



Siedziba: 87-100 Toruń, ul. Odrodzenia 3/13, tel./ 694 460 740

NIP: 879-104-47-29 REGON: 870613341

e-mail: [biuro@bontorun.com.pl](mailto:biuro@bontorun.com.pl), [www.bontorun.com.pl](http://www.bontorun.com.pl)

**RAPORT Z WYCENY ZORGANIZOWANEGO PRZEDSIĘBIORSTWA**  
**O nazwie „Przedsiębiorstwo Usługowo-Handlowe "NAFTA-TRANS"**  
**Spółka z o.o. w Pile, Aleja Powstańców Wlkp. 163 a**  
**NIP: 764-23-77-112**

Nr egzemplarza: 1/2

TEMAT  
OPRACOWANIA

Określenie wartości Zorganizowanego Przedsiębiorstwa  
**Przedsiębiorstwo Usługowo-Handlowe "NAFTA-TRANS"**  
**Spółka z o.o.**

LOKALIZACJA  
ADRES

**64 920 Piła , Aleja Powstańców Wlkp. 163 a**

ZAMAWIAJĄCY

Letus Capital SA z siedzibą w Warszawie ul Al.  
Jerozolimskie 85

SPORZĄDZIŁ

Jarosław Jewiak Rzecznawca Majątkowy

DATA NA KTÓRĄ  
SPORZĄDZONO RAPORT

Toruń dnia 15 listopada 2017r

Biegły sądowy w zakresie wyceny maszyn i urządzeń,  
megaukładów, prac budowlanych w zakresie sieci  
zewnętrznych oraz wyceny przedsiębiorstw  
przy Sądzie Okręgowym w Toruniu.  
A-601-146/18

*mgr inż. Jarosław Jewiak*

## SPIS TREŚCI

1.0 Wytyczne do wyceny .....	4
1.01 Zestawienie skrótów ekonomicznych stosowanych w opracowaniu .....	4
1.02 Uwagi i zastrzeżenia do raportu .....	4
1.03 Podstawowe założenia wyceny .....	6
1.04 Standardy wartości .....	7
1.1 Kontekst raportu .....	8
1.1.1 Identyfikacja przedmiotu analizy i wyceny oraz okoliczności procesu wyceny .....	8
1.2 Cel opracowania raportu .....	9
1.3 Terminologia .....	10
1.4 Materiały źródłowe .....	10
1.5 Uwagi i zastrzeżenia formalne .....	10
1.5.1 Wartość rynkowa i wartość godziwa .....	10
1.5.2 Wartość biznesu a wartość przedsiębiorstwa .....	11
1.5.4 Ograniczenia informacyjne i inne bariery dotyczące procesu wyceny .....	12
1.5.5 Podstawy metodologiczne wyceny aktywów niematerialnych .....	13
1.5.5.1 Generalne podejście do wyceny przedsiębiorstw .....	13
1.5.5.2 Zasada wariantowości w wycenie przedsiębiorstw .....	16
1.5.5.3 Charakter wartości wycenianego przedsiębiorstwa .....	17
1.5.5.3.1 Punkt widzenia bazy analitycznej procesu szacowania .....	17
1.5.5.3.2 Punkt widzenia właścicieli i potencjalnych nabywców przedsiębiorstwa .....	19
1.5.5.4 Tryb wyceny przedsiębiorstwa w zależności od celu wyceny [klasyfikacja metod wyceny] .....	20
1.5.6 Procedura wyceny przedsiębiorstwa [aspekty praktyczne] .....	25
1.5.6.1 Metody majątkowe .....	25
1.5.6.1.1 Główne zasady .....	25
1.5.6.1.2 Identyfikacja aktywów zbędnych .....	26
1.5.6.1.3 Aktywa i pasywa poza bilansowe .....	26
1.5.6.1.4 Metoda aktywów netto [księgowa] .....	26
1.5.6.1.5 Metoda skorygowanych aktywów netto .....	27
1.5.6.1.5.1 Zasady korygowania sald bilansowych aktywów i pasywów .....	27
2 Założenia bazowe do wyceny .....	31

2.1 Data wyceny.....	31
2.2 Jednostki pieniężne analizy.....	32
2.3 Stopy procentowe.....	32
2.4 Jednostkowa wartość udziałów .....	32
2.5 Aspekty podatkowe i wysokość stóp podatkowych.....	32
2.6 Charakter wartości wycenianego składnika aktywów niematerialnych .....	32
2.7 Charakter rekomendowanych wyników wyceny .....	32
2.8 Zasada ostrożnej wyceny .....	32
2.9 Proces wyceny przedsiębiorstwa w funkcji czasu .....	33
2.10 Metodologia wyceny.....	33
2.11 Metody majątkowe wyceny przedsiębiorstwa .....	35
2.11.1 Kryterium istotności.....	35
2.11.2 Zasady weryfikacji i skala uwzględnienia aspektu likwidacyjnego .....	35
2.11.3 Weryfikacja stanu aktywów i pasywów .....	36
2.11.4 Zobowiązania poza bilansowe .....	36
2.11.5 Wycena przedsiębiorstwa metodą majątkową aktywów netto [metoda księgową] oraz metodą skorygowanych aktywów netto.....	36
2.11.5.1 Wyliczenie wartości księgowej oraz metoda korygowania aktywów netto .....	39
2.11.5.2 Obliczenie wartości według formuły Wilcoxa Gamblera.....	42
2.12 Podsumowanie wyników .....	42

## 1.0 Wytyczne do wyceny

### 1.01 Zestawienie skrótów ekonomicznych stosowanych w opracowaniu

<i>BEP</i>	- <i>Break Event Point [próg rentowności]</i>
<i>CAPM</i>	- <i>Capital Assets Pricing Model [model giełdowy wyceny kosztu kapitału, model wartościowania aktywów kapitałami własnymi]</i>
<i>DCF</i>	- <i>Discounted Cash Flows [zdyskontowane przepływy pieniężne]</i>
<i>EBIT</i>	- <i>Earnings Before Interests and Taxes [zysk operacyjny [zysk przed kosztami finansowymi i opodatkowaniem]</i>
<i>EBT</i>	- <i>Earnings Before Taxes [zysk brutto]</i>
<i>ENPV</i>	- <i>Expected Net Present Value [oczekiwana wartość zaktualizowana netto, wartość średnia ważona analizy scenariuszy]</i>
<i>EVA</i>	- <i>Economic Value Added [ekonomiczna wartość dodana]</i>
<i>FCF</i>	- <i>Free Cash Flows [wolne przepływy pieniężne]</i>
<i>IRR</i>	- <i>Internal Rate of Return [wewnętrzna stopa zwrotu]</i>
<i>KPiR</i>	- <i>Podatkowa Księga Przychodów i Rozchodów</i>
<i>MIRR</i>	- <i>Modified Internal Rate of Return [zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu]</i>
<i>MSBSF</i>	- <i>Międzynarodowe Standardy Badania Sprawozdań Finansowych</i>
<i>MSR</i>	- <i>Międzynarodowe Standardy Rachunkowości</i>
<i>MSSF</i>	- <i>Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej</i>
<i>NOPLAT</i> <i>[NOPAT]</i>	- <i>Net Operating Profit Less Adjusted Taxes [Net Operating Profit After Taxes, zysk operacyjny po opodatkowaniu]</i>
<i>NPV</i>	- <i>Net Present Value [wartość zaktualizowana netto]</i>
<i>ROIC [ROCE]</i>	- <i>Return on Invested Capital [Return on Capital Employeed, stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego]</i>
<i>RV</i>	- <i>Residua Value [wartość rezydualna, wartość pozostałościowa]</i>
<i>RZiS</i>	- <i>Rachunek zysków i strat</i>
<i>UE</i>	- <i>Unia Europejska</i>
<i>UPRP</i>	- <i>Urząd Patentowy Rzeczypospolitej Polskiej</i>
<i>WACC</i>	- <i>Weighted Average Cost of Capital [średni ważony koszt kapitału]</i>
<i>WNiP</i>	- <i>Wartości niematerialne i prawne</i>
<i>IP</i>	- <i>Intellectual Capital [kapitał intelektualny]</i>
<i>IA</i>	- <i>Intangible Assets [aktywa niematerialne]</i>

### 1.02 Uwagi i zastrzeżenia do raportu

1. Raport stanowi opracowanie ekonomiczne. Zostały w nim uwzględnione wyłącznie te informacje o charakterze formalnoprawnym i technicznym, których wpływ na aspekty ekonomiczno-finansowe został uznany za istotny.
2. Raport został przygotowany w oparciu o informacje uzyskane od Zleceniodawcy i w zaufaniu do poprawności otrzymanych informacji. Kompletność oraz poprawność otrzymanych informacji nie była przedmiotem odrębnej weryfikacji.
3. Zleceniobiorca nie ponosi odpowiedzialności za błędy lub nieścisłości Raportu wynikające z otrzymania niekompletnych lub nieprawdziwych informacji.

4. Zleceniodawca podejmując decyzję o wykorzystaniu raportu potwierdza zgodność przekazanych Zleceniobiorcy informacji z informacjami przywołanymi w Raporcie.
5. W przypadku, gdy przedmiot wyceny stanowią głównie lub m.in. aktywa niematerialne, Autor raportu dokonuje wyceny przy uwzględnieniu najbardziej oczywistej identyfikacji i interpretacji tego przedmiotu, zgodnej z ustawą o rachunkowości i praktyką ekonomiczną. W sytuacji, gdy określenie przedmiotu wyceny, niezależnie od jego cech jest odmienne od katalogu ustawowego i wynika z przyjętej przez Zleceniodawcę koncepcji prawnej, poprawność tej koncepcji nie obciąża w żaden sposób Autora wyceny. Niniejsze opracowanie nie stanowi bowiem w żadnym istotnym zakresie analizy o charakterze prawnym, a jedynie odwołuje się do zagadnień prawnych w takim zakresie, jaki został uznany przez Autora za adekwatny.
6. Zleceniobiorca nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za wykorzystanie Raportu przez osoby trzecie. Zleceniobiorca nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystanie fragmentów lub danych z Raportu w ramach innych dokumentów lub materiałów. Odpowiedzialność Zleceniobiorcy w związku z wykorzystaniem raportu jest ograniczona do wysokości otrzymanego wynagrodzenia do Zleceniodawcy.
7. Autor nie jest powiązany ani z organizacją Zleceniodawcy, ani z jednostkami od niej zależnymi w sposób bezpośredni lub pośredni. Tym samym posiada pełną zdolność do niezależnego świadczenia usług doradczych w zakresie objętym treścią tego Raportu.
8. Raport został opracowany na potrzeby i na podstawie decyzji Zleceniodawcy i może być wykorzystywany wyłącznie w celu, który został w jego ramach zdefiniowany.
9. Zleceniodawca uzyskuje prawo do wykorzystania raportu w swojej działalności po zapłaceniu wynagrodzenia Zleceniobiorcy.

Głównym zadaniem tego raportu jest zatem:

Kompilacja bilansu Spółki na dzień wyceny, polegająca na uwzględnieniu w nim wszystkich skorygowanych wartości wynikających z operatów szacunkowych sporządzonych przez rzeczoznawców.

Istotnym zagadnieniem jest to, że z powodów formalnych za dzień wyceny uznano 15.11.2017 r. Zatem to właśnie bilans na ten dzień [a nie np. bilans za rok 2016] stał się punktem wyjścia do procesu szacowania. Jednocześnie jednak ze względu na przeniesienie spółki w formie aportu czyli formalnie zaprzestania prowadzonej działalności Spółki przez obecny zarząd nie występują okoliczności, które wskazują na potrzebę uwzględnienia w wycenie tzw. Efektów zdarzeń przyszłych w stosunku do daty bilansowej, tu 31.12.2017 r.

W tych warunkach proces wyceny nie musiał uwzględniać znanych już efektów tzw. Zdarzeń przyszłych w stosunku do oficjalnej daty wyceny.

Celem opracowania, zgodnie z treścią umowy, jest określenie wartości rynkowej Zorganizowanego Przedsiębiorstwa, dla potrzeb przekształcenia własnościowego. Przedsiębiorstwo jest zorganizowanym zespołem składników niematerialnych i materialnych, przeznaczonym do prowadzenia działalności gospodarczej. Opracowanie spełnia wymagania w zakresie dotyczącym miarodajnego ustalenia wartości Zorganizowanego Przedsiębiorstwa. Opracowanie ma spełniać Funkcję doradczą (decyzyjną). Jej istotą jest dostarczenie niezbędnych informacji w związku z zamierzonymi transakcjami kapitałowymi oraz innymi decyzjami zarządczymi. Celem wyceny przedsiębiorstwa, jest ustalenie jego wartości na potrzeby:

- Kupna lub sprzedaży.
- Postępowania układowego, upadłościowego lub likwidacji.
- **wniesienia w formie aportu**

Określona wartość jest zgodna z rozumieniem wartości rynkowej w ustawie o podatku dochodowym od osób prawnych z dnia 15 lutego 1992 r. oraz ustawie o podatku dochodowym od osób fizycznych z dnia 26 lipca 1991 r.

Niniejsze opracowanie zostało wykonane ściśle do ww. celu i za jego wykorzystanie do innych celów autor nie ponosi odpowiedzialności. Przyjęta metodologia określenia wartości zgodna jest z obowiązującymi przepisami prawa w tym zakresie i Powszechnymi Krajowymi Zasadami Wyceny określonymi przez Polską Federację Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych a w szczególności Notą Interpretacyjną Nr 5 Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw.

Nota Interpretacyjną Nr 5 dotyczy czynności, których wykonywanie nie jest objęte zakresem uprawnień rzeczoznawców majątkowych określonych w art. 174 ust. 3 i 3a ustawy o gospodarce nieruchomościami, co oznacza, że wycena przedsiębiorstwa nie stanowi przejawu działalności zawodowej rzeczoznawcy majątkowego. Przepisy prawa nie zastrzegają wyceny przedsiębiorstw, jako domeny określonej grupy zawodowej, czynności te mogą wykonywać także rzeczoznawcy majątkowi, którzy występują w tym przypadku w roli specjalisty, eksperta lub doradcy. W wycenie przedsiębiorstw mogą mieć zastosowanie podstawowe zasady wyceny stanowiące zasób PKZW. Niniejszą NI należy odczytywać z uwzględnieniem stosownych zapisów pozostałych standardów i not interpretacyjnych. Poszczególne definicje i pojęcia niniejszej Noty mogą się różnić od definicji i pojęć stosowanych w wycenie nieruchomości. Przez wycenę przedsiębiorstwa rozumie się zleconą czynność lub proces dochodzenia do opinii o wartości przedsiębiorstwa, zorganizowanej części przedsiębiorstwa lub udziałów w jego kapitale własnym. Wycenę przedsiębiorstwa wykonuje wyceniający, rozumiany jako osoba lub zespół osób posiadających odpowiednie kwalifikacje. Nota wyróżnia następujące rodzaje wyceny przedsiębiorstw:

- 1 Pełną wycenę przedsiębiorstwa, której celem jest wydanie opinii na temat wartości przedsiębiorstwa przy zastosowaniu metod i procedur właściwych do obiektywnego, bezstronnego i rzetelnego określenia wartości.
- 2 **Uproszczoną wycenę przedsiębiorstwa, której celem jest oszacowanie wartości przedsiębiorstwa z ominięciem lub uproszczeniem niektórych procedur wymaganych w punkcie.1. W uproszczonej wycenie przedsiębiorstwa powinny zostać wyszczególnione przyjęte ograniczenia i uproszczenia wraz z uzasadnieniem ich zastosowania**

W przypadku powyższego opracowania ze względu na ominięcia i uproszczenia niektórych procedur zastosowano wariant 2 . Zastosowanie uproszczonych procedur lub ich pominięcia będą uzasadnione w dalszej części opracowania.

Uproszczone wycena przedsiębiorstwa charakteryzuje się następującymi właściwościami:

- 1 Jej wynik wyceny może być przedstawiony jako jedna wartość albo przedział wartości.
- 2 Opiera się na ograniczonym zakresie informacji.
- 3 Podczas zbierania i analizy informacji wyceniający pomija lub upraszcza wykorzystywane procedury.
- 4 Wycena oparta jest na podejściach uznanych przez wyceniającego za najbardziej właściwe.

### 1.03 Podstawowe założenia wyceny

Niezbędne jest określenie podstawowych założeń wyceny. Przyjęte założenia wpływają na wybór stosowanych metod wyceny. Wycena odbywa się na podstawie jednego z następujących założeń:

- 1 Założenia kontynuacji działalności - przyjmuje się, że wyceniane przedsiębiorstwo dysponuje zorganizowanym, zdolnym do generowania dochodu zespołem aktywów, zasobów ludzkich oraz nie występuje bezpośrednio zagrożenie zaprzestania działalności.
- 2 Założenia kontynuacji działalności pod innym zarządem - przyjmuje się, że wyceniane przedsiębiorstwo dysponuje zorganizowanym, zdolnym do generowania dochodu zespołem aktywów, zasobów ludzkich wymaga jednak działań restrukturyzacyjnych w celu poprawy efektywności działania.
- 3 Założenia likwidacji działalności w sytuacji nieprzymusowej – przyjmuje się, że aktywa są sprzedawane w rozsądnym przedziale czasu w celu uzyskania możliwie najwyższych wpływów z ich sprzedaży.
- 4 Założenia likwidacji działalności w sytuacji przymusowej - przyjmuje się, że aktywa są sprzedawane w możliwie najkrótszym czasie, co często powoduje uzyskanie niższych wpływów niż w sytuacji nieprzymusowej.
- 5 Założenia likwidacji zbędnych aktywów – przyjmuje się, że sprzedawana jest zorganizowana część mienia wchodząca w skład majątku przedsiębiorstwa.

W opracowaniu przyjęto podstawowe założenia wyceny opisane w punkcie 2

#### 1.04 Standardy wartości

Niezbędne jest określenie i zdefiniowanie standardu wartości mającego zastosowanie w danej wycenie. Standard wartości określa strony rzeczywistej lub hipotetycznej transakcji oraz warunki jej zawierania. Standard wartości definiuje poszukiwaną w procesie wyceny kategorię wartości. Wpływ na wybór standardu wartości powinny mieć w szczególności następujące przesłanki:

- a. cel wyceny,
- b. uwarunkowania prawne,
- c. uwarunkowania metodyczne,
- d. stan przedmiotu wyceny,
- e. przyjęte założenia i ograniczenia.

Jako standard wartości w wycenie przedsiębiorstw może być przyjęta jedna z następujących kategorii wartości:

**1 Godziwa wartość rynkowa (ang. *Fair Market Value*) - to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i nie działający pod przymusem (nakazem). Przyjmuje się, że wyceniający ma odpowiedni zasób informacji nt. stron transakcji oraz kupujący i sprzedający posiadają odpowiedni zasób wiedzy nt. przedmiotu wyceny. Wartość wyznaczona w oparciu o kategorię godziwej wartości rynkowej jest akceptowana przez kupującego i sprzedającego. Opisane warunki transakcji są bardzo zbliżone do wymogów definicyjnych Wartości Rynkowej stosowanej w Międzynarodowych Standardach Wyceny.**

2 Wartość sprawiedliwa (ang. *Fair Value*) - to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział konkretny, niekoniecznie zainteresowany przeprowadzeniem transakcji kupujący oraz konkretny, niezainteresowany przeprowadzeniem transakcji sprzedający.

Kupujący lub sprzedający muszą działać pod przymusem (nakazem). Wyznaczona wartość powinna być sprawiedliwa z punktu widzenia sprzedającego z uwzględnieniem faktu, że nie ma on możliwości utrzymania (zatrzymania) przedmiotu wyceny. Powyższa definicja nie jest tożsama z definicją wartości godziwej (ang. *FairValue*) zawartą w Międzynarodowych Standardach Rachunkowości.

3 Wartość inwestycyjna (ang. *Investment Value*) – to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny dla konkretnego inwestora (właściciela), przy szacowaniu której uwzględnia się jego indywidualne wymagania i oczekiwania odnośnie przedmiotu wyceny. Godziwa wartość rynkowa w odróżnieniu od wartości inwestycyjnej, jest odpersonifikowana i bezstronna.

4 Wartość wewnętrzna (ang. *Intrinsic Value*) - to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, która nie jest oszacowana w związku z konkretną transakcją, nie bierze pod uwagę, kim jest zleceniodawca i odbiorca wyceny, a opiera się na wszystkich informacjach nt. przedmiotu wyceny oraz czynnikach zewnętrznych mających wpływ na jego obecną i przyszłą sytuację ekonomicznofinansową.

4 W uzasadnionych przypadkach dopuszcza się również przyjęcie, jako standardu wartości innej kategorii wartości niż wymienione, w takiej sytuacji wymagane jest jednak zamieszczenie w wycenie stosowanego wyjaśnienia.

