

Andrzej Półkoszek Konsulting

Wycena przedsiębiorstwa Interfarm Med Sp. z o.o. [hurtowania farmaceutyczna], i jego udziałów, według wartości godziwej, zgodnie ze stanem wiedzy o przedmiocie wyceny na dzień 30.09.2017 r., dla celów komercyjnych i zarządczych

Tytuł skrócony

Wycena przedsiębiorstwa Interfarm Med Sp. z o.o. [hurtowania farmaceutyczna] i jego udziałów

Raport opracowany przez mgr inż. Andrzeja Półkoszek, tel. 732 241 400, mail: andrzej@polkoszek.pl, web: polkoszek.pl

7 grudnia 2017

Rekomendowane wyniki przeprowadzonej wyceny na podstawie raportu pn.

Wycena przedsiębiorstwa Interfarm Med Sp. z o.o. [hurtowania farmaceutyczna], i jego udziałów, według wartości godziwej, zgodnie ze stanem wiedzy o przedmiocie wyceny na dzień 30.09.2017 r., dla celów komercyjnych i zarządczych

Wartość godziwa przedsiębiorstwa **Interfarm Med Sp. z o.o. [hurtowania farmaceutyczna]** i jego udziałów przy kontynuacji działalności:

9 000 000 PLN

Słownie: dziewięć milionów złotych

Wartość jednostkowa umownego udziału [akcji] została oszacowana na kwotę **300,00 PLN/jedn. udziału** [przy wyznaczonej ilości 30 tys. udziałów]

Pole negocjacji [obszar negocjacji] Spółki zostało określone w ramach wyceny, jako:

- Wartość minimalna: **8 100 000 PLN** – odchylenie -10% [wart. jedn. udziału: **270,00 PLN/jedn. udziału**]
- Wartość maksymalna: **9 900 000 PLN** – odchylenie +10% [wart. jedn. udziału: **330,00 PLN/jedn. udziału**]

W przypadku, gdy wyceniane aktywa będą przedmiotem zbycia, które stanowi czynność opodatkowaną podatkiem VAT, wartość przedstawiona w wycenie winna być rozumiana jako wartość netto dla celów tego podatku.

mgr inż. Andrzej Półkoszek jest konsultantem ekonomiczno-finansowym z 20-letnim doświadczeniem na rynku doradczym, 15-letnim stażem bankowym w banku komercyjnym [mBank, dawny BRE Bank S.A.], posiada uprawnienia licencjonowanego rzeczoznawcy SIMP [Stowarzyszenie Inżynierów i Techników Mechaników Polskich, ze specjalizacją Ekonomia przedsiębiorstw oraz Organizacja Zakładów Pracy] oraz BOMIS [rzeczoznawca ds. wycen przedsiębiorstw oraz aktywów niematerialnych]. Autor wycen i opinii dla celów sporów sądowych, jest także powoływany przez sądy do pełnienia roli biegłego sądowego ad hoc [do wybranych spraw sądowych, m.in. Sąd Rejonowy w Krakowie, Sąd Rejonowy w Łodzi].


ANDRZEJ PÓLKOSZEK
KONSULTING
62-040 Puszczkowo, ul. Tulipanowa 1
NIP: 522-174-22-92, REG. 012252755

Andrzej Półkoszek Konsulting
7 grudnia 2017

Streszczenie kierownicze

- Wartość godziwa Spółki i jej kapitałów własnych została oszacowana na kwotę **9 mln PLN**, a tym samym wartość jednostkowa udziału to **300,00 PLN/jedn.udz.** [jest to wartość przy założeniu ilości udziałów 30 tys. szt.]. Jako pole negocjacji, zidentyfikowałem zakres **+/-10%** od podstawowego wyniku wyceny, czyli od **8,1 mln PLN** do **9,9 mln PLN**.
- W procesie wyceny uwzględnione zostały standardowe okoliczności rynkowej egzystencji przedsiębiorstwa, kształtowane przez otoczenie ekonomiczne i w szczególności perspektywy branżowe. W stanowiącej zwykle skalę odniesienia metodzie dochodowej DCF zdyskontowana wartość rezydualna stanowiła ostatecznie ponad 100% całkowitego wyniku wyceny [w obydwu wariantach], podczas gdy rezultatem zdyskontowanych strumieni pieniężnych w okresie referencyjnym była wartość ujemna. To oczywiście wynika ze specyfiki procesu wyceny przedsiębiorstwa, które z obszaru generowania strat finansowych przechodzi do właściwej fazy operacyjnej, zgodnie z wizją właścicieli, popartą przez przedłożone kontrakty handlowe. W tej zatem sytuacji wartość przepływów w kolejnych latach wykazuje trend wzrostowy, a parametr wartości rezydualnej jest oparty na latach końcowych projekcji, czyli odnosi się do najwyższych rezultatów ekonomicznych – stąd taki udział tej wartości w wyniku wyceny.
- Spółkę należy ocenić, jako perspektywiczną. Rozumując kategoriami biznesu działającego w segmencie hurtu farmaceutycznego przedsiębiorstwo spełnia zasadniczy warunek atrakcyjności dla inwestorów – jest nim wysoka dotychczasowa dynamika wzrostu sprzedaży oraz perspektywie wysoka dynamika przychodów w najbliższych latach. Z tej dynamiki biorą się wskaźniki bardzo perspektywiczne, w szczególności atrakcyjna wysoka stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego, w przeciętnym zakresie blisko 30%.
- W opisanych okolicznościach proces wyceny został zaprojektowany, jako kompleksowa procedura uwzględniająca możliwie wszystkie atrybuty Spółki i jej perspektywy rynkowe. Plan finansowy zastosowany w obydwu odmianach metody DCF [pełnej i uproszczonej] uwzględniał tempo wzrostu sprzedaży wynikające ewidentnie z prognozy przygotowanej przez Zarząd Spółki, wobec braku innego wiarygodnego źródła oceny perspektyw rozwoju. Można też wskazać, że poziom rentowności operacyjnej odznacza się pragmatyzmem, tzn. nie osiąga wartości, które w tym segmencie można by uznać za wątpliwie wysokie. Jednocześnie zastosowałem szereg metod wyceny, które rozszerzają pole analizy wartości przedsiębiorstwa, co przydało procedurze wyceny także bardziej pragmatyczny aspekt.
- W wyniku zastosowanych metod uzyskano łącznie 11 zakwalifikowanych wyników wyceny, z których znaczenie merytoryczne i opiniotwórcze należałoby przypisywać co najmniej 7 metodom [pozostałe zaś spełniały rolę co najmniej informacyjną, a także niekiedy weryfikacyjną]. Ostateczna wartość została zarekomendowana na podstawie kryteriów statystycznych, poprzez wyznaczenie wartości średniej ważonej, jednak tylko z dwóch typowo dochodowych metod, spójnych tak pod względem metodologicznym, jak i przede wszystkim uwzględniających specyfikę działalności Spółki i zbliżony poziom rezultatów końcowych, a przy tym jednocześnie generujących akceptowalny poziom odchylenia wyników od rezultatu średnioważonego.
- Jak główne kryteria ryzyka wyceny, wskazuję:
 - a) Wycena przedsiębiorstw w fazie rozwoju, zwłaszcza przechodzących z fazy rozruchu operacyjnego do fazy eksploatacyjnej generalnie i tradycyjnie niesie ze sobą zasadnicze ryzyko, związane z koniecznością opracowania prognozy, która nie może bazować na twardych faktach, a wynika jedynie z założeń, opartych na umowach, kontraktach i zwykłych oczekiwaniach właścicieli. W przedmiotowym przypadku te oczekiwania są wsparte konkretnymi ustaleniami wynikającymi z negocjowanych umów, niemniej generują obszar zasadniczego ryzyka operacyjnego.
 - b) Poza tym występują ryzyka raczej typowe, związane z utrzymaniem się założeń zawartych w przedstawionych prognozach finansowych już po roku 2022 ujętym jeszcze w prognozie Spółki, co jest z istotnym stopniem uzależnione też od ogólnych trendów konsumentów usług [zleceniodawców] oraz aktywności konkurencji.

Zakres raportu:

Uwagi i zastrzeżenia do raportu.....	7
Zestawienie skrótów ekonomicznych	8
1 Kontekst raportu	9
1.1 Identyfikacja przedmiotu analizy i jego charakterystyka zarządcza.....	9
1.2 Cel opracowania raportu	9
1.3 Terminologia	11
1.4 Materiały źródłowe	11
1.5 Uwagi i zastrzeżenia formalne	11
1.5.1 Wartość rynkowa i wartość godziwa.....	11
1.5.2 Wartość biznesu a wartość przedsiębiorstwa.....	12
1.5.3 Podstawy metodologiczne wyceny aktywów niematerialnych	12
1.5.3.1 Generalne podejście do wyceny przedsiębiorstw	12
1.5.3.2 Zasada wariantowości w wycenie przedsiębiorstw.....	14
1.5.3.3 Charakter wartości wycenianego przedsiębiorstwa.....	15
1.5.3.4 Tryb wyceny przedsiębiorstwa w zależności od celu wyceny [klasyfikacja metod wyceny]	16
1.5.4 Procedura wyceny przedsiębiorstwa [aspekty praktyczne]	20
1.5.4.1 Metody majątkowe	20
1.5.4.1.1 Główne zasady	20
1.5.4.1.2 Identyfikacja aktywów zbędnych	21
1.5.4.1.3 Aktywa i pasywa poza bilansowe.....	21
1.5.4.1.4 Metoda aktywów netto [księgową]	21
1.5.4.1.5 Metoda skorygowanych aktywów netto	22
1.5.4.1.5.1 Zasady korygowania sald bilansowych aktywów i pasywów	22
1.5.4.1.5.2 Formuła metody	24
1.5.4.1.6 Metoda odtworzeniowa	25
1.5.4.1.7 Metoda likwidacyjna	26
1.5.4.1.8 Metody dochodowe.....	26

1.5.4.1.8.1	Główne zasady stosowania metod dochodowych.....	26
1.5.4.1.8.2	Kategoria zysku stanowiącego nośnik wartości przedsiębiorstwa i parametr wartości rezydualnej	26
1.5.4.1.8.3	Okres referencyjny i wartość rezydualna	27
1.5.4.1.8.4	Rola stóp dyskontowych w procesie wyceny aktywów niematerialnych	28
1.5.4.1.8.5	Metoda skapitalizowanego zysku	28
1.5.4.1.8.6	Metoda skapitalizowanej dywidendy	29
1.5.4.1.8.7	Metoda zdyskontowanych strumieni przepływów pieniężnych [DCF]	30
1.5.4.1.9	Metody porównawcze	31
1.5.4.1.9.1	Metoda kapitalizacji giełdowej [metody mnożnikowe].....	31
1.5.4.1.9.2	Inne metody mnożnikowe	31
1.5.4.1.10	Metody mieszane	31
1.5.4.1.10.1	Zastosowanie metod mieszanych do wyceny reputacji przedsiębiorstwa	31
1.5.4.1.10.2	Ogólna formuła metod mieszanych wyceny przedsiębiorstw	32
1.5.4.1.10.3	Założenia metodologiczne	33
1.5.4.1.10.4	Omówienie wybranych metod mieszanej wartości przedsiębiorstwa	34
1.5.4.1.11	Wycena przedsiębiorstw nierentownych [szczególne uwarunkowania doboru metod wyceny - aspekt rentowności przedsiębiorstwa]	35
2	Charakterystyka otoczenia ekonomicznego biznesu	37
3	Charakterystyka aspektów finansowych bieżącej i perspektywicznej działalności przedsiębiorstwa	39
3.1	Charakter analizy (analiza 5 wskaźników zarządczych).....	39
3.2	Projekcje finansowe przedsiębiorstwa	40
3.3	Koszt kapitału	40
3.4	Dane finansowe [założenia do planu finansowego przedsiębiorstwa]	42
3.5	Komentarz do analizy finansowej ex post oraz prognozy przedsiębiorstwa.....	43
4	Założenia bazowe do wyceny.....	46
4.1	Data wyceny.....	46
4.2	Ramy czasowe projekcji finansowej [okres referencyjny]	46
4.3	Okres ważności wyników wyceny przedsiębiorstwa.....	46
4.4	Jednostki pieniężne analizy.....	46

4.5	Format planu finansowego	46
4.6	Stopy procentowe	47
4.7	Formy reinwestycji nadwyżek gotówkowych w ramach planu finansowego	47
4.8	Aspekty podatkowe i wysokość stóp podatkowych.....	47
4.9	Charakter wartości wycenianego składnika aktywów niematerialnych	47
4.10	Charakter rekomendowanych wyników wyceny	48
4.11	Wartość jednostkowa udziałów w kapitale.....	48
5	Proces wyceny wartości Spółki	48
5.1	Analiza kluczowych aspektów związanych z przedmiotem wyceny	48
5.2	Metody wyceny.....	49
5.2.1	Część analityczna wyceny.....	49
5.2.2	Zestawienie rezultatów wyceny i dyskusja wyników	49
5.2.2.1	Forma wyboru wartości końcowego wyniku wyceny i pola negocjacji	49
5.2.3	Zestawienie rezultatów i wybór pola wartości oraz rekomendowanego rezultatu wyceny.....	49
5.2.4	Analiza wrażliwości wyników wyceny	52
6	Podsumowanie i dyskusja wyników wyceny.....	52
	Załączniki analityczne do raportu	54
	Lista ilustracji w raporcie	54

Uwagi i zastrzeżenia do raportu

- 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.
- 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. Zleceniobiorca nie ponosi odpowiedzialności za błędy lub nieścisłości Raportu wynikające z otrzymania niekompletnych lub nieprawdziwych informacji. Zleceniodawca podejmując decyzję o wykorzystaniu raportu potwierdza zgodność przekazanych Zleceniobiorcy informacji z informacjami przywołanymi w Raporcie.
- 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.
- 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.
- 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.
- Raport został opracowany na potrzeby i na podstawie decyzji Zleceniodawcy i może być wykorzystywany wyłącznie w celu, który został w jego ramach zdefiniowany.
- Zleceniodawca uzyskuje prawo do wykorzystania raportu w swojej działalności po zapłaceniu wynagrodzenia Zleceniobiorcy.

Zestawienie skrótów ekonomicznych

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

W raporcie w przypadku tych zestawień, które nie zawierają informacji o źródle opracowania, należy przyjmować, że są one zgodne z formułą „opracowanie własne”.

1 Kontekst raportu

1.1 Identyfikacja przedmiotu analizy i jego charakterystyka zarządcza

Przedmiotem analizy i wyceny jest przedsiębiorstwo **Interfarm Med Sp. z o.o., 83-000 Pruszcz Gdański, ul. Komunalna 19, KRS: 0000506688, NIP: 6040162410, REGON: 222067541**, web: <http://farmmed.pl> [dalej: **Spółka, IFM**]. Informacje o Spółce:

- 1) Zgodnie z KRS Spółka rozpoczęła działalność w kwietniu 2014 r. Przeważająca działalność gospodarcza: 46.46.Z - Sprzedaż hurtowa wyrobów farmaceutycznych i medycznych. Spółka jest typową hurtownią farmaceutyczną, w początkowej fazie rozwoju.
- 2) Aktualna struktura udziałowa Spółki:
 - a) GT POLAND Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością z siedzibą w Warszawie, KRS: 0000581964, posiadająca 12.000 (dwanaście tysięcy) udziałów o wartości nominalnej 50 (słownie: pięćdziesiąt) złotych za każdy udział, o łącznej wartości nominalnej posiadanych udziałów 600.000 (sześćset tysięcy) złotych.
 - b) BLACK PEARL Spółka Akcyjna z siedzibą w Milanówku, KRS: 0000343453 posiadająca 15.001 (piętnaście tysięcy jeden) udziałów o wartości nominalnej 50 (słownie: pięćdziesiąt) złotych za każdy udział, o łącznej wartości nominalnej posiadanych udziałów 750.050 (siedemset pięćdziesiąt tysięcy pięćdziesiąt) złotych.
 - c) Pan Janusz Skopowski posiadający 2.999 (dwa tysiące dziewięćset dziewięćdziesiąt dziewięć) udziałów o wartości nominalnej 50 (słownie: pięćdziesiąt) złotych za każdy udział, o łącznej wartości nominalnej posiadanych udziałów 149.950 (sto czterdzieści dziewięć tysięcy dziewięćset pięćdziesiąt) złotych..Łączny kapitał zakładowy Spółki składa się zatem z 30 tys. sztuk udziałów, o łącznej wartości 1,5 mln PLN.
- 3) Łączna wartość kapitałów własnych IFM po 9 m-cach 2017 r. wyniosła 405 402,37 PLN, wartość długu długoterminowego 439 100,00 PLN, a wartość zobowiązań krótkoterminowych 4 602 100,37 PLN, z czego 1 865 128,61 PLN wykazano, jako zobowiązania handlowe.
- 4) Suma bilansowa Spółki stanowiła na dzień 30.09.2017 r. równowartość kwoty 5 446 602,74 PLN, z czego aktywa trwałe 1 901 656,41 PLN, a obrotowe 3 544 946,33 PLN, w tym należności handlowe 1 614 961,18 PLN.
- 5) Wyniki finansowe w początkowej fazie działalności generowały straty już na poziomie operacyjnym. Wartość sprzedaży osiągnęła 13,6 mln PLN w 2016 r., za rok 2017 oczekiwany przychód to poziom 11 mln PLN. Realny potencjał Spółki ma być reprezentowany przez procedowane umowy handlowe [Polska Grupa Farmaceutyczna i Red Pharma Laboratories Polska, w dalszej zaś kolejności Laboratoires Thea]. Obecnie IFM współpracuje z dużymi kontrahentami typu Neuca [lider rynku hurtowego w Polsce] i Hurtap, dla których dostarcza produkty farmaceutyczne. Plan finansowy Spółki zakłada osiągnięcie obrotów ze sprzedaży do 60,4 mln PLN do roku 2022 włącznie. Największy udział w tej sprzedaży na poziomie 40-45% ma mieć PGF, następnie zaś obecni kontrahenci [ok. 30%].

