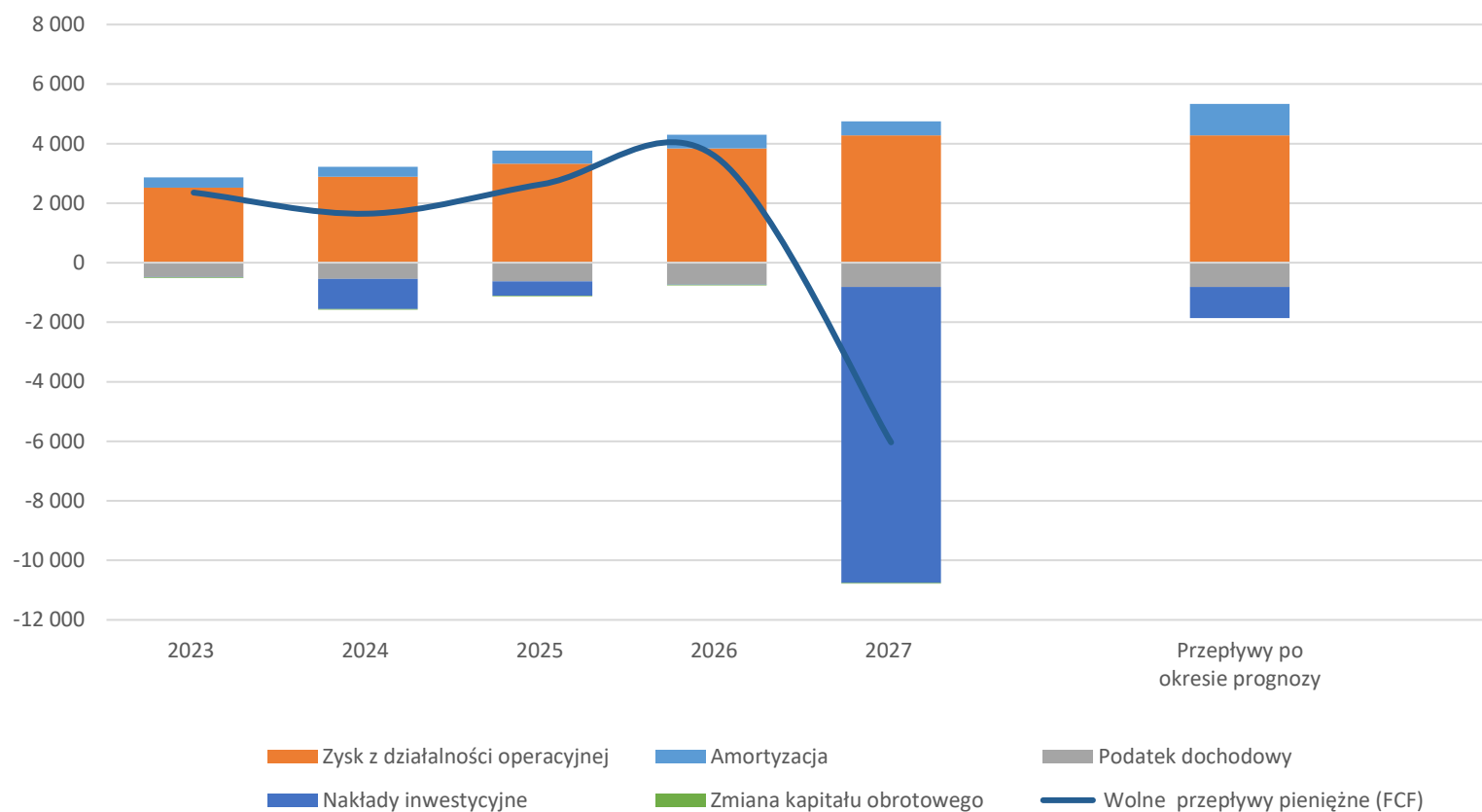
Istotny wzrost nakładów inwestycyjnych w 2027 roku wynika z realizacji czwartego etapu umowy partnerstwa publiczno-prywatnego z Gminą Miejską Kraków dotyczącej budowy cmentarza komunalnego w Podgórkach Tynieckich w Krakowie