W opracowaniu przyjęto założenia standardu wartości opisane w punkcie 1

## 1.1 Kontekst raportu

### 1.1.1 Identyfikacja przedmiotu analizy i wyceny oraz okoliczności procesu wyceny

Przedmiotem wyceny jest przedsiębiorstwo „Przedsiębiorstwo Usługowo-Handlowe "NAFTA-TRANS" Spółka z o.o. w Pile, Aleja Powstańców Wlkp. 163 a NIP: 764-23-77-112 REGON: 572081455, Numer KRS: 0000126118 web: <http://www.krs-online.com.pl/przedsiębiorstwo-uslugowo-handlowe-nafta-krs-120056.html> W kwestii okoliczności procesu analizy i wyceny Spółki ustaliłem, co następuje:

W dniu 16.07.2002r w kancelarii Notariusza Elżbiety Wadowskiej podpisano umowę spółki

Numer i nazwa pola	Nr kolejny w polu	Nr wpisu		Zawartość
		wprow.	wykr.	
1.Informacja o zawarciu lub zmianach umowy spółki	1	1	-	16.07.2002R., NOTARIUSZ ELŻBIETA WADOWSKA, KANCELARIA NOTARIALNA W PILE, UL. 14 LUTEGO NR 16, REP.A NR 5907/2002.

W dniu 9.08.2002r spółka została wpisana do rejestru

Nr wpisu	1	Data dokonania wpisu	09.08.2002
Opis	REJESTRACJA W KRAJOWYM REJESTRZE SĄDOWYM		
Sygnatura akt	PO.XXII NS-REJ.KRS/4920/02/841		
Oznaczenie sądu	SĄD REJONOWY W POZNANIU, XXII WYDZIAŁ GOSPODARCZY KRAJOWEGO REJESTRU SĄDOWEGO		

Reprezentacja zarządu na dzień wyceny

Według KRS Prezesem zarządu w dniu wyceny był : Tymoteusz Olszewski, a członkiem zarządu był Krzysztof Moszkiewicz



Przedmiot działalności. Ujęto działalności niewykreślone

Rubryka 1 - Przedmiot działalności				
Numer i nazwa pola	Nr kolejny w polu	Nr wpisu		Zawartość
		wprow.	wykr.	
1.Przedmiot przeważającej działalności przedsiębiorcy	1	22	-	49, 41, Z, TRANSPORT DROGOWY TOWARÓW
95	22	-		25, 62, Z, OBRÓBKA MECHANICZNA ELEMENTÓW METALOWYCH
96	22	-		33, 12, Z, NAPRAWA I KONSERWACJA MASZYN
97	22	-		42, 99, Z, ROBOTY ZWIĄZANE Z BUDOWĄ POZOSTAŁYCH OBIEKTÓW INŻYNIERII LĄDOWEJ I WODNEJ, GDZIE INDZIEJ NIESKLASYFIKOWANE
98	22	-		42, 11, Z, ROBOTY ZWIĄZANE Z BUDOWĄ DRÓG I AUTOSTRAD
99	22	-		45, 20, Z, KONSERWACJA I NAPRAWA POJAZDÓW SAMOCHODOWYCH, Z WYŁĄCZENIEM MOTOCYKLI
100	22	-		47, 30, Z, SPRZEDAŻ DETALICZNA PALIW DO POJAZDÓW SILNIKOWYCH NA STACJACH PALIW
101	22	-		49, 39, Z, POZOSTAŁY TRANSPORT LĄDOWY PASAŻERSKI, GDZIE INDZIEJ NIESKLASYFIKOWANY
102	22	-		38, 11, Z, ZBIERANIE ODPADÓW INNYCH NIŻ NIEBEZPIECZNE
103	22	-		77, 12, Z, WYNAJEM I DZIERŻAWA POZOSTAŁYCH POJAZDÓW SAMOCHODOWYCH, Z WYŁĄCZENIEM MOTOCYKLI

□ Na podstawie sprawozdań finansowych za lata 2016-2017 można wskazać, że obroty ze sprzedaży Spółki spadły z 10 do 7,6 mln PLN, jednak Spółka wykazywała straty już na poziomie wyniku ze sprzedaży, odpowiednio 1,85 mln PLN. PLN oraz 1,63 tys. PLN. Saldo wyników finansowych netto było zblizone.

□ Suma bilansowa Spółki w latach 2016-2017 obniżyła się jedynie o około 3 110,79 PLN, a jest to wynikiem upłynnienia niefinansowych aktywów trwałych na kwotę 163 759,62 PLN w 2016r i na kwotę 1 472 316,03 PLN w 2017r Zasadniczą rolę w majątku spółki odgrywają aktywa trwałe rzeczowe, które stanowią 33% sumy bilansowej. Po dokonaniu korektych udział wzrósł do 77 %

□ Wartość kapitałów własnych w analizowanym okresie pozostała bez zmian, co stanowiło ok. 43% sumy bilansowej. W zakresie kapitałów obcych i zobowiązań kluczową rolę odgrywały inne zobowiązania [odpowiednio 5 % i 3 % sumy bilansowej] oraz zobowiązania krótkoterminowe wobec pozostałych jednostek [odpowiednio 36% oraz 37% sumy bilansowej].

## 1.2 Cel opracowania raportu

Raport został opracowany w celu oszacowania wartości Spółki i tym samym jej kapitałów własnych, do celów wniesienia spółki w formie aportu. Bezpośrednim zleceniodawcą opracowania raportu jest Letus Capital SA z siedzibą w Warszawie ul Al. Jerozolimskie 85 [dalej: **Zleceniodawca**]. Wykonawcą raportu jest Biuro Obsługi Nieruchomości "BON" Jarosław Jewiak, 87-100 Toruń, ul. Odrodzenia 3/13, NIP: 879-104-47-29, REGON 870613341 [dalej: **Zleceniobiorca**].

### 1.3 Terminologia

Dla określenia obszaru podlegającego wycenie, prócz sformułowania „spółka”, „przedsiębiorstwo” używane może być w raporcie także sformułowanie „biznes” [wartość biznesu] lub projekt [wartość projektu], co należy uznać w tym przypadku za określenia tożsame [w sensie ekonomicznym]. Natomiast dla potencjalnego określania wartości składników kapitału intelektualnego [gdyby raport do tych składników nawiązywał w dowolnym kontekście] używane są różne sformułowania, najczęściej wzorowane na literaturze przedmiotu [najczęściej anglojęzycznej], takie jak: IA – Intangible Assets [aktywa niematerialne], IP – Intellectual Property [własność intelektualna] czy WNiP – wartości niematerialne i prawne, jest to termin oficjalny, stosowany m.in. w ustawie o rachunkowości. W kontekście praktyki związanej z analizą ekonomiczną składników niematerialnych, pojęcie aktywów niematerialnych jest utożsamiane z pojęciem kapitału intelektualnego [podobnie, jak to ma miejsce w bilansie organizacji gospodarczej: aktywa vs pasywa]. Zatem w ramach niniejszego opracowania pojęcie IP i IA można traktować, jako tożsame. W raporcie wszystkie w/w określenia i skróty mogą być stosowane zamiennie, jakkolwiek najczęściej używanym skrótem jest „IP”.

### 1.4 Materiały źródłowe

Analiza została oparta na następujących materiałach źródłowych, przekazanych przez Zleceniodawcę:

- Sprawozdania finansowe oparte na księgach handlowych za lata 2016-2017.
- Konsultacje i dodatkowe materiały i informacje udzielone przez przedstawiciela zleceniodawcy
- Kalkulacja wartości środków trwałych wykonana przez pracowników spółki

Poza tym w opracowaniu wykorzystane zostały inne dostępne źródła, w szczególności:

- Informacje o przedsiębiorstwach oraz rynku sektorowym dostępne w sieci Internet.

### 1.5 Uwagi i zastrzeżenia formalne

#### 1.5.1 Wartość rynkowa i wartość godziwa

Ustawa o rachunkowości w obecnym brzmieniu rozróżnia i definiuje jedynie wartość godziwą. Jest to pojęcie szersze od terminu „wartość rynkowa”, które ogranicza się wyłącznie do przedmiotów transakcji, na które występuje aktywny rynek. Okazuje się, że na rynkach, nawet w wydaniu międzynarodowym na wiele dóbr nie ma realnie aktywnych rynków i stąd wywodzi się koncepcja „wartości godziwej”, posiadająca walory uniwersalne i pozwalająca na zdefiniowanie i skwantyfikowanie wartości w każdych warunkach.

Należy pamiętać, że Polska stanowi obszar gospodarczy, którego doświadczenia wolnorynkowe sięgają okresu relatywnie niedługiego i nie zdążył się wykształcić rynek, zwłaszcza aktywny na bardzo wiele aktywów, w tym w szczególności aktywów niematerialnych, ale także przedsiębiorstw. Z tego punktu widzenia nazywanie wycenionej wartości aktywa niematerialnego czy przedsiębiorstwa mianem „rynkowej” może często stanowić nadinterpretację. Z drugiej strony przepisy podatkowe silnie akcentują walor i wymóg „wartości rynkowej”, co – jak w wielu przypadkach – stanowi w Polsce sprzeczność i niekonsekwencję. Ponieważ jednak raport ten zawiera wycenę biznesu w warunkach realnej działalności konkretnego przedsiębiorstwa, akcentowanie tez ustawowych [ustawa o rachunkowości] przyniosłoby w kontekście interesów właściciela przedmiotowego biznesu

tylko nieuzasadnione problemy interpretacyjne. Z tego punktu widzenia można uznać, że nie występują przesłanki, aby nie uznawać wycenionej i rekomendowanej wartości przedmiotowego biznesu, jako „wartości rynkowej”. Z drugiej strony przedmiotowa wycena jest procesem szacowania ex post, przez co zwyczajowo w takich przypadkach występują okoliczności, wobec których interpretacja poziomu świadomości inwestycyjnej ówczesnych właścicieli przedsiębiorstwa, jak i ich zamierzeń i ich uzasadnienia może być utrudniona. Z tego punktu widzenia odniesienie wyniku wyceny do wartości godziwej wydaje się bardziej zasadne, przynajmniej pod względem formalnym. Ostatecznie zatem sugeruję, aby określić poszukiwaną wartość przedmiotowego przedsiębiorstwa, jako **wartość godziwą**.

### 1.5.2 Wartość biznesu a wartość przedsiębiorstwa

Metodologia wyceny przedsiębiorstw wyróżnia trzy tradycyjne podejścia do wyceny: podejście majątkowe i dochodowe oraz rynkowe [porównawcze]. Należy podkreślić, że zasadnicze preferencje stosowania dwóch pierwszych podejść opierają się na następujących pryncypach:

- 1 Podejście majątkowe nie jest opiniotwórcze [reprezentatywne] wobec przedsiębiorstw rentownych, tj. takich, dla których wartość dochodowa [lub rynkowa] przewyższa wartość majątkową [czyli  $D(R) > M$ ].
- 2 W przypadku, gdy przedsiębiorstwo jest uznawane za nierentowne [ $D(R) < M$ ], wartość majątkowa może być uznana za reprezentatywną [szczególnie, gdyby była to nierentowność o cechach trwałych].

W przypadku wycenianego przedsiębiorstwa występuje szczególny rodzaj wariantu nr 2 cechujący się ujemną wartością dochodu

Utożsamianie wartości biznesu z wartością przedsiębiorstwa ma zatem sens szczególnie w pierwszym przypadku, przy podkreśleniu ekonomicznej zasadności realizacji długoterminowego przedsięwzięcia biznesowego, jakim jest każde przedsiębiorstwo. Natomiast pojawienie się okoliczności dotyczących przeciwnego przypadku wymaga już osobnego podejścia. W skrajnym przypadku – przy uznaniu nierentowności przedsiębiorstwa za cechę permanentną i trwałą – zalecana jest likwidacja podmiotu, a wycena winna wówczas mieć charakter zgodny z metodą likwidacyjną.

### 1.5.3 Status przedsiębiorstwa w kontekście rekomendowanego trybu wyceny

Spółka **Przedsiębiorstwo Usługowo-Handlowe "NAFTA-TRANS" Spółka z o.o.** stanowił realizowany projekt biznesowy, który – przez pryzmat wyników na przykładzie roku 2016 i 2017 można było uznać za działalność niedochodową i ekonomicznie nierentowną działalność gospodarczą. Od roku 2016 wyraźnie zauważalny jest w tym przedsiębiorstwie proces redukcyjny dynamiki sprzedaży i wyników finansowych, co jednak nie musiało oznaczać zasadniczej utraty rynku, ani zwłaszcza kontaktów biznesowych. Jednak w efekcie podjętych decyzji o wniesieniu spółki aportem świadczy o deklaracji Wspólników, że nie zamierzają kontynuować tej działalności w tej formie [a zatem nie odniosą korzyści ani z marki, ani z kontraktów handlowych] należy stwierdzić, że według obecnego stanu wiedzy dostępnego osobom pracującym nad wyceną – potencjał przedsiębiorstwa jawi się jedynie w kategorii wartości likwidacyjnej majątku. Należy wyraźnie podkreślić, że autor niniejszego raportu nie dysponuje żadnymi realnymi możliwościami kontroli i weryfikacji, czy złożenia te przez są definitywnie zgodne ze stanem

faktycznym. W związku z powyższym jedynym możliwym do zaakceptowania rozwiązaniem w zakresie podejścia do aktywów Spółki, w tym także tych nieujawnionych, związanych np. z kontraktami handlowymi, bazą klientów itp. Jest to, że wolę Wspólników o przeniesieniu spółki w formie aportu do innej spółki potraktować należy, jako obowiązujące założenie. Nie ma zresztą realnych możliwości ujęcia w wycenie aktywów o wymienionej naturze, o których można by zdobyć obecnie bardziej miarodajne informacje, skoro ich głównym źródłem są jedynie przedstawione wykonawcy zlecenia bilanse .

#### 1.5.4 Ograniczenia informacyjne i inne bariery dotyczące procesu wyceny

W kontekście ograniczeń informacyjnych podkreślenia wymaga waga następujących kwestii:

*Ocena zakresu i możliwości wyceny aktywów Spółki [źródło: opracowanie własne].*

Obszar analizy w kontekście wartości	Komentarz
Aktywa trwałe – niematerialne	<p>Formalnie to z reguły oprogramowanie oraz prawo do znaku towarowego. W praktyce w przypadku, gdy wartość dochodowa Spółki byłaby wyższa od wartości majątkowej, wszelkie istotne aktywa niematerialne składałyby się na pojęcie obszaru ekonomicznego, zwanego goodwill'em [reputacją]. W przypadku Spółki nie można mówić dosłownie o wartości dochodowej w tym sensie, że spółka w badanym okresie nie generuje dochodów, ale chodzi tu o potencjał biznesowy, który mógłby zostać przekazany innym zainteresowanym inwestorom. Najpowszechniej dostrzegane składniki goodwill'u w takich okolicznościach to:</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1) Marka firmowa – prawo do znaku towarowego [przy założeniu, że byłaby wykorzystywana nadal na rynku]. Spółka nie posiada zarejestrowanego znaku firmowego. W związku z tym do marki nie sposób jest w wiarygodny sposób przypisać obecnie żadnej miarodajnej wartości komercyjnej.</li><li>2) Kontrakty biznesowe – wniesienie spółki aportem do innego przedsiębiorstwa w praktyce eliminuje jej obecnych przedstawicieli Zarządu z wykorzystywania potencjału stosunków biznesowych z dotychczasowymi odbiorcami w przyszłości. Kontrakty z tradycyjnymi odbiorcami usług ma przejąć spółka do której został wniesiony aport. Wobec takiego stanu rzeczy nie ma formalnej możliwości brania tego składnika w ramach wyceny pod uwagę.</li><li>3) Kontakty handlowe [baza danych kontrahentów] – wniesienie spółki aportem do innego przedsiębiorstwa w praktyce eliminuje jej obecnych przedstawicieli Zarządu z wykorzystywania potencjału kontaktów handlowych w przyszłości. Kontakty te ma przejąć spółka do której został wniesiony aport. Wobec takiego stanu rzeczy nie ma formalnej możliwości brania tego składnika w ramach wyceny pod uwagę.</li><li>5) Przyszłe dochody – stanowią one składnik operacyjny biznesu, a nie jego aktywo, jednak poprzez bezpośredni wpływ na generowanie dochodów współtworzą przyszły goodwill Spółki. W tym aspekcie wniesienia spółki aportem. Przyszłym kreatorem dochodu będzie zarząd</li></ol>

	spółki do której został wprowadzony aport. Dlatego też aspekt ten również nie został ujęty w procesie wyceny.  Reasumując – stwierdzam, że wobec okoliczności brak jest miarodajnych przesłanek, abym podjął się wyceny aktywów niematerialnych innych, niż te wynikające z ewidencji środków trwałych Spółki na dzień wyceny.
Aktywa trwałe – rzeczowe	Pozostają domeną wycen aktualizacyjnych uprawnionych rzeczoznawców.
Aktywa finansowe [inwestycje]	Pozostają domeną oceny wartości bilansowych w kontekście ekonomicznym
Aktywa obrotowe	Pozostają domeną oceny wartości bilansowych w kontekście ekonomicznym [cykle rotacji zapasów i należności].
Aktywa płynne	W przypadku Spółki to w praktyce tylko stan gotówkowy konta bankowego na dzień wyceny.

Konkludując, wobec istniejących ograniczeń informacyjnych w przypadku Spółki jedyną możliwą wyceną jest ta oparta na saldach bilansowych, a zatem metoda skorygowanych aktywów netto [SAN]. Należy ponadto podkreślić, że za ograniczenie informacyjne należy uznać brak przedłożenia danych dotyczących struktury sald bilansowych, przede wszystkim pasywnych. Stąd salda te nie mogły zostać zweryfikowane, co do reprezentatywności ich poszczególnych składników.

Reasumując należy uznać opisane ograniczenia informacyjne za istotne. Tym samym ich wpływ na wyniki wyceny nie powinien być bagatelizowany przez wszystkie strony zainteresowane procesem szacowania. Ponadto należy wskazać, że podany wynik jest adekwatny w mniemaniu autorów analiz i wycen poszczególnych składników majątkowych dla warunków likwidacji Spółki i tym samym sprzedaży majątku Spółki, natomiast nie jest adekwatny do sprzedaży Spółki, jako potencjalnie działającego biznesu.

Co do RMK, to pozycje te kojarzą się wyraźnie z dotacją inwestycyjną, o czym świadczy m.in. fakt, iż saldo dotacji pojawiło się w RZiS w roku 2017. Nie jest kwestią jasną, jak należy traktować sprawę rozliczenia tej dotacji w sytuacji, gdy Spółka [jako formalnego beneficjenta] zostanie przeniesiona aportem – chodzi tu o tzw. okres trwałości projektu. W skrajnym przypadku zerwanie ustaleń umowy dotacyjnej oznaczałoby wymóg zwrotu całości z należnymi odsetkami.

## 1.5.5 Podstawy metodologiczne wyceny aktywów niematerialnych

### 1.5.5.1 Generalne podejście do wyceny przedsiębiorstw

W powszechnej praktyce ekonomicznej przedsiębiorstwa mogą być wyceniane w podejściu majątkowym, dochodowym oraz rynkowym [porównawczym].

**1) Podejście majątkowe.** Wycena majątkowa oparta jest na kosztach, jakie należałoby ponieść, aby w dacie wyceny uzyskać substancję majątkową tożsamą z tą posiadaną przez przedsiębiorstwo. Innymi słowy ujmuje wartość tych składników, jaka w najbardziej prawdopodobny sposób zostałaby ustalona w przypadku sprzedaży każdego z nich z osobna.

Ponieważ tego typu procedura jest czasochłonna, a także pracochłonna, w konkretnych okolicznościach procesu wyceny stosowane są różne uproszczenia. Stąd w praktycznych zastosowaniach zakres stosowanych metod majątkowych sprowadza się do następujących:

a) **Metoda odtworzeniowa** [replacement value method] – winna być oparta na inwentaryzacji składników majątkowych oraz winna traktować każdy składnik aktywów indywidualnie, przez co jest drobiazgową i pracochłonną, ponadto wymaga szeregu specjalistów w różnych zakresach obejmujących specyfikę poszczególnych aktywów [nieruchomości, różnego typu maszyny i urządzenia, pojazdy, wyposażenie, aktywa niematerialne, aktywa finansowe, zapasy, należności];

b) **Metoda aktywów netto** [zwana metodą księgową, book value method] – oparta wyłącznie na zapisach ewidencyjnych organizacji gospodarczej, a zatem traktująca wartość poszczególnych aktywów formalnie, czyli w ujęciu wartości początkowej pomniejszonej o umorzenie. Jest to metoda bardzo prosta, szybka i tania [nie wymaga angażowania specjalistów, może zostać opracowana wyłącznie staraniami pracownika księgowości]. Jest to też jednak metoda uznawana za mało wiarygodną w odniesieniu do realnych cech wartościowych poszczególnych aktywów, nie uwzględnia bowiem realnego stopnia utraty wartości przez poszczególne składniki aktywów, a jedynie utratę wynikającą z przyjętych w sposób sztywny okresów amortyzacji.

c) **Metoda skorygowanych aktywów netto** – polega na uwzględnieniu w wycenie nadzwyczajnych korekt wartości ewidencyjnych wybranych aktywów [tam, gdzie takie korekty zostaną uznane za uzasadnione]. Metoda ta stanowi niejako pośredni sposób pomiędzy metodą odtworzeniową i metodą księgową. W jej przypadku znajduje praktyczne zastosowanie tzw. kryterium istotności, co oznacza pewną graniczną kwotę ustaloną dla każdego przypadku organizacji gospodarczej w zależności od jej sumy bilansowej. W szczególności zatem weryfikacji i ewentualnym korektom podlegają aktywa o wartości ewidencyjnej na dzień wyceny, która przekracza ustalone kryterium istotności, a pozostałe aktywa mogą być wyceniane w wartościach ewidencyjnych.

d) **Metoda likwidacyjna** [upłynnienia, liquidation value method] – stosowana w przypadku wymuszonego trybu sprzedaży przedsiębiorstwa lub jego określonych składników majątkowych. Metoda ta zakłada uwzględnienie wyjątkowego trybu sprzedaży, w ramach którego potencjalny nabywca winien zostać zachęcony do kupna poprzez specjalne upusty w stosunku do wartości rynkowej składników majątkowych. Celem jest upłynnienie majątku przedsiębiorstwa w relatywnie krótkim czasie. Metoda powszechnie stosowana w ramach procesów upadłościowych.