1.2 Cel opracowania raportu

Raport został opracowany w celu oszacowania wartości przedsiębiorstwa [Spółki], jej kapitałów własnych i tym samym jej udziałów, według kryteriów wartości godziwej do celów komercyjnych oraz zarządczych. Kluczowym bodźcem do wyceny jest planowana wymiana akcji wraz z późniejszą fuzją firmy Black Pearl S.A. Bezpośrednim Zleceniodawcą opracowania raportu jest Spółka.

Ilustr. 1: Wizualizacja witryny internetowej przedsiębiorstwa [źródło: <http://farmmed.pl/#home>].



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 [gdymy 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 WNIIP – 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:

- Umowa Spółki.
- Sprawozdania finansowe oparte na księgach handlowych za lata 2015-2016 oraz 9 m-cy 2017 r.
- Wyjaśnienia do wybranych pozycji sald bilansowych na dzień 30.09.2017 r.
- Założenia do planu finansowego w okresie 2018-2022, w szczególności dotyczące planowanej dywersyfikacji przychodów ze sprzedaży oraz marży handlowych w poszczególnych grupach tych przychodów.
- Projekty uzgadnianych kontraktów handlowych z Polską Grupą Farmaceutyczną oraz Red Pharma Laboratories Polska.
- Konsultacje z przedstawicielami Spółki, przeprowadzone w grudniu 2017 r.
- Informacje dodatkowe wynikające z analizy zawartości serwisu internetowego Spółki.

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

- Rankingi serwisu internetowego Damodaran Online [wskaźniki ekonomiczne dla przedsiębiorstw sektorowych w Europie].
- 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. Wobec powyższego możliwe są dwie interpretacje:

- 1) Ponieważ raport zawiera wycenę biznesu w warunkach realnej działalności konkretnego przedsiębiorstwa, akcentowanie tez ustawowych [ustawa o rachunkowości] mogłoby przynieść w kontekście interesów właściciela przedmiotowego biznesu 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”.

- 2) W określonych okolicznościach może wystąpić jednoznaczny wymóg Zleceniodawcy - określenia wycenianej wartości przedmiotu wyceny, jako „wartości godziwej”, co będzie związane z zapisami określonych przepisów prawnych [dotyczących np. aportów lub innych obszarów formalnych związanych z procesem wyceny] i mających do wyniku wyceny bezpośrednie odniesienie i/lub zastosowanie. W takim przypadku z powodów formalnych wynik wyceny zostanie określony mianem „wartości godziwej”.

Biorąc pod uwagę istniejące uwarunkowania stwierdzam, że w przedmiotowym przypadku zachodzi przesłanka zgodna z powyższym pkt. 2 i tym samym wyniku wyceny określam, jako **wartość godziwa**.

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 pryncypiach:

- Podejście majątkowe nie jest opiniotwórcze [reprezentatywne] wobec przedsiębiorstw rentownych, tj. takich, dla których wartość dochodowa [lub rynkowa] przewyższają wartość majątkową [czyli $D(R) > M$].
- 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].

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 Podstawy metodologiczne wyceny aktywów niematerialnych

1.5.3.1 Generalne podejście do wyceny przedsiębiorstw

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

- **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 ustalaną dla każdego przypadku organizacji gospodarczej w zależności od jej sumy bilansowej. W

szczegółności 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.

- **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. Zaletą 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.

- **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].

- **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].

1.5.3.2 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 [należności 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 wyceniane przedsiębiorstwo 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 umożliwi bardziej racjonalne oszacowanie tzw. pola negocjacji wartości przedsiębiorstwa, które to pole negocjacji stanowi ważny parametr każdej wyceny.

1.5.3.3 Charakter wartości wycenianego przedsiębiorstwa

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 cenną 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.

1.5.3.4 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:

- wycena do celów transakcyjnych – oczekiwana transakcja rynkowa obliuguje obydwie strony transakcji do ustalenia umownej ceny nabycia podmiotu gospodarczego;
- 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];
- 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;
- 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];
- 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;
- 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 [WNiP]¹. W kontekście uzależnienia doboru metod wyceny w funkcji jej głównego celu istotnym jest uwzględnienie okoliczności opisanych w poniższym zestawieniu:

Ilustr. 2: Zasady stosowania metod wyceny przedsiębiorstw w uzależnieniu od celu wyceny [źródło: opracowanie własne].

Podejście w ramach wyceny	Metoda wyceny	Rodzaj wartości przedsiębiorstwa	Cele wyceny	Komentarz [uzasadnienie zastosowania i w jakich okolicznościach]
Podejście majątkowe	Metoda księgowa	Wartość bieżąca	<ul style="list-style-type: none"> Informacja. Weryfikacja potrzeb inwestycyjnych. Ocena rentowności biznesu. 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 netto	Wartość bieżąca	<ul style="list-style-type: none"> Informacja. Weryfikacja potrzeb inwestycyjnych. Ocena rentowności biznesu. Wycena do celów księgowych. 	Pozwala na zrationalizowanie wyceny wartości majątkowej, uwypuklając niekiedy znaczne niedostatki wartości księgowej. Z pozoru pracochłonna, wymagająca bowiem teoretycznie zaangażowania np. rzeczoznawców 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 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	<ul style="list-style-type: none"> 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.
	Metoda odtworzeniowa	-	-	Jej wymienianie w sposób odrębny, jako odmiany metody wyceny kosztowej przedsiębiorstwa, wydaje się nieracjonalne. Wartość odtworzenia odnosi się bowiem i tak do większości przypadków wyceny aktywów – zwłaszcza rzeczowych i metoda ta jest powszechnie stosowana przez rzeczoznawców ds. wyceny środków technicznych. Wynika z tego po prostu, że odtworzenie jest procesem stosowanym w ramach zarówno metody skorygowanych aktywów netto, jak i potencjalnie metody likwidacyjnej. Dlatego odrębne wymienianie i różnicowanie metody odtworzeniowej w stosunku do wymienianych wydaje się merytorycznie nieuzasadnione.
Podejście dochodowe	Metoda kapitalizacji zysku	Wartość bieżąca	<ul style="list-style-type: none"> 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

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.

Podejście w ramach wyceny	Metoda wyceny	Rodzaj wartości przedsiębiorstwa	Cele wyceny	Komentarz [uzasadnienie zastosowania i w jakich okolicznościach]
	[bez wzrostu zysku]		<ul style="list-style-type: none"> Wycena dla potrzeb wewnętrznych [zarządczych]. 	<p>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.</p> <p>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].</p>
	Metoda kapitalizacji zysku [ze wzrostem zysków]	Wartość perspektywiczna	<ul style="list-style-type: none"> Wycena dla potrzeb wewnętrznych [zarządczych]. 	<p>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 strictly 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.</p>
	Metoda zdyskontowanych strumieni pieniężnych [DCF], nieuwzględniająca systematycznych wzrostów strumieni przepływów	Wartość bieżąca	<ul style="list-style-type: none"> Wycena dla potrzeb transakcyjnych / aportowych. Wycena dla potrzeb wewnętrznych [zarządczych]. 	<p>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.</p>
	Metoda zdyskontowanych strumieni pieniężnych [DCF], uwzględniająca systematyczne wzrosty strumieni przepływów	Wartość perspektywiczna	<ul style="list-style-type: none"> Wycena dla potrzeb wewnętrznych [zarządczych]. 	<p>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.</p>
	Metoda skapitalizowanej	Wartość bieżąca [dla biernych inwestorów]	<ul style="list-style-type: none"> Wycena dla potrzeb pozyskania biernych 	<p>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</p>

Podejście w ramach wyceny	Metoda wyceny	Rodzaj wartości przedsiębiorstwa	Cele wyceny	Komentarz [uzasadnienie zastosowania i w jakich okolicznościach]
	dywidendy lub metoda zdyskontowanych dywidend – nie zakładająca systematycznych wzrostów dywidend		inwestorów [z punktu widzenia samych inwestorów wartość bieżąca ich potencjalnego zaangażowania kapitałowego].	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 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]	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> Wycena dla potrzeb transakcyjnych / aportowych. 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, powtórny 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 w ramach wyceny	Metoda wyceny	Rodzaj wartości przedsiębiorstwa	Cele wyceny	Komentarz [uzasadnienie zastosowania i w jakich okolicznościach]
Podejście mieszane	Metody wartości mieszanej	Wartość bieżąca	<ul style="list-style-type: none"> Informacja. Wycena dla potrzeb transakcyjnych / aportowych – w szczególnych okolicznościach. Wycena dla potrzeb wewnętrznych [zarządczych]. 	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 nierentownych [w szczególności dotyczyło to metody szwajcarskiej, ale nie niemieckiej – co z kolei jest stale częstym błędem autorów wielu tego typu wycen ²]. 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 ³ . Obecnie, w obszarze poza prywatyzacyjnym metody wartości mieszanej spotyka się już raczej rzadko.

1.5.4 Procedura wyceny przedsiębiorstwa [aspekty praktyczne]

1.5.4.1 Metody majątkowe

1.5.4.1.1 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. 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.

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].

- 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.

1.5.4.1.2 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.

1.5.4.1.3 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 wierzytelności 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.

Zobowiązania poza bilansowe mogą wpływać na wartość wyceny głównie w dwóch trybach:

- a) W przypadku, gdy zobowiązanie nie ma charakteru ciągłego, systematycznie odnawialnego i obejmuje konkretne kontrakty [np. umowy leasingu operacyjnego] z uprawdopodobnionym przejęciem przedmiotu umowy przez wyceniany podmiot – sposób wyceny winien dotyczyć oszacowania wartości łącznego zobowiązania z tytułu przedmiotowych umów – na dzień wyceny. Oznacza to, że wynik wyceny uzyskany na podstawie metod dochodowych lub mnożnikowych należy zredukować o ustaloną łączną wartość zobowiązań. Wartość tych zobowiązań może odpowiadać ich wycenie księgowej, o ile ich koszty [stopy procentowe] zostaną uznane za reprezentujące poziom rynkowy. W przeciwnym razie wartość ta powinna podlegać adekwatnym korektom. Jednocześnie należy skorygować wyniki operacyjne wycenianego przedsiębiorstwa o tą część kosztów operacyjnych [zazwyczaj w ramach usług obcych], które były związane z obciążeniami wynikającymi z przedmiotowych umów.
- b) W przypadku, gdy zobowiązanie posiada charakter ciągły, systematycznie odnawialny [np. umowy leasingu operacyjnego na środki transportu w firmach świadczących usługi transportowe] – sposób wyceny może uwzględniać akceptację uzyskiwanych wskaźników rentowności operacyjnej wraz z obciążeniami z tytułu umów [np. leasingu], a wówczas nie ma już potrzeby redukcji wyniku wyceny dochodowej lub mnożnikowej przedsiębiorstwa o wartość skapitalizowanych umów na dzień wyceny.

Aktywa poza bilansowe występują raczej incydentalnie.

1.5.4.1.4 Metoda aktywów netto [księgowa]

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,
 A_B – aktywa poza bilansowe,
 D – kapitały obce,
 R – rezerwy,
 L – zobowiązania krótkoterminowe,
 RMK – rozliczenia międzyokresowe,
 L_P – 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 aktywne⁴ 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.

1.5.4.1.5 Metoda skorygowanych aktywów netto

1.5.4.1.5.1 Zasady korygowania sald bilansowych aktywów i pasywów

Poniżej przedstawiłem zasady dokonywania korekt wybranych sald bilansowych.

Ilustr. 3: Podstawowe kryteria korygowania sald księgowych w metodzie skorygowanych aktywów netto [źródło: opracowanie własne].

Saldo	Komentarz
Główne założenie do procedury uwzględniania korekt aktywów i zobowiązań	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.
Rekomendowane kryterium istotności wartości sald bilansowych aktywów i zobowiązań	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, co zwraca wartość wyrażoną kwotą 40,0 tys. PLN [w zaokrągleniu].
Salda bilansowe aktywów	
Aktywa trwałe [w szczególności składniki aktywów niematerialnych]	<ul style="list-style-type: none"> 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]	<ul style="list-style-type: none"> 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

⁴ Pozycje aktywne reprezentują zdarzenia gospodarcze z dużym prawdopodobieństwem wystąpienia w najbliższej przyszłości. W tym kontekście zobowiązaniem poza bilansowym może być np. umowa leasingu operacyjnego w przedsiębiorstwie, które nie ma obowiązku prezentowania salda zobowiązań z tytułu tej umowy w pasywach bilansu. Gwarancja bankowa jest tymczasem zobowiązaniem warunkowym, które może stać się wymagalne [aktywne] w określonych okolicznościach.

Saldo	Komentarz
	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.
Aktywa trwałe [inwestycje]	<ul style="list-style-type: none"> • 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. • 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. • W przypadku inwestycji występujących pod postacią nieruchomości lub aktywów niematerialnych należy zachować zasady sugerowane do zastosowania w przypadku aktywów trwałych.
Rozliczenia międzyokresowe długoterminowe	<ul style="list-style-type: none"> • W przypadku tego typu pozycji na ogół nie ma powodu do uwzględniania korekt wobec wartości ewidencyjnych.
Aktywa obrotowe - zapasy	<ul style="list-style-type: none"> • 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. • 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.
Aktywa obrotowe - należności	<ul style="list-style-type: none"> • W zakresie należności winno się uwzględnić korekty redukujące ich wartość z tytułu dyskonta o okres średnich cykli rotacji określonych grup należności. • 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.
Aktywa obrotowe – inwestycje krótkoterminowe	<ul style="list-style-type: none"> • 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.
Salda bilansowe pasywów [kapitałów obcych i zobowiązań]	
Rezerwy	<ul style="list-style-type: none"> • 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.

Saldo	Komentarz
Zobowiązania długoterminowe	<ul style="list-style-type: none"> 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 uznany za rynkowy poziom tej stopy [in plus lub in minus].
Zobowiązania krótkoterminowe	<ul style="list-style-type: none"> 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. Wobec sald dotyczących zobowiązań handlowych lub budżetowych należałoby stosować procedurę dyskonta w oparciu o uśrednione cykle rotacji dla poszczególnych grup zobowiązań. Dla pozostałych rodzajów zobowiązań brak przesłanek do uwzględniania korekt.
Rozliczenia międzyokresowe [pasywa]	<ul style="list-style-type: none"> 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. 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: <ul style="list-style-type: none"> - 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	<ul style="list-style-type: none"> 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: <ul style="list-style-type: none"> - 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].

1.5.4.1.5.2 Formuła metody

Metoda oparta jest na formule:

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

gdzie:

V_M – wartość majątku przedsiębiorstwa,
 CAP – kapitał własny przedsiębiorstwa,
 A – aktywa przedsiębiorstwa,
 A_p – aktywa poza bilansowe,
 D – kapitały obce,
 R – rezerwy,
 L – zobowiązania krótkoterminowe,
 RMK – rozliczenia międzyokresowe,
 L_p – 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:

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

1.5.4.1.6 Metoda odtworzeniowa

Metoda oparta jest na formule:

$$V_M = (V_N - DEP_T - DEP_F - DEP_E) + D - R - L - RMK + A_p - L_p \pm K$$

gdzie:

*V_M – wartość posiadanych składników majątku przedsiębiorstwa,
V_N – wartość posiadanych składników przedsiębiorstwa w stanie nowym,
DEP_T – zużycie techniczne składników aktywów,
DEP_F – zużycie funkcjonalne składników aktywów,
DEP_E – zużycie ekonomiczne składników aktywów.
A_p – aktywa poza bilansowe,
D – kapitały obce,
R – rezerwy,
L – zobowiązania krótkoterminowe,
RMK – rozliczenia międzyokresowe,
L_p – zobowiązania poza bilansowe,
K – korekty pozycji bilansowych.*

Wartość odtworzenia w głównej mierze odnosi się do aktywów, zwłaszcza rzeczowych aktywów trwałych oraz zapasów. Wartość odtworzenia tychże składników określają odpowiedni, kwalifikowani rzeczoznawcy, dysponujący specjalistyczną wiedzą. Wycena wartości odtworzeniowej aktywów jest w zasadzie jednym ze sposobów korekty ich wartości ewidencyjnej i w tym kontekście metoda odtworzeniowa, jako taka, może być uznawana za jedną z odmian metody skorygowanych aktywów netto.

1.5.4.1.7 Metoda likwidacyjna

Metoda likwidacyjna polega na uwzględnieniu w wycenie w stosunku do składników aktywów określonej premii związanej z wymuszonym trybem sprzedaży danego składnika aktywów. Jakkolwiek istnieją przybliżone metody wartości likwidacyjnej, odnoszące się do ogółu aktywów, to w praktyce tego typu wycena oznacza bardzo indywidualne podejście do każdego bardziej znaczącego składnika aktywów z osobna. Wartość likwidacyjna w stosunku do wartości rynkowej danego aktywa wymaga uwzględnienia wielu czynników i okoliczności, m.in. popytu na dany składnik aktywów, stanu jego zużycia, stanu determinacji sprzedającego i innych.

Metoda likwidacyjna winna być stosowana tylko w przypadku zakładanej likwidacji przedsiębiorstwa oraz do tych składników aktywów, które w kontekście perspektywicznej działalności przedsiębiorstwa zostały uznane za zbędne.

1.5.4.1.8 Metody dochodowe

1.5.4.1.8.1 Główne zasady stosowania metod dochodowych

Metody dochodowe z założenia abstrahują od wartości majątku przedsiębiorstwa. W praktyce bazują one wyłącznie na trzech nośnikach korzyści finansowych dla właścicieli przedsiębiorstwa, a mianowicie na dywidendach, zyskach po opodatkowaniu lub przepływach pieniężnych. Każdy z tych nośników wartości posiada zalety i wady:

- Dywidendy są w oczywisty sposób najbardziej miarodajnym miernikiem wartości biznesu dla tej grupy akcjonariuszy lub udziałowców spółki, która jest reprezentowana przez drobnych inwestorów, nieposiadających większego wpływu na kierowanie korporacją. Jednak fakt, że reprezentują na ogół tylko część zysków, a ponadto w warunkach polskich trudno mówić o regularności ich wypłacania, stanowią jednocześnie miernik bardzo niepełny, jeśli chodzi o realny potencjał przedsiębiorstwa.
- Zyski po opodatkowaniu [zyski netto] stanowią na ogół lepszy i pełniejszy miernik dochodowej wartości biznesu, a przy tym jest to miernik uznawany za bardzo pragmatyczny. Słabsza cecha tego miernika wynika stąd, iż wycena oparta na zyskach nie uwzględnia faktu, że z tych zysków muszą być także pokrywane nakłady inwestycyjne i zmiany kapitału obrotowego. To powoduje, że wyceny oparte na zyskach mogą być często zawyżone.
- Przepływy pieniężne stanowią w ostatnich latach bodaj najbardziej popularny miernik wartości dochodowej przedsiębiorstwa. Ich główna zaleta polega na uwzględnianiu tych czynników, których brak stanowił wady poprzednich metod [np. nakłady inwestycyjne i zmiany kapitału obrotowego]. Jednak z kolei budowa przepływów pieniężnych obejmuje tak dużo zmiennych, że precyzja ich planowania jest zwykle bardzo ograniczona. Ponadto wiele sald przepływów powstaje w sposób wynikowy, jako saldo zmian innych parametrów planu, co także wpływa na ograniczoną dokładność i nawet realność tego typu wycen.