budujemy zaufanie

w audycie

FCF w okresie prognozy (tys. zł)





budujemy zaufanie



w audycie

Oszacowanie średnioważonego kosztu kapitału (WACC) oraz stopy dyskontowej

Przy szacowaniu średnioważonego kosztu kapitału, wykorzystano strukturę rynkową, określoną na podstawie badań spółek z sektora i opublikowaną przez Bank Danych Lokalnych. Struktura rynkowa zakłada, że w 31% odbywać się będzie z kapitału własnego Spółki. Poniżej zaprezentowano strukturę finansowania w okresie prognozy.

Tabela 20 Struktura finansowania (tys. zł)

Struktura finansowania	PROGNOZA					Przeptywy po okresie prognozy
	2023	2024	2025	2026	2027	RV
Wyszczególnienie						
Kapitał własny	31%	31%	31%	31%	31%	31%
Kapitały obce oprocentowane	69%	69%	69%	69%	69%	69%
Razem:	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Źródło: opracowanie własne.

Koszt kapitału własnego został ustalony w oparciu o metodę CAPM i składa się ze stopy wolnej od ryzyka, bety lewarowanej, premii za ryzyko oraz ryzyka specyficznego. Kalkulacja kosztu kapitału własnego przyjętego do wyceny zaprezentowana została poniżej.

Tabela 21 Koszt kapitału własnego dla FCFE

Koszt kapitału własnego - FCFE						
Wyszczególnienie	2023	2024	2025	2026	2027	RV
Stopa zwrotu wolna od ryzyka	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%
Beta odlewarowana	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37
Beta uwzględniająca stopień lewarowania	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04
Premia za ryzyko rynkowe	6,36%	6,36%	6,36%	6,36%	6,36%	6,36%



budujemy zaufanie



w audycie

D/E	2,2464	2,2464	2,2464	2,2464	2,2464	2,2464
Premia za wielkość przedsiębiorstwa	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%
Ryzyko specyficzne:						
- I wariant	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
- II wariant	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
- III wariant	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Koszt kapitału własnego						
- I wariant	28,50%	28,50%	28,50%	28,50%	28,50%	28,50%
- II wariant	29,50%	29,50%	29,50%	29,50%	29,50%	29,50%
- III wariant	30,50%	30,50%	30,50%	30,50%	30,50%	30,50%

Źródło: opracowanie własne.

Stopa zwrotu wolna od ryzyka została przyjęta w wysokości 6,69%, odpowiadającej rentowności 10-letnich obligacji skarbowych na rynku wtórnym na dzień 30 grudnia 2022. W celu zwiększenia elastyczności wyceny dla ryzyka specyficznego, w tym ryzyka realizacji prognoz, przyjęto dwa dodatkowe warianty, w których ryzyko to wynosi odpowiednio 1 oraz 2 punkty procentowe.

Koszt kapitału obcego uwzględnia korzyści z tarczy podatkowej na kosztach odsetkowych, obliczony z wykorzystaniem efektywnej stopy opodatkowania.

Tabela 22 Koszt kapitału obcego dla FCFF

Koszt kapitału obcego						
Wyszczególnienie	2023	2024	2025	2026	2027	RV
Referencyjna stopa procentowa	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%
Premia za ryzyko długu	1,18%	1,18%	1,18%	1,18%	1,18%	1,18%
Nominalny koszt kapitału obcego	7,87%	7,87%	7,87%	7,87%	7,87%	7,87%
Stopa podatku dochodowego	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Efektywny koszt kapitału obcego	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%	6,38%



budujemy zaufanie



w audycie

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 23 Zdyskontowane przepływy gotówkowe FCFF (tys. zł)