2) **Podejście dochodowe.** Wycena dochodowa przedsiębiorstw stanowi najbardziej dziś rozpowszechniony sposób szacowania ich wartości transakcyjnej w odniesieniu do cech charakteryzujących segment rynku, w którym dane przedsiębiorstwo prowadzi działalność. W uproszczeniu wartość dochodowa jest sumą potencjalnych, najbardziej prawdopodobnych finansowych korzyści ewentualnego nabywcy, uwzględnionych w określonym czasie [okres referencyjny]. Korzyści finansowe są równoznaczne z tzw. nośnikami wartości dochodowej przedsiębiorstwa, do których zalicza się trzy kategorie ekonomiczne:

- a) dywidendy wypłacane z zysków z działalności po opodatkowaniu;
- b) całkowite zyski z działalności po opodatkowaniu;
- c) sumaryczne przepływy pieniężne, rok rocznie zmieniające stan środków płynnych przedsiębiorstwa w okresie referencyjnym.

Powszechnie uznaje się, że wartość dochodowa przedsiębiorstwa jest z biznesowego punktu widzenia bardziej wiarygodna, niż wartość majątkowa i znacznie lepiej oddaje perspektywy

rozwojowe przedsiębiorstwa. Wycena wartości dochodowej całkowicie abstrahuje od wyceny przedsiębiorstwa metodami majątkowymi i na odwrót. Czyli wartość dochodowa nie ma związku z wartością majątkową, bowiem w procesie wyceny dochodowej aktualny stan majątku w sensie analitycznym nie jest uwzględniany [poza wyjątkami]. Podobnie w drugą stronę – wartość majątkowa zupełnie abstrahuje od zdolności zasobów przedsiębiorstwa do kreowania zysków. Metody dochodowe – poza podziałem według kryteriów nośnika wartości - można podzielić na dwa podstawowe obszary:

a) **Metody oparte na wynikach historycznych** – najbardziej rozpowszechniona jest metoda kapitalizacji zysku po opodatkowaniu. W metodzie tej najczęściej kapitalizacji podlega zysk operacyjny po opodatkowaniu, określony jako średnia ważona z trzech ostatnich pełnych lat [wagi najczęściej to 1, 2 i 3 – najwyższa dla ostatniego okresu]. Generalnym założeniem jest teza, iż w przyszłości przedsiębiorstwo będzie najprawdopodobniej uzyskiwało wyniki finansowe zbliżone do tej średniej ważonej. Jest to zatem założenie poprawne zwłaszcza dla przedsiębiorstw o ustabilizowanej pozycji rynkowej. Jest to też założenie pragmatyczne, ponieważ brak uwzględnienia wzrostów zysków [zwłaszcza istotnych] niewątpliwie podnosi walor wiarygodności wyceny [zasada ostrożnej wyceny].

b) **Metody oparte na dyskontowanych nośnikach wartości** – najbardziej rozpowszechniona jest metoda zdyskontowanych strumieni pieniężnych [DCF]. W metodzie tej dyskontowaniu podlegają tzw. przepływy pieniężne netto [NCF], inaczej mówiąc suma strumienia operacyjnego i inwestycyjnego. Zaletą tej metody wobec metody skapitalizowanego zysku po opodatkowaniu jest możliwość uwzględniania prognozowanych zdarzeń gospodarczych, które w sposób punktowy w czasie [ewentualnie systematyczny] wpływają na istotne zmiany kategorii nośnika wartości, podlegającego procesowi dyskontowania. Zaleta ta często paradoksalnie staje się wadą, ponieważ w czasach szybkich zmian koniunkturalnych na rynku długoterminowe prognozy stają się bardzo ryzykowne. Praktyka wskazuje, że przy pomocy metody DCF można wykazać bardzo szeroki wachlarz wartości wyceny, co prowadzi niestety często do wycen o charakterze życzeniowym. W tym kontekście metoda skapitalizowanego zysku wydaje się znacznie bardziej pragmatyczna, zwłaszcza ze strony potencjalnego nabywcy wycenianego przedsiębiorstwa.

3) **Podejście rynkowe [porównawcze]**. W odniesieniu do przedsiębiorstw za najlepszą skalę porównawczą uznaje się rynek kapitałowy, czyli giełdę. Notowane na niej przedsiębiorstwa podlegają wycenie podczas każdej sesji giełdowej - przez inwestorów, którzy obracają akcjami poszczególnych notowanych na giełdzie spółek. Zatem wynikająca z tego obrotu średnia cena akcji kształtuje pojęcie rynkowej wartości całej spółki. Innymi słowy odpowiednikiem wyceny jest tzw. kapitalizacja giełdowa. Na giełdzie notowana jest tylko część przedsiębiorstw, która w stosunku do całości firm prowadzących działalność w poszczególnych branżach gospodarki stanowi zaledwie niewielki odsetek. Wiele sektorów działalności gospodarczej nie jest reprezentowanych na giełdzie w ogóle. Pomimo tego w praktyce przyjmuje się, iż rynek kapitałowy stanowi najpełniejszy poziom odniesienia w kontekście wartości podmiotów gospodarczych i stąd powstają metody porównawcze, odnoszące sytuację przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie do spółek publicznych [czyli giełdowych]. Bezpośrednia metoda polega na porównaniu potencjału dwóch tego typu przedsiębiorstw, przy czym pod pojęciem „potencjał” można rozumieć różne czynniki odniesienia, jak np. poziom sprzedaży, wartość aktywów, poziom zysków czy np. parametru EBITDA, a nawet populację konsumentów w danym sektorze rynku. Należy ponadto zauważyć, że w przypadku braku możliwości przeprowadzenia wyceny przedsiębiorstwa w trybie porównawczym [czyli stricte rynkowym], wartość dochodowa jest częstokroć utożsamiana z wartością rynkową. Zasadniczą wadą tego typu procedury jest chwiejność

rynków kapitałowych, zwłaszcza o charakterze lokalnym [jak np. Giełda Warszawska]. Ponieważ sytuacja na giełdach jest najczęściej wynikiem działań o charakterze spekulacyjnym, zmiany cen akcji nie mają często wiele wspólnego z realiami gospodarczymi w danym segmencie rynku, a przez to wyceny oparte na notowaniach giełdowych trudno uznać poważnie za istotnie przewyższające inne metody wyceny [w szczególności dochodowe].

4) **Podejście mieszane.** Wycena wartości mieszanej nie stanowi metody samej w sobie [niezależnej], lecz jest kompilacją wartości majątkowej i dochodowej. W szczególności w latach 60-tych i 70-tych XX wieku szereg ekonomistów uznawało, że najbardziej miarodajna w kontekście szybkiej wyceny wartość przedsiębiorstwa wynika częściowo z jego potencjału majątkowego, a częściowo z jego potencjału dochodowego. Na bazie tego założenia opracowano szereg metod tzw. mieszanej wartości przedsiębiorstwa, z których bodaj najbardziej popularną jest tzw. metoda niemiecka [uznająca pod pewnymi warunkami, że wartość przedsiębiorstwa stanowi odpowiednik średniej arytmetycznej z wyników wyceny jego wartości dochodowej i majątkowej]. Zaletą metod mieszanych była ich prostota i szybkość uzyskiwania wyników, bowiem z reguły wartość majątkową opierano na wycenie metodą księgową, a wartość dochodową – na uproszczonej metodzie kapitalizacji zysków historycznych. Metody mieszane stanowiły oryginalnie sposób szybkiej wyceny wartości przedsiębiorstw do celów rynkowych, w tym uwzględniających potrzeby rynku kapitałowego. W miarę rozwoju tzw. nowej ekonomii ich znaczenie w tym kontekście systematycznie się obniżało na rzecz metod dochodowych [w szczególności DCF]. W ostatnich latach XX wieku obszar ich głównego zastosowania to wyceny przedsiębiorstw nierentownych oraz wyceny do celów likwidacyjnych. Trzeba przyznać, że pierwotne znaczenie tych metod istotnie się zdeprecjonowało, a obszar ich zastosowania bardzo zawęził. Pewną interesującą niszą, gdzie te metody mogą stale jeszcze znajdować zastosowanie, jest szacowanie ekonomicznej [nie księgowej!] wartości tzw. reputacji przedsiębiorstwa [goodwill].

#### 1.5.5.2 Zasada wariantowości w wycenie przedsiębiorstw

Przy rozważaniu najczęściej występującej sytuacji wyceny przedsiębiorstw o charakterze tzw. „going concern” [czyli przedsiębiorstw o niezagrożonym w wyraźny sposób bycie ekonomicznym] zasada ta polega na uznaniu za celowe i zalecane zastosowanie w przeciętnej wycenie przedsiębiorstwa co najmniej kilku metod, reprezentujących w zasadzie każde z głównych podejść opisanych wcześniej [i to nawet w sytuacji, gdy z góry można założyć, że wyniki niektórych z tych metod znajdą tylko częściowe zastosowanie w procesie szacowania i identyfikacji ostatecznego rekomendowanego wyniku wyceny]. I tak:

1) Metody majątkowe nie są co prawda uznawane za opiniotwórcze w zakresie poszukiwania tzw. wartości rynkowej, jednak zawierają w sobie zasadniczy potencjał informacyjny, który na wycenę na ogół i tak ma wpływ. Zatem:

a) Metody te pozwalają na oszacowanie tzw. aktywów nieoperacyjnych [zobowiązania długoterminowe, aktywa o charakterze inwestycji, stan zasobów gotówkowych, wartość kapitałów obcych, zobowiązania poza bilansowe], które nie są osobno uwzględniane w ramach innych podejść do wyceny, w szczególności w podejściu dochodowym oraz porównawczym. Powoduje to, że w praktyce pozycje bilansu uznane za nieoperacyjne są dodawane [lub odejmowane] od wyniku wyceny, uzyskanego innymi metodami.

b) Zasady wyceny oparte na podejściu majątkowym pozwalają w efektywny sposób na zwrócenie uwagi wyceniających na potrzeby inwestycyjne choćby w zakresie potrzeby odtworzenia majątku, czy też określone trendy w zakresie kształtowania się sald aktywów



obrotowych i zobowiązań krótkoterminowych. To pozwala w efekcie na zbudowanie bardziej wiarygodnej prognozy finansowej przedsiębiorstwa, a przede wszystkim zwraca uwagę na jej punkty krytyczne i ryzyko wyceny.

c) Tylko podejście majątkowe pozwala na oszacowanie tzw. kapitału zaangażowanego [zainwestowanego] w wycenianie przedsiębiorstwa na dany moment czasowy, a więc wielkości ekonomicznej, która staje się podstawą do określenia stopnia rentowności kapitału tego przedsiębiorstwa.

2) Metody dochodowe są uznawane w ramach tzw. nowej ekonomii za opiniotwórcze, pozwalające na określenie zindywidualizowanych cech wycenianego podmiotu gospodarczego. Ukierunkowane są one na podkreślenie tego, co z punktu widzenia inwestorów stanowi główny przedmiot ich zainteresowania, czyli perspektywy generowania zysków w ramach długoterminowej prognozy. Same w sobie są jednak ryzykowne, ponieważ skala spełniania się prognoz gospodarczych w długich terminach jest oczywiście problematyczna. Stąd konieczność poszukiwania metod weryfikacji prognoz, chociażby poprzez zastosowanie innych metod wyceny.

3) Metody porównawcze [mnożnikowe] są generalnie postrzegane, jako próba racjonalizacji procesu wyceny. Tym samym – im wyższa różnica wyników w podejściu dochodowym i porównawczym – tym większe ryzyko przypisywane do wartości dochodowej. Z drugiej strony, jeśli rezultaty obydwu podejść są zbieżne co do skali wartości wyceny, można to uznać za dobre i mocne potwierdzenie jej wiarygodności.

Zgodnie z powyższym w procesie wyceny należy bezwzględnie unikać opierania rekomendowanego wyniku wyceny na 1-2 metodach. Z zasady stosowania mnożników wartości, opartych na popularnych bazach danych [choćby Damodaran Online] wynika, że tylko wycena mnożnikowa implikuje możliwość uwzględnienia [mnożniki oparte na takich parametrach, jak wartość sprzedaży, EBIT, EBITDA, kapitał zainwestowany, PBV – mnożnik wartości księgowej] co najmniej 5 wyników wyceny. Dodając do tego dwie metody dochodowe [DCF + kapitalizacja zysku] oraz metodę skorygowanych aktywów netto otrzymać można co najmniej 8 wyników wyceny, nie wspominając już o dalszych możliwościach [metoda zdyskontowanych dywidend, metody mieszane w liczbie 5-6]. Należy podkreślić, że taki tryb postępowania umożliwia zdecydowanie bardziej racjonalne oszacowanie tzw. pola negocjacji wartości przedsiębiorstwa, które to pole negocjacji stanowi ważny parametr każdej wyceny.

### **1.5.5.3 Charakter wartości wycenianego przedsiębiorstwa**

#### **1.5.5.3.1 Punkt widzenia bazy analitycznej procesu szacowania**

W ramach aspektu ekonomicznego można wyróżnić następujące podstawowe pojęcia:

A. **Wartość bieżąca** – jest to wartość oszacowana na podstawie wyników finansowych historycznych, związanych z analizowanym obszarem biznesu. Ma ona szczególnie zastosowanie tam, gdzie uzyskiwane w ostatnich latach wyniki biznesowe uznać można za reprezentatywne, a w związku z tym ich potencjalnie istotna samoistna zmiana w przyszłości nie wydaje się wiarygodnie możliwa. Taka wycena uznawana jest za najbardziej wiarygodną, ponieważ jej konserwatywne założenia przeciwdziałają potencjalnemu przeszacowaniu wartości biznesu wobec często stosowanych „mechanicznych” procedur jego wzrostu w przyszłości. Typową metodą dla tego typu wyceny biznesu jest metoda kapitalizacji zysku rocznego, przy czym parametr zysku jest najczęściej szacowany, jako średnia ważona zysków

z ostatnich trzech lat. W odniesieniu do aktywów niematerialnych należy oszacować tą część zysków, jaką kreują wyceniane aktywa.

**B. Wartość perspektywiczna** – jest to wartość oszacowana na podstawie wyników finansowych planowanych, nie zaś historycznych. Jej sens sprowadza się do spostrzeżenia, że tradycyjnie młode aktywności gospodarcze w początkowych latach funkcjonowania wykazują bardzo dużą dynamikę przychodów, przez co pomiar takich aktywności w fazie wzrostu nie jest z reguły reprezentatywny dla ich realnego potencjału ekonomicznego. To powoduje, że mimo iż potencjalna wartość transakcyjna dotyczy momentu bieżącego wyceny, w jej procesie można i należy oddać także, a może nawet przede wszystkim potencjał rozwojowy. Ponieważ takie wyceny są oparte w głównej mierze na prognozach o mniej lub bardziej spekulacyjnym charakterze, ich ryzyko jest oczywiście istotnie wyższe od wyceny wartości bieżącej. Ryzyko to zazwyczaj jest oddawane poprzez odpowiednio wyższą wartość stosowanych stóp dyskontowych. Typową metodą dla tego typu wyceny biznesu jest metoda zdyskontowanych zysków lub przepływów pieniężnych, kreowanych w ramach prognozy finansowej w danym obszarze biznesu. W odniesieniu do aktywów niematerialnych należy oszacować tą część zysków, jaką kreują wyceniane aktywa.

**C. Wartość likwidacyjna** – jest to wartość, której sens sprowadza się do odniesienia do bieżących parametrów rynkowych przedmiotu wyceny. Należy zauważyć, że jakiegokolwiek dowodzenie, iż nabywca winien korzystać z dotychczasowego – w domyśle znacznie większego do niedawna – potencjału np. marki jest oparte wyłącznie na spekulacjach, a nie na realnych przesłankach. Ponieważ utracone przez markę obszary rynku są natychmiast zajmowane przez konkurencję, odzyskanie tych obszarów, zwłaszcza szybkie staje się w praktyce po pierwsze kwestią bardzo znaczących wysiłków o charakterze marketingowym i tym samym poważnych z reguły wydatków finansowych, po drugie – kwestią zazwyczaj długotrwałą i – nieopartą żadnymi gwarantowanymi wynikami. Natomiast w odniesieniu do aktywów rzeczowych i także obrotowych wartość likwidacyjna kojarzona jest przede wszystkim z potrzebą szybkiej ich sprzedaży w warunkach wymuszonych, a to z kolei wiąże się z niekiedy znacznym dyskontem cen rynkowych [czyli w warunkach wymuszonej sprzedaży wartość likwidacyjna aktywów jest generalnie istotnie niższa od ich wartości rynkowej].

Za istotne należałoby uznać w szczególności dalszą interpretację pojęć: wartość bieżąca – perspektywiczna, zwłaszcza w funkcji celu wyceny, o czym w szczególności jest mowa poniżej. W tym kontekście należy zwrócić uwagę na to, iż:

1) **Wartość bieżąca** powinna stanowić cel każdej wyceny, mieszczący się w szczególności w terminach: **wartość transakcyjna, aportowa**. Czyli wartość dla nowych potencjalnych właścicieli, posiadających dominujący lub co najmniej istotny wpływ na zarządzanie wycenianym przedsiębiorstwem.

2) **Wartość perspektywiczna** powinna stanowić cel każdej wyceny, mieszczący się w szczególności w terminie: **wartość wewnętrzna**. Czyli wartość dla obecnych właścicieli, ewentualnie inwestorów biernych, nieposiadających dominującego lub co najmniej istotnego wpływu na zarządzanie wycenianym przedsiębiorstwem i oczekujących jedynie wypłaty dywidend. Wartość wewnętrzna stanowi ceną informację dla bieżących właścicieli i powinna być wykorzystywana do celów zarządczych [np. zgodnie z teorią zarządzania poprzez wartość – Value Based Management, VBM, do oceny efektywności działań zarządów spółek]. Wartość ta może też stanowić przedmiot zainteresowania banków inwestycyjnych,

finansujących wyceniane przedsiębiorstwo. W powszechnym odbiorze jest ona jednak często błędnie utożsamiana z potencjalną wartością transakcyjną.

Powyższe jest związane z zasadniczym problemem – kto kreuje dochody przedsiębiorstwa po zmianie właścicielskiej? Wydaje się naturalnym, że dochody po zmianie będą kreować nowi właściciele, a nie poprzedni. Zatem przypisywanie w ramach wyceny [zwłaszcza metodami dochodowymi uwzględniającymi wzrost zysków w ramach prognozy] większych od bieżących dochodów dotychczasowym właścicielom wydaje się nieuzasadnione, ponieważ mogłoby to być zinterpretowane, jakby nowi właściciele mieli płacić poprzednim za własną inwencję, kreatywność i zdolność efektywnego zarządzania biznesem. Tymczasem nie ma żadnej gwarancji, że ci nowi właściciele zrealizują zakładane przez poprzednich wzrosty dochodów, a jeśli – to już dzięki własnym staraniom [za które nie powinni płacić obcym inwestorom]. Powyższe dotyczy zasadniczego problemu, czyli uwzględniania w wycenie wartości dochodowej metodą DCF lub kapitalizacji zysku, bazujących na przyszłych wzrostach – do celów transakcyjnych lub aportowych. Tak interpretowane metody wydają się bowiem istotnie przeceniać wartość transakcyjną/aportową, co nie znajduje logicznego uzasadnienia.