1.5.4.1.8.2 Kategoria zysku stanowiącego nośnik wartości przedsiębiorstwa i parametr wartości rezydualnej

W wycenie wartości dochodowej przedsiębiorstw istotną rolę odgrywają reguły szacowania parametru reprezentującego zysk. Nawet w wycenach opartych na dyskoncie przepływów pieniężnych do szacowania tzw. wartości rezydualnej stosowana jest kategoria zysku, a nie przepływów⁵. Popularna kategoria zysku netto jest parametrem ryzykownym, ponieważ obejmuje szereg sald rachunku zysków i strat, które nie mają charakteru operacyjnego, a przede wszystkim chodzi tu o dezinwestycje oraz koszty finansowe.

Tym samym zaleca się zastępowanie księgowego zysku netto parametrem wolnym od tych wad, czyli skorygowanym o dezinwestycje i dotacje zyskiem operacyjnym po opodatkowaniu [NOPLAT].

⁵ W uproszczeniu przyjmuje się, że w perspektywie długoterminowej wolne przepływy pieniężne będą sprowadzone do wartości zysków [nakłady pokryte przez fundusz amortyzacji, a zmiany kapitału obrotowego dążące do zera].

1.5.4.1.8.3 Okres referencyjny i wartość rezydualna

Permanentną cechą części metod dochodowych [zwłaszcza tych opartych na procedurze dyskontowania] jest kwestia ustalenia okresu planowania finansowego. Teoria zakłada, że okres ten powinien obejmować obszar czasu, w ciągu którego przedsiębiorstwo ustabilizuje swoje wyniki finansowe. Jednak w warunkach ciągle zmieniającego się rynku jest to założenie czysto teoretyczne i praktyka wykształciła zasady, które nie korespondują w sposób ścisły z tym założeniem.

Okres planowania finansowego jest kształtowany przez wiele czynników i zasad, ale najbardziej istotne wydają się być te, które korespondują z tzw. okresem rezydualnym i wartością rezydualną. Większość wycenianych przedsiębiorstw posiada status „going concern”, a zatem należy uwzględnić w wycenie wartość reprezentującą okres następujący po okresie referencyjnym, czyli okres rezydualny. Wartość ta zwana jest powszechnie wartością rezydualną [pozostałościową].

Wartość rezydualna stanowi, z racji formuł stosowanych do jej obliczania, wysoki na ogół wynik, który w wielu wypadkach determinuje rezultat całej wyceny. Na ogół przekracza ona kilku- lub nawet kilkunastokrotnie wartość zysku netto planowanego dla ostatniego okresu prognozy. Ponieważ jest wartością najmniej pewną, pragmatyczna wycena winna uwzględniać minimalizowanie wpływu wartości rezydualnej na końcowy wynik szacowania. Zaleca się w tym kontekście następujące sposoby:

- maksymalne możliwe wydłużanie okresu referencyjnego [okresu szczegółowej prognozy finansowej], aby wartość rezydualna po zdyskontowaniu miała jak najmniejszy wpływ na ostateczny wynik wyceny;
- podwyższanie stopy dyskontowej do dyskonta wartości rezydualnej w stosunku do poziomu stóp dyskontowych, zastosowanych w procesie dyskonta wartości przepływów pieniężnych w ramach okresu referencyjnego;
- całkowitą rezygnację z wartości rezydualnej, przy jednoczesnym odpowiednim wydłużeniu okresu referencyjnego do kilkunastu, a nawet kilkudziesięciu lat⁶.

Statystyki wskazują, że najpowszechniej stosowane jest pierwsze zalecenie, a zatem okres prognozy powinien opiewać co najmniej na przedział 7-10 lat. Poniżej przedstawiono popularne formuły na szacowania wartości rezydualnej:

$$RV = \frac{Z}{WACC_n - g}$$

$$RV = \frac{Z \times (1 + g)}{WACC_n - g}$$

$$RV_{NOPLAT} = \frac{NOPLAT_n \times \left(1 - \frac{g_{NOPLAT}}{ROIC}\right)}{WACC_n - g_{NOPLAT}}$$

gdzie:

RV – wartość rezydualna,

RV_{NOPLAT} – wartość rezydualna zysków NOPLAT,

Z – zysk średni księgowy netto [na ogół z trzech ostatnich lat],

NOPLAT_n – średni zysk operacyjny po opodatkowaniu [na ogół z trzech ostatnich lat],

WACC_n – średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa w roku *n* lub *n+1* [ostatni rok prognozy],

ROIC – stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwo,

g – średni planowany wzrost zysków *Z* po okresie prognozy,

g_{NOPLAT} – średni wzrost zysków NOPLAT po okresie prognozy.

Szacowanie wartości rezydualnej jest oparte na koncepcji tzw. renty wiecznej. Koncepcja ta zakłada, że po okresie prognozy ani licznik [zysk], ani mianownik [stopa procentowa WACC i parametr wzrostu zysków *g*] nie ulegnie już zmianie. Model Gordona dotyczy dwóch pierwszych formuł, natomiast trzecia, najbardziej rozbudowana formuła to modyfikacja firmy konsultingowej McKinsey. W przypadku, gdy parametr wzrostu [*g*] nie jest uwzględniony, pozostaje typowa formuła renty wiecznej *Z*/WACC lub NOPLAT/WACC.

Model Gordona jest oparty na formule, która – w przypadku niezerowej wartości parametru wzrostu zysków – jest mało wiarygodna i generalnie istotnie zawyża wartość rezydualną. Renta wieczna oparta jest na założeniu, że nakłady na inwestycje odtworzeniowe w przedsiębiorstwie pokrywane są przez fundusz amortyzacji. Można to uznać za relatywnie prawdziwe dla *g* = 0.

⁶ W tym kontekście literatura przedmiotu zaleca najczęściej okresy z przedziału 15-25 lat, podczas gdy standardowe okresy planowania to przedział 7-10 lat.

Jeśli jednak $g > 0$, a zatem pojawia się systematyczny wzrost zysków w przyszłości, osiągnięcie tego wzrostu bez nakładów inwestycyjnych na nowe przedsięwzięcia modernizacyjne i rozwojowe nie jest generalnie możliwe. Problem tkwi zatem w fakcie nieuwzględniania nakładów na nowe inwestycje rozwojowe, pomimo uwzględniania ich efektów ekonomicznych.

Powyższe jest skorygowane tylko w formule f-my McKinsey, w ramach której, jak łatwo zauważyć, jakkolwiek niezerowy wzrost zysku operacyjnego po opodatkowaniu [NOPLAT] spowoduje odpowiednią redukcję parametru NOPLAT o wynikający procent z przyjętej w formule proporcji $g/ROIC$.

1.5.4.1.8.4 Rola stóp dyskontowych w procesie wyceny aktywów niematerialnych

1.5.4.1.8.4.1 Sens szacowania kosztu kapitału przedsiębiorstwa

Jedynym z najbardziej istotnych kryteriów inwestycji, którymi kierują się inwestorzy przy wyborze jej przedmiotu [przedsiębiorstwa], jest stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału [ROIC]. Jest to relatywnie klarowny i jednoznaczny parametr, który może być zawsze odniesiony do rozwiązań alternatywnych, choćby oprocentowania depozytów bankowych. Zwraca uwagę fakt, iż rzeczywista stopa zwrotu z kapitału w wycenianym przedsiębiorstwie odgrywa w procesie wyceny rolę głównie informacyjną. Inwestorzy posiadają bowiem swoje preferencje, odnoszone bardziej do realiów danej branży, niż do przedsiębiorstwa jako takiego. Zatem ostateczny poziom stosowanych w wycenie stóp dyskontowych stanowi odzwierciedlenie preferencji nabywcy [inwestora], a nie bieżącego właściciela przedsiębiorstwa.

1.5.4.1.8.4.2 Model do ustalenia korporacyjnego kosztu kapitału

Najpowszechniej stosowanym modelem do ustalania kosztu kapitału korporacji jest model CAPM [Capital Assets Pricing Model], wyrażający się poniższą formułą:

$$R_E = R_f + \beta \times (R_M - R_f) = R_f + \beta \times \Delta R$$

gdzie:

R_E - koszt kapitału własnego,

R_f - stopa procentowa dla inwestycji uznawanych za wolne od ryzyka,

R_M - średni zwrot dla inwestorów branżowych [na podstawie relacji z rynku kapitałowego],

β - współczynnik uwzględniający ryzyko inwestycyjne odniesione do sektora,

ΔR - ryzyko odniesione do kraju, w którym realizowany jest projekt gospodarczy.

Wskaźnik ryzyka kraju jest najpowszechniej wzorowany na opracowaniach szkoły biznesu IESE z Navarry [Hiszpania, prof. J.Fernandez] lub serwisie Damodaran Online [prof. Aswath Damodaran]. W ostatnich latach wskaźnik ten kształtował się na ogół na poziomie pomiędzy 6 i 7%. Z kolei wskaźnik ryzyka branżowego beta dla sektora wycenianego przedsiębiorstwa może być m.in. przyjęty na podstawie statystyk serwisu Damodaran Online dla spółek europejskich. Jeśli rynek polski nie wydaje się pod względem specyfiki istotnie odbiegać od trendów europejskich w danym segmencie, wskaźnik taki może być zaakceptowany do celów ustalenia kosztu kapitału przedsiębiorstwa, jako wyjściowy.

Ponieważ statystyki dotyczą w szczególności spółek giełdowych, w przypadku wyceny przedsiębiorstwa niebędącego spółką publiczną należy potencjalnie uwzględnić odpowiednie korekty. Z reguły za tzw. ryzyko braku płynności wskaźnik beta podwyższany jest wówczas o co najmniej 20% lub więcej [według oceny autora wyceny].

1.5.4.1.8.5 Metoda skapitalizowanego zysku

Formuły, na których opiera się metoda, są następujące:

$$V_Z = \frac{Z}{WACC - g}$$

$$V_{NOPLAT} = \frac{NOPLAT}{WACC - g_{NOPLAT}}$$

$$V_{NOPLAT} = \frac{NOPLAT_n \times \left(1 - \frac{g_{NOPLAT}}{ROIC}\right)}{WACC_n - g_{NOPLAT}}$$

gdzie:

V_Z - wartość dochodowa przedsiębiorstwa oparta na zysku księgowym,

V_{NOPLAT} – wartość dochodowa przedsiębiorstwa oparta na zysku NOPLAT,
 Z – zysk średni księgowy netto [na ogół z trzech ostatnich lat],
 $NOPLAT_n$ – średni zysk operacyjny po opodatkowaniu [na ogół z trzech ostatnich lat],
 $WACC$ – średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa w roku n lub $n+1$ [ostatni rok prognozy],
 $ROIC$ – stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwo,
 g – średni planowany wzrost zysków Z po okresie prognozy,
 g_{NOPLAT} – średni wzrost zysków NOPLAT po okresie prognozy.

Metoda skapitalizowanego zysku zalicza się do metod zwracających bieżącą wartość wyceny. Jej formuła oparta na koncepcji renty wiecznej, stanowi odzwierciedlenie wartości rezydualnej i jest zbudowana przy identycznych założeniach. Zaletą metody jest jej prostota i dostępność danych historycznych. Wada natomiast to ograniczenie potencjału metody do przedsiębiorstw o ustabilizowanej działalności i powtarzalnych wynikach finansowych.

1.5.4.1.8.6 Metoda skapitalizowanej dywidendy

Metoda oparta jest na formule:

$$V_D = \frac{YD}{WACC - g}$$

gdzie:

YD – wartość rocznej dywidendy wypłaconej przez przedsiębiorstwo,
 $WACC$ – średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa w roku n lub $n+1$ [ostatni rok prognozy],
 g – średni planowany wzrost zysków Z po okresie prognozy.

Metoda skapitalizowanej dywidendy jest oparta na tych samych zasadach, co poprzednia metoda skapitalizowanego zysku. W czasach dużej zmienności wyników finansowych przedsiębiorstw jej stosowanie jest istotnie ograniczone. W przypadku planowania zmiennej wartości dywidend w czasie formuła metody przybierze następującą postać:

$$V_{Div} = \sum_{i=1}^n \frac{DIV_i}{(1 + R_E)^i} + \frac{RV_{Div}}{(1 + R_{E_n})^n}$$

gdzie:

V_{Div} – wartość zdyskontowanych dywidend,
 RV_{Div} – wartość rezydualna przypisana do dywidend wypłacanych po okresie prognozy,
 R_E – stopa dyskontowa odniesiona do kosztu kapitału własnego
 i – l.p. okresu obrotowego w planie,
 n – ilość okresów obrotowych prognozy.

W obydwu przypadkach wynik formuły będzie skorygowany o składniki dodatkowe, zgodnie z poniższą formułą:

$$V = V_{Div} + FA + Csh - D$$

gdzie:

V – wartość zdyskontowanych dywidend skorygowana,

V_{div} – wartość zdyskontowanych dywidend brutto,
 FA - aktywa finansowe, inne cenne aktywa niekreujące zysku [financial assets]
 Csh - gotówka [wg stanu na dzień wyceny, cash]
 D - zadłużenie oprocentowane [financial debt]

1.5.4.1.8.7 Metoda zdyskontowanych strumieni przepływów pieniężnych [DCF]

Metoda oparta jest na formule:

$$V_D = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{RV_{FCF}}{(1+WACC_n)^n} + FA + Csh - D$$

gdzie:

V_D – wartość dochodowa przedsiębiorstwa [DCF],
 FCF – wolne strumienie przepływów pieniężnych [suma strumienia operacyjnego i inwestycyjnego],
 RV_{FCF} – wartość rezydualna strumieni FCF po okresie prognozy,
 FA - aktywa finansowe, inne cenne aktywa niekreujące bieżących zysków [financial assets]
 Csh - gotówka [wg stanu na dzień wyceny, cash]
 D - zadłużenie oprocentowane [financial debt]
 WACC - stopa kapitalizacji [wg koncepcji średniego ważonego kosztu kapitału; Weighted Average Cost of Capital]
 t – l.p. okresu obrotowego w planie,
 n – ilość okresów obrotowych prognozy.

Metoda DCF jest zaliczana do najbardziej rozpowszechnionych metod wyceny przedsiębiorstw, jakie są stosowane w okresie ostatnich lat. Wymaga zbudowania planu finansowego w określonym okresie referencyjnym i ustalenia wysokości stóp dyskontowych, ponadto oszacowania wartości rezydualnej i uwzględnienia czynników, które nie stanowią przedmiotu procesu wyceny w ramach procedury dyskontowej. Do czynników tych zalicza się głównie aktywa finansowe [papiery wartościowe, udziały w innych spółkach i wynikające z tego korzyści ekonomiczne], gotówkę [aktywa płynne] oraz in minus zadłużenie oprocentowane, czyli kapitały obce. Dzięki redukcji wyniku wyceny o wartość kapitałów obcych, strumienie przepływów pieniężnych [złożone ze strumienia operacyjnego oraz inwestycyjnego] winny bazować na substytucji księgowego zysku netto, czyli parametrze NOPLAT.

Istnieje możliwość zastosowania tej metody w dwóch niezależnych trybach:

- Metoda pełna, bazująca tradycyjnie na szczegółowym zestawieniu strumieni przepływów pieniężnych.
- Metoda uproszczona, bazująca na uproszczonym modelu przepływów. Model ten wymaga wcześniejszego określenia pięciu wskaźników finansowych [stąd nazywam tą metodę - metodą 5 wskaźników], są to: dynamika sprzedaży, wydajność gotówkowa sprzedaży [skorygowana rentowność operacyjna], dynamika kapitału obrotowego [zmiany kapitału obrotowego wobec zmian sprzedaży]; stopa inwestycji netto oraz stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego [ROIC]⁷. Wszystkie te wskaźniki zostały scharakteryzowane w zestawieniu przedstawionym w dalszej części raportu [w ramach analizy finansowej przedsiębiorstwa].

⁷ Do samego procesu wyceny wykorzystywany jest jednak średni ważony koszt kapitału [WACC], przy którego ustalaniu wartość ROIC ma oczywiście znaczenie.

1.5.4.1.9 Metody porównawcze

1.5.4.1.9.1 Metoda kapitalizacji giełdowej [metody mnożnikowe]

Metoda kapitalizacji giełdowej oparta jest na wskaźniku cena/zysk P/E, odniesionym do pojedynczych walorów spółek giełdowych. Do wyceny czasami bywa też używany wskaźnik cena/wartość księgowa P/BV, ale pełni on raczej rolę weryfikacyjną. W odniesieniu do spółek nie notowanych na giełdzie, ich wycena jest możliwa poprzez porównania i weryfikację danych porównawczych w stosunku do odpowiednich przedsiębiorstw giełdowych.

1.5.4.1.9.2 Inne metody mnożnikowe

Popularną metodą jest metoda mnożnika EBITDA lub EBIT. Parametr EBIT stanowi saldo pośrednie rachunku zysków i strat [tzw. zysk/strata operacyjna], natomiast EBITDA to wynik EBIT podwyższony o wartość rocznego funduszu amortyzacji. Korekta ta wynika z faktu, że EBIT jest obciążony funduszem amortyzacji w formie kosztu operacyjnego. Jednak w związku z tym, że amortyzacja nie stanowi realnego wydatku, a jedynie pozycję „papierową”, parametr EBITDA bardziej wiarygodnie oddaje wielkość salda gotówkowego w przedsiębiorstwie na poziomie operacyjnym w danym okresie czasu.

$$V_{EBITDA} = M \times EBITDA + FA + Csh - D$$

gdzie:

V_{EBITDA} – wartość mnożnikowa przedsiębiorstwa [DCF],

EBITDA – suma zysku operacyjnego oraz funduszu amortyzacji [w skali roku],

M_F – wartość mnożnika.