Stopa dyskontowa						
Wyszczególnienie	2023	2024	2025	2026	2027	RV
WACC - wariant I						
Stopa dyskontowa	13,19%	13,19%	13,19%	13,19%	13,19%	13,19%
Współczynnik dyskontujący - Wariant I	0,8834	0,7805	0,6895	0,6091	0,5381	0,5381
Zdyskontowane przepływy gotówkowe	2 081	1 285	1 819	2 152	-3 248	1 865
WACC - wariant II						
Stopa dyskontowa	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%
Skumulowany współczynnik dyskonta	0,8810	0,7762	0,6839	0,6026	0,5309	0,5309
Zdyskontowane przepływy gotówkowe	2 075	1 278	1 804	2 129	-3 205	1 840
WACC - wariant III						
Stopa dyskontowa	13,81%	13,81%	13,81%	13,81%	13,81%	13,81%
Skumulowany współczynnik dyskonta	0,8787	0,7720	0,6784	0,5961	0,5237	0,5237
Zdyskontowane przepływy gotówkowe	2 069	1 271	1 789	2 106	-3 161	1 815

Źródło: opracowanie własne

Wartość rezydualna oszacowana została jako wartość bieżąca znormalizowanych przepływów pieniężnych występujących po okresie prognozy finansowej, przy uwzględnieniu założeń stopy wzrostu po okresie prognozy, która została oszacowana na poziomie stopy równej zero (tzn. przy założeniu, że wpływ inflacji na przyszłe przepływy pieniężne będzie równoważony przez kurczenie się rynku). Do wyliczenia wartości rezydualnej uwzględniono przepływy pieniężne po okresie prognozy szczegółowej (3 466 tys. zł).



budujemy zaufanie



w audycie

Obliczoną na podstawie powyższych danych wartość dochodową przedsiębiorstwa pomniejszono o wartość zadłużenia według stanu na Dzień Wyceny oraz dyskonto z tytułu braku płynności w wysokości 21 %⁶, jako że walory Spółki nie są przedmiotem obrotu na aktywnym rynku i brak jest przez to możliwości szybkiej zmiany własności udziałów na gotówkę. Na Dzień Wyceny Spółka nie była w posiadaniu aktywów, które nie były wykorzystywane w działalności operacyjnej.

Tabela 24 Wyniki wyceny metodą FCFF (tys. zł)

Wycena metodą FCFF			
	Wariant 1	Wariant 2	Wariant 3
1. Wartość bieżąca FCFF z okresu prognozy	4 088	4 081	4 074
2. Stała stopa wzrostu FCFF po okresie prognozy (q)	0,00%	0,00%	0,00%
3. Wartość rezydualna	14 138	13 629	13 146
4. Bieżąca wartość zadłużenia	5 148	5 148	5 148
5. Wartość dochodowa (1+3-4)	13 078	12 562	12 071
Dyskonto z tytułu braku płynności oraz braku kontroli (21,00%*5)	-2 746	-2 638	-2 535
Wartość aktywów nieoperacyjnych		-	
Dyskonto z tytułu braku płynności		-21,00%	
Wycena po dyskoncie z tytułu braku płynności	10 331	9 924	9 536
Średnia arytmetyczna wartości dochodowej 100 % udziałów Spółki		9 930	

Źródło: opracowanie własne.

W wyniku przeprowadzonych analiz ustalono, że na dzień 31 grudnia 2022 roku Wartość godziwa 100 % udziałów Spółki, tj. 100 udziałów Spółki wyznaczona metodą dochodową zawiera się w przedziale od 9 536 tys. zł do 10 331 tys. zł. Rekomendowana wartość godziwa 100 % udziałów Spółki określoną metodą DCF stanowi **9 930 tys. zł.**

⁶ <https://financiacraft.pl/premia-za-plynnosc-i-dyskonto-za-brak-plynnosci/> data dostępu: 7 maja 2023 roku



budujemy zaufanie



w audycie

I. Analiza wrażliwości

Mając na uwadze istotny wpływ przyjętych założeń, w metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych, co do kształtowania się przyszłej sytuacji finansowej Spółki na wyniki, dokonano analizy wrażliwości wyników wyceny na zmianę wartości wybranych parametrów.