#### 1.5.5.3.2 Punkt widzenia właścicieli i potencjalnych nabywców przedsiębiorstwa

Zagadnienie to związane jest z poprzednim punktem, jednak ujmuje dodatkowo kolejny istotny aspekt procesu wyceny. W ramach aspektu dotyczącego odbiorców wyceny można wyróżnić następujące podstawowe pojęcia:

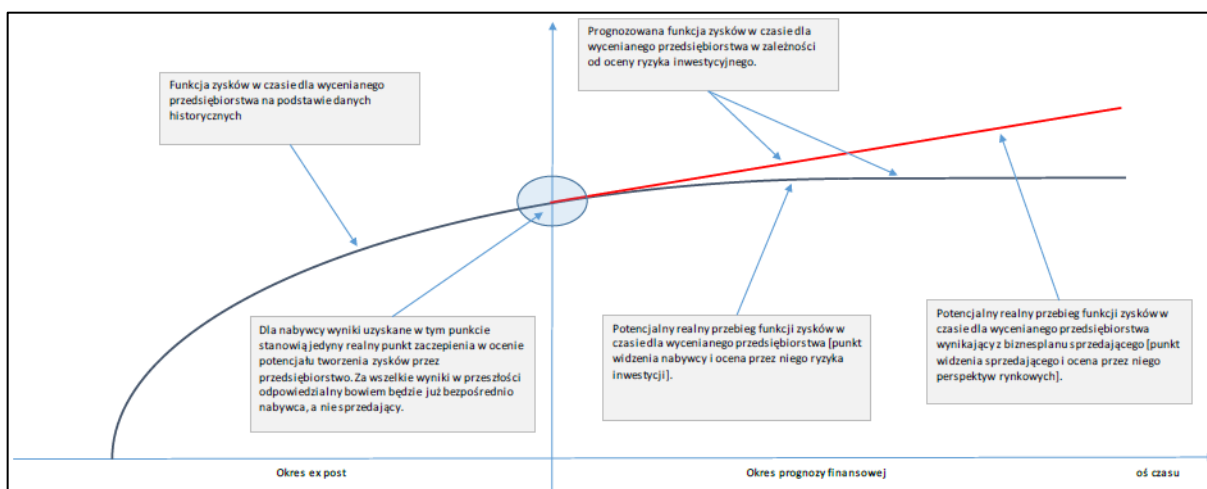
**A. Wartość wewnętrzna** [odpowiadająca **wartości perspektywicznej**] – jest to wartość oszacowana przede wszystkim na podstawie biznesplanu, czyli opracowania, które potencjalnie uwzględnia wszelkie perspektywiczne wzrosty biznesu. Odbiorcami tego typu wycen są głównie:

- a) Obecni właściciele przedsiębiorstwa – ma to im służyć do planowania strategicznego oraz negocjacji z instytucjami finansowymi i potencjalnymi inwestorami. Taka wycena oparta jest wyłącznie na prognozach finansowych, które uwzględniają wszelkie dostępne perspektywy wzrostu. Zwykle w jej ramach wyniki finansowe są coraz wyższe, a wartość dochodowa przedsiębiorstwa rośnie. Podstawową metodą wyceny jest DCF, czyli metoda dochodowa, oparta na prognozowanych przepływach pieniężnych.
- b) Potencjalni inwestorzy – ma to im służyć do oceny, jak rentowna może być ich inwestycja w zakup udziałów lub akcji wycenianego przedsiębiorstwa.
- c) Instytucje finansowe – ma to im służyć do oceny ryzyka kredytowania przedsiębiorstwa, ale także do oceny ewentualnych perspektyw akcji kredytowej oraz ustalenia limitu zaangażowania kredytowego w przedsiębiorstwo. Zatem wartość wewnętrzna stanowi wynik wyceny przede wszystkim dla właściciela przedsiębiorstwa.

**B. Wartość zewnętrzna** [odpowiadająca **wartości bieżącej**] – jest to wartość oszacowana zdecydowanie na podstawie wyników historycznych, a powszechne zastosowanie mają tu przede wszystkim metody porównawcze [mnożnikowe]. Najczęściej celem tego typu wyceny jest oszacowanie realnej transakcyjnej wartości przedsiębiorstwa. Najbardziej popularne z nich to: metoda mnożnika EBITDA lub mnożnika zysku netto oraz kapitalizacja zysku netto. Wycenę tego typu cechuje głównie daleko posunięty pragmatyzm, a zakładane wzrosty [zwłaszcza spektakularne] traktowane są z dużą dozą nieufności. Do tego dochodzi dodatkowy aspekt, od którego nie sposób abstrahować – jeśli wycena jest sporządzana do celów sprzedaży przedsiębiorstwa [a w gruncie rzeczy tylko taka sytuacja ma bezpośrednie

odniesienie do terminu „wartość rynkowa”], to należy rozważyć - kto w praktyce ma realizować od daty wyceny założone w prognozach wzrosty zysków: dotychczasowy właściciel, czy już jednak nowy właściciel? Jeśli wartość transakcyjna miałaby zostać ustalona na podstawie prognozy, a nie dotychczasowych wyników, to w praktyce nabywca przedsiębiorstwa miałby zapłacić dodatkowo za jego przejęcie kwoty związane z zyskami, które już przecież będzie musiał wypracować sam, bez udziału poprzedniego właściciela. Wydaje się to założeniem co najmniej irracjonalnym. Zatem wartość zewnętrzna stanowi potencjalny realistyczny wynik wyceny dla nabywcy przedsiębiorstwa.

*Ilustracja wskazująca przesłanki kierujące sprzedającym i nabywcą w procesie akwizycji przedsiębiorstwa [źródło: opracowanie dr. Andrzej Półkoszek].*



#### 1.5.5.4 Tryb wyceny przedsiębiorstwa w zależności od celu wyceny [klasyfikacja metod wyceny]

Nawiązujący do tematu poprzedni punkt wskazuje, jak istotny jest z punktu widzenia celu wyceny dobór odpowiedniej metody szacowania. Zakres celów wyceny jest relatywnie szeroki, jednak najpowszechniej wycena przedsiębiorstwa ma miejsce wobec następujących okoliczności:

- 1) wycena do celów transakcyjnych – oczekiwana transakcja rynkowa obliuguje obydwie strony transakcji do ustalenia umownej ceny nabycia podmiotu gospodarczego;
- 2) wycena do celów aportowych – jest to swojego rodzaju odmiana wartości transakcyjnej, bowiem określa wartość zakupu udziałów w spółce przez wnoszącego do niej kapitał w formie aportu rzeczowego [niepieniężnego];
- 3) wycena do celów zarządczych – interesująca dla właścicieli przedsiębiorstwa [akcjonariuszy, udziałowców, partnerów w spółkach osobowych] z punktu widzenia oceny efektywności stosowanej strategii rynkowej, perspektyw rozwoju, a także oceny jakości zarządu spółki;
- 4) wycena do celów zabezpieczeń wierzytelności – interesująca dla pożyczkodawców, którzy w ten sposób mogą mierzyć wartość proponowanego im zabezpieczenia [w regulacjach prawnych istnieje forma zabezpieczenia się kredytodawcy na przedsiębiorstwie, jako takim];
- 5) wycena do celów spadkowych – możliwa w sytuacji zainteresowania spadkobierców wartością, jakiej mogą oczekiwać w przypadku powstania okoliczności do przekazania im przedsiębiorstwa w formie spadku po dotychczasowym właścicielu;

6) wycena do celów likwidacyjnych – niezbędna w przypadku chęci właścicieli do szybkiego upłynnienia prowadzonego biznesu lub w przypadku krytycznej sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstwa i jego upadłości.

Zwraca uwagę fakt, iż każdorazowo, kiedy nabywca reprezentuje formę działalności opartą na księgach handlowych [tzw. pełna księgowość] lub nawet w przypadku uproszczonych form księgowości, nabycie przedsiębiorstwa wiąże się z obowiązkiem umieszczenia nabytych składników aktywów w ewidencji nabywcy. Zatem w kontekście strony formalnej transakcji nie funkcjonuje pojęcie zakupu przedsiębiorstwa, lecz zakupu poszczególnych składników majątkowych. Intencją ustawodawcy jest, aby te składniki były wprowadzane do ewidencji nowego właściciela podmiotu gospodarczego w wysokości wartości rynkowych [o ile to jest możliwe] lub co najmniej w wysokości wartości godziwych [jak to definiuje ustawa o rachunkowości]. Powyższe powoduje, że wartość wyceny przedsiębiorstwa w postaci określonej liczby nominowanej w walucie krajowej nie ma bezpośredniego zastosowania z punktu widzenia wspomnianych zasad rejestracji zdarzeń gospodarczych w księgach handlowych. Istnieje zatem konieczność podziału wyniku wyceny i przypisania go do poszczególnych składników majątkowych. W tym właśnie kontekście pojawiają się popularne obecnie zagadnienia związane z wyceną tzw. aktywów niematerialnych. Bierze się to stąd, że w przypadku przedsiębiorstw rentownych wycena wartości dochodowej i/lub rynkowej przewyższa wycenę wartości majątkowej, a różnica zwana z ang. „goodwill” lub w polskim odpowiedniku - reputacją [w tym przypadku księgową, a nie ekonomiczną] reprezentuje z założenia wartość ogółu składników aktywów niematerialnych, takich jak marki, patenty, licencje, koncesje, oprogramowanie, wzory przemysłowe itp. Zatem w najbardziej popularnym trybie wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa polega na oszacowaniu wartości reputacji [goodwill] na dzień wyceny, przeprowadzeniu identyfikacji funkcjonujących w ramach tej reputacji aktywów niematerialnych, a następnie niezależnej wycenie poszczególnych z tych składników. Wartość resztowa jest utożsamiana z tzw. wartością firmy, która stanowi oficjalne saldo bilansu w ramach jednej z głównych jego pozycji w obszarze tzw. wartości niematerialnych i prawnych [WNIPI]<sup>1</sup>. W kontekście uzależnienia doboru metod wyceny w funkcji jej głównego celu istotnym jest uwzględnienie okoliczności opisanych w poniższym zestawieniu:

*Zasady stosowania metod wyceny przedsiębiorstw w uzależnieniu od celu wyceny*

<b>Podjęcie w ramach wyceny</b>	<b>Metoda wyceny</b>	<b>Rodzaj wartości przedsiębiorstwa</b>	<b>Cele wyceny</b>	<b>Komentarz [uzasadnienie zastosowania i w jakich okolicznościach]</b>
Podjęcie majątkowe	Metoda księgową	Wartość bieżąca	<input type="checkbox"/> Informacja. <input type="checkbox"/> Weryfikacja potrzeb inwestycyjnych. <input type="checkbox"/> Ocena rentowności biznesu. <input type="checkbox"/> Wycena do celów księgowych.	Jest na tyle łatwa do zastosowania, że chociażby ze względów informacyjnych jej zastosowanie w procesie wyceny wydaje się zasadne. Stanowi też ona pierwszy etap oceny skali ryzyka związanego z przedsiębiorstwem, np. poprzez ocenę, czy kapitały własne stanowią wartość dodatnią czy ujemną. Sama struktura bilansu pozwala wyceniającemu na ocenę, jak ważne są dla przedsiębiorstwa aktywa rzeczowe lub aktywa obrotowe [co stanowi priorytet] i czy w przedsiębiorstwie występują aktywa o charakterze inwestycji [np. długoterminowe papiery wartościowe, udziały w innych spółkach].
	Metoda skorygowanych aktywów	Wartość bieżąca	<input type="checkbox"/> Informacja. <input type="checkbox"/> Weryfikacja potrzeb	Pozwala na zracjonalizowanie wyceny wartości majątkowej, uwypuklając niekiedy znaczne niedostatki wartości księgowej. Z pozoru pracochłonna, wymagająca bowiem teoretycznie zaangażowania np. rzeczoznawców

	netto		inwestycyjnych. <input type="checkbox"/> Ocena rentowności biznesu.	majątkowych [wycena nieruchomości] lub rzeczoznawców ds. wyceny środków technicznych [maszyn i urządzeń]. Jednak nie musi to być regułą. Często większe znaczenie od potencjalnych korekt w zakresie wyceny składników majątku rzeczowego posiadają																		
			<input type="checkbox"/> Wycena do celów księgowych.	korekty obejmujące aktywa inwestycyjne i/lub obrotowe, a do tego typu aktywów nie potrzeba rzeczoznawców majątkowych lub innych specjalności, ale konsultantów ekonomicznych. Należy też wskazać, że korekt składników aktywów obrotowych oraz zobowiązań handlowych można dokonywać automatycznie, w oparciu o obliczone wskaźniki cykli rotacji.																		
	Metoda likwidacyjna	Wartość likwidacyjna	<input type="checkbox"/> Wycena dla potrzeb likwidacyjnych.	W naturalny sposób posiadająca ograniczone zastosowanie do konkretnych okoliczności. W tym przypadku raczej nie uda się uniknąć zaangażowania w proces wyceny szerszego grona specjalistów, przynajmniej w odniesieniu do średnich lub dużych przedsiębiorstw przemysłowych. W prostszych przypadkach możliwe jest zastosowanie metody Wilcoxa-Gamblera, jako uproszczonej metody szacowania wartości likwidacyjnej przedsiębiorstwa. W ramach tej metody – opartej na danych statystycznych - wartość przedsiębiorstwa szacowana jest z punktu widzenia możliwości zaspokojenia roszczeń jego wierzycieli. Wskaźniki Wilcoxa mają postać: <table border="1" data-bbox="986 949 1401 1187"> <thead> <tr> <th>Wyszczególnienie</th> <th>Waga</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Gotówka (G)</td> <td>100%</td> </tr> <tr> <td>Papiery wartościowe (PW)</td> <td>100%</td> </tr> <tr> <td>Należności (N)</td> <td>70%</td> </tr> <tr> <td>Zapasy (ZP)</td> <td>70%</td> </tr> <tr> <td>Zaliczki (ZL)</td> <td>70%</td> </tr> <tr> <td>Inne aktywa (IA)</td> <td>50%</td> </tr> <tr> <td>Zobowiązania krótkoterminowe (ZK)</td> <td>100%</td> </tr> <tr> <td>Zobowiązania długoterminowe (ZD)</td> <td>100</td> </tr> </tbody> </table> <p>Wskaźnik Wilcoxa  <math display="block">=(100\%G)+(100\%PW)+(70\%N)+(70\%ZP)+(70\%ZL)+(50\%IA)-(100\%ZK)-(100\%ZD)</math>                     Wzór ten pozwala na obliczenie, jaką wartość likwidacyjną będzie miało przedsiębiorstwo w przypadku ewentualnego bankructwa czy wymuszonej wyprzedaży jego mienia. Pozwala to więc określić stopień wypłacalności podmiotu, a tym samym szans kredytodawców na odzyskanie wierzytelności. Jeżeli wartość przedsiębiorstwa będzie ujemna to oznacza, że zobowiązania nie zostałyby spłacone.                 </p>	Wyszczególnienie	Waga	Gotówka (G)	100%	Papiery wartościowe (PW)	100%	Należności (N)	70%	Zapasy (ZP)	70%	Zaliczki (ZL)	70%	Inne aktywa (IA)	50%	Zobowiązania krótkoterminowe (ZK)	100%	Zobowiązania długoterminowe (ZD)	100
Wyszczególnienie	Waga																					
Gotówka (G)	100%																					
Papiery wartościowe (PW)	100%																					
Należności (N)	70%																					
Zapasy (ZP)	70%																					
Zaliczki (ZL)	70%																					
Inne aktywa (IA)	50%																					
Zobowiązania krótkoterminowe (ZK)	100%																					
Zobowiązania długoterminowe (ZD)	100																					
Podejście dochodowe	Metoda kapitalizacji zysku	Wartość bieżąca	<input type="checkbox"/> Wycena dla potrzeb transakcyjnych / aportowych.	Bardzo pragmatyczna, ponieważ w większości przypadków odniesiona do wyników historycznych. Jej zastosowanie oparte jest na pojęciu tzw. wartości rezydualnej [tzw. renta wieczna]. Ponieważ w formule renty wiecznej istnieje możliwość uwzględnienia stałej dynamiki przyszłego wzrostu, metoda ta nie jest jednak [lub nie musi być] formułą czysto statyczną. Jednak ryzyko zastosowania																		
	[bez wzrostu zysku]		<input type="checkbox"/> Wycena dla potrzeb wewnętrznych [zarządczych].	formuły renty wiecznej ze stałym wzrostem zysków podwyższa niewątpliwie ryzyko samej wyceny. Metoda polecana zatem w szczególności do stosowania w szacowaniu wartości bieżącej – jeśli nie uwzględni dalszych systematycznych wzrostów. Za podstawową wadę tej metody uznaje się fakt, iż nie uwzględnia ona planowanych wydatków na cele inwestycyjne oraz na pokrycie zmian kapitału obrotowego. Tymczasem tego typu wydatki finansuje się istotnie przede wszystkim z zysków. Oznacza to, że metoda lepiej się																		

				sprawdzi w przypadku przedsiębiorstw o już ustabilizowanej działalności [dla których zmiany kapitału obrotowego mają mniejsze znaczenie] oraz oczywiście takich, które nie są szczególnie kapitałochłonne [np. firmy o usługowo-handlowym profilu działalności].
Metoda kapitalizacji zysku [ze wzrostem zysków]	Wartość perspektywiczna	<input type="checkbox"/> Wycena dla potrzeb wewnętrznych [zarządczych].		Generalnie charakterystyka, jak powyżej, z zastrzeżeniem pewnej sztuczności w założeniu systematycznie generowanego wzrostu zysków. Sprzeczność tego założenia uwidacznia się w tezie, że wzrost przychodów i w konsekwencji zysków nie jest możliwy bez intensyfikacji działalności inwestycyjnej i to w obrębie przedsięwzięć rozwojowych, a nie stricte odtworzeniowych. Tym samym nawet wyższe perspektywicznie zyski muszą bardziej partycypować w pokrywaniu nakładów inwestycyjnych i tym samym ich pełna dostępność dla właścicieli biznesu staje się wątpliwa. Stąd sugestia, że metoda ta lepiej spełnia kryteria wartości perspektywicznej, a nie bieżącej.
Metoda zdyskontowanych strumieni pieniężnych [DCF], nieuwzględniająca systematycznych wzrostów strumieni przepływów	Wartość bieżąca	<input type="checkbox"/> Wycena dla potrzeb transakcyjnych / aportowych. <input type="checkbox"/> Wycena dla potrzeb wewnętrznych [zarządczych].		Podstawowa przewaga tej metody nad metodą kapitalizacji zysku polega na możliwości uwzględnienia wpływu na wartość wyceny wydatków inwestycyjnych oraz przeznaczonych na pokrycie zmian kapitału obrotowego. Należy pamiętać, że w przedsiębiorstwach o ustabilizowanej działalności wydatki inwestycyjne zdają się mieć charakter głównie odtworzeniowo-modernizacyjny. Brak uwzględnienia wzrostów prognozowanych przepływów pieniężnych jest założeniem bardzo pragmatycznym i ogranicza wartość szacowania do potencjału wypracowanego przez dotychczasowego właściciela przedsiębiorstwa, podczas gdy potencjalne wzrosty powinny być już przypisywane nowemu hipotetycznemu właścicielowi – stąd przydatność metody do celów transakcyjnych.
Metoda zdyskontowanych strumieni pieniężnych [DCF], uwzględniająca systematyczne wzrosty strumieni przepływów	Wartość perspektywiczna	<input type="checkbox"/> Wycena dla potrzeb wewnętrznych [zarządczych].		Biorąc pod uwagę krytyczne podejście do kwestii prognozowania wzrostów przepływów pieniężnych nie można oczywiście wykluczyć sytuacji, w której nabywca przedsiębiorstwa wejdzie w prawa strony kontraktu handlowego z odbiorcami, który to kontrakt faktycznie zagwarantuje mu namacalną perspektywę eskalacji zysków, może nawet w perspektywie długoterminowej. W takiej sytuacji uwzględnienie tej metody do celów transakcyjnych nie mogłoby być deprecjonowane. Z drugiej strony częstym błędem planistów jest ignorowanie oczywistego faktu, że wzrost zysków wymaga ponoszenia nakładów inwestycyjnych i to nie odtworzeniowych, tylko o charakterze rozwojowym. Często spotykane są prognozy, w ramach których zakładane wzrosty zysków wynikają z niczego, tj. tylko z woli autora wyceny i jej zleceniodawcy. Zatem wykazanie, że metoda ta miałaby zastosowanie do celów transakcyjnych i/lub aportowych wymagałoby niewątpliwie solidnego i wiarygodnego uzasadnienia.
Metoda skapitalizowanej dywidendy lub metoda zdyskontowanych dywidend – nie zakładająca	Wartość bieżąca [dla biernych inwestorów]	<input type="checkbox"/> Wycena dla potrzeb pozyskania biernych inwestorów [z punktu widzenia samych inwestorów wartości bieżąca		Dywidendy stanowią na ogół tylko część zysków, często też nie są wypłacane regularnie. To oznacza, że oparta na nich wycena oddaje niejako najbardziej płynną część wartości przedsiębiorstwa, a zatem taką, która jest interesująca wyłącznie dla inwestorów tymczasowych, z reguły biernych, ale już nie strategicznych. Ci tymczasowi inwestorzy na ogół nie utożsamiają się w pełni z tytułem właścicielskim do całego majątku wycenianego przedsiębiorstwa, ich preferencje ograniczają się bowiem do relatywnie szybko zrealizowanych korzyści, a zatem zakładany horyzont

	systematycznych wzrostów dywidend		ich potencjalnego zaangażowania kapitałowego].	czasowy tych inwestycji jest znacznie krótszy od horyzontu czasowego pozostałych współwłaścicieli. Trudno odmówić tego typu wycenie pragmatyzmu, jakkolwiek z drugiej strony – z racji tego częściowego podejścia – nie jest to metoda nadająca się do szerszego spektrum celów.
	Metoda skapitalizowanej dywidendy lub metoda zdyskontowanych dywidend - zakładająca systematyczne wzrosty dywidend	Wartość perspektywiczna [dla biernych inwestorów]	<input type="checkbox"/> Wycena dla potrzeb pozyskania biernych inwestorów [z punktu widzenia samych inwestorów wartość perspektywiczna ich potencjalnego zaangażowania kapitałowego].	Jak wyżej, z zastrzeżeniem znacznego ryzyka przyjmowania w wycenie systematycznych wzrostów wypłacanych w przyszłości dywidend. Jest tu pewna sprzeczność, ponieważ wzrosty dywidend są równoznaczne z zakładanymi wzrostami zysków, te natomiast są możliwe tylko w przypadku nowych inwestycji, a zatem wydatków, a nie przychodów i to na ogół w znaczącej skali. Przyjęcie zatem założenia o stałych wzrostach wydaje się być nieco sztuczne i często mało wiarygodne.
Podejście mnożnikowe	Mnożnik wartości sprzedaży	Wartość bieżąca	<input type="checkbox"/> Wycena dla potrzeb transakcyjnych / aportowych. <input type="checkbox"/> Wycena dla potrzeb wewnętrznych [zarządczych].	Metody mnożnikowe posiadają zasadniczą zaletę – podlegają łatwej weryfikacji, są oparte na faktycznych wielkościach ekonomicznych dla wycenianego przedsiębiorstwa, a przy tym są proste i nie wymagają znacznego nakładu środków [są tanie]. Ich podstawowa wada natomiast to ta, że w ich ramach nie sposób jest oddać zindywidualizowanych cech danego przedsiębiorstwa, które wobec posiadania tych cech może wyróżniać się w segmencie rynkowym zarówno in plus, jak i in minus. Do ostatecznych podstawowych kryteriów sensu zastosowania tych metod zaliczyć natomiast można ich rolę weryfikacyjną. Wyniki wyceny przedsiębiorstwa innymi metodami [majątkowymi, dochodowymi] nie muszą być oczywiście tożsame z wynikami metod mnożnikowych, jednak zbyt drastyczna różnica zawsze nakazuje ostrożność, powtórna weryfikację założeń i ostateczną konieczność przekonującej interpretacji rekomendowanych wyników wyceny. To – samo w sobie – wskazuje na bardzo korzystną rolę, jaką tego typu metody odgrywają w procesie szacowania.
	Mnożnik EBITDA	Wartość bieżąca	Jak wyżej.	Jak wyżej.
	Mnożnik EBIT	Wartość bieżąca	Jak wyżej.	Jak wyżej.
	Mnożnik kapitału zainwestowanego	Wartość bieżąca	Jak wyżej.	Jak wyżej.
	Mnożnik wartości księgowej [PBV]	Wartość bieżąca	Jak wyżej.	Jak wyżej.
	Inne [specyficzne] mnożniki	Wartość bieżąca	Jak wyżej.	Jak wyżej.
Podejście mieszane	Metody wartości mieszanej	Wartość bieżąca	<input type="checkbox"/> Informacja. <input type="checkbox"/> Wycena dla potrzeb transakcyjnych /	Pierwotne znaczenie metod mieszanych [szybka wycena spółek giełdowych] całkowicie się już zdeprecjonowało. Ich dodatkowa rola [głównie w procesach prywatyzacji] związana była przede wszystkim z cechą, dopuszczającą ich zastosowanie w okolicznościach wyceny przedsiębiorstw



			aportowych – w szczególnych okolicznościach. □ Wycena dla potrzeb wewnętrznych [zarządczych].	nierentownych [w szczególności dotyczyło to metody szwajcarskiej, ale nie niemieckiej – co z kolei jest stale częstym błędem autorów wielu tego typu wycen <sup>2</sup> ]. Przyjmowano w tym przypadku uproszczone, ale też w sumie pragmatyczne założenie, że wartość przedsiębiorstwa nierentownego [w domyśle – nierentownego trwale] stanowi punkt pośredni pomiędzy wartością jego majątku oraz jego wartością dochodową, potencjalnie dodatnią <sup>3</sup> . Obecnie, w obszarze poza prywatyzacyjnym metody wartości mieszanej spotyka się już raczej rzadko
--	--	--	--	--