FA - aktywa finansowe, inne cenne aktywa niekreujące bieżących zysków [financial assets],

Csh - gotówka [wg stanu na dzień wyceny, cash],

D - zadłużenie oprocentowane [financial debt].

Na podobnych zasadach funkcjonują inne metody mnożnikowe, oparte na takich parametrach, jak: EBIT, $EBIT \times (1 - t)^8$, wartość sprzedaży rocznej z ostatniego okresu lub średnio ważonej z trzech ostatnich okresów⁹, wartość kapitału zainwestowanego, wartość księgowa [PBV]. Zwykle zakres mnożników dla danego segmentu zwraca bardzo zróżnicowane wyniki wyceny, niemniej metoda mnożnikowa, nawet w sytuacji, gdy nie ma w danym przypadku konkretnego zastosowania, jest uznawana za dobrą podstawę do weryfikacji wyników uzyskanych innymi metodami [zwykle bowiem kilka rezultatów tej metody współgra z wynikami uzyskanymi przy zastosowaniu innych metod].

1.5.4.1.10 Metody mieszane

1.5.4.1.10.1 Zastosowanie metod mieszanych do wyceny reputacji przedsiębiorstwa

Koncepcje wyceny wartości podmiotów gospodarczych, które akcentują potrzebę uwzględnienia w procesie wartościowania zarówno aspektu majątkowego jak i dochodowego [i noszą nazwę metod mieszanych], mają one zastosowanie wszędzie tam, gdzie możliwości planowania strategicznego są ograniczone przez wpływ różnych czynników ekonomicznych [czy też poza ekonomicznymi], jak np. wysoka stopa inflacji, recesja, brak wielu segmentów rynku, niedoskonałość infrastruktury finansowej [system bankowy]. Niektóre z tych czynników w mniejszym lub większym stopniu charakteryzują ciągle jeszcze współczesną gospodarkę polską.

Koncepcja stosowania metod mieszanych opiera się na podstawowym założeniu, że dochody przedsiębiorstwa są generowane dzięki zainwestowanemu kapitałowi w postaci majątku firmy [budynków, maszyn i urządzeń itd.] oraz pewnej wielkości niematerialnej, wynikającej z jej [firmy] reputacji. Odzwierciedleniem wartości reputacji firmy jest zgodnie z tą koncepcją nadwyżka

⁸ Formuła ta w istocie odpowiada definicji wyniku operacyjnego po opodatkowaniu [NOPLAT].

⁹ W przypadku przedsiębiorstw o znaczącej, ale zmiennej dynamice wzrostu alternatywnie można rozważyć średnią wyników prognozowanych, ponieważ wyniki historyczne nie będą reprezentatywne.

wartości dochodowej przedsiębiorstwa nad jego wartością majątkową. Nadwyżka ta nie jest w ramach kolejnych metod uwzględniana w całości, lecz podlega określonej procedurze wartościowania.

1.5.4.1.10.2 Ogólna formuła metod mieszanych wyceny przedsiębiorstw

Metody mieszane wyceny przedsiębiorstw powstały na bazie założenia, że wartość podmiotu gospodarczego jest pochodną zarówno skali jego majątku, jak i zdolności tego majątku do generowania zysku. Innymi słowy w analizowaniu wartości przedsiębiorstwa nie powinno się jednak abstrahować ani od aspektu dochodowego, ani majątkowego. U źródeł tej koncepcji leży formuła definiująca wartość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa, jako różnicę pomiędzy wartością rynkową i wartością majątkową podmiotu gospodarczego. Jest to jedna z koncepcji wyceny kapitału intelektualnego, równoważna różnicy pomiędzy wartością księgową i wartością rynkową przedsiębiorstwa [market-to-book-ratio].

$$K_I = W_R - W_K$$

gdzie:

K_I – wartość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa,

W_R – wartość rynkowa przedsiębiorstwa,

W_K – wartość majątkowa [księgową] przedsiębiorstwa.

W praktyce, w odniesieniu do ogółu przedsiębiorstw wartość rynkowa najczęściej jest sprowadzona do wartości dochodowej [wobec trudności z określeniem wiarygodnej wartości rynkowej], natomiast wartość majątkowa – do wartości księgowej [wobec niskich kosztów zastosowania metody księgowej].

W przypadku działalności korporacyjnej wartość kapitału intelektualnego została sprowadzona do formuły rynkowej wartości dodanej [MVA – Market Value Added], zwanej inaczej reputacją [goodwill]. W odniesieniu do przedsiębiorstwa występują dwie formy wartościowe kapitału intelektualnego [czyli reputacji]:

- Reputacja księgowa – równoważna różnicy matematycznej pomiędzy wartością rynkową [dochodową] i majątkową [księgową] przedsiębiorstwa, co sprawia, że wartość ta jest prawdziwa na określony dzień wyceny i w tym kontekście stanowi wartość bieżącą.
- Reputacja ekonomiczna – równoważna jedynie części matematycznej różnicy pomiędzy wartością rynkową [dochodową] i majątkową [księgową] przedsiębiorstwa na dzień wyceny, co wynika z faktu tzw. ekonomicznej amortyzacji reputacji w czasie, czyli potrzeby ponoszenia nakładów na jej odtworzenie. Nakłady te – jako realne wydatki pieniężne – pomniejszają wartość reputacji w czasie.

Koncepcje szacowania ubytku reputacji ekonomicznej w czasie stały się punktem różnicującym metody mieszane wyceny przedsiębiorstw. Znajduje to odzwierciedlenie w wartości współczynnika X , występującego w formule wartości mieszanej przedsiębiorstwa. Ogólna formuła dla wszystkich metod mieszanych wyceny przedsiębiorstwa przyjmuje zatem następującą postać:

$$W_M = M + GD = M + X \times (D - M)$$

$$GD = X \times (D - M)$$

gdzie:

W_M – wartość mieszana przedsiębiorstwa,

M – wartość majątkowa przedsiębiorstwa,

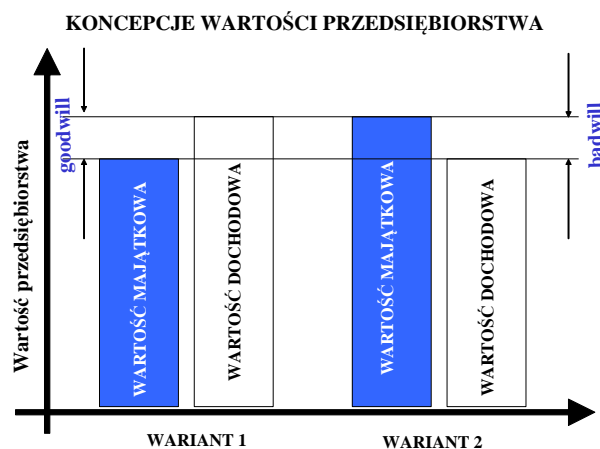
D – wartość dochodowa przedsiębiorstwa,

GD – reputacja ekonomiczna przedsiębiorstwa na dzień wyceny [$GD = X \times (D - M)$],

X – współczynnik różnicujący metody mieszane, określający ekonomiczną skalę reputacji,

$(D - M)$ – reputacja księgowa przedsiębiorstwa.

Ilustr. 4: Koncepcja wartości mieszanej przedsiębiorstwa, jako sumy jego majątku i wartości reputacji (goodwill) [źródło: opracowanie własne].



Z powyższego wynika, że współczynnik korygujący dla wartości reputacji X winien się zawierać w przedziale otwartym (0;1),

1.5.4.1.10.3 Założenia metodologiczne

W kontekście zastosowania metod mieszanych wyceny przedsiębiorstw istotna wydaje się pierwotna koncepcja metodologiczna. Należy podkreślić, że pierwotnie służyły one do szybkiej wyceny spółek giełdowych zachodnich gospodarek i na tym obszarze ekonomicznym też głównie powstawały. W związku z tym założenia:

- Wartość dochodowa stanowiła odpowiednik prostej metody skapitalizowanego zysku netto, przy czym zysk netto reprezentował średnią ważoną wartość zysków wycenianego księgowych przedsiębiorstwa z trzech ostatnich lat.
- Wartość majątkowa stanowiła po prostu odpowiednik wartości księgowej, przy wszystkich jej niedostatkach [przeważała szybkość i taniaść tej metody].

W toku rozwoju różnych technik wyceny przedsiębiorstw powyższe metody uznawano później za zbyt uproszczone i przez to mało wiarygodne. Zastosowania metod mieszanych przesunęły się systematycznie z obszaru typowo komercyjnego na obszary niszowe, jak prywatyzacja i wycena spółek nierentownych. Niemniej oczywiście nie wydaje się, aby obecnie istniały przeciwwskazania dla stosowania do tych celów bardziej rozwiniętych metod składowych tej metodologii. Zatem wartość rynkową przedsiębiorstw utożsamia się obecnie częściej z jego wartością dochodową, opartą na metodzie DCF. Z kolei w warunkach krajów rozwijających się w wyniku braku stabilności gospodarczej i wysokiej inflacji wartość księgowa jako wyznacznik wartości majątkowej, będzie budziła wątpliwości. Z tego względu w bardziej ogólnym aspekcie należałoby raczej utożsamiać wartość majątkową z wynikiem metody skorygowanych aktywów netto, jako najbardziej miarodajny miernik wartości kapitału niezbędnego do zainwestowania w aktywa trwałe. Najbardziej predystynowaną metodą szacowania wartości aktywów byłaby w tym przypadku niewątpliwie metoda odtworzeniowa.

Model pomiaru reputacji oparty na formule D-M jest efektem wyidealizowanej koncepcji, która co prawda sprawdza się w świetle przepisów księgowych [pozycja „Wartość firmy”], ale ekonomicznie często nie jest modelem wiarygodnym. Zauważyli to już autorzy metod mieszanej wartości przedsiębiorstw, stąd według ich koncepcji reputacja [goodwill] podlega szeregowi wpływów, oddziaływujących nań destrukcyjnie, z których główne to ryzyko związane z utrzymaniem stabilnego poziomu wartości intelektualnych w perspektywie długookresowej oraz ich zużycie ekonomiczne [definiowane, jako konieczność ponoszenia kosztów na ich odnowę i rozwój]. Stąd – jak twierdzili - w praktyce okazuje się być uzasadnionym zaakceptowanie w formie reputacji jedynie części wartości, jaka wynikałaby z bezpośredniego oszacowania nadwyżki wartości dochodowej nad wartością majątkową przedsiębiorstwa.

1.5.4.1.10.4 Omówienie wybranych metod mieszanej wartości przedsiębiorstwa

Metoda niemiecka i metoda szwajcarska zaliczają się do najprostszych i najczęściej stosowanych spośród mieszanych metod wyceny przedsiębiorstw. Reprezentują one grupę tzw. metod średniej wartości. Metoda niemiecka [znana również pod nazwą metody Schmallenbacha lub metody berlińskiej] bazuje na założeniu, że wartość firmy jest sumą wartości majątku przedsiębiorstwa i wartości jego reputacji, przy czym wartość reputacji jest określona jako połowa różnicy pomiędzy wartością dochodową i wartością jego majątku. Przy tak ustalonym sposobie obliczania wpływu czynnika reputacji zakłada się, że na wartość firmy w jednakowym stopniu wpływają te czynniki, które kształtują rzeczową stronę procesu produkcji, jak i zdolność przedsiębiorstwa do generowania przychodów. Metoda ta z założenia jest przeznaczona dla przedsiębiorstw o wysokiej rentowności, dla których wartość dochodowa jest większa od wartości majątkowej [zostało to zastrzeżone przez autora metody]. W odwrotnych przypadkach autor metody proponował odniesienie wartości firmy do jej wartości dochodowej [dla przedsiębiorstw generujących pozytywne wyniki finansowe] lub wartości upływnienia majątku [dla przedsiębiorstw generujących negatywne wyniki finansowe].

W przypadku metody szwajcarskiej wartość przedsiębiorstwa jest traktowana nie jako średnia arytmetyczna, lecz jako średnia ważona wartości majątku i wartości dochodowej. Wartość dochodowa posiada dwukrotnie większą wagę. W przypadku stosowania tej metody nie ma formalnego ograniczenia, co do wzajemnych proporcji wartości majątkowej i wartości dochodowej. Okoliczność ta powoduje, że metoda szwajcarska jest często wykorzystywana do wyceny wartości przedsiębiorstw nierentownych.

Omówione powyżej metody zakładają nieskończenie długi okres funkcjonowania przedsiębiorstwa, a jednocześnie nieskończenie długi okres generowania przez nie dochodu z tytułu wykorzystywania posiadanego majątku, jak i nadwyżki wynikającej z reputacji. Jednakże wartość reputacji zależy m.in. od ilości firm konkurujących na rynku oraz od wielkości i nowoczesności ich potencjałów produkcyjnych. W efekcie zmian tych czynników zmiana ulega także ta część dochodu firmy, która jest przypisywana reputacji. Powyższe zastrzeżenia zostały uwzględnione w metodach wyceny, w których zyski od wartości reputacji uwzględniane są tylko w okresie kilku najbliższych lat następujących bezpośrednio po wycenie. Wartość reputacji jest w takim ujęciu sumą zdyskontowanych nadwyżek zysku ponad przeciętny roczny zwrot kapitału w przyjętym okresie czasu.

Opisane uwagi charakteryzują kolejną metodę wyceny, noszącą nazwę **metody anglosaksońskiej** lub **metody U.E.C.** Przyjmuje ona, że optymalny okres naliczania renty od wartości reputacji powinien się zawierać w przedziale 3-8 lat.

Odmianą metody U.E.C. jest **metoda dwóch stóp dyskontowych**, przy czym wyższy poziom stopy dyskontowej jest stosowany w odniesieniu do zysków od wartości reputacji, niż do zysków od wartości wniesionego kapitału [reprezentowanej przez wartość majątkową] – reprezentuje to różne skale uwzględnianego ryzyka. W metodzie tej wyróżnia się dwa warianty:

- a) wariant nieograniczonego okresu naliczania renty od wartości reputacji;
- b) wariant ograniczonego okresu naliczania renty od wartości reputacji.

Przyjmuje się zasadę, że w korelacji z metodą U.E.C. okres amortyzowania reputacji nie powinien być dłuższy, niż okres naliczania renty od reputacji (stosowany w metodzie U.E.C.). W warunkach zachodnich jako standard przyjęto także zasadę, iż wartość podwyższonej stopy dyskontowej nie przekracza 50% stopy podstawowej [w praktyce najczęściej stosuje się właśnie wskaźnik 50%].

Metoda zakupu rocznego oraz **metoda stuttgarcka**¹⁰ bazują także na wartości majątku i reputacji, pomijają jednak działanie czynnika czasu, nie poddając dyskontowaniu zysków od wartości reputacji. Metoda zakupu rocznego polega na sumowaniu wartości majątku netto przedsiębiorstwa oraz prostej sumy zysków od wartości reputacji za kilka kolejnych lat [w USA najczęściej przyjmowano przedział 4-5 lat]. Metoda stuttgarcka stosuje podobną formułę, przy czym wylicza wartość reputacji na poziomie 5-krotnych przeciętnych zysków rocznych [nie dyskontowanych] od uwzględnionej w specyficzny sposób „nadwyżki reputacyjnej”.

W **metodzie ciągłych odpisów od wartości reputacji** oraz **metodzie Grefa** uwzględniana jest amortyzacja wartości reputacji. W metodzie ciągłych odpisów od corocznego średniego zysku (wyrażonego jako saldo netto przepływów pieniężnych) odejmowana jest kwota otrzymana z podzielenia wartości reputacji przez długość okresu jej amortyzowania. Dopiero tak skorygowany zysk podlega dyskontowaniu. Interpretacja faktu corocznego amortyzowania wartości reputacji wynika z jej hipotetycznego ciągłego 'zużywania się' oraz konieczności ponoszenia nakładów na jej odtworzenie. Zgodnie z tą metodą po pewnym czasie wartość reputacji ulegnie całkowitemu umorzeniu, a pomimo tego będzie dalej odpisywana, pomniejszając wartość przedsiębiorstwa. **Metoda Grefa** wprowadza korektę powyższego zastrzeżenia i uwzględnia odpisy od wartości reputacji tylko do momentu jej całkowitego umorzenia.

¹⁰ Metoda stuttgarcka jest odmianą metody U.E.C. przy ograniczeniu okresu prognozy do 5 lat.

Za stosowaniem mieszanych metod wyceny w warunkach polskich przemawia ich prostota, łatwość dokonywania interpretacji, tania oraz możliwość weryfikacji danych. Metody te znalazły szerokie zastosowanie w gospodarce rynkowej, jako podstawa taksacji, a także w procesach przekształceń własnościowych i restrukturyzacji przedsiębiorstw. Niemniej zwraca uwagę fakt, iż ostrożności wymaga szacowanie przyszłych zysków oraz ustalanie poziomu stopy dyskontowej – czynniki te determinują w istocie poziom dochodowej wartości przedsiębiorstwa.

Autorzy metod mieszanych wprowadzali różnego rodzaju zalecenia i ograniczenia, w zależności od rodzaju rynku, na którym te metody mogły być stosowane. Jak wspomniano wcześniej, wartość dochodowa przedsiębiorstwa stosowana w metodach mieszanych odnosiła się oryginalnie do skapitalizowanego średniego zysku netto [stanowiła więc odpowiednik tzw. 'renty wiecznej']. Z kolei długość okresu naliczania zysków od wartości reputacji powinna się według koncepcji autorskich zawierać w przedziale 3-8 lat [w warunkach polskich w okresie pierwszej fali prywatyzacyjnej w latach 90-tych stosowano na ogół okres 5-letni, aczkolwiek w wielu przypadkach ze względu na ryzyko planowania zalecano skracanie tego okresu do trzech lat]. Okres amortyzowania się wartości reputacji powinien odpowiadać, co najwyżej okresowi naliczania zysków od tej wartości [parametr „m” w przedstawionych poniżej formułach nie powinien przekraczać wartości parametru „n”]. Stopień wzrostu podwyższonej stopy kapitalizacji w stosunku do stopy bazowej nie powinien przekraczać 50% [w warunkach zachodnich oryginalnie przyjęto się to jako standard].