Tabela 25 Analiza wrażliwości na zmianę wielkości marży EBIT (tys. zł)

Zmiana marży EBIT (punkty procentowe)	-2,00 p.p.	-1,00 p.p.	bez zmian	+ 1,00 p.p.	+ 2,00 p.p.
Średnia marża EBIT w okresie prognozy	52,85%	54,85%	56,85%	58,85%	60,85%
Wartość Spółki	9 570	9 750	9 930	10 111	10 291

Źródło: opracowanie własne.

Zmiana zysku z działalności operacyjnej jest dodatnio skorelowana z wynikami wyceny Spółki. Zwiększenie w okresie prognozy marży EBIT o 1 punkt procentowy, względem zakładanej w wycenie, powoduje średni wzrost rekomendowanej wyceny do wartości godziwej Spółki o 180 tys. zł. Natomiast zmniejszenie marży o 1 punkt procentowy, względem wartości zakładanej w wycenie, powoduje średni spadek rekomendowanej wyceny do wartości godziwej Spółki o 180 tys. zł.

Tabela 26 Analiza wrażliwości na zmianę wysokości WACC (tys. zł)

Zmiana wysokości WACC (punkty procentowe)	-4,00 p.p.	-2,00 p.p.	bez zmian	+ 2,00 p.p.	+ 4,00 p.p.
WACC w okresie prognozy na poziomie	9,19% - 9,81%	11,19% - 11,81%	13,19% - 13,81%	15,19% - 15,81%	17,19% - 17,81%
Wartość Spółki	17 542	13 015	9 930	7 717	6 066

Źródło: opracowanie własne.

Zmiana średnioważonego kosztu kapitału jest ujemnie skorelowana z wynikiem wyceny Spółki. Zwiększenie średnioważonego kosztu kapitału o 2 punkty procentowe, względem poziomu oszacowanego w wycenie, prowadzi do zmniejszenia rekomendowanej wyceny do wartości godziwej Spółki o kwotę 2 213 tys. zł. Zmniejszenie średnioważonego kosztu kapitału o 2 punkty procentowe, względem poziomu zakładanego w wycenie, powoduje zwiększenie rekomendowanej wyceny do wartości godziwej Spółki o kwotę 3 084 tys. zł.



budujemy zaufanie



w audycie

J. Spis tabel

Tabela 1 Dane podmiotu wycenianego	3
Tabela 2 Struktura własności Spółki	4
Tabela 3 Wyniki z wyceny 100 % udziałów Spółki (tys. zł)	9
Tabela 4 Dziesięciu największych dostawców z 2022 roku	15
Tabela 5 Dziesięć źródeł przychodów ze sprzedaży towarów z 2022 roku	16
Tabela 6 Wybrane wskaźniki finansowe Spółki w okresie 2020-2022	18
Tabela 7 Prognoza przychodów z działalności operacyjnej (tys. zł)	20
Tabela 8 Prognoza kosztów działalności operacyjnej (tys. zł)	22
Tabela 9 Nakłady inwestycyjne oraz odtworzeniowe (tys. zł)	25
Tabela 10 Prognoza pozostałej działalności operacyjnej (tys. zł)	26
Tabela 11 Prognoza wyników z działalności finansowej (tys. zł)	26
Tabela 12 Prognoza salda zadłużenia (tys. zł)	27
Tabela 13 Prognoza stanów składników kapitału obrotowego netto (tys. zł)	27
Tabela 14 Cykl rotacji (w dniach)	28
Tabela 15 Rachunek zysków i strat prognozowany (tys. zł)	29
Tabela 16 Bilans prognozowany (tys. zł)	32
Tabela 17 Bilans prognozowany (tys. zł), cd.	33
Tabela 18 Rachunek przepływów pieniężnych prognozowany (tys. zł)	34
Tabela 19 Prognoza przepływów pieniężnych FCF (tys. zł)	35
Tabela 20 Struktura finansowania (tys. zł)	38
Tabela 21 Koszt kapitału własnego dla FCFF	38
Tabela 22 Koszt kapitału obcego dla FCFF	39
Tabela 23 Zdyskontowane przepływy gotówkowe FCFF (tys. zł)	40
Tabela 24 Wyniki wyceny metodą FCFF (tys. zł)	41



think global · think tgs

budujemy zaufanie



Tabela 25 Analiza wrażliwości na zmianę wielkości marży EBIT (tys. zł).....	42
Tabela 26 Analiza wrażliwości na zmianę wysokości WACC (tys. zł).....	42