1 Przed nowelizacją ustawy o rachunkowości różnica wyników wyceny dochodowej [rynkowej] i majątkowej przedsiębiorstw była w całości księgowana na saldzie bilansowym „Wartość firmy”, które standardowo podlegało amortyzacji podatkowej w ciągu 5 lat [czyli 20% rocznie]. Zmiana zasad amortyzacji poszczególnych aktywów niematerialnych [w tym podziału amortyzacji na podatkową i niepodatkową, czyli tylko bilansową] wpłynęła na konieczność podziału tak powstającej 'Wartości firmy' na poszczególne aktywa niematerialne

2 Autor koncepcji metody niemieckiej, zwanej też berlińską [Schmallenbach] zastrzegł, że w przypadku przedsiębiorstw o wartości majątku przewyższającej ich wartość dochodową metoda w swojej podstawowej postaci nie może być stosowana.

3 Należy w tym miejscu podkreślić, że nierentowność przedsiębiorstwa nie wynika jedynie z faktu, że notuje ono straty zamiast zysków, ale stąd, że zyski są zbyt małe, aby mogły wygenerować goodwill [czyli innymi słowy rentowność kapitału zainwestowanego przedsiębiorstwa nierentownego jest zbyt niska w stosunku do minimalnej wymaganej].

Sporządzenie i oficjalne zatwierdzenie bilansu przez zarząd przedsiębiorstwa jest procesem czasochłonnym. Z reguły tego typu sprawozdania są sporządzane do celów prezentacji w GUS w odstępach kwartalnych [tzw. druk F-01] oraz na zakończenie roku. To powoduje, że tryb czasowy zleconej wyceny może wykluczać możliwość odrębnego sporządzenia bilansu przez dział księgowości przedsiębiorstwa na inny, nietypowy ze względów formalnych dzień, np. 30 listopada. Tym samym wycena będzie wówczas oparta na bilansie na koniec września [III kwartał], a jedynie istotne zmiany określonych sald bilansowych, mające miejsce już po tej dacie mogą zostać w wycenie odrębnie uwzględnione.

- Zasada „kryterium istotności” – jest to narzędzie typowe dla biegłych rewidentów, badających zgodność sporządzenia bilansu i innych sprawozdań finansowych z przepisami dotyczącymi zasad rachunkowości. Odnosi się do skali zapisów wartości sald księgowych, poniżej której nie występuje konieczność ich szczegółowej weryfikacji. W zakresie procesu wyceny wartości majątkowej przedsiębiorstwa termin ten ma co najwyżej zastosowanie nieoficjalne, jednak wydaje się być cennym narzędziem, pomocnym w sprawnym przeprowadzeniu wyceny. Dzięki ustaleniu kryterium istotności do celów wyceny analityk może się skupić na saldach bardziej istotnych z punktu widzenia wartości przedsiębiorstwa, pomijając salda o niższej wartości [tzn. przyjmując do celów wyceny ich wartość księgową w wysokości salda]. Ustalenie wysokości kwoty stanowiącej granice kryterium istotności jest kwestią indywidualną i zależy m.in. od branży przedsiębiorstwa i wysokości sumy bilansowej.

## 1.5.6 Procedura wyceny przedsiębiorstwa [aspekty praktyczne]

### 1.5.6.1 Metody majątkowe

#### 1.5.6.1.1 Główne zasady

Główne pryncypia stosowania metod wyceny majątkowej są następujące:

**Zasada 1:** wycena majątkowa jest wyceną opartą na zasadzie kontynuacji, nie zaś likwidacji przedsiębiorstwa [tzw. „going concern”]. Oznacza to, iż w początkowej fazie wyceny należy ustalić, czy w jednostce występują jakiegokolwiek zbędne aktywa. Aktywa takie – jako zbędne z punktu widzenia obecnych perspektyw jednostki - wycenia się przy zastosowaniu metody likwidacyjnej.

**Zasada 2:** wycena majątkowa jest zawsze wyceną uwzględniającą konkretny dzień jej dokonania. W istocie chodzi o określenia dnia i sprawozdania księgowego na ten dzień przypadającego, aby dokonać wyceny według stanu aktywów i zobowiązań na ten konkretny dzień.

**Zasada 3:** metoda majątkowa w sferze operacyjnej polega na dodawania do siebie cząstkowych wycen poszczególnych składników posiadanych przez przedsiębiorstwo.

Ponadto należy uwzględnić następujące kwestie:

- Wycena wartości majątkowej [jak każda zresztą wycena] powinna się opierać na ściśle ustalonej dacie kalendarzowej. Z reguły jest to data ostatniego dostępnego bilansu. Ponieważ, jak wskazuje sama nazwa [metoda księgową], jest to metoda oparta na zapisach bilansowych, odniesienie jej do daty konkretnego sprawozdania finansowego jest oczywiste.

#### 1.5.6.1.2 Identyfikacja aktywów zbędnych

Istotnym elementem wyceny majątkowej powinna być każdorazowo identyfikacja i weryfikacja potencjalnych zbędnych składników majątkowych. Składniki zbędne to aktywa wynikające z przeinwestowania lub zmiany technologii, ewentualnie innych przesłanek powodujących, że dane aktywo przestaje być funkcjonalne w kontekście perspektyw rozwojowych przedsiębiorstwa. Aktywa uznane za zbędne powinny zostać wycenione w trybie likwidacyjnym, co jest zapowiedzią podjęcia przez przedsiębiorstwo prób pozbycia się ich.

#### 1.5.6.1.3 Aktywa i pasywa poza bilansowe

W wielu przypadkach przedsiębiorstwa dysponują składnikami, które nie są wykazywane w bilansie wobec różnorodnych okoliczności. Niektóre przedsiębiorstwa nie mają obowiązku prezentowania sald zobowiązań z tytułu umów leasingu operacyjnego i wówczas wykazują te salda w ewidencji poza bilansowej. Popularnymi formami zabezpieczeń wiarygodności kredytowych jest poręczenie innego przedsiębiorstwa lub gwarancja bankowa. Są to zobowiązania warunkowe, tj. mające zastosowanie w przypadku, gdy stają się lub mogą stać się wymagalne. Zatem w przypadku wyceny wymagają one każdorazowej weryfikacji. Aktywa poza bilansowe występują znacznie rzadziej.

#### 1.5.6.1.4 Metoda aktywów netto [księgową]

Metoda oparta jest na formule:

$$V_M = CAP = A - D - R - L - RMK + A_p - L_p$$

gdzie:

$V_M$  – wartość majątku przedsiębiorstwa,

$CAP$  – kapitał własny przedsiębiorstwa,

$A$  – aktywa przedsiębiorstwa,

AP – aktywa poza bilansowe,  
D – kapitały obce,  
R – rezerwy,  
L – zobowiązania krótkoterminowe  
RMK – rozliczenia międzyokresowe,  
LP – zobowiązania poza bilansowe.

W metodzie księgowej pozycje bilansowe z reguły nie podlegają korektom, dlatego w praktyce wartość wyceny jest równoważna wartości bilansowej kapitałów własnych [CAP], o ile nie występują aktywne pozycje poza bilansowe. Niektóre pozycje bilansowe mogą budzić wątpliwości w kontekście ich uwzględniania, nawet w zakresie metody księgowej. Np. w ramach rozliczeń międzyokresowych występują także zobowiązania z tytułu udzielonych dotacji, a dotacje są z reguły utożsamiane z quasi-kapitałem, czyli nie wymagają – przy respektowaniu warunków ich pozyskania – realnej spłaty.

### 1.5.6.1.5 Metoda skorygowanych aktywów netto

#### 1.5.6.1.5.1 Zasady korygowania sald bilansowych aktywów i pasywów

Poniżej przedstawiłem zasady dokonywania korekt wybranych sald bilansowych.

*Podstawowe kryteria korygowania sald księgowych w metodzie skorygowanych aktywów netto [źródło: opracowanie własne].*

Saldo	Komentarz
<b>Główne założenie do procedury uwzględniania korekt aktywów i zobowiązań</b>	Wyceniany podmiot gospodarczy traktowany jest, jako przedsiębiorstwo działające wg zasady „going concern”, tj. przedsiębiorstwo o perspektywie działalności nieograniczonej w czasie. Oznacza to, że w tym kontekście traktowane są też atrybuty składników majątkowych, które w przeciwnym razie powinny być analizowane w aspektach wartości likwidacyjnej.
<b>Rekomendowane kryterium istotności wartości sald bilansowych aktywów i zobowiązań</b>	Kryterium istotności pozwala na sformułowanie przesłanek do mniej lub bardziej precyzyjnej wyceny tych sald bilansowych, które ze względu na swoje rozmiary wyrażone w kategorii jednostek pieniężnych posiadają większy, bardziej odczuwalny wpływ na wartość wycenianej jednostki gospodarczej, w kontekście zastosowanej metody. W przedmiotowym przypadku zidentyfikowałem poziom kryterium istotności, jako 3% od sumy bilansowej na datę wyceny.
<b>Salda bilansowe aktywów</b>	
Aktywa trwałe [w szczególności składniki aktywów niematerialnych]	W większości przypadków aktywa niematerialne podlegają odrębnej wycenie, w zależności od swojego charakteru i roli spełnianej w ramach organizacji. Ponieważ aktywa te nie posiadają wartości samoistnej [poza wartością odtworzeniową], ich wycena jest na ogół skorelowana z prognozowanymi wynikami finansowymi przedsiębiorstwa. Należy podkreślić, że pozycja „Wartość firmy” zgodnie ze standardami ekonomicznymi w tego typu wycenie z zasady jest redukowana do zera. Wynika to z przyjęcia tezy o nieadekwatności wyniku wyceny pozycji „Wartość firmy” lub „Ujemna wartość firmy”, uzyskanego w przeszłości, a odniesionego do sytuacji bieżącej.
Aktywa trwałe [w szczególności składniki aktywów rzeczowych]	Aktywa rzeczowe na ogół wymagają w odrębnym trybie przeprowadzonych wycen przez adekwatnych rzeczoznawców. Jest to proces długotrwały i w przypadku większych przedsiębiorstw także kosztowny. Dlatego w sytuacji, gdy wycenie wartości dochodowej przydany jest główny priorytet, odrębna wycena majątkowa na szczegółowym poziomie jest z reguły całkowicie zbyteczna i jej opracowanie należałoby w takim przypadku uznać za inicjatywę nieuzasadnioną, nieadekwatną do realiów kształtowania się poziomu akceptowanego przez zainteresowane strony wyniku wyceny. Zatem przy wystąpieniu takich

	okoliczności bardziej uzasadnione wydaje się zaakceptowanie do celów wyceny majątkowej po prostu wartości ewidencyjnych. Jeżeli dostępne są odrębne wyceny majątkowe majątku lub jego części, opracowane przez uprawnionych rzeczoznawców, nie starsze niż 2-letnie, potencjalne korekty wartości ewidencyjnych należy opierać na wynikach tych wycen. W przypadku wycenianego przedsiębiorstwa korekty oparto na wartościach z wyceny.
Aktywa trwałe [inwestycje]	<p>1) W przypadku, gdy salda inwestycyjne w bilansie wycenianego przedsiębiorstwa są aktywne, poprawna metodologicznie wycena inwestycji [papierów wartościowych, udziałów w spółkach] wymaga oparcia kalkulacji na bieżących wobec daty wyceny porównaniach kursów rynkowych [giełdowych] akcji i obligacji, a w przypadku udziałów w spółkach – praktycznie odrębnej wyceny tych spółek w celu aktualizacji rynkowej wartości ich kapitałów własnych. W praktyce jest to często problematyczne, ponieważ sprawozdania finansowe wielu spółek nie są z różnych powodów dostępne, co powoduje, że brak jest podstaw do ich realnej i rzetelnej wyceny. W takich sytuacjach mogą być wykorzystane innego typu przesłanki do wyceny o charakterze incydentalnym, a w przypadku skrajnych trudności można oprzeć się na wartości ewidencyjnej udziałów, czyniąc odpowiednie zastrzeżenia.</p> <p>2) W przypadku pożyczek udzielonych innym podmiotom lub długoterminowych należności zwykle stosuje się element dyskonta. Dla pożyczek oprocentowanych istotne jest, czy poziom stóp procentowych można uznać za rynkowy. Jeśli tak, wycena praktycznie sprowadza się do zaakceptowania wartości ewidencyjnej, w przeciwnym razie należy przeprowadzić proces dyskontowania i ustalić wartość korekty in plus lub in minus.</p> <p>3) W przypadku inwestycji występujących pod postacią nieruchomości lub aktywów niematerialnych należy zachować zasady sugerowane do zastosowania w przypadku aktywów trwałych.</p>
Rozliczenia międzyokresowe długoterminowe	W przypadku tego typu pozycji na ogół nie ma powodu do uwzględniania korekt wobec wartości ewidencyjnych.
Aktywa obrotowe - zapasy	<p>1) W przypadku zapasów w zakresie surowców i materiałów stosuje się standardową regułę o redukcji wartości ewidencyjnej o minimum 10% z tytułu potencjalnych braków lub zapasów niepełnowartościowych.</p> <p>2) W przypadku zapasów w zakresie pozycji reprezentujących składniki gotowe do sprzedaży [produkty gotowe i towary] winno się w ramach korekty uwzględnić in plus marże handlowe [pozycje te są księgowane po kosztach zakupu lub wytworzenia] oraz in minus dyskonto o okres cyklu rotacji magazynowania.</p>
2)	<p>1) W zakresie należności winno się uwzględniać korekty redukujące ich wartość z tytułu dyskonta o okres średnich cykli rotacji określonych grup należności.</p> <p>2) Popularne jest stosowanie walidacji należności handlowych [czyli podziału na okresy windykacji]. Taka procedura z punktu widzenia dokładności obliczeń wydaje się być wątpliwa, bowiem praktyka wskazuje, że korekty wynikające z zastosowanych uśrednionych wskaźników dyskonta należności w dostatecznie dokładny sposób weryfikują salda tych pozycji, a potencjalna korzyść z bardziej precyzyjnego podziału sald na okresy windykacyjne jest raczej iluzoryczna.</p>
Aktywa obrotowe – inwestycje krótkoterminowe	Inwestycje krótkoterminowe reprezentują tzw. środki [aktywa płynne]. Zwykle nie występują okoliczności, które sugerowałyby uwzględnianie korygowania tego typu aktywów, wobec czego zastosowanie dla nich ma wartość ewidencyjna przedmiotowych sald.
<b>Salda bilansowe pasywów [kapitałów obcych i zobowiązań]</b>	
Rezerwy	Rezerwy na ogół wycenia się w wartości nominalnej [ewidencyjnej]. Istnieją przesłanki do redukcji do zera rezerw wynikających z obliczeń aktuarialnych, ponieważ praktyka wskazuje, że w przypadku przejęcia wycenianego przedsiębiorstwa przez inny podmiot prawa pracowników do adekwatnych świadczeń winny być zachowane, co najmniej przez określony czas [w przypadku procesów prywatyzacyjnych w Polsce co najmniej 3 lata]. Jednak praktyka polska umacniana przez środowisko audytorów nie jest podatna na tego typu uwarunkowania i często blokuje taki sposób traktowania tego typu sald księgowych.

Zobowiązania długoterminowe	Zasadnicze znaczenie ma tu ocena, czy stopy procentowe reprezentują poziom rynkowy. W przypadku pozytywnego wyniku analizy wartość rynkowa długu odpowiada jego wartości ewidencyjnej. W przeciwnych przypadkach należy ustalić korektę wynikającą z różnicy pomiędzy faktyczną stopą oprocentowania długu, a uznanym za rynkowy poziomem tej stopy [in plus lub in minus].
Zobowiązania krótkoterminowe	1) Wobec sald dotyczących zobowiązań oprocentowanych można by stosować zasady podobne, jak dla długoterminowych zobowiązań oprocentowanych, czyli związane z analizą poziomu stóp procentowych. Jednak przyjmuje się na ogół, że w skali roku potencjalne korekty nie reprezentowałyby na tyle istotnych różnic, aby przeprowadzenie tego typu analizy miało sensowne zastosowanie. Wobec tego należałoby oprzeć się na wartości ewidencyjnej tych sald. 2) Wobec sald dotyczących zobowiązań handlowych lub budżetowych należałoby stosować procedurę dyskonta w oparciu o uśrednione cykle rotacji dla poszczególnych grup zobowiązań. 3) Dla pozostałych rodzajów zobowiązań brak przesłanek do uwzględniania korekt.
Rozliczenia międzyokresowe [pasywa]	1) Należy podkreślić, że pozycja „Ujemna wartość firmy” zgodnie ze standardami ekonomicznymi w tego typu wycenie z zasady jest redukowana do zera. Wynika to z przyjęcia tezy o nieadekwatności wyniku wyceny pozycji „Wartość firmy” lub „Ujemna wartość firmy”, uzyskanego w przeszłości, a odniesionego do sytuacji bieżącej. 2) Rozliczenia międzyokresowe bierne [RMK] mogą być reprezentowane przez zobowiązania rzeczywiste [aktywne] lub tylko formalne [warunkowe]. Do pierwszych zaliczają się realne przychody przyszłych okresów [przedpłaty itp.], do drugich – dotacje. W związku z tym: - zobowiązania o charakterze aktywnym winny podlegać procedurze dyskonta, czyli generowania korekty na zasadach podobnych do zobowiązań handlowych; - dotacje [w szczególności dotacje inwestycyjne] stanowią kategorię quasi-kapitałów, ponieważ nie stanowią aktywnych zobowiązań, a w związku z czym winny być w ramach wyceny zredukowane do wartości zerowej.
Zobowiązania poza bilansowe	Zobowiązania poza bilansowe reprezentowane mogą być przez pozycje aktywne [wymagalne w sensie spłaty, np. zobowiązania z tytułu umów leasingu operacyjnego] lub zobowiązania warunkowe [poręczenia kredytowe na rzecz innych podmiotów gospodarczych, gwarancje bankowe]. W zależności od formy: - zobowiązania aktywne winny podlegać uwzględnieniu w wycenie, jak typowe zobowiązania; - zobowiązania warunkowe wymagają odrębnej oceny, jakie jest prawdopodobieństwo zaistnienia warunków wymagalności pokrycia tego typu zobowiązania [w zależności od oceny tego prawdopodobieństwa wartość tych zobowiązań może zostać uwzględniona w wycenie lub nie].