1.5.4.1.11 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:

$ROIC \geq R_k$	Gdzie: <ul style="list-style-type: none"> • $ROIC$ – stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego, uzyskana w danym okresie przez przedsiębiorstwo; • R_k – 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.
$ROIC = \frac{NOPLAT}{IC}$	

Brak spełnienia powyższego warunku powoduje, że przedsiębiorstwo posiada reputację ujemną [badwill, illwill] i zamiast w toku działalności powiększać swoją wartość rynkową, systematycznie ją redukuje. W przypadku przejściowego charakteru niedostatecznej rentowności i możliwości beznakładowego wyjścia z fazy występowania ujemnego goodwill'u wartość przedsiębiorstwa może być określona, jako wartość majątkowa oraz wartość badwill'u. Ta ostatnia jest reprezentowana przez sumę zdyskontowanych różnic pomiędzy prognozowanymi wynikami rocznymi i zyskiem przypisywanym dla okresu występowania braku rentowności oraz wartości goodwill'u, pojawiającą się po n latach [liczoną jak w metodzie U.E.C.]. Formuła określania wartości badwill'u jest następująca:

Dla przypadku beznakładowej restrukturyzacji przedsiębiorstwa:

$$W_b = \sum_{i=1}^n (W_{fi} - R_r \times W_{mi}) \times q_i$$

Dla przypadku, kiedy w ramach restrukturyzacji poniesienie określonych nakładów inwestycyjnych jest niezbędne:

$$W = W_m + I_i \times q_i + \sum_{i=1}^n [W_{fi} - R_r \times (W_{mi} + I_i)] \times q_i$$

gdzie:

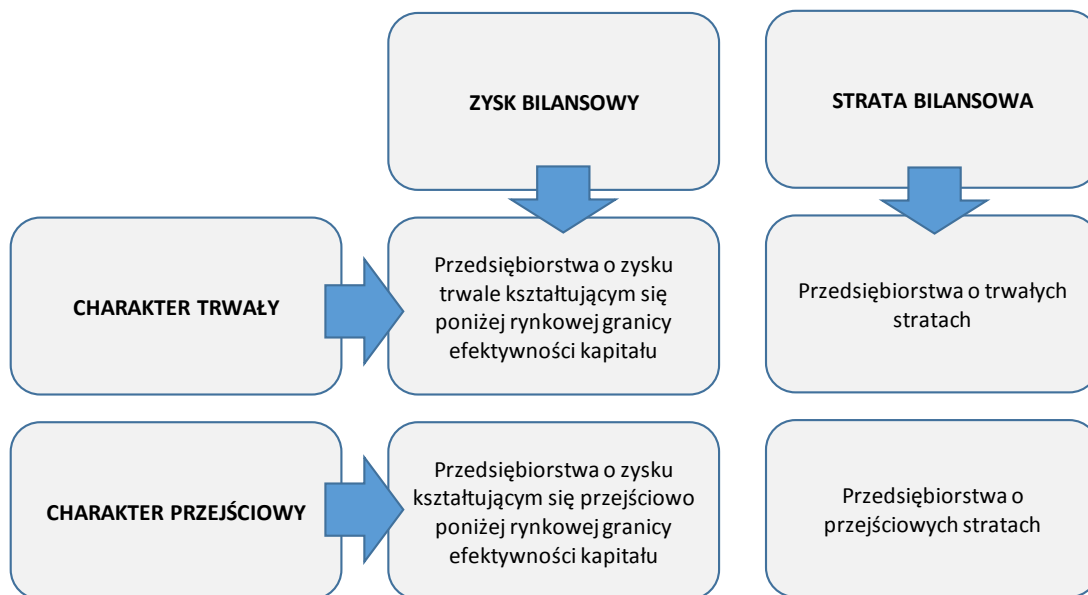
- W_b – wartość ujemnej reputacji,
- W_{fi} – prognozowane wyniki roczne,
- W_{mi} – wartość majątkowa,
- R_r – poziom rynkowego oprocentowania kapitału,

q_i – czynnik dyskontujący,
 I_i – wartość niezbędnych nakładów inwestycyjnych.

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.

Ilustr. 5: Klasyfikacja przedsiębiorstw nierentownych [źródło: „Metody wyceny przedsiębiorstw”, M.Kufel, Wrocław 1992].



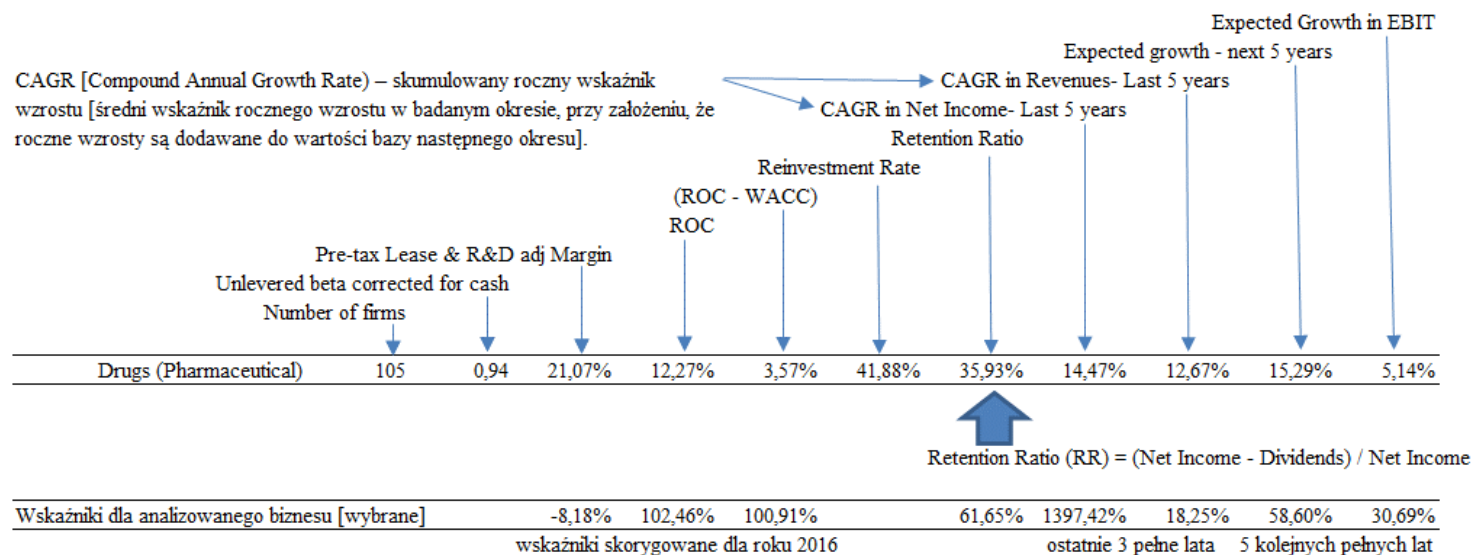
2 Charakterystyka otoczenia ekonomicznego biznesu

Zasady oceny:

- 1) W przypadku firm prowadzących działalność na rynku od wielu lat należy uznać, że animatorzy tej działalności dysponują najbardziej praktyczną wiedzą o swoim sektorze [swojej niszy], niezależnie od wydzwiku ogólnie dostępnych w mediach analiz sektorowych. Ich wizja strategii rozwoju biznesu jest reprezentowana przez prognozy finansowe, których są autorami lub co najmniej współautorami - w ramach bieżącego procesu wyceny¹¹. Stąd zazwyczaj prognozy właścicieli danego biznesu są traktowane, jako jednoznaczna skala odniesienia dla planów finansowych. Jest to uzasadnione także poprzez pogląd, że w gruncie rzeczy ci właściciele mają najwięcej do stracenia w sytuacji, gdy ich prognozy okażą się zupełnie nierealistyczne.
- 2) Działania weryfikacyjne dotyczące spójności zamierzeń właścicieli biznesu z ogólnym obszarem segmentu są uzasadnione – dla minimalizacji ryzyka wyceny jako takiej. Stąd wskazana jest identyfikacja możliwości porównania trendów wynikających z prognozy i dotyczących danego przedsiębiorstwa, z trendami rozwoju całej branży. Umożliwia to uzasadnienie planów finansowych szczególnie w tych aspektach, które okazałyby się całkowicie niespójne z ogólnymi trendami branżowymi. W ramach tego raportu do celów weryfikacyjnych zastosowana została zawartość serwisu Damodaran Online, jako wiarygodnego źródła obejmującego statystyki finansowe spółek reprezentujących ponad 100 różnych segmentów biznesowych na różnych rynkach regionalnych.

Z analitycznego punktu widzenia istotne znaczenie dla oceny perspektyw rozwoju przedmiotowego biznesu ma ocena branżowych wskaźników dynamiki sprzedaży oraz wyników finansowych segmentów rynkowych, które można skojarzyć z analizowaną działalnością. W tym kontekście za opiniotwórcze uznano dane z bazy serwisu Damodaran Online, odniesione w tym przypadku w szczególności do spółek europejskich. Dla przedmiotowej aktywności gospodarczej związanej z analizowanym biznesem można wskazać na pokrewne segmenty rynku, których tempo rozwoju wydaje się być mniej lub bardziej z nim skojarzone. Dane zostały przedstawione w **Załączniku 1**, a poniżej przedstawione zostało zestawienie podsumowujące:

Ilustr. 6: Zestawienie kluczowych wskaźników ekonomicznych dla wskazanych segmentów działalności gospodarczej dla spółek europejskich [źródło: Damodaran Online].



¹¹ Wycena sporządzona bez tego typu konsultacji jest procesem opartym na znacząco wyższym ryzyku od przeciętnego, ponieważ żaden konsultant zewnętrzny z natury nie może charakteryzować się większą od właścicieli wiedzą o specyfice danego biznesu. Wycena oparta jedynie na trendach z okresu ex post może sprawdzić się jedynie w przypadku biznesu o ustabilizowanych wynikach.

Ilustr. 7: Analiza wskaźników sektorowych [źródło: opracowanie własne].

Obszar oceny	Wskaźniki sektorowe [średnie]	Wskaźniki dla analizowanego biznesu
Segment porównawczy	Drugs (Pharmaceutical).	W bazie Damodaran Online nie jest wyróżniony segment hurtu farmaceutycznego. Dlatego segment farmaceutyczny jest jawi się, jako jedyny, z którym można tego typu działalność pośrednio skojarzyć.
Dynamika przychodów ze sprzedaży	Perspektywa dynamiki segmentu w zakresie sprzedaży oceniana przez pryzmat wskaźnika CAGR, jako podlegająca systematycznemu stabilnemu wzrostowi: 12,67% ex post i 15,29% ex ante [dla segmentu wiodącego].	Spółka w okresie silnego rozwoju [jak typowy młody projekt ze wzrastającym potencjałem]. Dynamika wzrostu dotychczas to zakres 20-50% [lata 2014-2016]. W ramach prognozy [opartej na biznesplanie IFM] dynamika słabnąca w zakresie od ok. 25% do 5% i wreszcie 2-3% dla ostatnich lat okresu referencyjnego. W szczególności jednak w roku 2018 jest to aż 240%.
Dynamika wyników finansowych	Perspektywa dynamiki segmentu w zakresie wyników finansowych oceniana przez pryzmat wskaźnika CAGR, jako relatywnie aktywna: 14,47% ex post oraz 5,14% ex ante [dla segmentu wiodącego].	Amplituda dynamiki zysków zróżnicowana, jednak generalnie w prognozie istotnie wyprzedzająca dynamikę przychodów. Jest to zrozumiałe w sytuacji, gdy niskie jeszcze obroty nie pozwalały historycznie dotychczas na pokrycie kosztów stałych. Istotny przyrost obrotów w ramach prognozy winien wygenerować adekwatny spadek udziału kosztów w przychodach.
Rentowność operacyjna	Poziom średni to 21,07% [na podstawie wskaźnika „Pre-tax Lease & R&D adj Margin”], niewątpliwie znacząco wysoki.	Historycznie wskaźniki ujemne, w ramach prognozy stopniowy wzrost do 2,14%.
Rentowność kapitału	Poziom średni to 12,27%, co jest wynikiem relatywnie znaczącym, pozwalającym na wypracowanie dodatniej dźwigni finansowej [3,57%], według formuły (ROC - WACC).	Po osiągnięciu docelowego poziomu obrotów wskaźnik kształtuje się przeciętnie w zakresie 22-25%.
Kapitałochłonność biznesu	Oceniana poprzez wskaźnik retencji zysków – tu: 35,93%, co jest wskaźnikiem umiarkowanym. Wskazuje on zatem, że przeciętnie niespełna 40% zysków w branży jest reinwestowana, a nieco ponad 60% podlega konsumpcji.	Przedmiotowy biznes nie generuje znaczącego zapotrzebowania na wydatki inwestycyjne oraz te o charakterze pokrycia zmian kapitału obrotowego, zwłaszcza że IFM nie dysponuje własną infrastrukturą budowlaną, natomiast jest jej najemcą. To powoduje, że średnie wskaźniki reinwestycji utrzymują się początkowo na poziomie ok. 30%, potem już mniej.
Ryzyko branżowe [wskaźnik beta]	Poziom średni: 0,94 [raczej niski].	Ocena bazowego ryzyka segmentu w odniesieniu do uwarunkowań Spółki minimalnie niższa, na poziomie $\beta = 0,93$.
Dodatkowe aspekty [analiza branżowa ze źródeł internetowych]	<p>Wartość sprzedaży aptecznej sięgnęła w 2015 r. 30 mld PLN, w 2016 r. oczekiwano kilkuprocentowego wzrostu. Przyszłością rynku wg opinii wielu przedstawicieli branży są telemedycyna i e-commerce. Rynek hurtu aptecznego, biorąc pod uwagę starzejące się społeczeństwo i rosące zapotrzebowanie na usługi i produkty medyczne w Polsce, będzie prezentował tendencję wzrostową. Kilka lat temu były to wzrosty dwucyfrowe, obecnie obserwuje się wzrost na poziomie 3–5% r/r. Z danych spółki Neuca [lider rynku hurtu farmaceutycznego] wynika, że w 2015 r. rynek hurtu aptecznego wzrósł o 5,1%, do 26,5 mld PLN.</p> <p>Dla producentów leków polski rynek jest korzystny, coraz lepsze są też perspektywy. Z analizy PharmaExpert wynika, że wartość sprzedaży rynku aptecznego na koniec roku 2016 wyniosła 30,6 mld PLN i była wyższa o 2,5% względem 2015 r. Wartość refundacji leków mogła wynieść ponad 7,9 mld PLN, czyli o ok. 1% więcej, niż wartość refundacji za poprzedni rok. W Polsce wydatki na farmaceutyki stale wzrastają. Z raportu DNB Bank Polska i firmy Deloitte „Sektor farmaceutyczny i med-tech” wynika, że wydatki wynoszą średnio 139 EUR rocznie, znacznie mniej niż w większości krajów europejskich. Dla porównania w Niemczech to 510 EUR, a na Węgrzech 247 EUR. Na wysokość wydatków na leki wpływają czynniki demograficzne, rozwiązania systemowe i relatywnie niskie ceny leków. Leki generyczne stanowią 85% całości sprzedaży, ich średnia cena spadła w ciągu ostatnich kilku lat o 7%..</p> <p>Źródła:</p> <ul style="list-style-type: none"> • https://biznes.newseria.pl/news/dobre-perspektywy-na-rynku,p3028317 • http://fundacjarepublikanska.org/wp-content/uploads/2016/09/Rynek-Dystrybucji-Farmaceutycznej-2016.pdf • http://www.rynekapteki.pl/tagi/rynek-apteczny,149.html 	

Obszar oceny	Wskaźniki sektorowe [średnie]	Wskaźniki dla analizowanego biznesu
	<ul style="list-style-type: none"> http://www.ryniki24.pl/rynek-farmaceutyczny.html 	

3 Charakterystyka aspektów finansowych bieżącej i perspektywicznej działalności przedsiębiorstwa

3.1 Charakter analizy (analiza 5 wskaźników zarządczych)

Analiza finansowa w ramach projekcji dla okresu ex post i ex ante zawiera prócz samych projekcji finansowych także analizę wskaźnikową. Analiza ta została oparta na koncepcji tzw. 5 wskaźników zarządczych, zaprezentowanych w poniższym zestawieniu. Analiza 5 wskaźników koncentruje się na syntetycznych wskaźnikach, reprezentujących 5 głównych sfer działalności przedsiębiorstwa, przez co wydaje się być komunikatywna w kontekście oceny kierunku rozwoju analizowanego biznesu. Należy podkreślić, że nawet w przypadku analiz finansowych o ograniczonym z różnych powodów zakresie przedstawiona poniżej specyfikacja obejmuje te, które posiadają kluczowe znaczenie dla wyceny wartości biznesu oraz związanych z nim aktywów niematerialnych, w szczególności poziom wydajności gotówkowej sprzedaży brutto.

Ilustr. 8: Identyfikacja 5 wskaźników zarządczych w ramach analizy finansowej [źródło: opracowanie własne].