4AUDYT sp. z o.o.
ul. Kochanowskiego 24/1
60-846 Poznań

t. +48 61 816 27 81
f. +48 61 855 10 39

w. www.4audyt.pl
e. biuro@4audyt.pl

NIP: 7811817052
REGON: 300821905

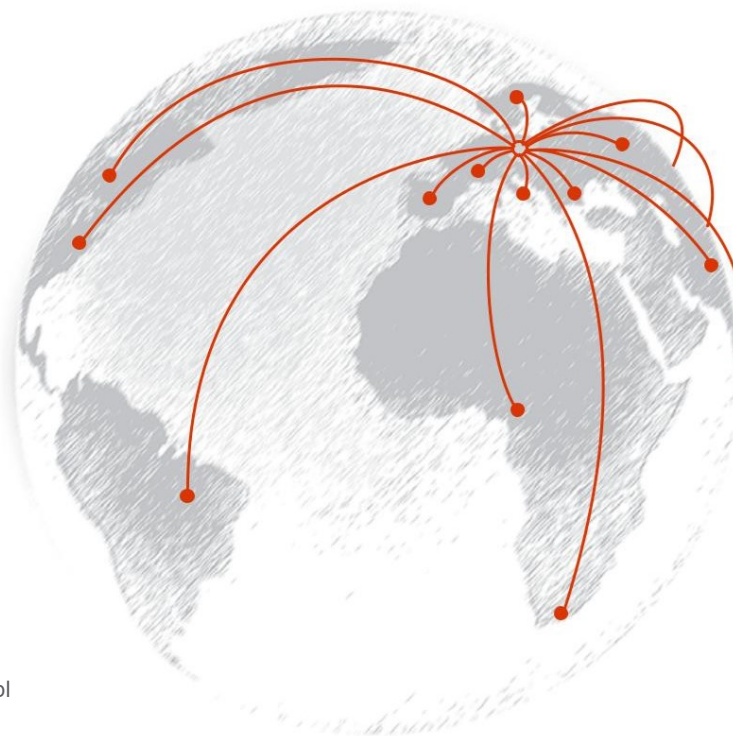
KRS 0000304558
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu
VIII Wydział Gospodarczy KRS

**An International Network of
Professional Accounting Firms**

budujemy zaufanie

think global · think tgs



4AUDYT sp. z o.o.
ul. Kochanowskiego 24/1
60-846 Poznań
e. biuro@4audyt.pl
w. www.4audyt.pl

Biuro Poznań
ul. Skryta 7/1
60-779 Poznań
e. poznan@4audyt.pl
t. +48 61 816 27 81
f. +48 61 855 10 39

Biuro Warszawa
ul. Obozowa 20/U11
00-867 Warszawa
e. warszawa@4audyt.pl
t. +48 61 816 27 81
f. +48 61 855 10 39

Biuro Wrocław
ul. Wałbrzyska 6-8
52-314 Wrocław
e. wroclaw@4audyt.pl
t. +48 519 351 025
f. +48 61 855 10 39

Biuro Katowice
al. Roździeńskiego 188C
40-203 Katowice
e. katowice@4audyt.pl
t. +48 519 351 030
f. +48 61 855 10 39

Biuro Gdańsk
al. Grunwaldzka 472 A
80-309 Gdańsk
e. gdansk@4audyt.pl
t. +48 519 351 036
f. +48 61 855 10 39

NIP: 7811817052
REGON: 300821905

KRS 0000304558
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu
VIII Wydział Gospodarczy KRS