Metoda oparta jest na formule:

$$V_M = CAP \pm K = A - D - R - L - RMK + A_p - L_p \pm K$$

gdzie:

*V<sub>M</sub>* – wartość majątku przedsiębiorstwa,

*CAP* – kapitał własny przedsiębiorstwa,

*A* – aktywa przedsiębiorstwa,

*A<sub>p</sub>* – aktywa poza bilansowe,

*D* – kapitały obce,

*R* – rezerwy,

*L* – zobowiązania krótkoterminowe,

*RMK* – rozliczenia międzyokresowe,

*L<sub>p</sub>* – zobowiązania poza bilansowe,

*K* – korekty pozycji bilansowych.

W odróżnieniu od metody księgowej, metoda skorygowanych aktywów netto uwzględnia wszelkie korekty księgowej wyceny składników aktywów i pasywów, o ile tylko występują przesłanki ku temu. Z uwagi na możliwość dokonywania korekt wartości księgowych, metoda obejmuje weryfikację sald bilansowych, tak aktywnych jak i po stronie zobowiązań. Metoda de facto jest procedurą wyceny wartości rynkowej kapitałów własnych właścicieli przedsiębiorstwa.

Przesłanki te wynikają z wielu różnorodnych względów:

- 1) weryfikacja wartości rzeczowych aktywów trwałych na podstawie odrębnych wycen specjalistów [rzeczoznawców];
- 2) weryfikacja wartości aktywów finansowych [np. udziałów w innych spółkach] na podstawie oceny sytuacji finansowej i perspektyw rozwoju tychże spółek;
- 3) weryfikacja stanu zapasów w kontekście braków i niedoborów magazynowych [w tym korekta wartości zapasów towarów uwzględniająca zakładowaną cenę ich sprzedaży w porównaniu do ceny zakupu, a także czynnik dyskonta wynikający z okresu oczekiwania na zapłatę];
- 4) weryfikacja wartości należności handlowych, uwzględniająca realne wskaźniki rotacji [czyli realne okresy windykacji należności];
- 5) weryfikacja wartości zobowiązań handlowych, uwzględniająca realne terminy ich regulowania i czynnik dyskonta;
- 6) weryfikacja składników rozliczeń międzyokresowych [RMK] w kontekście realnych [wymagalnych] zobowiązań.

Metoda skorygowanych aktywów netto jest uznawana za znacząco bardziej wiarygodną, niż metoda księgowa, jakkolwiek wymaga zdecydowanie szerszego zakresu informacji i tym samym jest znacznie bardziej pracochłonna.

### **Wycena przedsiębiorstw nierentownych [szczególne uwarunkowania doboru metod wyceny - aspekt rentowności przedsiębiorstwa]**

Zasadniczym celem wstępnej analizy ekonomiczno-finansowej wycenianego podmiotu gospodarczego powinna być diagnoza perspektyw jego dalszej egzystencji rynkowej [tzw. zasada „going concern”]. Identyfikacja zagrożeń bytu ekonomicznego jednostek gospodarczych jest m.in. jednym z głównych zadań biegłych rewidentów. W odniesieniu do bardziej praktycznej strony ekonomicznej należy wskazać na warunek rentowności przedsiębiorstwa, czyli:

$ROIC \geq R_K$
$ROIC = \frac{NOPLAT}{IC}$

Gdzie:

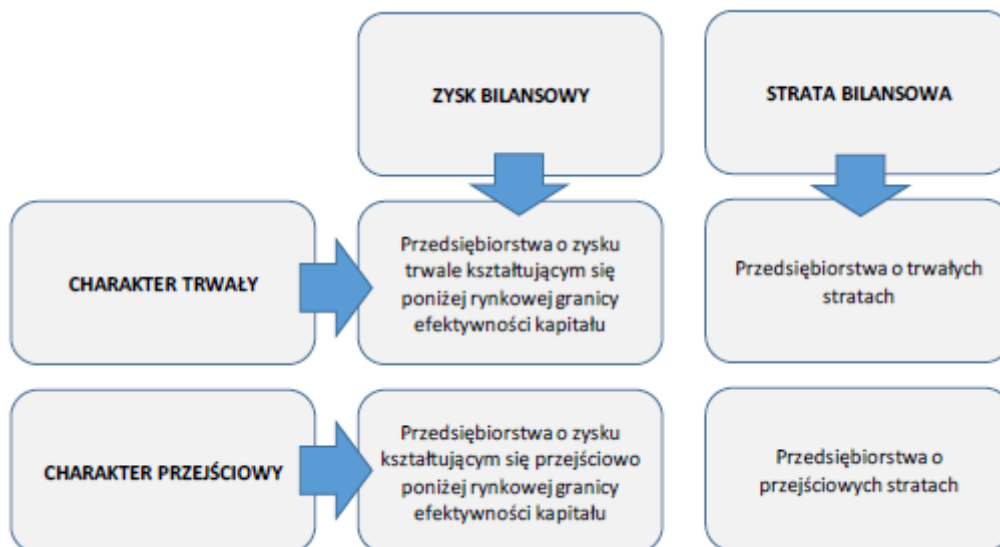
- *ROIC* – stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego, uzyskana w danym okresie przez przedsiębiorstwo;
- *R<sub>K</sub>* – wymagany przez właścicieli przedsiębiorstwa [inwestorów branżowych] koszt kapitału własnego [czyli wymagana minimalna stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego];
- *NOPLAT* – zysk operacyjny po opodatkowaniu;
- *IC* – zainwestowany kapitał.

Doświadczenia wskazują, że na ogół wyjście z kryzysu pociąga za sobą jednak konieczność poniesienia na tyle znaczących nakładów inwestycyjnych, iż właściciela często nie stać na ich

sfinansowanie. W konsekwencji prowadzi to do koncepcji przekształceń własnościowych [sprzedaż, wniesienie przedsiębiorstwa aportem do spółki, fuzja dwóch przedsiębiorstw]. Wobec powyższego generalnie zaleca się stosowanie metody likwidacyjnej dla przedsiębiorstw generujących straty finansowe oraz metody szwajcarskiej, uwzględniającej podwójną wagę dla wartości dochodowej – dla przedsiębiorstw generujących dodatnie wyniki finansowe. Sama procedura oceny rentowności przedsiębiorstwa bazuje – co należy podkreślić – nie na wynikach operacyjnych [jak często się błędnie sądzi], tylko na rentowności zaangażowanego w biznes kapitału. Procedura ta jest następująca:

- 1) Spełnienie warunku, że uzyskiwana stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego [ROIC] jest z punktu widzenia właścicieli biznesu satysfakcjonująca, decyduje o ocenie, czy dane przedsiębiorstwo jest rentowne czy też nierentowne. Ocena winna obejmować okres przeszły [co najmniej 3-4 lata], bieżący oraz perspektywiczny [co najmniej najbliższe 3 lata].
- 2) Jeśli warunek potwierdzi nierentowność przedsiębiorstwa, należy stwierdzić, czy jest to nierentowność trwała, czy okresowa [czyli istnieje znaczne prawdopodobieństwo, że wdrożenie programu restrukturyzacji spowoduje w określonej perspektywie czasu przywrócenie rentowności przedsiębiorstwa].
- 3) W przypadku, gdy nierentowność zostanie uznana za trwałą, nie ma sensu utrzymywać dalej przedsiębiorstwa i należy podjąć się jego likwidacji. Wówczas w oczywisty sposób metodą wyceny staje się metoda likwidacyjna.

*Klasyfikacja przedsiębiorstw nierentownych [źródło: „Metody wyceny przedsiębiorstw”, M.Kufel, Wrocław 1992].*



## 2 Założenia bazowe do wyceny

### 2.1 Data wyceny

Zgodnie z przekazanymi danymi analiza obejmuje okres historyczny 2016-2017. Wobec posiadanego zakresu danych i sprawozdań finansowych oraz okoliczności procesu przeniesienia Spółki aportem **data wyceny została ustalona na dzień 15.11.2017 r.**

## **2.2 Jednostki pieniężne analizy**

Wszelkie dane finansowe dotyczące przedsiębiorstwa i przedmiotu wyceny zostały wyrażone w jednostkach waluty krajowej: PLN lub tys. PLN.

## **2.3 Stopy procentowe**

Wycena obejmuje działalność przedsiębiorstwa w polskim obszarze gospodarczym. Tym samym przejmuję poziom stóp procentowych, rentowność obligacji długoterminowych, oprocentowanie pożyczek dla osób prawnych oraz ryzyko kraju właściwe dla Polski.

## **2.4 Jednostkowa wartość udziałów**

Wobec celu wyceny aport 100% udziałów jednostkowa wartość udziałów nie została ustalona.

## **2.5 Aspekty podatkowe i wysokość stóp podatkowych**

W każdym przypadku, kiedy miała lub mogła mieć miejsce procedura planowania finansowego lub wykorzystywania metod wyceny w ramach podejścia dochodowego, procedura analityczna uwzględniała opodatkowanie na zasadach właściwych dla osób prawnych [CIT]. Z uwagi na działalność w krajowym obszarze gospodarczym stopa podatkowa CIT zostałyby w takich przypadkach każdorazowo ustalona na 19%.

## **2.6 Charakter wartości wycenianego składnika aktywów niematerialnych**

W ramach aspektu ekonomicznego należy wyróżnić trzy podstawowe terminy:

- Wartość bieżąca**
- Wartość perspektywiczna**
- Wartość likwidacyjna**

Kwestia przypisania procedury wyceny do jednej z w/w kategorii został omówiona w dalszej części raportu.

## **2.7 Charakter rekomendowanych wyników wyceny**

Wszelkie rezultaty wyceny wartości godziwej, uzyskane w ramach zastosowanych metod są wynikami netto, tj. wynikami abstrahującymi od podatku VAT.

## **2.8 Zasada ostrożnej wyceny**

Zasada ostrożnej wyceny stanowi jedną z nadrzędnych zasad rachunkowości. Nakazuje ona wyceniać zasoby majątkowe jednostki i źródła ich pochodzenia, tak aby nie spowodować zniekształcenia wyniku finansowego. Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r. formułuje tę zasadę w art. 7 ust. 1: „Poszczególne składniki aktywów i pasywów wycenia się stosując rzeczywiście poniesione na ich nabycie (wytworzenie) ceny (koszty), z zachowaniem zasady ostrożności. W szczególności należy w tym celu w wyniku finansowym, bez względu na jego wysokość, uwzględnić:



- zmniejszenia wartości użytkowej lub handlowej składników aktywów;
- wyłącznie niewątpliwe pozostałe przychody operacyjne i zyski nadzwyczajne;
- wszystkie poniesione pozostałe koszty operacyjne i straty nadzwyczajne;
- rezerwy na znane jednostce ryzyko, grożące straty oraz skutki innych zdarzeń.

W praktyce wycen wartości ekonomicznej aktywów zasada ta sprowadza się do uwzględnienia wszelkich dających się przewidzieć ryzyk związanych ze stopniem wiarygodności prognoz finansowych, tych aktywów dotyczących. Na ogół ryzyka te ujmuje się w stopach dyskontowych, w ramach dyskonta planowanych zysków. W ramach zasady ostrożnej wyceny należy jednak także w sposób niezależny mieć na względzie sam tryb planowania finansowego, w szczególności poziomu sprzedaży produktów i usług oraz przypisywanej do nich marży.

Należy ponadto podkreślić, że za przejaw stosowania zasady ostrożnej wyceny winno się przyjmować sam fakt, iż w wycenie aktywa stosownych jest kilka niezależnych metod jego wyceny [co najmniej dwie]. Sam rozrzut wyników poszczególnych metod, jak i sposób ustalenia ostatecznej wartości wyniku wyceny pozwala wszystkim zainteresowanym na niezależną ocenę stopnia wiarygodności przeprowadzonego szacowania.

## 2.9 Proces wyceny przedsiębiorstwa w funkcji czasu

Wycenę składników ruchomości i nieruchomości przyjęto z opracowań wykonanych przez pracowników spółki które były aktualne na dzień 31.12.2017r .

## 2.10 Metodologia wyceny

Poniżej przeprowadziłem charakterystykę możliwości zastosowania określonych metod wyceny wartości przedsiębiorstwa:

Metoda	Komentarz	Zastoso- wanie	Uzasadnienie
<b>Grupa metod majątkowych</b>			
Metoda majątkowa aktywów netto [tzw. metoda księgowa]	Metoda księgowa stanowi bardziej formalne, niż praktyczne podejście do wyceny wartości przedsiębiorstwa. W powszechnym mniemaniu nie wystarcza do określenia wartości w odniesieniu do poziomu adekwatnego do skali odpowiedzialności wyceny w konkretnym celu, który odbiegałby od celów jedynie formalnych [ewidencyjnych].	TAK	Metoda ta pomimo swoich wad stanowi zdecydowanie najprostszą i najtańszą procedurę wyceny. Z tego powodu należy uznać, że jej zastosowanie ma sens choćby tylko ze względów informacyjnych. W szczególności należy podkreślić, że zastosowanie tej metody ma znaczenie praktyczne w postaci konieczności wyceny tzw. aktywów nieoperacyjnych takich, jak inwestycje długoterminowe [aktywa finansowe] i krótkoterminowe [w tym stan środków gotówkowych]. Istotną kwestią jest także wycena kapitałów obcych, rezerw oraz zobowiązań oprocentowanych, a w końcu zobowiązań poza bilansowych. Łączne saldo tych pozycji stanowi korektę wyników metod dochodowych oraz mnożnikowych. <i>W przedmiotowym przypadku metoda pomocnicza, stanowiąca punkt wyjścia dla metody skorygowanych aktywów netto.</i>
Metoda majątkowa skorygowanych aktywów netto	Metoda majątkowa na ogół nie jest uznawana za adekwatną do szacowania opiniotwórczego poziomu wartości przedsiębiorstw typu „going concern”, jednak zawiera istotny potencjał informacyjny, m.in. w kontekście tych pozycji aktywów i pasywów, których wartość koryguje w sposób niezależny wyniki innych metod wyceny. Zatem metoda ta pozwala na oszacowanie wartości tych składników aktywów i pasywów, które nie są bezpośrednio uwzględniane w wycenie metodami dochodowymi i/lub mnożnikowymi i o które należy dodatkowo skorygować wyniki tych	TAK	Przesłanki do zastosowania podobne, jak wyżej, z dodatkowym aspektem uściślenia wartości wybranych sald bilansowych. Standardowo korekcie podlegają wybrane pozycje aktywów obrotowych oraz zobowiązań handlowych, a także quasi-kapitały [RMK, czyli rozliczenia międzyokresowe bierne]. <i>W przedmiotowym przypadku podstawowa metoda szacowania wartości Spółki. Wynika to przede wszystkim z braku przesłanek do podjęcia się wyceny sfery dochodowej przedsiębiorstwa.</i>

*Raport z wyceny „Przedsiębiorstwo Usługowo-Handlowe "NAFTA-TRANS"  
Spółka z o.o. w Pile, Aleja Powstańców Wlkp. 163 a*

	metod. Stąd jej zastosowanie należy na ogół uznać za ze wszech miar celowe.		
Metoda Wilcoxa-Gamblera	Metoda wyceny wartości likwidacyjnej majątku przedsiębiorstw opracowana na podstawie wskaźników statystycznych.	TAK	Metoda ta zalecana jest dla szybkiej i taniej wyceny nie tylko przedsiębiorstw w stanie upadłości, ale także takich, dla których uznana trwała nierentowność nie uzasadnia kontynuowania ich działalności w obecnym kształcie. przedmiotowym przypadku należy uznać, że wobec okoliczności i oceny perspektyw bytu ekonomicznego przedsiębiorstwa, uwzględnienie w wycenie majątkowej [dochód ujemny] zasad rekomendowanych przez tę metodę jest celowe. <i>W przedmiotowym przypadku zastosowanie metody należałoby uznać za przedwczesne, jest ona właściwa dla przedsiębiorstw znajdujących się w stanie upadłości. Tymczasem Spółka znajduje się formalnie w stanie przeniesienia, a nie wobec niewypłacalności. To powoduje, że aspekt wartości likwidacyjnej niewątpliwie należy traktować jako wartość minimalna z przedziału wartości</i>
<b>Grupa metod mnożnikowych</b>			
Metoda mnożnika EBITDA [EV/EBITDA]	Metody mnożnikowe wypełniają obszar metodologiczny, zwany podejściem rynkowym [porównawczym]. Ich potencjał sprowadza się do faktu, że wycena przedsiębiorstwa oparta jest na jego wybranym parametrze finansowym [tu: saldo EBITDA] oraz mnożniku, pochodzącym z danych statystycznych, obejmujących określony sektor gospodarczy i rynek geograficzny. W ten sposób wycenie nadaje się charakter bardziej pro rynkowy, ponieważ posiada ona walory porównawcze [przez to redukuje się jej – w domniemaniu – zbyt subiektywny charakter]. Metoda znajduje najlepsze zastosowanie dla względnie stabilnych projekcji finansowych ex post i w konsekwencji ex ante. Zasadą jest oparcie wartości wskazanego parametru finansowego na średniej ważonej z trzech ostatnich lat, chyba że wprowadza się do tego kanonu uzasadnione modyfikacje. Metoda uchodzi za pragmatyczną, bowiem z zasady ogranicza wartość wyceny do poziomu iloczynu wskazanego parametru i mnożnika, abstrahując od zmian kapitału obrotowego, na ogół dosyć niepewnych. Główna wada to natomiast nieuwzględnianie nakładów inwestycyjnych. Przyjęto tu założenie, że wartość rocznych nakładów odtworzeniowych odpowiada wartości rocznego funduszu amortyzacji [nie zawsze wiarygodne].	NIE	Standardowo metoda pasująca najbardziej do koncepcji wartości bieżącej. Wymaga ona analizy danych ex post oraz wyboru najbardziej reprezentatywnego wyniku adekwatnego salda finansowego. W przypadku systematycznej i wyraźnej zmiany sald w okresie ex post [zwłaszcza wzrostu] metoda wymaga adekwatnych korekt, co do średnich wartości oczekiwanych rezultatów ekonomicznych, inaczej prowadzi do zaniżenia wyceny. Zatem w kontekście wartości perspektywicznej winna być skonfrontowana z metodami takimi, jak DCF, inaczej może stanowić zbyt ryzykowne kryterium wartościowania przedsiębiorstwa. <i>W przedmiotowym przypadku metoda reprezentatywna, pozwalająca zbudować proces wyceny pomimo formalnego braku zastosowania wiarygodnej prognozy finansowej. Zatem metoda odniesiona do wyników historycznych, ale przez to nadająca się w ogóle do zastosowania, akcentująca bieżący horyzont oceny możliwości przedsiębiorstwa. W przedmiotowym przypadku metoda nieprzydatna .</i>
Metoda mnożnika EBIT [EV/EBIT]	Jaki wyżej.	NIE	Jak wyżej.
Metoda mnożnika sprzedaży [EV/Sales]	Jaki wyżej.	NIE	Jak wyżej.
Metoda mnożnika kapitału zainwestowanego [EV/Invested Capital]	Jaki wyżej.	NIE	Jak wyżej.
Metoda mnożnika wartości księgowej PBV [EV/Book Value]	Jaki wyżej.	NIE	Jak wyżej.
<b>Grupa metod dochodowych</b>			
Metoda kapitalizacji zysku	Metoda znajduje zastosowanie dla względnie stabilnych projekcji finansowych ex post i w konsekwencji ex ante. Zasadą jest oparcie wartości zysku [zysk netto księgowy lub NOPLAT] na średniej ważonej z trzech ostatnich lat, chyba że wprowadza się do tego kanonu uzasadnione modyfikacje. Metoda uchodzi za pragmatyczną, bowiem z zasady ogranicza wartość wyceny do pozycji skapitalizowanych zysków, abstrahując od zmian kapitału obrotowego, na ogół dosyć niepewnych. Główna	NIE	Metoda rekomendowana do uwzględniania w zakresie poszukiwania wartości bieżącej przedsiębiorstwa. Kwestia przesłanek wskazujących na uwzględnienie tylko wyniku ostatniego pełnego roku analogiczna, jak przy omawianiu metod mnożnikowych. Podobnie rzecz się ma w kontekście systematycznych zmian wyników historycznych. Należy zauważyć, że w tym przypadku formuła wartości stanowi odpowiednik renty wiecznej [tak jak dla wartości rezydualnej w metodzie DCF], a zatem najlepiej sprawdza się dla przedsiębiorstw o ustabilizowanych wynikach finansowych.