Definicja	Formuła 1	Formuła 2	Interpretacja
Dynamika sprzedaży	$D_S \% = \frac{\Delta S}{S_{n-1}} = \frac{S_n - S_{n-1}}{S_{n-1}}$		Dynamika sprzedaży świadczy o fazie rozwoju przedsiębiorstwa oraz o chłonności rynku [rezerwie rozwojowej rynku]. Na ogół duża dynamika sprzedaży charakteryzuje podmioty młode, o niedługim stażu rynkowym.
	<p><i>D_S% - dynamika sprzedaży, ΔS – przyrost sprzedaży w latach n i n-1, S_n – wartość sprzedaży w roku n, S_{n-1} – wartość sprzedaży w roku n-1.</i></p>		
Wydajność gotówkowa sprzedaży	$WG_B \% = \frac{EBIT}{S}$	$WG_N \% = \frac{NOPLAT}{S}$	Wydajność gotówkowa sprzedaży [rentowność na poziomie operacyjnym lub netto] potwierdza skalę opłacalności działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. Ważne pozostają kształtujące ją trendy [wzrost lub spadek].
	<p><i>WGSB% - wydajność gotówkowa sprzedaży brutto, EBIT – zysk operacyjny, S – wartość sprzedaży.</i></p> <p><i>WGSN% - wydajność gotówkowa sprzedaży netto, NOPLAT – zysk operacyjny po opodatkowaniu, S – wartość sprzedaży.</i></p>		
Dynamika kapitału obrotowego	$D_{NWC} \% = \frac{\Delta NWC}{\Delta S}$		Wskaźnik informujący, w jakiej skali następuje przyrost kapitału obrotowego w stosunku do przyrostu sprzedaży. Typowe wartości dla przedsiębiorstw przemysłowych mieszczą się w zakresie 11-18%. Należy zaznaczyć, że ΔNWC obejmuje w formule tylko zmiany kapitału obrotowego, związane z zapasami oraz należnościami i zobowiązaniami handlowymi [pozostałe w tej formule nie są brane pod uwagę, jako nie powiązane ze sprzedażą w sposób bezpośredni.
	<p><i>Δ_{NWC}% - dynamika kapitału obrotowego, ΔNWC – przyrost kapitału obrotowego, Σ – πρζψρσττ sprzedaży.</i></p>		
Aktywność inwestycyjna	$INV_B \% = \frac{CAPEX}{NOPLAT}$	$INV_N \% = \frac{CAPEX - D \& A}{NOPLAT}$	Wskaźnik informuje, jak duża jest aktywność inwestycyjna przedsiębiorstwa [kapitałochłonność] i czy pokrywanie nakładów jest możliwe z zysków, czy też niezbędne

Definicja	Formuła 1	Formuła 2	Interpretacja
	<i>INVB% - stopa inwestycji brutto, CAPEX – nakłady inwestycyjne w roku, NOPLAT – zysk operacyjny po opodatkowaniu.</i>	<i>INVN% - stopa inwestycji netto, CAPEX – nakłady inwestycyjne w roku, D&A – fundusz roczny amortyzacji, NOPLAT – zysk operacyjny po o</i>	jest zadłużenie. W wymiarze netto wskaźnik informuje, czy przedsiębiorstwo inwestuje poniżej, czy powyżej rocznego funduszu amortyzacji.
Stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego	$ROIC = \frac{NOPLAT}{CAP_{INV}}$ <hr/> <i>ROIC – stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego, NOPLAT – zysk operacyjny po opodatkowaniu, CAP_{INV} – kapitał zainwestowany.</i>		Jeden z kluczowych wskaźników analizy finansowej przedsiębiorstwa, informuje o uzyskiwanych realnie stopach zwrotu z zainwestowanego kapitału. Porównanie tego wskaźnika z preferencjami inwestorów w sektorze daje odpowiedź na fundamentalne pytanie o rentowność przedsiębiorstwa. Wymagany warunek to przewaga wartości parametru ROIC nad stopą zwrotu żadaną przez inwestorów branżowych.

3.2 Projekcje finansowe przedsiębiorstwa

Szczegółowe projekcje finansowe przedsiębiorstwa [ex post oraz ex ante - w powiązaniu z projektem długoterminowej prognozy na podstawie dostępnych sprawozdań finansowych] zostały przedstawione w **Załączniku 2**.

3.3 Koszt kapitału

Wymagany poziom kosztu kapitału na poziomie korporacyjnym został oszacowany na bazie modelu CAPM [Capital Assets Pricing Model], wyrażającego się poniższą formułą:

$$R_E = R_f + \beta \times (R_M - R_f) = R_f + \beta \times \Delta R$$

gdzie:

R_E - koszt kapitału własnego,

R_f - stopa procentowa dla inwestycji uznawanych za wolne od ryzyka,

R_M - średni zwrot dla inwestorów branżowych [na podstawie relacji z rynku kapitałowego],

β - współczynnik uwzględniający ryzyko inwestycyjne odniesione do sektora,

ΔR - ryzyko odniesione do kraju, w którym realizowany jest projekt gospodarczy.

Ocena ryzyka biznesu poprzez identyfikację poziomu kosztu kapitału:

Ilustr. 9: Opis parametrów przyjętego modelu szacowania kosztu kapitału na poziomie korporacyjnym [źródło: opracowanie własne].

Parametr modelu	Wartość parametru	Komentarz
Bazowy wsp. beta dla segmentu na poziomie odlewarowanym	0,94	Według Damodaran Online [Załącznik 4].
Wsp. beta uwzględniający specyfikę przedsiębiorstwa	0,93	Według modelu wartości sektora [dziedziny] oceniającego atrakcyjność inwestycyjną segmentu [Załącznik 4].
Wskaźnik dodatkowego ryzyka branżowego dla wsp. beta	40%	Współczynnik pewności dla prognozy finansowej został zaakceptowany na poziomie 60%, co wynika z faktu, że Spółka nie jest notowana na rynku kapitałowym ¹² . Tym samym poziom dodatkowego ryzyka uwzględniony w odniesieniu do wsp. beta wyniósł 100% - 60% = 40%.
Finalny wsp. beta przyjęty dla poziomu korporacyjnego	1,32	Efekt podwyższenia wsp. beta uwzględniającego specyfikę przedsiębiorstwa o dodatkowe ryzyko branżowe.
Ryzyko kraju [sektora działalności przedsiębiorstwa]	6,90%	Według rankingu Damodaran Online dla Polski.
Koszt kapitału własnego na poziomie korporacyjnym	12,33%	Według modelu CAPM dla poziomu korporacyjnego [Załącznik 4].
Koszt kapitałów obcych [średni]	3,66%	Przyjęte oprocentowanie średnie kredytów i pożyczek: - stopa depozyt.międzybank. (WIBOR 1m [PLN]) = 1,66%; - premia za kapitał obcy [np. marża banku] = 2,00% [- częstotliwość kapitalizacji odsetek: 12].
Wskaźnik zadłużenia dla okresu prognozy	Od 50,1% [2018] do 15,87% [2027].	Oszacowany według modelu kapitału zainwestowanego po pasywnej stronie bilansu.
Wartość średniego ważonego kosztu kapitału dla poziomu korporacyjnego [WACC _k]	Od 1,90% [2017] do 10,20% [2027]	Według modelu CAPM dla poziomu korporacyjnego [Załącznik 4].
Stopy procentowe dla potrzeb oszacowania zdyskontowanej wartości rezydualnej	W przypadku szacowania parametru wartości rezydualnej i w szczególności jej wpływu na wynik wyceny wartości dochodowej oraz mnożnikowej, często stosuje się zwiększony wskaźnik ryzyka wobec okresu referencyjnego. Skala prawdopodobieństwa zrealizowania się założeń planistycznych dla spółek poza giełdowych na ogół jest zgodna z tą samą skalą, o jaką podwyższona została stopa procentowa kosztu kapitału własnego, wynikająca z modelu CAPM.	

W ramach analizy porównawczej przeprowadzono analizę stóp procentowych reprezentujących koszt kapitału w reprezentatywnym segmencie dla spółek europejskich [według serwisu Damodaran Online] w poniższym zestawieniu.

¹² Model CAPM został opracowany dla potrzeb oceny wartości kapitału własnego spółek giełdowych, a wskaźnik beta jest obliczany dla notowań tych spółek. Wraz z rozpowszechnianiem się rynku kapitałowego model jest stosowany także dla przedsiębiorstw poza giełdowych, jednak przy zaleceniu uwzględnienia w takich przypadkach wzrostu modelowych branżowych wskaźników beta co najmniej o 20% [z uwagi na znacznie mniejszy zakres danych o takich spółkach dostępny dla inwestorów, a tym samym zwiększone ryzyko ich właściwej oceny].

Ilustr. 10: Średni ważony koszt kapitału dla analizowanych segmentów gospodarczych [źródło: Damodaran Online].

Wskaźniki sektorowe dla wybranych segmentów gospodarczych:	
Segment	Segment 1
Industry Name	Drugs (Pharmaceutical)
WACC	
Cost of Equity	9,94%
Cost of Debt	4,41%
E/(D+E)	81,52%
D/(D+E)	18,48%
Tax Rate	9,49%
Cost of Capital	8,70%
Cost of Capital [Local Currency]	13,08%

3.4 Dane finansowe [założenia do planu finansowego przedsiębiorstwa]

Poniżej przedstawione zostały kluczowe założenia dotyczące prognozowanej sprzedaży oraz marży handlowej Spółki:

Ilustr. 11: Dywersyfikacja obszarów sprzedaży i marży handlowych IFM [źródło: Spółka].

Plan obrotów ze sprzedaży		tys. PLN				
Okres	2018	2019	2020	2021	2022	
Specyfikacja obszarów biznesowych						
Kontrakt PGF	18 000	20 400	22 800	25 200	27 600	
Marża bezpośrednia %	7,00%	7,00%	8,00%	8,00%	8,00%	
Marża bezpośrednia w PLN	1 260	1 428	1 824	2 016	2 208	
Kontrakt Red Pharma	2 400	2 640	3 000	3 360	3 600	
Marża bezpośrednia %	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	
Marża bezpośrednia w PLN	197	216	246	276	295	
Kontrakt Thea		6 000	6 000	7 800	8 640	
Marża bezpośrednia %		4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	
Marża bezpośrednia w PLN	0	240	240	312	346	
Sprzedaż detaliczna	1 800	2 160	2 520	3 000	3 360	
Marża bezpośrednia %	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	
Marża bezpośrednia w PLN	180	216	252	300	336	
Stale działania	15 400	16 000	16 500	17 000	17 200	
Marża bezpośrednia %	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	
Marża bezpośrednia w PLN	154	160	165	170	172	
Podsumowanie:						
Przychody razem	37 600	47 200	50 820	56 360	60 400	
Marża razem w PLN	1 791	2 260	2 727	3 074	3 357	
Marża bezpośrednia w %	4,76%	4,79%	5,37%	5,45%	5,56%	
Szacunkowy udział kosztów zakupu towarów	95,24%	95,21%	94,63%	94,55%	94,44%	

Ilustr. 12: Procentowa struktura planowanych obrotów ze sprzedaży IFM [źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki].

Udział w obrotach ze sprzedaży					
Okres	2018	2019	2020	2021	2022
Kontrakt PGF	47,87%	43,22%	44,86%	44,71%	45,70%
Kontrakt Red Pharma	6,38%	5,59%	5,90%	5,96%	5,96%
Kontrakt Thea	0,00%	12,71%	11,81%	13,84%	14,30%
Sprzedaż detaliczna	4,79%	4,58%	4,96%	5,32%	5,56%
Stale działania	40,96%	33,90%	32,47%	30,16%	28,48%
Przychody razem	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Ilustr. 13: Oszacowanie średnich okresów windykacji należności IFM [[źródło: Spółka].

Szacunkowy okres windykacji należności					
	<i>w dniach</i>				
Okres	2018	2019	2020	2021	2022
Kontrakt PGF	90,00	90,00	90,00	90,00	90,00
Kontrakt Red Pharma	90,00	90,00	90,00	90,00	90,00
Kontrakt Thea	90,00	90,00	90,00	90,00	90,00
Sprzedaż detaliczna	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Stale działania	7,13	7,13	7,13	7,13	7,13
Przychody razem [średnia ważona]	51,89	57,93	58,78	60,37	61,56

3.5 Komentarz do analizy finansowej ex post oraz prognozy przedsiębiorstwa

Ocena aspektów finansowych prognozy przedsiębiorstwa:

Ilustr. 14: Podsumowanie analizy finansowej biznesu przedsiębiorstwa [źródło: opracowanie własne].

Obszar analizy	Komentarz
Wartość sprzedaży i jej dynamika	Spółka w początkowym stadium rozwoju, najwyższe obroty ex post osiągnięte w 2016 r. [13,6 mln PLN], na 2017 rok planowany obrót to ok. 11 mln PLN. Dalsze lata to silne wzrosty wobec podpisywanych obecnie kontraktów [PGF, Red Pharma, Thea + kontynuacja bieżącej współpracy z Neuca (lider rynku hurtowego w Polsce) i Hurtap], w wyniku czego obroty mają wzrosnąć skokowo do 37,6 mln PLN [2018] i dalej 47,2 mln PLN [2019], a w 2022 roku miałyby osiągnąć poziom 60,4 mln PLN [szczegóły zostały zaprezentowane w zestawieniach w poprzedniej części raportu].
Wydajność gotówkowa sprzedaży brutto [WGSb, inaczej rentowność operacyjna]	Rentowność operacyjna wyrażona wskaźnikiem WGSb jest analizowana na dwóch poziomach: <ul style="list-style-type: none"> • Poziom księgowy – wynika z formalnego odniesienia salda EBIT [księgowy] do wartości sprzedaży. • Poziom skorygowany [ekonomiczny] – wynika z dokonania korekt salda EBIT, na podstawie eliminacji pozycji uznawanych za nieoperacyjne z salda „Pozostałe przychody/koszty operacyjne”. W szczególności chodzi tu o dezinvestycje oraz o dotacje [saldo te są eliminowane]. <p>W przedmiotowym przypadku wskaźnik WGSb dla poziomu ekonomicznego i księgowego różni się nieznacznie. Poziom marży handlowej kształtującej w głównej mierze poziom zyskowności operacyjnej IFM to zakres 4,76% - 5,56%. Po uwzględnieniu pozostałych kosztów operacyjnych [głównie o charakterze stałym, koszty ogólnego zarządu] rentowność operacyjna wzrasta w okresie prognozy od -0,32% [2018] do 1,58% [2020] i 2,59-2,60% [od 2023 roku].</p>
Sezonowość sprzedaży	W zakresie obrotu lekami należałoby oczekiwać istotnego wpływu sezonowości sprzedaży i natężenia obrotów w IV kwartale. Dokładniejszych danych w tym zakresie Spółka nie przedstawiła.

Obszar analizy	Komentarz
Kapitał obrotowy [Net Working Capital, NWC]	<p>Metodologicznie ruch kapitału obrotowego ma uznany wpływ na wartość korporacyjną biznesu oraz na jego płynność finansową. Dla Spółki charakterystyczne w okresie ex post było utrzymywanie wartości NWC na poziomie ujemnym, co wynikało z potrzeby pokrywania deficytu gotówki wobec generowanych strat finansowych. Od 2018 r. NWC systematycznie wzrasta osiągając na koniec prognozy wartość 4,6 mln PLN. Wskaźnik NWC/Sprzedaż wykazuje trend wzrostowy, od 3,1% [2018] do 6,5% [2027]. Cykle rotacji:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Cykl rotacji zapasów – ex post 5-8 dni, w związku z planem używania składu konsygnacyjnego od IV kwartału 2018 r. wartość wskaźnika wzrosła w ramach prognozy do 11-13 dni. • Cykl rotacji należności handlowych – historycznie 7-13 dni [bardzo niski], w ramach prognozy 50-66 dni. Ten skok jest związany z nowymi kontraktami, które mają spowodować skokowy wzrost sprzedaży w IFM – warunki kontraktowe przewidują dla największych umów 90-dniowe terminy płatności. Przy zastosowaniu struktury sprzedaży określiłem średnio ważone wskaźniki cyklu rotacji właśnie na zakres podany powyżej. • Cykl rotacji należności ogółem – przewyższa poprzedni wskaźnik średnio o 1 dzień. • Cykl rotacji zobowiązań handlowych – historycznie rósł od 8 dni [2015] do 39 dni [9 m-cy 2017], co wynika z handlowego charakteru Spółki i standardowego finansowania przez nią aktywów obrotowych kredytem kupieckim. Spodziewany istotny wzrost cyklu należności i przy tym zapasów spowoduje podobny efekt po stronie cyklu rotacji zobowiązań. W prognozie utrzymywany jest przeciętny poziom tego wskaźnika w wysokości 20-30 dni [pierwsze 2 lata], a potem wzrasta on do 42 i dalej 51-52 dni. • Cykl rotacji zobowiązań krótkoterminowych ogółem [bez zobowiązań poza bilansowych] – wyższy od poprzedniego przeciętnie w prognozie na poziomie ok. 58-60 dni. <p>Powyższe wyniki zostały uzyskane przy wspólnej bazie odniesienia, tj. wartości sprzedaży netto, wobec czego analiza została oparta na porównywalnych wynikach.</p>
Aktywność inwestycyjna [INVb – wskaźnik inwestycji brutto, INVn – wskaźnik inwestycji netto]	<p>Wydatki kapitałowe [CAPEX] dla potrzeb analizy zostały obliczone na podstawie przyrostu aktywów zwiększonego o fundusz amortyzacji. Wartość przeciętnych wydatków w okresie prognozy to poziom 20-70 tys. PLN. Wskaźnik INVb dla okresu prognozy to 2-8%, natomiast wskaźnik INVn pozostaje minimalnie ujemny [ale bliski zera], co oznacza, że Spółka zamierza ponosić wydatki na poziomie lekko poniżej funduszu amortyzacji.</p>
Struktura kapitału	<p>Wskaźnik zadłużenia mierzony formułą kapitału zainwestowanego to dla lat 2018-2019 ok. 50%, potem stopniowo spada do poziomu rzędu 16% na koniec prognozy. Oczywiście tego typu spółka musi korzystać z takich narzędzi, jak kredyty typu overdraft oraz faktoring. Spółka księguje zadłużenie z tytułu faktoringu na saldzie oprocentowanego zadłużenia krótkoterminowego [kredyty i pożyczki] – dlatego w bilansie obie te formy finansowania są ujęte w jednym saldzie zadłużenia. Zasadniczą rolę w działalności IFM odgrywa zadłużenie obrotowe [krótkoterminowe].</p>
Zobowiązania poza bilansowe [aktywne]	<p>Spółka nie wykazała żadnych zobowiązań poza bilansowych.</p>
Wartość kapitału zainwestowanego i stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego [ROIC]. Analiza poziomu rentowności biznesu.	<p>Wartość kapitału zainwestowanego jest stymulowana przez następujące główne czynniki:</p> <ul style="list-style-type: none"> • In plus przez potrzeby w zakresie finansowania działalności inwestycyjnej i pokrycia zapotrzebowania na kapitał obrotowy. • In minus w związku z podziałem zysków w części niereinwestowanej w rozwój przedsięwzięcia biznesowego [głównie dywidendy]. <p>Wymóg efektywności inwestycyjnej powoduje, że skala wartości kapitału zainwestowanego winna być adekwatna do możliwości jego zagospodarowania [ekonomicznego wykorzystania] w ramach biznesu. Zbyt duży poziom zatrzymanego w ramach przedsięwzięcia gospodarczego kapitału wpływa na zmniejszenie opłacalności ekonomicznej biznesu [stopa zwrotu z kapitału], a jednocześnie ponadnormatywnie obciąża efektywność aktywów niematerialnych poprzez poziom renty od zainwestowanego kapitału. To powoduje, że planowane zyski powinny być reinwestowane w dalszy rozwój i utrzymanie projektu biznesowego tylko w niezbędnej skali. W związku z tym kwestia dywidend w ramach prognozy została rozwiązana w ten sposób, że uwzględniając wszelkie źródła zapotrzebowania na kapitał w ramach prognozowanej działalności, zyski są przeznaczane na wypłatę dywidend w możliwie najwyższym stopniu, aby przeciwdziałać eskalacji zasobów kapitałowych, których nie można byłoby efektywnie wykorzystać.</p> <p>W przypadku analizowanego przedsiębiorstwa występują następujące zależności:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Średni stan zainwestowanego kapitału wykazywał w okresie ex ante trend wzrostowy, od 1 995 tys. PLN [2018] do 5 669 tys. PLN [2027]. W okresie ex post wartości te były ujemne. • Wskaźnik stopy zwrotu ROIC w prognozie kształtuje się na stabilnym poziomie 26-30%. Jest to wysoka wartość, wynikająca z ograniczonej wartościowo infrastruktury technicznej i oczekiwanego wzrostu zysków.