	wada to natomiast nieuwzględnianie nakładów inwestycyjnych, które finansowane są właśnie z zysków po opodatkowaniu. Przyjęto tu założenie, że wartość rocznych nakładów odtworzeniowych odpowiada wartości rocznego funduszu amortyzacji [nie zawsze wiarygodne].		Ponadto jako odmianę tej metody, można rozważać kapitalizację sumy NOPLAT + amortyzacja. Wariant ten zwróci bardziej racjonalny rezultat wyceny dla przypadków wysokich odpisów amortyzacyjnych, o charakterze długoterminowym. <i>W przedmiotowym przypadku metoda o niepewnej reprezentatywności, choćby wobec faktu, że w dostępnych sprawozdaniach finansowych Spółka w ogóle nie wykazywała zysków, lecz straty. Zatem metody te nie mogą być racjonalnym przedmiotem analizy.</i>
Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych [DCF]	Metoda o cechach uniwersalnych, znajdująca zastosowanie w każdych warunkach i przy tym uznawana za najbardziej popularną i miarodajną. Metoda może być zastosowana na dwóch poziomach dokładności: a) tzw. pełna metoda DCF, uwzględniająca wszystkie zmienne parametry przyszłej projekcji finansowej; b) tzw. uproszczona metoda DCF, oparta na analizie finansowej 5 wskaźników, prolongująca w ramach prognozy średnie parametry finansowe ukształtowane w okresie ex post.  Metoda uproszczona dobrze spełnia rolę wyceny o cechach weryfikacyjnych, jakkolwiek zasadne pozostają tu uwagi dotyczące okoliczności zastosowania metod prostej kapitalizacji zysku, a zatem relatywnie znaczna oczekiwana stabilizacja przyszłych wyników finansowych.	NIE	Metoda stanowiąca najbardziej popularną skalę kwalifikacji poziomu wartości dochodowej przedsiębiorstw. Jeśli możliwe jest zastosowanie obydwu jej opisanych obok wariantów, to jest to rozwiązanie zalecane. Różnica wyników w przypadku prawidłowo dobranych parametrów finansowych nie powinna przekraczać 25%. Należy zwrócić uwagę, że z reguły uproszczona wersja DCF bazuje na wskaźnikach ex post i przez to generuje niższe wyniki wyceny, niż metoda pełna. Opieranie się na wskaźnikach historycznych jest podejściem bardziej konserwatywnym, ale przez to jednocześnie bardziej ostrożnym i często bardziej wiarygodnym. <i>W przedmiotowym przypadku metoda o niepewnej reprezentatywności, choćby wobec faktu, że w dostępnych sprawozdaniach finansowych Spółka w ogóle nie wykazywała zysków, lecz straty. Zatem metody te nie mogą być racjonalnym przedmiotem analizy.</i>
Inne metody – metoda zdyskontowanych dywidend	Metoda interesująca głównie dla potencjalnych akcjonariuszy/udziałowców, zainteresowanych najbardziej bezpośrednią formą korzyści materialnych z tytułu posiadania praw do przedsiębiorstwa. Dotyczy to w szczególności sytuacji, gdy składniki majątku wycenianego przedsiębiorstwa, jakkolwiek reprezentują określoną wartość, ale wartość ta może być uznana za relatywnie 'mało płynną', czyli zamiana tych aktywów na gotówkę byłaby potencjalnie procesem niepewnym, a co najmniej długotrwałym.	NIE	W okolicznościach stosowania metod dochodowych można traktować tę metodę, jako uzupełniającą, ciekawą zwłaszcza z punktu widzenia inwestorów branżowych. Pewność [prawdopodobieństwo] wypłaty dywidend w zakładanych wartościach jest oczywiście bardzo ograniczona, ale chodzi tu bardziej o zademonstrowanie samych możliwości w tym zakresie, niż liczenie na względnie wysokie prawdopodobieństwo zaistnienia takich wypłat w przyszłości. <i>W przedmiotowym przypadku ze względu na dochód ujemny nie występuje możliwość określenia wysokości dywidendy</i>
<b>Metody wartości mieszanej</b>			
Metody mieszane	Kryteria stosowania tych metod nieco się zawężyły w stosunku do lat aktywnej prywatyzacji w Polsce i ich sens sprowadza się do ujęcia w wycenie także części majątkowej, ale w warunkach, gdy ta część zostanie uznana za relatywnie cenną, nie tylko w aspekcie samej wartości, ale i funkcji. W innych przypadkach tak czy inaczej o wartości biznesu winny raczej decydować metody dochodowe.	NIE	W obecnej fazie rozwoju ekonomii metody mieszane mogą mieć znaczenie w bardzo ograniczonym zakresie, w szczególnych uwarunkowaniach procesu wyceny. Na co dzień zatem spełniają one bardziej informacyjną, niż praktyczną rolę. W sytuacji znacznej przewagi wartości dochodowej nad majątkową rola tych metod pozostaje już czysto teoretyczna. <i>W metodach mieszanych występuje składnik dochodowy, a ten obecnie nie może być miarodajnie oszacowany.</i>

## 2.11 Metody majątkowe wyceny przedsiębiorstwa

### 2.11.1 Kryterium istotności

Wartość kryterium istotności została standardowo oszacowana na 3% sumy bilansowej. Oznacza to, że w praktyce bardziej starannej weryfikacji powinno się poddawać tylko salda bilansowe o kwocie przekraczającej ten poziom.

### 2.11.2 Zasady weryfikacji i skala uwzględnienia aspektu likwidacyjnego

Status formalny przedsiębiorstwa [spółka nie wykazująca zysku] uzasadnia zastosowanie w wycenie jako alternatywy podejścia likwidacyjnego ( wygaszenie działalności w długim okresie czasu ) co najmniej do zasadniczych rzeczowych składników majątkowych. W tym kontekście uwzględnienie aspektu likwidacyjnego w wycenie – w odniesieniu do majątku

trwałego - wydaje się słuszne. Natomiast w kontekście składników obrotowych majątku uznaję, że okoliczności nie wpływają na potrzebę uwzględniania tego aspektu. Spółka bowiem nie jest przedsiębiorstwem upadłym, a jedynie ulega przekształceniu własnościowemu (aport). Zatem brak jest przesłanek wskazujących na istotne zagrożenia dla realizacji istniejących obecnie kontraktów, a tym samym uwzględnienia aspektu likwidacyjnego dla należności czy zapasów.

### 2.11.3 Weryfikacja stanu aktywów i pasywów

Nie dokonywano szczegółowego opis sald i ich sugerowanych zmian wobec wartości ewidencyjnych wskaźnik korekt został przedstawiony w wyliczeniach.

### 2.11.4 Zobowiązania poza bilansowe

Spółka nie wykazała aktywnych sald zobowiązań poza bilansowych

### 2.11.5 Wycena przedsiębiorstwa metodą majątkową aktywów netto [metoda księgową] oraz metodą skorygowanych aktywów netto

Procedura wyceny wartości majątkowej organizacji gospodarczej ( przedsiębiorstwa ) Usługowo-Handlowego "NAFTA-TRANS" Spółka z o.o.

Zestawienie środków trwałych wraz z korekta wykonaną przez pracowników spółki

Lp.	Rodzaj pojazdu	Marka	Typ	Nowy nr rej.	Nr inwent.	Rok bud.	St. koszt	Przebieg	Wartość netto
1.	ciężarowy	Ford Transit	VAN 190 L	PP 07615	742-0020	1997	1000	10760	4 169,00 zł
2.	ciężarowy	Ford Transit	VAN 100L	PP 20544	742-0025	1998	1000	79311	4 834,00 zł
3.	ciężarowy	Ford Transit	350L	PP 40472	742-0084	2005	1000	273051	12 487,00 zł
4.	ciężarowy	Ford Transit	350L	PP 41324	742-0086	2005	1000	439274	9 776,00 zł
5.	ciężarowy	Ford Transit	350L	PP 41325	742-0085	2005	1000	580752	8 729,00 zł
6.	ciężarowy	Ford Transit	350L	PP 85687	742-0093	2006	1000	49692	17 771,00 zł
7.	ciężarowy	Ford Transit	350L	PP 65819	742-0087	2007	1000	278445	13 995,00 zł
8.	ciężarowy	Ford Transit	350L	PP 68285	742-0089	2007	1000	232960	17 840,00 zł
9.	ciężarowy	Renault	Kango1.5DCI	PP 67898	742-0088	2006	1000	130740	8 351,00 zł
10.	ciężarowy	Ford Transit	350L	PP 76054	742-0091	2008	1000	76123	28 876,00 zł
11.	ciężarowy	Ford Transit	350L	PP 76056	742-0092	2008	1000	29897	31 815,00 zł
12.	osobowy	Ford Transit	350LWB	PP 88009	742-0095	2008	1000	307801	21 743,00 zł
13.	osobowy	Ford Transit	350LWB	PP 88010	742-0094	2008	1000	339339	21 132,00 zł
14.	ciężarowy	Ford Transit	350EF	PP 90893	742-0096	2009	1000	96637	31 780,00 zł
15.	ciężarowy	Ford Transit	330 SWB	PP 93790	742-0097	2009	1000	188736	23 920,00 zł
16.	ciężarowy	Ford Transit	350 LWB	PP 95071	742-0098	2010	1000	269720	28 423,00 zł
17.	osobowy	Ford Transit	300L2.2TDCI	PP 2154A	742-0099	2008	1000	43850	23 746,00 zł
18.	ciężarowy	Ford Transit	350 MWB	PP 6538A	742-0100	2011	1000	150052	32 342,00 zł
19.	osobowy	Ford Transit	280 MWB	PP 8608A	742-0101	2008	1000	269565	16 965,00 zł
20.	skrzyniowy	Iveco	Euro Cargo	PP 19059	742-0037	1998	1200	514458	7 973,00 zł
21.	wywrotka	Iveco	Eurotrakker	PP 19302	742-0048	1999	1300	470873	49 731,00 zł
22.	wywrotka	Iveco	Eurotrakker	PP 19294	742-0049	2002	1300	352637	77 168,00 zł
23.	wywrotka	Scania	R124CBHZ420	PP 29549	742-0081	2003	1300	Licz.niespr	95 000,00 zł
24.	wywrotka	Iveco	Eurotrakker	PP 40211	742-0083	1998	1300	427526	48 376,00 zł
25.	Hakowiec	Scania	8X4/12C/420	PP 1694E	742-0103	2008	1400	168683	220000,00
26.	Hakowiec	Scania	8X4/12C/420	PP 1695E	742-0104	2008	1400	225602	220000,00
27.	ciągnik siodłowy	Steyr	32S32/S-29	PP 19978	746-0015	1992	1500	0	12000,00
28.	ciągnik siodłowy	Steyr	32S36/S-529	PP 19526	746-0017	1996	1500	955702	25000,00
29.	ciągnik siodłowy	Steyr	32S36/S-529	PP 20435	746-0018	1996	1500		25000,00
30.	ciągnik siodłowy	Steyr	32S36/S29/6x4	PP 15252	746-0020	1997	1500	902263	25000,00

*Raport z wyceny „Przedsiębiorstwo Usługowo-Handlowe "NAFTA-TRANS"  
Spółka z o.o. w Pile, Aleja Powstańców Wlkp. 163 a*

31.	ciągnik siodłowy	Steyr	32S36/S29/6x4	PP 15251	746-0021	1997	1500	903831	25000,00
32.	ciągnik siodłowy	IVECO	Eurotrakker	PP 19253	746-0022	1995	1500	787781	12000,00
33.	ciągnik siodłowy	IVECO	Eurotrakker	PP 19254	746-0023	1995	1500	921823	12000,00
34.	ciągnik siodłowy	IVECO	EuroStar	PP 20526	746-0026	1998	1500	691503	11 236,00 zł
35.	ciągnik siodłowy	Steyr	32S36/S29/6x4	PP 19923	746-0027	1998	1500	686774	26000,00
36.	ciągnik siodłowy	Steyr	32S36/S29/6x4	PP 19924	746-0028	1998	1500	692773	25000,00
37.	ciągnik siodłowy	Scania	R 144 LA NA460	PP 29415	746-0003	1998	1500	618304	25 112,00 zł
38.	ciągnik siodłowy	Scania	R 124 LA NA420	PP 30069	746-0032	2004	1500	972548	41 729,00 zł
39.	ciągnik siodłowy	IVECO	Euro Star 430	PP 38834	746-0033	2001	1500	3078	21 367,00 zł
40.	ciągnik siodłowy	MAN	18.463 FLS	PP 95732	746-0036	2003	1500	84462	44 293,00 zł
41.	ciągnik siodłowy	MAN	18.463 FLS	PP 95382	746-0037	2003	1500	525456	41 592,00 zł
42.	ciągnik siodłowy	DAF	FT XF 105.406	PP 0532C	746-0039	2007	1500	819072	67 163,00 zł
43.	ciągnik siodłowy	DAF	FT XF 105.406	PP 0531C	746-0038	2007	1500	727208	69 305,00 zł
44.	ciągnik siodłowy	Scania	R 500	PP 1658E	746-0040	2006	1500	924943	64 991,00 zł
45.	ciągnik siodłowy	Scania	R 500	PP 1659E	746-0041	2006	1500	983756	61 498,00 zł
46.	platforma	STRAGER	SSBB35	PP 16147	747-0018	1990	4010		26 000,00 zł
47.	platforma	GOLDHOFER	STN3-40/80	PP 16230	747-0022	1992	4010		10 000,00 zł
48.	platforma	GOLDHOFER	STN3-40/80	PP 16266	747-0023	1992	4010		10 000,00 zł
49.	platforma	BROSHUIS	4ABSD-58	PP 16254	747-0024	1995	4010		18 000,00 zł
50.	platforma	BROSHUIS	4ABSD-58	PP 16229	747-0025	1995	4010		18 000,00 zł
51.	platforma	BROSHUIS	4ABSD-58	PP 16183	747-0027	1995	4010		18 000,00 zł
52.	platforma	Achleitner	4STP65	PP 16162	747-0031	1997	4020		12 000,00 zł
53.	platforma	GOLDHOFER	ST2-L-6- 60/80AF2	PP 16283	747-0032	1998	4010		28 000,00 zł
54.	samowładowca	Wielton	W 24	PP 16170	747-0033	1999	4020		18 219,00 zł
55.	samowładowca	Polkon	NW 192	PP 16598	747-0035	2003	4020		30 000,00 zł
56.	samowładowca	Polkon	NW 192	PP 16597	747-0036	2003	4020		30 000,00 zł
57.	plandeka	Krone	SDP 27	PP 28614	747-0037	2000	4010		10 550,00 zł
58.	samowładowca	Bodex	Kiss 33	PP 28575	747-0038	2004	4020		24 888,00 zł
59.	plandeka	Randers	NS4G31	PP 28535	747-0039	2001	4020		6 500,00 zł
60.	plandeka	KRONE	SDP 27	PP 95447	747-0045	2006	4020		21 963,00 zł
61.	plandeka	KRONE	SDP 27	PP 95432	747-0044	2006	4020		21 963,00 zł
62.	plandeka	KRONE	SDP 27	PP 0647C	747-0046	2007	4020		25 463,00 zł
63.	plandeka	KRONE	SDP 27	PP 0645C	747-0047	2007	4020		25 463,00 zł
64.	plandeka	KRONE	SDP 27	PP 69724	747-0041	2002	4020		12 700,00 zł
65.	plandeka	KRONE	SDP 27	PP 69725	747-0040	2002	4020		12 700,00 zł
66.	plandeka	KRONE	SDP 27	PP 74159	747-0042	2003	4020		14 211,00 zł
67.	plandeka	KRONE	SDP 27	PP 91981	747-0043	2003	4020		14 211,00 zł
68.	plandeka	KRONE	SDP 27	PP 0698C	747-0049	2002	4020		12 287,00 zł
69.	plandeka	KRONE	SDP 27	PP 0697C	747-0048	2003	4020		14 304,00 zł
70.	plandeka	SCHMITZ	S 01	PP 2146E	747-0050	2007	4020		25 544,00 zł
71.	plandeka	KOGEL	SN 0024	PP 2218E	747-0051	2004	4020		16 556,00 zł
72.	plandeka	KOGEL	SN 0024	PP 2242E	747-0052	2004	4020		16 969,00 zł
73.	przyczepa wywrotka	AUTOSAN	D-35	PP 16356	748-0005	1971	4030		1 000,00 zł
74.	przyczepa laweta	GREW	LT2500	PP 16197	748-0014	1999	4030		2 000,00 zł
75.	osobowy	Citroen	Berlingo	PP 80454	741-0017	2006	1600	314539	6 740,00 zł
76.	osobowy	Peugeot	407 2.0HDI	PP 89961	741-0018	2007	1600	273730	9 889,00 zł
77.	osobowy	VW	Caddy1.9TDI	PP 99604	741-0019	2007	1600	352900	12 476,00 zł
78.	osobowy	VW	Cady1.9TDI	PP 99605	741-0020	2007	1600	355910	12 448,00 zł
79.	autobus	Fiat	Ducato2.8JTD	PP 0296A	744-0007	2006	1700	6605	21 039,00 zł
80.	asenizacyjny	Iveco	MP410E42H	PP 04442	743-0009	2000	1800	425466	30 000,00 zł
81.	asenizacyjny	Iveco	MP410E42H	PP 11693	743-0010	2001	1800	352979	30 000,00 zł
82.	Pogotowie techniczne	Iveco	Daily 35.10V	PP 19356	742-0078	1998	2000	362562	8 000,00 zł
83.	Pogotowie techniczne	Iveco	Daily 35.10V	PP 19357	742-0079	1998	2000	368632	8 000,00 zł
84.	Żuraw samochodowy	Kraz	250 KS-4561	PP 20523	743-0019	1989	3100	Licz.niespr	15 000,00 zł
85.	Żuraw samochodowy	Maz	5334 KS-3577	PP 04541	743-0022	1990	3100		12 000,00 zł
86.	Żuraw samochodowy	Kraz	250K-KS4561	PP 2915A	743-0030	1988	3100	77469	15 000,00 zł
87.	Żuraw samochodowy	Hydros	DS.-041T	PP 19398	743-0023	1988	3200	0	50 000,00 zł
88.	Żuraw samochodowy	Hydros	DST-0401	PP 19690	743-0024	1991	3200	0	60 000,00 zł
89.	Żuraw samochodowy	Hydros	DST-0402N	PP 20472	743-0025	1993	3200	Licz.niespr	90 000,00 zł
90.	Żuraw samochodowy	Liebherr	LTM 1120/1	PP 19208	743-0028	1997	3300	145195	1 500 000,00 zł

Raport z wyceny „Przedsiębiorstwo Usługowo-Handlowe "NAFTA-TRANS"  
Spółka z o.o. w Pile, Aleja Powstańców Wlkp. 163 a

91.	Żuraw samochodowy	Kraz	63221 KTA-25	PP 75835	743-0029	2007	3200	Licz.niespr	30 000,00 zł
92.	Żuraw samochodowy	Liebherr	LTM 1080-1	PP 0662G	743-0031	2001	3300	103689	810 000,00 zł
93	Spychacz	Staliniec	T-130		580-0004	1986	3500	7512	15 000,00 zł
94	Spychacz	Stalowa Wola	TD 20G		580-0005	1993	3500	34504	50 000,00 zł
95	Spychacz	Stalowa Wola	TD 20G		580-0006	1993	3500		140 000,00 zł
96	Koparka	Brawal	1611		580-0011	1997	3500		35 000,00 zł
97	Koparka	FIAT	ALLIS		580-0012	1989	3500	Licz.niespr	35 000,00 zł
98	ciągnik rolniczy	Bielarus	820	PP 7345	746-0034	2008	3600	brak licznika	27 399,00 zł
99	Walec drogowy		V V 70		582-0001	1992	3500	74555	8 000,00 zł
	Działka w Pile							5000	400 000,00 zł
	Płyty drogowe							4800	864 000,00 zł
	<b>Umowa Grawil</b>								
	<b>Pozwolenia kat v</b>								0,00 zł
	<b>RAZEM</b>								6 500 541,00 zł

Przyjęta stawka referencyjna kredytów 2017r

STAWKI REFERENCYJNE DLA KREDYTÓW W PLN				
Rodzaj kredytu	Okres obowiązywania	WIBOR 3 M	WIBOR 6M	WIBOR 12 M
Kredyty na działalność gospodarczą i rolniczą oraz kredyty zabezpieczone hipotecznie	01.10.2017-31.12.2017	1,73%*	1,81%*	1,85%*
Kredyty konsumenckie gotówkowe oraz karty kredytowe	01.02.2017-31.01.2018			1,84%**

Przyjęto oprocentowanie wraz z marżą na poziomie 4,85%

Przyjęte wskaźniki weryfikacji aktywów i pasywów

Weryfikacja pozycji aktywów	cykl rotacji poziom 1	cykl rotacji poziom 2	cykl rotacji razem	rok obrotowy w dniach	1 dniowa stopa %	oprocentowanie w czasie	wsp. Dyskonta
Średnie oprocentowanie kredytów bankowych	wibor 12M 1,85 + marża 3% = 4,85% 1 dniowa stopa 0,0135%						
Należności długoterminowe [od jedn. powiązanych]	360		360	360	0,0135	4,8600	0,954
Należności długoterminowe [od jedn. pozostałych]	1,8		1,8	360	0,0135	0,0243	1,000
Zapasy [produkty gotowe]	30		30	360	0,0135	0,4050	0,996
Zapasy [towary]	30		30	360	0,0135	0,4050	0,996
Zapasy [zaliczki na dostawy]	30		30	360	0,0135	0,4050	0,996
Należności wobec jedn. powiązanych - krótkoterminowe	100		100	360	0,0135	1,3500	0,987
Należności wobec jedn. powiązanych - długoterminowe	360		360	360	0,0135	4,8600	0,954
Należności inne wobec jedn. Powiązanych			0	360	0,0135	0,0000	1,000
Należności wobec jedn. pozostałych - krótkoterminowe	18		18	360	0,0135	0,2430	0,998
Należności wobec jedn. powiązanych - długoterminowe	360		360	360	0,0135	4,8600	0,954
Należności budżetowe	3		3	360	0,0135	0,0405	1,000
Należności inne wobec jedn. Pozostałych	30		30	360	0,0135	0,4050	0,996
<b>Weryfikacja pozycji pasywów</b>							
Zobowiązania wobec jedn. powiązanych - krótkoterminowe	30		30	360	0,0135	0,4050	0,996
Zobowiązania wobec jedn. powiązanych - długoterminowe	360		360	360	0,0135	4,8600	0,954

Zobowiązania inne wobec jedn. Powiązanych	30		30	360	0,0135	0,4050	0,996
Zobowiązania wobec jedn. pozostałych - krótkoterminowe	19		19	360	0,0135	0,2565	0,997
Zobowiązania wobec jedn. pozostałych - długoterminowe	360		360	360	0,0135	4,8600	0,954
Zaliczki na dostawy	30		30	360	0,0135	0,4050	0,996
Zobowiązania budżetowe	215		215	360	0,0135	2,9025	0,972
Zobowiązania wobec pracowników	25		25	360	0,0135	0,3375	0,997
Zobowiązania pozostałe	28		28	360	0,0135	0,3780	0,996
Rezerwy na świadczenia emerytalne	360		360	360	0,0135	4,8600	0,954

### 2.11.5.1 Wyliczenie wartości księgowej oraz metoda korygowania aktywów netto

Bilans Aktywa				
Wycena wartości majątkowej przedsiębiorstwa / Metoda skorygowanych aktywów netto / PLN				
Rekomendowane kryterium istotności w wysokości 3,00% sumy bilansowej wynosi: 116 000 zł				
Weryfikacja stanu aktywów wg bilansu na dzień 15.11.2017r				
Okresy obrotowe	12.2017	wartość po korekcie	korekta w %	komentarz
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>3 853 010,19 zł</b>	<b>9 159 923,27 zł</b>	<b>237,73%</b>	
<b>Wartości niematerialne i prawne</b>	<b>7 660,00 zł</b>	<b>6 128,00 zł</b>	<b>80,00%</b>	Wartość salda poniżej poziomu kryterium istotności - nie podlega szczegółowej weryfikacji. Pozycja reprezentowana z reguły przez oprogramowanie, znak towarowy lub inne tego typu prawa. Z uwagi na fakt wniesienia aportem - kontynuacja działalności zastosowano współczynnik korekty 20%
Koszty prac rozwojowych	0,00 zł	0,00 zł		
Wartość firmy	0,00 zł	0,00 zł		
Inne wartości niematerialne i prawne	7 660,00 zł	7 660,00 zł		
Zaliczki na poczet wartości niematerialnych i prawnych	0,00 zł	0,00 zł		
<b>Rzeczowe aktywa trwałe</b>	<b>1 758 350,19 zł</b>	<b>7 066 795,27 zł</b>	<b>1495,32%</b>	
<b>Środki trwałe</b>	<b>1 560 003,76 zł</b>	<b>6 868 448,84 zł</b>	<b>440,28%</b>	
Grunty [w tym prawo użytkowania wieczystego]	389 493,91 zł	400 000,00 zł	102,70%	Skorygowana wartość na podstawie odrębnej wyceny pracowników . Zgodnie z ustaleniami co do charakteru wyceny majątkowej, wartość netto.
Budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej	367 907,84 zł	367 907,84 zł	100,00%	
Urządzenia techniczne i maszyny	32 549,21 zł	2 895 399,00 zł	8895,45%	Skorygowana wartość na podstawie odrębnej wyceny pracowników . Zgodnie z ustaleniami co do charakteru wyceny majątkowej, wartość netto.
Środki transportu	399 681,77 zł	1 846 651,00 zł	462,03%	Skorygowana wartość na podstawie odrębnej wyceny pracowników . Zgodnie z ustaleniami co do charakteru wyceny majątkowej, wartość netto.
Inne środki trwałe	370 371,03 zł	1 358 491,00 zł	366,79%	Skorygowana wartość na podstawie odrębnej wyceny pracowników . Zgodnie z ustaleniami co do charakteru wyceny majątkowej, wartość netto.
Środki trwałe w budowie	198 346,43 zł	198 346,43 zł	100,00%	
Zaliczki na środki trwałe w budowie	0,00 zł	0,00 zł		
<b>Należności długoterminowe</b>	<b>0,00 zł</b>	<b>0,00 zł</b>		
Od jednostek powiązanych	0,00 zł	0,00 zł		
Od pozostałych jednostek	0,00 zł	0,00 zł		
<b>Inwestycje długoterminowe</b>	<b>2 087 000,00 zł</b>	<b>2 087 000,00 zł</b>		
Nieruchomości	0,00 zł	0,00 zł		
Wartości niematerialne i prawne	0,00 zł	0,00 zł		
Długoterminowe aktywa finansowe	2 087 000,00 zł	2 087 000,00 zł		
W jednostkach powiązanych	0,00 zł	0,00 zł		
udziały lub akcje	0,00 zł	0,00 zł		
inne papiery wartościowe	0,00 zł	0,00 zł		
udzielone pożyczki	0,00 zł	0,00 zł		
inne długoterminowe aktywa	0,00 zł	0,00 zł		

Raport z wyceny „Przedsiębiorstwo Usługowo-Handlowe „NAFTA-TRANS”  
Spółka z o.o. w Pile, Aleja Powstańców Wlkp. 163 a

finansowe				
W pozostałych jednostkach	2 087 000,00 zł	2 087 000,00 zł		
udziały lub akcje	2 087 000,00 zł	2 087 000,00 zł	0,00%	W przypadku, gdy salda inwestycyjne w bilansie wycenianego przedsiębiorstwa są aktywne, poprawna metodologicznie wycena inwestycji [papierów wartościowych, udziałów w spółkach] wymaga oparcia kalkulacji na bieżących wobec daty wyceny porównaniach kursów rynkowych [giełdowych] akcji i obligacji, a w przypadku udziałów w spółkach – praktycznie odrębnej wyceny tych spółek w celu aktualizacji rynkowej wartości ich kapitałów własnych. W praktyce jest to często problematyczne, ponieważ sprawozdania finansowe wielu spółek nie są z różnych powodów dostępne, co powoduje, że brak jest podstaw do ich realnej i rzetelnej wyceny. W takich sytuacjach mogą być wykorzystane innego typu przesłanki do wyceny o charakterze incydentalnym, a w przypadku skrajnych trudności można oprzeć się na wartości ewidencyjnej udziałów, czyniąc odpowiednie zastrzeżenia. Mając powyższe na uwadze przyjęto wartość udziałów z bilansu.
inne papiery wartościowe	0,00 zł	0,00 zł		
udzielone pożyczki	0,00 zł	0,00 zł		
inne długoterminowe aktywa finansowe	0,00 zł	0,00 zł		
Inne inwestycje długoterminowe	0,00 zł	0,00 zł		
<b>Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>0,00 zł</b>	<b>0,00 zł</b>		
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,00 zł	0,00 zł		
Inne rozliczenia międzyokresowe	0,00 zł	0,00 zł		
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>1 401 123,49 zł</b>	<b>1 357 852,24 zł</b>	<b>96,91%</b>	
<b>Zapasy</b>	<b>32 191,05 zł</b>	<b>32 061,20 zł</b>	<b>99,60%</b>	
Materiały	32 191,05 zł	32 061,20 zł	99,60%	Wartość salda poniżej poziomu kryterium istotności. Przyjęto korektę z tabeli
Półprodukty i produkty w toku	0,00 zł	0,00 zł		
Produkty gotowe	0,00 zł	0,00 zł		
Towary	0,00 zł	0,00 zł		
zaliczki na dostawy	0,00 zł	0,00 zł		
<b>Należności krótkoterminowe</b>	<b>1 180 954,61 zł</b>	<b>1 138 292,10 zł</b>	<b>96,39%</b>	
Należności od jednostek powiązanych	1 125 616,41 zł	1 110 623,00 zł		
Z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty	1 125 616,41 zł	1 110 623,00 zł		
do 12 miesięcy	1 125 616,41 zł	1 110 623,00 zł	98,67%	Wartość korekty oszacowana na podstawie dziennej stopy dyskontowej [jeśli saldo aktywne]. W przypadku trudności z określeniem cyklu rotacji w wycenie przyjęto 30-dniowy cykl rotacji.
powyżej 12 miesięcy	0,00 zł	0,00 zł		
inne	0,00 zł	0,00 zł		
Należności od pozostałych jednostek	55 338,20 zł	27 669,10 zł		
Z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty	0,00 zł	0,00 zł		
do 12 miesięcy	0,00 zł	0,00 zł		
powyżej 12 miesięcy	0,00 zł	0,00 zł		
Z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń	0,00 zł	0,00 zł		
inne	0,00 zł	0,00 zł		
Dochodzone na drodze sądowej	55 338,20 zł	27 669,10 zł	50,00%	Wartość salda poniżej poziomu kryterium istotności. Ze względu na długi okres rozpatrywania spraw przyjęto korektę 50%
<b>Inwestycje krótkoterminowe</b>	<b>45 603,96 zł</b>	<b>45 603,96 zł</b>	<b>100,00%</b>	
Krótkoterminowe aktywa finansowe	45 603,96 zł	45 603,96 zł		
W jednostkach powiązanych	0,00 zł	0,00 zł		
udziały lub akcje	0,00 zł	0,00 zł		
inne papiery wartościowe	0,00 zł	0,00 zł		
udzielone pożyczki	0,00 zł	0,00 zł		
inne krótkoterminowe aktywa finansowe	0,00 zł	0,00 zł		
W pozostałych jednostkach	0,00 zł	0,00 zł		
udziały lub akcje	0,00 zł	0,00 zł		
inne papiery wartościowe	0,00 zł	0,00 zł		
udzielone pożyczki	0,00 zł	0,00 zł		



Raport z wyceny „Przedsiębiorstwo Usługowo-Handlowe "NAFTA-TRANS"  
Spółka z o.o. w Pile, Aleja Powstańców Wlkp. 163 a

;inne krótkoterminowe aktywa finansowe	0,00 zł	0,00 zł		
<i>Środki pieniężne i aktywa pieniężne</i>	<i>45 603,96 zł</i>	<i>45 603,96 zł</i>		
;środki pieniężne w kasie i na rachunkach	45 603,96 zł	45 603,96 zł	100,00%	Wartość salda poniżej poziomu kryterium istotności - nie podlega szczegółowej weryfikacji. Zaakceptowano wartość ewidencyjną.
;inne środki pieniężne	0,00 zł	0,00 zł		
;inne aktywa pieniężne	0,00 zł	0,00 zł		
Inne inwestycje krótkoterminowe	0,00 zł	0,00 zł		
<b>Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>142 373,87 zł</b>	<b>141 894,97 zł</b>	<b>99,66%</b>	
Należne wpłaty na kapitał (fundusz) podstawowy	142 373,87 zł	141 894,97 zł	99,66%	
Udziały (akcje) własne	0,00 zł	0,00 zł		
<b>Aktywa razem</b>	<b>5 254 133,68 zł</b>	<b>10 517 775,51 zł</b>	<b>200,18%</b>	
<b>Bilans - pasywa / PLN</b>				
Rekomendowane kryterium istotności w wysokości 3,00% sumy bilansowej wynosi:				
Weryfikacja stanu zobowiązań wg bilansu na dzień 15.11.2017r				
Okresy obrotowe	12.2017	wartość po korekcie	korekta w %	komentarz
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>2 223 563,96 zł</b>	<b>2 197 474,78 zł</b>	<b>98,83%</b>	
<b>Rezerwy na zobowiązania</b>	<b>111 525,07 zł</b>	<b>106 356,16 zł</b>	<b>95,37%</b>	
<i>Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego</i>	<i>0,00 zł</i>	<i>0,00 zł</i>		
<i>Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne</i>	<i>111 525,07 zł</i>	<i>106 356,16 zł</i>		
;długoterminowa	111 525,07 zł	106 356,16 zł	95,37%	W przypadku braku danych pozwalających na oszacowanie terminu rozliczeniowego w wycenie przyjęto 30-dniowy cykl rozliczeniowy
;krótkoterminowa	0,00 zł	0,00 zł		
<i>Pozostałe rezerwy</i>	<i>0,00 zł</i>	<i>0,00 zł</i>		
;długoterminowa	0,00 zł	0,00 zł		
;krótkoterminowa	0,00 zł	0,00 zł		
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>149 952,64 zł</b>	<b>143 002,71 zł</b>	<b>95,37%</b>	
<i>Wobec jednostek powiązanych</i>	<i>0,00 zł</i>	<i>0,00 zł</i>		
<i>Wobec pozostałych jednostek</i>	<i>149 952,64 zł</i>	<i>143 002,71 zł</i>		
;Kredyty i pożyczki	0,00 zł	0,00 zł		
;Z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	0,00 zł	0,00 zł		
;Inne zobowiązania finansowe	149 952,64 zł	143 002,71 zł	95,37%	W przypadku braku danych pozwalających na oszacowanie terminu rozliczeniowego w wycenie przyjęto 30-dniowy cykl rozliczeniowy
;inne	0,00 zł	0,00 zł		
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>1 962 086,25 zł</b>	<b>1 948 115,91 zł</b>	<b>99,29%</b>	
<i>Wobec jednostek powiązanych</i>	<i>0,00 zł</i>	<i>0,00 zł</i>		
Z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	0,00 zł	0,00 zł		
;do 12 miesięcy	0,00 zł	0,00 zł		
;powyżej 12 miesięcy	0,00 zł	0,00 zł		
inne	0,00 zł	0,00 zł		
<i>Wobec pozostałych jednostek</i>	<i>1 945 097,31 zł</i>	<i>1 931 184,11 zł</i>		
Kredyty i pożyczki	0,00 zł	0,00 zł		
Z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	0,00 zł	0,00 zł		
Inne zobowiązania finansowe	132 348,34 zł	131 814,49 zł	99,60%	W przypadku braku danych pozwalających na oszacowanie terminu rozliczeniowego w wycenie przyjęto 30-dniowy cykl rozliczeniowy
Z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	1 405 136,63 zł	1 399 468,78 zł		
;do 12 miesięcy	1 405 136,63 zł	1 399 468,78 zł	99,60%	Wartość salda poniżej poziomu kryterium istotności - nie podlega szczegółowej weryfikacji. Wartość korekty oszacowana na podstawie dziennej stopy dyskontowej [jeśli saldo aktywne]. W przypadku trudności z określeniem cyklu rotacji w wycenie przyjęto 30-dniowy cykl rotacji.
;powyżej 12 miesięcy	0,00 zł	0,00 zł		
Zaliczki otrzymane na dostawy	0,00 zł	0,00 zł		
Zobowiązania weksłowe	0,00 zł	0,00 zł		
Z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń	273 287,97 zł	265 579,52 zł	97,18%	
Z tytułu wynagrodzeń	133 512,83 zł	133 512,83 zł	100,00%	Wartość salda poniżej poziomu kryterium istotności - nie podlega szczegółowej weryfikacji. Zaakceptowano wartość ewidencyjną.

Inne	811,54 zł	808,48 zł	99,62%	W przypadku braku danych pozwalających na oszacowanie terminu rozliczeniowego w wycenie przyjęto 30-dniowy cykl rozliczeniowy
Fundusze specjalne	16 988,94 zł	16 931,80 zł	99,66%	W przypadku braku danych pozwalających na oszacowanie terminu rozliczeniowego w wycenie przyjęto 30-dniowy cykl rozliczeniowy
<b>Rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>0,00 zł</b>	<b>0,00 zł</b>		
Ujemna wartość firmy	0,00 zł	0,00 zł		
Inne rozliczenia międzyokresowe	0,00 zł	0,00 zł		
: długoterminowa	0,00 zł	0,00 zł		
: krótkoterminowa	0,00 zł	0,00 zł		
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>2 223 563,96 zł</b>	<b>2 197 474,78 zł</b>	<b>98,83%</b>	
<b>Zobowiązania poza bilansowe</b>	<b>0,00 zł</b>	<b>0,00 zł</b>		

### 2.11.5.2 Obliczenie wartości według formuły Wilcoxa Gamblera

Wyszczególnienie	waga według formuły Wilcoxa Gamblera	waga przyjęta do wyliczeń	wartość po korekcie	wartość dla wariantu wygaszenia działalności	wartość likwidacyjna według formuły
Gotówka	100,00%	100,00%	45 603,96 zł	45 603,96 zł	45 603,96 zł
Papiery wartościowe	100,00%	100,00%	2 087 000,00 zł	2 087 000,00 zł	2 087 000,00 zł
Należności	70,00%	100,00%	1 138 292,10 zł	1 138 292,10 zł	796 804,47 zł
Zapasy	70,00%	100,00%	32 061,20 zł	32 061,20 zł	22 442,84 zł
Zaliczki	70,00%	100,00%	0,00 zł	0,00 zł	0,00 zł
Inne aktywa	50,00%	60,00%	7 066 795,27 zł	4 240 077,16 zł	3 533 397,64 zł
Zobowiązania krótkoterminowe	100,00%	100,00%	-1 948 115,91 zł	-1 948 115,91 zł	-1 948 115,91 zł
Zobowiązania długoterminowe	100,00%	100,00%	-143 002,71 zł	-143 002,71 zł	-143 002,71 zł
<b>Wartość</b>			<b>8 278 633,92 zł</b>	<b>5 451 915,81 zł</b>	<b>4 394 130,29 zł</b>
<b>Wartość przyjęta</b>				<b>5 452 000,00 zł</b>	<b>4 394 000,00 zł</b>

### 2.12 Podsumowanie wyników

Salda bilansu	wartość księgowa	wartość skorygowana	wartość zmiany %
<b>Aktywa ogółem [w tym poza bilansowe ]</b>	5 246 473,68 zł	10 511 647,51 zł	200,36%
w tym: aktywa niematerialne bilansowe	0,00 zł	0,00 zł	0,00%
w tym: aktywa niematerialne nie ujawnione w bilansie*	0,00 zł	0,00 zł	0,00%
w tym: aktywa trwałe rzeczowe*	1 758 350,19 zł	7 066 795,27 zł	401,90%
w tym: należności i inwestycje długoterminowe	2 087 000,00 zł	2 087 000,00 zł	100,00%
- w tym: długoterminowe rozliczenia międzyokresowe [RMK]	0,00 zł	0,00 zł	0,00%
- w tym: aktywa obrotowe	1 401 123,49 zł	1 357 852,24 zł	96,91%
<b>Aktywa poza bilansowe</b>			
<b>Zobowiązania i rezerwy ogółem</b>	-2 223 564,96 zł	-2 202 643,68 zł	99,06%
- w tym rezerwy na zobowiązania	-111 526,07 zł	-111 525,07 zł	100,00%
- w tym: długoterminowe	-149 952,64 zł	-143 002,71 zł	95,37%
- w tym: krótkoterminowe	-1 962 086,25 zł	-1 948 115,91 zł	99,29%
<b>Zobowiązania poza bilansowe</b>			
- w tym: aktywne i wymagalne	0,00 zł	0,00 zł	0,00%
- w tym: warunkowe i wymagalne	0,00 zł	0,00 zł	0,00%
<b>Wartość wyceny [netto]</b>	<b>3 022 908,72 zł</b>	<b>8 309 003,82 zł</b>	<b>274,87%</b>
<b>Wartość wyceny [netto, zaokr.]</b>	<b>3 023 000,00 zł</b>	<b>8 310 000,00 zł</b>	<b>274,89%</b>

Procedura wyceny przedsiębiorstwa metodami majątkowymi została przedstawiona szczegółowo w **wyliczeniach**. Wartość księgowa aktywów netto [wartość kapitałów własnych] wyniosła na dzień wyceny **3 022 908,72 PLN**. Wartość skorygowanych aktywów

netto wyniosła natomiast **8 309 003,82 PLN** [stanowiła zatem wartość aż o około 275% wyższą od wartości księgowej]. Tak duża dysproporcja wynika głównie z przeszacowania wartości środków trwałych. Ze względu na brak dochodu w latach 2016-2017 oraz na dużą dysproporcję wartości dla wycenianej spółki określono również wartość dla wariantu wygaszenia działalności. Wartość ta wyniosła **5 451 915,81 PLN**.

Ze względu na dużą rozbieżność wyników oszacowania oraz ograniczone zaufanie do wyceny środków trwałych przez pracowników spółki jako wartość spółki przyjęto wartość średnia z tabeli

rodzaj wartości	wartość
Wartość na podstawie skorygowanych aktywów netto	8 310 000 zł
wartość dla wariantu wygaszenia działalności	5 452 000 zł
wartość likwidacyjna według formuły Wilcoxa Gamblera	4 394 000 zł
średnia	6 052 000 zł
Przyjęta wartość spółki	6 000 000 zł

Wynik ten jest oficjalnym rekomendowanym rezultatem wyceny wartości przedsiębiorstwa jako wartości aportu. Z uwagi na czysto formalny charakter wyceny, rekomenduję zaokrąglenie wyniku wyceny do kwoty **6 000 000 PLN**. Jest to zatem ostateczny sugerowany wynik wyceny

Sporządzający raport  
**mgr inż. Jarosław Jewiak**

( pieczęć i pieczęć )

Biegły sądowy w zakresie wyceny maszyn i urządzeń,  
magazynów, prac budowlanych w zakresie sieci  
zewnętrznych oraz wyceny przedsiębiorstw  
przy Sądzie Okręgowym w Toruniu.  
A-601-146/18  
**mgr inż. Jarosław Jewiak**