Obszar analizy	Komentarz
Struktura bilansu przetworzonego [ocena ryzyka płynności finansowej przedsięwzięcia].	<p>Model bilansu przetworzonego pozwala na ocenę skali ryzyka struktury bilansowej pod kątem potencjalnych zagrożeń dla płynności finansowej. Struktura aktywów podzielona jest na trzy obszary i podobnie struktura pasywów, a analiza odbywa się na podstawie porównywania odpowiednich obszarów aktywów i pasywów [przedstawiona analiza graficzna w Załączniku analitycznym 3]. Definicje zasadniczych dla analizy sald są następujące:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 1 poziom porównawczy: <ul style="list-style-type: none"> a) saldo aktywów trwałych obejmuje wyłącznie pozycje długoterminowe, w tym też rozliczeń międzyokresowych długoterminowych; b) saldo zasobów stałych strukturalnych obejmuje kapitały własne i obce [tylko pozycje długoterminowe] oraz zaliczane do kapitałów obcych długoterminowe rozliczenia międzyokresowe; • 2 poziom porównawczy: <ul style="list-style-type: none"> a) saldo aktywów obrotowych obejmuje wyłącznie krótkoterminowe zapasy i należności oraz krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe; b) saldo zobowiązań krótkoterminowych nieoprocentowanych obejmuje wyłącznie krótkoterminowe zobowiązania handlowe, budżetowe, wobec pracowników i inne nieoprocentowane oraz krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe; • poziom porównawczy: <ul style="list-style-type: none"> a) saldo środków płynnych obejmuje wyłącznie inwestycje krótkoterminowe, czyli przede wszystkim stan dostępnej gotówki i ewentualnie depozyty i krótkoterminowe pożyczki oraz papiery wartościowe; b) saldo zobowiązań oprocentowanych obejmuje krótkoterminowe kredyty i pożyczki oraz inne zobowiązania finansowe [leasing]. <p>Salda pośrednie bilansu przetworzonego:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Fundusz własny w obrocie (FWO) = Zasoby stałe strukturalne [ZSS] - majątek trwały; • Zapotrzebowanie na fundusz obrotowy (ZFO) = Majątek obrotowy - zobowiązania bieżące; • Saldo netto środków pieniężnych (SNP) = Środki płynne - kredyty i pożyczki bieżące. <p>Wskaźniki bilansu przetworzonego:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Wskaźnik FWO [dni] = $FWO \times \text{długość okresu obrotowego} / \text{Sprzedaż}$; • Wskaźnik ZFO [dni] = $ZFO \times \text{długość okresu obrotowego} / \text{Sprzedaż}$ – tzw. cykl eksploatacyjny przedsiębiorstwa; • Wskaźnik SNP [dni] = $SNP \times \text{długość okresu obrotowego} / \text{Sprzedaż}$. <p>Zaletą zastosowanej procedury jest możliwość uzupełnienia jej o pozycje poza bilansowe, co stanowi o większej wiarygodności wniosków końcowych [zwłaszcza jeśli pozycje te faktycznie występują i mają charakter aktywny, tzn. wymagalny].</p> <p>Oceniając strukturę bilansu przetworzonego w przypadku analizowanego przedsiębiorstwa widać, że:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nie występują okoliczności, wskazujące na ryzyko utraty płynności przez Spółkę, szczególnie w kontekście okresu od 2017 roku [wcześniejsze lata trudno uznać za reprezentatywne z racji początkowego okresu działalności]. • Cykl eksploatacyjny przedsiębiorstwa [ZFO] w ramach prognozy wykazuje niewielki trend wzrostowy, jednak można wskazać, że osiąga charakterystyczny dla większości lat poziom 20-29 dni. • Wskaźnik FWO przeciętnie jest niższy od wskaźnika ZFO o ok. 3-5 dni, a zatem istotna część cyklu eksploatacyjnego przedsiębiorstwa może być finansowana z zysków. • Wskaźnik SNP jest wypadkową poprzednich [$SNP = FWO - ZFO$], zatem pozostaje systematycznie ujemny, osiągając przeciętnie w prognozie 3-5 dni.

4 Założenia bazowe do wyceny

4.1 Data wyceny

Zgodnie z przekazanymi danymi analiza obejmuje okres historyczny 2014-2016 oraz 9 m-cy 2017 r. Wobec posiadanego zakresu danych i sprawozdań finansowych data wyceny została ustalona na dzień 30.09.2017 r. Data ta ma znaczenie dla wysokości stóp dyskontowych, ponieważ formalnie rok 2017 [umownie rok zerowy] jest reprezentowany przez niepełny 3-miesięczny okres, a kolejne lata mają pełny 12-miesięczny wymiar.

4.2 Ramy czasowe projekcji finansowej [okres referencyjny]

Rekomendowany okres wyceny obejmuje długoterminową, 10-letnią lub około 10-letnią perspektywę. Ostatecznie wobec okoliczności opracowania raportu okres referencyjny procedury wyceny obejmuje przedział: 3 ostatnie m-ce roku 2017 – rok 2027.

4.3 Okres ważności wyników wyceny przedsiębiorstwa

W przypadku przedsiębiorstw powszechnym okresem sprawozdawczym i weryfikacyjnym jest rok obrotowy, obejmujący okres 12-miesięczny. Na ogół bowiem wszelkie istotne zmiany planów i strategii przedsiębiorstwa są rozważane co najmniej w perspektywie rocznej. Zgodnie z tą tendencją najbardziej adekwatnym okresem ważności wyników wyceny przedsiębiorstwa pozostaje zatem okres 12-miesięczny, liczony od daty wyceny. W przedmiotowym przypadku brak jest przesłanek do wskazania innego okresu ważności wyników wyceny.

4.4 Jednostki pieniężne analizy

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

4.5 Format planu finansowego

Z zasady zaleca się stosowanie prognoz finansowych wyrażanych w cenach zmiennych, z uwzględnieniem wpływu czynników inflacyjnych lub wynikających ze świadomej strategii cenowej przedsiębiorstwa. Ma to sens ekonomiczny, jeśli są spełnione co najmniej następujące warunki:

- Wskaźniki inflacyjne są adekwatnie istotne [wysokie, jakkolwiek ocena, czy wskaźnik jest odpowiednio wysoki, jest kwestią subiektywną].
- Możliwe jest relatywnie miarodajne zróżnicowanie wpływu wskaźników inflacyjnych w sposób odrębny na poszczególne źródła przychodów i na poszczególne grupy kosztów operacyjnych.

W przedmiotowym przypadku powyższe okoliczności nie zachodzą, z następujących względów:

- Wskaźniki inflacyjne w Polsce mierzone parametrem CPI według GUS w ostatnich latach były zerowe lub nawet ujemne, a prognozowane zawierają się w zakresie 1,3-1,5% p.a. Tego rodzaju skala raczej nie powinna być postrzegana, jako wyrażenie istotna.
- Prognozy wewnętrzne Zleceniodawcy uwzględniają już ruch cen jednostkowych jego produktów, bazujący na przyjętej strategii cenowej. Strategia ta nie wynika jednak z prognoz inflacyjnych, a zatem można przyjąć, że generalnie prognozy co do zasady, odnoszą się do warunków obecnych.
- Brak jest miarodajnej możliwości ustalenia odrębnego wpływu czynników typowo inflacyjnych na poszczególne składniki projekcji finansowych.

Wobec powyższego należy przyjąć ogólną zasadę oparcia prognoz na konwencji cen stałych, a tym samym odniesienia stóp procentowych do poziomu realnego, a nie nominalnego.

4.6 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.

4.7 Formy reinwestycji nadwyżek gotówkowych w ramach planu finansowego

Typową cechą planów finansowych, uwzględniających rozwój przedsiębiorstw jest kumulowanie nadwyżek gotówkowych. W rezultacie na końcu prognozy nadwyżki te często stanowią znaczną kwotę, która w realnych warunkach działalności przedsiębiorstw nigdy nie wystąpi. Wynika to z potrzeb zarządczych i standardowych reguł zarządzania, według których pojawienie się znacznych nadwyżek gotówkowych będzie dla właścicieli przedsiębiorstwa bodźcem do podjęcia decyzji inwestycyjnych: część nadwyżek może zostać skonsumowana w formie wypłat dywidend¹³, pozostała część zasili kapitał zapasowy, jednak będzie przeznaczona na nowe inwestycje i/lub na inwestycje odtworzeniowe.

W standardowym trybie planowania finansowego inwestycje odtworzeniowe są uwzględniane w prognozie, podobnie, jak wypłata dywidend w możliwym do wyobrażenia rozmiarze. W przypadku, gdy pomimo tego w planie nadal pozostają znaczące nadwyżki gotówkowe, w ramach prognozy winno zostać zaakceptowane założenie, że nadwyżki te będą przeznaczone na inne cele rozwojowe, np. inwestycje w aktywa finansowe [skarbowe papiery wartościowe, udziały w innych spółkach]. Założenie to jest dla procedury wyceny istotne, ponieważ w przypadku aktywów niematerialnych prognozowane zyski są obciążone rentą od zainwestowanego kapitału. Tym samym merytorycznie ważne jest, aby zainwestowany kapitał kształtował się w ramach prognozy na poziomie, uwzględniającym tylko te aktywa, które istotnie są niezbędne z punktu widzenia kreowania perspektywicznych zysków.

Reasumując w okolicznościach to umożliwiających [szczególnie, gdy prognoza obejmuje także bilans] nadwyżki finansowe pozostające do dyspozycji przedsiębiorstwa są minimalizowane w opisany powyżej sposób. Natomiast w sytuacji, gdy prognoza obejmuje tylko wycinek działalności przedsiębiorstwa i sporządzenie bilansu dla tej części nie jest osiągalne, wartość przypisanego kapitału zainwestowanego jest kalkulowana na podstawie adekwatnej proporcji wobec kapitału zainwestowanego w całe przedsiębiorstwo. Kluczem tu może być proporcja przychodów lub kosztów operacyjnych [sposób rekomendowany], a zmiana wartości przypisanego do przedmiotowej części kapitału zaangażowanego może być proporcjonalna do dynamiki wyników NOPLAT dla kolejnych okresów obrotowych prognozy. Taka kalkulacja stanowi przybliżenie, ale brak jest w praktyce możliwości uzyskania bardziej precyzyjnego odniesienia. Jednocześnie w tym przypadku nie występuje problem kumulowania się nadwyżek gotówkowych, ponieważ wycena jest po prostu oparta na zdyskontowanych prognozowanych wynikach NOPLAT.

4.8 Aspekty podatkowe i wysokość stóp podatkowych

Plan finansowy przedsiębiorstwa jest utożsamiany z prognozą jednostki o statusie spółki prawa handlowego, prowadzącej działalność w oparciu o księgi handlowe. W związku z tym w ramach planu finansowego zysk brutto podlega opodatkowaniu na zasadach właściwych dla osób prawnych [CIT]. Z uwagi na działalność w krajowym obszarze gospodarczym stopa podatkowa CIT została ustalona na 19%.

4.9 Charakter wartości wycenianego składnika aktywów niematerialnych

W ramach aspektu ekonomicznego należy wyróżnić trzy podstawowe terminy:

- **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 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 „mechanicznie” zakładanych procedur jego wzrostu w przyszłości. Typową metodą dla tego typu wyceny biznesu jest metoda kapitalizacji zysku rocznego, przy

¹³ W przypadku formy prowadzenia działalności nie stanowiącej spółki prawa handlowego, przez dywidendy należy rozumieć inną formę podziału zysku, dostępną w szczególności dla osób fizycznych prowadzących działalność gospodarczą. W praktyce zatem w takich przypadkach ta część zysku, która nie jest skonsumowana, jest reinwestowana w dalszą działalność przedsiębiorstwa.

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.

- **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 duże dynamiki 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.
- **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 długotrwałą i – nieopartą żadnymi gwarantowanymi wynikami.

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

4.10 Charakter rekomendowanych wyników wyceny

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

4.11 Wartość jednostkowa udziałów w kapitale

Dla potrzeb wyceny przyjętem faktyczną ilość udziałów w Spółce, określoną na 30.000 szt.

5 Proces wyceny wartości Spółki

5.1 Analiza kluczowych aspektów związanych z przedmiotem wyceny

Poniżej przedstawiono efekty analizy zasadniczych kwestii związanych z potencjałem wycenianego przedsiębiorstwa oraz trybem jego wyceny:

Ilustr. 15: Analiza kluczowych aspektów związanych z przedmiotem wyceny [źródło: opracowanie własne].

Obszar analizy	Komentarz
Ocena perspektyw rozwoju biznesu	Przedsiębiorstwo w silnym trendzie wzrostowym, które realizuje się w segmencie hurtu farmaceutycznego. Zgodnie z danymi Spółki dysponuje ona atrakcyjnymi perspektywami wzrostu z racji posiadanych i podpisywanych, a także negocjowanych kontraktów. W ich wyniku Spółka do 2022 roku ma zwiększyć swoje przychody z poziomu 13 mln PLN do 60 mln PLN. W konsekwencji Spółka przejdzie z obecnej fazy rozruchu operacyjnego do pełnej fazy operacyjnej i zacznie generować dochody oraz zyski. Perspektywa rozwoju Spółki została wsparta przedłożonymi projektami kontraktów z PGF oraz Red Pharma Laboratories Polska.
Kategoria wartości wyceny	Wobec oparcia wyceny na danych ujętych w długoterminowej prognozie finansowej wynik wyceny został sklasyfikowany jednoznacznie, jako wartość perspektywiczna . Wartość ta w decydującym stopniu reprezentuje strategię rozwoju Spółki, a tym samym wycena w sposób uzasadniony odnosi się do jej potencjału w ujęciu okresu ex ante. Uzasadnieniem tego poglądu jest z oczywistych względów krótki okres egzystencji rynkowej podmiotu oraz znaczna skala jego dotychczasowego wzrostu w zakresie sprzedaży, a zwłaszcza perspektywa kształtowana przez negocjowane kontrakty.

Obszar analizy	Komentarz
Główne obszary ryzyka wyceny	<ul style="list-style-type: none"> • Wycena przedsiębiorstw w fazie rozwoju, zwłaszcza przechodzących z fazy rozruchu operacyjnego do fazy eksploatacyjnej generalnie i tradycyjnie niesie ze sobą zasadnicze ryzyko, związane z koniecznością opracowania prognozy, która nie może bazować na twardych faktach, a wynika jedynie z założeń, opartych na umowach, kontraktach i zwykłych oczekiwaniach właścicieli. W przedmiotowym przypadku te oczekiwania są wsparte konkretnymi ustaleniami wynikającymi z negocjowanych umów, niemniej generują obszar zasadniczego ryzyka operacyjnego. • Poza tym występują ryzyka raczej typowe, związane z utrzymaniem się założeń zawartych w przedstawionych prognozach finansowych już po roku 2022 ujętym jeszcze w prognozie Spółki, co jest z istotnym stopniem uzależnione też od ogólnych trendów konsumentów usług [zleceniodawców] oraz aktywności konkurencji.
Zalecenia co do możliwości minimalizacji ryzyka wyceny	<ul style="list-style-type: none"> • Zastosowanie w procesie wyceny co najmniej kilku metod. • Adekwatne podwyższenie stóp procentowych [dyskontowych]. • Opracowanie wycen weryfikacyjnych co najmniej raz w roku w formie aktualizacji.

5.2 Metody wyceny

5.2.1 Część analityczna wyceny

Wszystkie zastosowane metody wyceny zostały w kontekście analitycznym przedstawione w załącznikach [\[Załączniki 5-11\]](#).

5.2.2 Zestawienie rezultatów wyceny i dyskusja wyników

5.2.2.1 Forma wyboru wartości końcowego wyniku wyceny i pola negocjacji

W przypadku wyceny przedsiębiorstwa współzależność poszczególnych metod wyceny i ich wyników została uznana za dostatecznie wysoką, aby wynik końcowy został oparty nie na konkretnej metodzie, ale na kilku [w formie średniej ważonej]. Ostateczny rezultat wyceny został wskazany zatem, jako średnia ważona, według wag nadanych wybranym metodom. Z uzyskanych wyników wynika jednoznacznie, że niektóre metody generują zbyt skrajne rezultaty wyceny in plus lub in minus. W tej sytuacji wagi dotyczą tylko tych metod, których założenia cechowała najwyższa realność i pragmatyzm w przedmiotowym przypadku, a zasadniczym kryterium była powtarzalność rezultatów w zakresie możliwie wąskiego pola wartości.

W przypadku opisanej specyfiki Spółki należy zaznaczyć, co następuje:

- 1) Metody majątkowe pełnią wyłącznie rolę informacyjną i weryfikacyjną wobec konieczności oszacowania wartości aktywów nieoperacyjnych i długów. Same w sobie nie reprezentują potencjału ekonomicznego przedsiębiorstwa, które – jako hurtowania farmaceutyczna – posiada standardowo niewielki majątek wobec domniemanej wielkości tego potencjału.
- 2) Metody mnożnikowe najlepiej nadają się do przedsiębiorstw, które mają dłuższą historię i bardziej ustabilizowane wyniki finansowe. W tym przypadku zostały zastosowane do celów porównawczych i weryfikacyjnych, przy uwzględnieniu wszelkich istotnych korekt wynikających z faktu, że musiały one być oparte nie na parametrach historycznych [co jest zazwyczaj ich domeną], ale na średnich wynikach prognozowanych z pierwszych 5 lat.
- 3) Metody dochodowe, pomimo swoich licznych ryzyk jednak najlepiej nadają się do oceny wartości biznesu o cechach nieliniowych, jak to ma miejsce w przedmiotowym przypadku.

Z powyższych powodów wartość średnia została w praktyce oparta na dwóch wariantach metody DCF [wariant pełny i wariant uproszczony].

5.2.3 Zestawienie rezultatów i wybór pola wartości oraz rekomendowanego rezultatu wyceny

Poniżej zostało przedstawione zestawienie wyników przeprowadzonej wyceny wartości przedsiębiorstwa. Odpowiedniki tych zestawień zostały przedstawione w [Załączniku 12](#).

Rekomendowany wynik wyceny wartości przedsiębiorstwa i jego kapitału własnego to **9 000 tys. PLN netto** [tj. po uwzględnieniu wszystkich korekt z tytułu aktywów nieoperacyjnych oraz zobowiązań oprocentowanych [w tym szczególnym przypadku bez zobowiązań poza bilansowych]]. Ponadto z przyjętych założeń wynika, że za uzasadnione uznałem odchylenia wyceny Spółki od wartości rekomendowanej w przedziale:

- a) wartość minimalna: **8 100 tys. PLN**, czyli odchylenie -10%;
 b) wartość maksymalna: **9 900 tys. PLN**, czyli odchylenie +10%;

Ramy tego przedziału należy uznać za akceptowalne w kontekście interpretacji i potencjalnych negocjacji pomiędzy zainteresowanymi stronami.

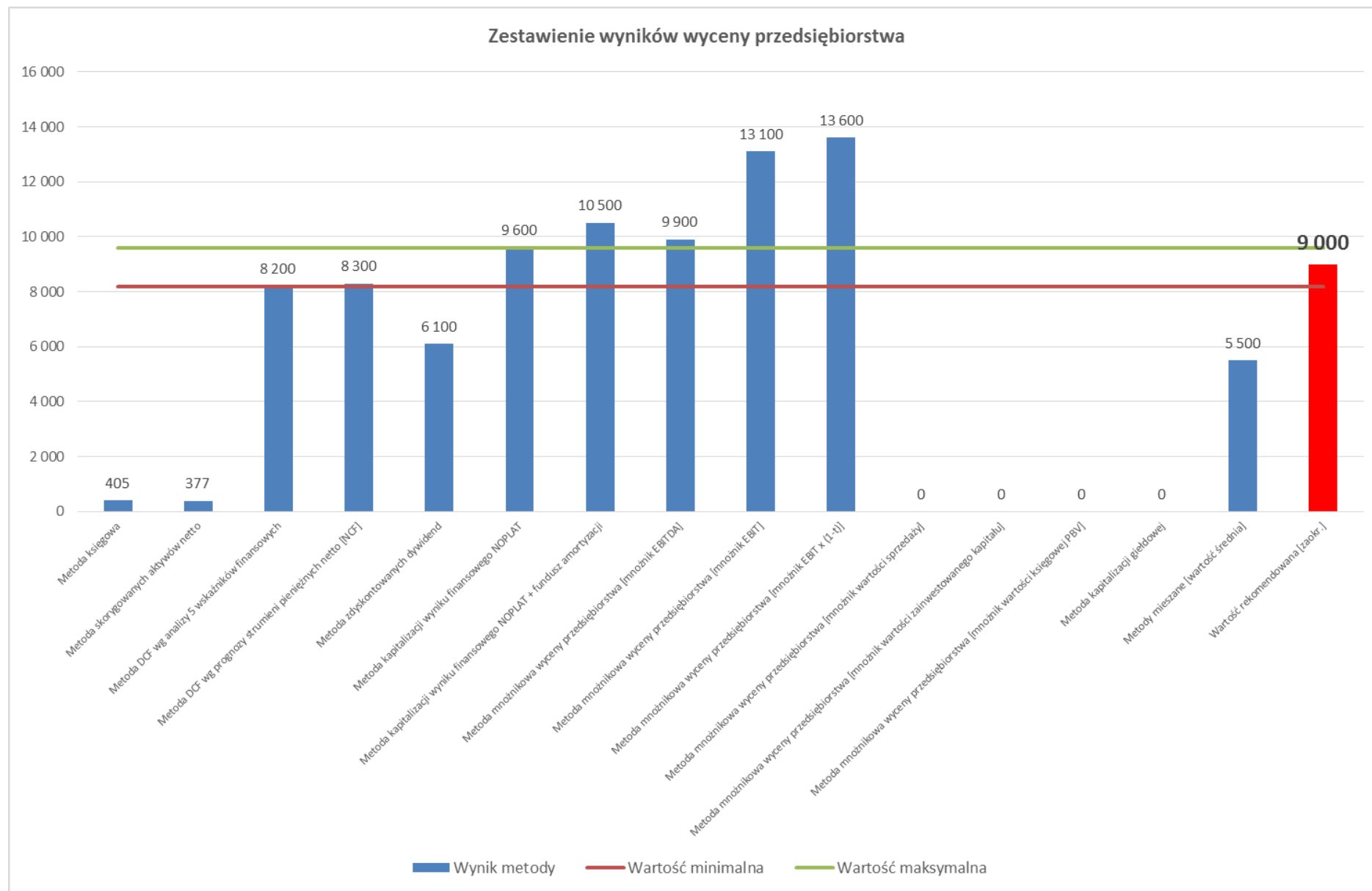
Wartość jednostkowa udziałów w Spółce została przedstawiona w zestawieniach analitycznych. Rekomendowany wynik wyceny przy założonej ilości udziałów [30 tys. szt.] przekłada się na wartość jednostkową udziału w kwocie **300,00 PLN/jedn.udz.**

Ilustr. 16: Zestawienie rezultatów wyceny przedsiębiorstwa [źródło: opracowanie własne].

Podsumowanie wyceny przedsiębiorstwa [wartość netto]				tys. PLN
Metoda wyceny	Wynik wyceny	Wartość akcji/udziału	Waga %	Odchylenia %
Metoda księgowa	405 tys. PLN	13,50 PLN/jedn.udz.		-96%
Metoda skorygowanych aktywów netto	377 tys. PLN	12,57 PLN/jedn.udz.		-96%
Metoda DCF wg analizy 5 wskaźników finansowych	8 200 tys. PLN	273,33 PLN/jedn.udz	25%	-9%
Metoda DCF wg prognozy strumieni pieniężnych netto [NCF]	8 300 tys. PLN	276,67 PLN/jedn.udz	25%	-8%
Metoda zdyskontowanych dywidend	6 100 tys. PLN	203,33 PLN/jedn.udz.		-32%
Metoda kapitalizacji wyniku finansowego NOPLAT	9 600 tys. PLN	320,00 PLN/jedn.udz	25%	7%
Metoda kapitalizacji wyniku finansowego NOPLAT + fundusz amortyzacji	10 500 tys. PLN	350,00 PLN/jedn.udz.		17%
Metoda mnożnikowa wyceny przedsiębiorstwa [mnożnik EBITDA]	9 900 tys. PLN	330,00 PLN/jedn.udz	25%	10%
Metoda mnożnikowa wyceny przedsiębiorstwa [mnożnik EBIT]	13 100 tys. PLN	436,67 PLN/jedn.udz.		46%
Metoda mnożnikowa wyceny przedsiębiorstwa [mnożnik EBIT x (1-t)]	13 600 tys. PLN	453,33 PLN/jedn.udz.		51%
Metoda mnożnikowa wyceny przedsiębiorstwa [mnożnik wartości sprzedaży]	tys. PLN	PLN/jedn.udz.		
Metoda mnożnikowa wyceny przedsiębiorstwa [mnożnik wartości zainwestowanego kapitału]	tys. PLN	PLN/jedn.udz.		
Metoda mnożnikowa wyceny przedsiębiorstwa [mnożnik wartości księgowej PBV]	tys. PLN	PLN/jedn.udz.		
Metoda kapitalizacji giełdowej	tys. PLN	PLN/jedn.udz.		
Metody mieszane [wartość średnia]	5 500 tys. PLN	183,33 PLN/jedn.udz		-39%
Wartość wyceny średnia ważona [rekomendowana]	9 000 tys. PLN	300,00 PLN/jedn.ud	100%	
Wartość rekomendowana [zaokr.]	9 000 tys. PLN	300,00 PLN/jedn.udz.		
Wartość minimalna [pole negocjacji]	8 200 tys. PLN	273,33 PLN/jedn.udz		odchylenie -8,9%
Wartość maksymalna [pole negocjacji]	9 600 tys. PLN	320,00 PLN/jedn.udz		odchylenie 6,7%
Rekomendowana wartość odchyleni wyniku wyceny				
Wartość minimalna [pole negocjacji]	8 100 tys. PLN	270,00 PLN/jedn.udz		odchylenie -10,0%
Wartość maksymalna [pole negocjacji]	9 900 tys. PLN	330,00 PLN/jedn.udz		odchylenie 10,0%

Uwaga: brak rezultatu wyceny przy nazwie metody oznacza, że dana metoda wyceny nie została zastosowana.

Ilustr. 17: Zestawienie rezultatów wyceny przedsiębiorstwa w formie analizy graficznej [źródło: opracowanie własne].



5.2.4 Analiza wrażliwości wyników wyceny

Typowej analizie wrażliwości wyników wyceny nie przeprowadzono z uwagi na charakter i konstrukcję wyceny [ilość zastosowanych metod wyceny]. Analiza wrażliwości może dotyczyć bardzo szerokiego spektrum parametrów zastosowanych w poszczególnych metodach, w szczególności zaś dotyczy jednej metody – DCF [ma więc sens, jeśli jest to jedyna metoda wyceny]. W sytuacji, gdy wycena oparta jest na szeregu metodach, z których część kładzie nacisk na wyniki historyczne, a część – na planowane, można powiedzieć, że termin „wrażliwość wyceny” może być w zasadzie odniesiony do wielości zastosowanych metod, gdzie podstawowe parametry były dobierane według zróżnicowanych kryteriów. W ten sposób można postawić tezę, że najbardziej adekwatna wartość przedsiębiorstwa z punktu widzenia dzisiejszego stanu wiedzy o nim kształtuje się w zakresie +/- 600 tys. PLN [co odpowiada odchyleniom wynikającym z sugerowanego pola negocjacji].

Bardziej uniwersalny charakter ma analiza zmian wartości rekomendowanego wyniku wyceny z uwagi na zmianę poziomu stóp procentowych [dyskontowych], te bowiem istotnie podlegają szacowaniu opartemu w istotnej części na przesłankach subiektywnych. W tym kontekście stwierdzono, że zmiana wysokości stóp o 1,00% [w górę] powoduje spadek tego wyniku wyceny do wartości 100 tys. PLN, tj. o -1,12%. Czyli zmiana stóp w górę o 10% wpływałaby na redukcję wyniku o ok. 10%. Wydaje się to relatywnie niedużo, a zatem w tym zakresie można by ocenić wrażliwość wyceny, jako umiarkowaną.

Ilustr. 18: Analiza wrażliwości wyników wyceny przedsiębiorstwa w funkcji zmian stóp dyskontowych [źródło: opracowanie własne].

Testy wrażliwości rekomendowanego wyniku wyceny przedsiębiorstwa na zmiany stóp procentowych:

Odchylenia stóp procentowych	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
Wynik wyceny przedsiębiorstwa w tys. PLN	12 500	11 600	10 800	10 100	9 500	9 000	8 500	8 100	7 700	7 400	7 000
Wartość jednostkowa przedsiębiorstwa w PLN/jedn.udz.	300,00	300,00	300,00	300,00	300,00	300,00	300,00	300,00	300,00	300,00	300,00
Odchylenia wyników wyceny w %	38,9%	28,9%	20,0%	12,2%	5,6%		-5,6%	-10,0%	-14,4%	-17,8%	-22,2%

6 Podsumowanie i dyskusja wyników wyceny

W ramach podsumowania uzyskanych rezultatów wyceny należy zwrócić uwagę na następujące zasadnicze aspekty:

- Wartość godziwa Spółki i jej kapitałów własnych została oszacowana na kwotę **9 mln PLN**, a tym samym wartość jednostkowa udziału to **300,00 PLN/jedn.udz.** [jest to wartość przy założeniu ilości udziałów 30 tys. szt.]. Jako pole negocjacji, zidentyfikowałem zakres **+/-10%** od podstawowego wyniku wyceny, czyli od **8,1 mln PLN** do **9,9 mln PLN**.
- W procesie wyceny uwzględnione zostały standardowe okoliczności rynkowej egzystencji przedsiębiorstwa, kształtowane przez otoczenie ekonomiczne i w szczególności perspektywy branżowe. W stanowiącej zwykle skalę odniesienia metodzie dochodowej DCF zdyskontowana wartość rezydualna stanowiła ostatecznie ponad 100% całkowitego wyniku wyceny [w obydwu wariantach], podczas gdy rezultatem zdyskontowanych strumieni pieniężnych w okresie referencyjnym była wartość ujemna. To oczywiście wynika ze specyfiki procesu wyceny przedsiębiorstwa, które z obszaru generowania strat finansowych przechodzi do właściwej fazy operacyjnej, zgodnie z wizją właścicieli, popartą przez przedłożone kontrakty handlowe. W tej zatem sytuacji wartość przepływów w kolejnych latach wykazuje trend wzrostowy, a parametr wartości rezydualnej jest oparty na latach końcowych projekcji, czyli odnosi się do najwyższych rezultatów ekonomicznych – stąd taki udział tej wartości w wyniku wyceny.
- Spółkę należy ocenić, jako perspektywiczną. Rozumując kategoriami biznesu działającego w segmencie hurtu farmaceutycznego przedsiębiorstwo spełnia zasadniczy warunek atrakcyjności dla inwestorów – jest nim wysoka dotychczasowa dynamika wzrostu sprzedaży oraz perspektywicznie wysoka dynamika przychodów w najbliższych latach. Z tej dynamiki biorą się wskaźniki bardzo perspektywiczne, w szczególności atrakcyjna wysoka stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego, w przeciętnym zakresie blisko 30%.
- W opisanych okolicznościach proces wyceny został zaprojektowany, jako kompleksowa procedura uwzględniająca możliwie wszystkie atrybuty Spółki i jej perspektywy rynkowe. Plan finansowy zastosowany w obydwu odmianach metody DCF [pełnej i uproszczonej] uwzględniał tempo wzrostu sprzedaży wynikające ewidentnie z prognozy przygotowanej przez Zarząd Spółki, wobec braku innego wiarygodnego źródła oceny perspektyw rozwoju. Można też wskazać, że poziom rentowności operacyjnej odznacza się pragmatyzmem, tzn. nie osiąga wartości, które w tym segmencie można by uznać za wątpliwie wysokie. Jednocześnie zastosowałem szereg metod wyceny, które rozszerzają pole analizy wartości przedsiębiorstwa, co przydało procedurze wyceny także bardziej pragmatyczny aspekt.

- W wyniku zastosowanych metod uzyskano łącznie 11 zakwalifikowanych wyników wyceny, z których znaczenie merytoryczne i opiniotwórcze należałoby przypisywać co najmniej 7 metodom [pozostałe zaś spełniały rolę co najmniej informacyjną, a także niekiedy weryfikacyjną]. Ostateczna wartość została zarekomendowana na podstawie kryteriów statystycznych, poprzez wyznaczenie wartości średniej ważonej, jednak tylko z dwóch typowo dochodowych metod, spójnych tak pod względem metodologicznym, jak i przede wszystkim uwzględniających specyfikę działalności Spółki i zbliżony poziom rezultatów końcowych, a przy tym jednocześnie generujących akceptowalny poziom odchylenia wyników od rezultatu średnioważonego.
- Jak główne kryteria ryzyka wyceny, wskazuję:
 - a) Wycena przedsiębiorstw w fazie rozwoju, zwłaszcza przechodzących z fazy rozruchu operacyjnego do fazy eksploatacyjnej generalnie i tradycyjnie niesie ze sobą zasadnicze ryzyko, związane z koniecznością opracowania prognozy, która nie może bazować na twardych faktach, a wynika jedynie z założeń, opartych na umowach, kontraktach i zwykłych oczekiwaniach właścicieli. W przedmiotowym przypadku te oczekiwania są wsparte konkretnymi ustaleniami wynikającymi z negocjowanych umów, niemniej generują obszar zasadniczego ryzyka operacyjnego.
 - b) Poza tym występują ryzyka raczej typowe, związane z utrzymaniem się założeń zawartych w przedstawionych prognozach finansowych już po roku 2022 ujętym jeszcze w prognozie Spółki, co jest z istotnym stopniem uzależnione też od ogólnych trendów konsumentów usług [zleceniodawców] oraz aktywności konkurencji.

Na powyższym raporcie zakończono.

7 grudnia 2017



ANDRZEJ PÓLKOSZEK
KONSULTING
62-040 Puszczykowo, ul. Tulipanowa 1
NIP: 522-174-22-92, REG. 012252755

Załączniki analityczne do raportu

- Załącznik 1 - Charakterystyka otoczenia ekonomicznego biznesu [zakres rynku: Europe]
- Załącznik 2 - Sprawozdania finansowe i analiza wskaźnikowa dla analizowanego obszaru biznesowego
- Załącznik 3 - Sprawozdania finansowe przetworzone
- Załącznik 4 - Procedura szacowania wysokości stóp procentowych na poziomie korporacyjnym
- Załącznik 5 - Procedura wyceny wartości majątkowej organizacji gospodarczej [przedsiębiorstwa]
- Załącznik 6 - Procedura wyceny wartości biznesu [przedsiębiorstwa - metoda dochodowa DCF]
- Załącznik 7 - Procedura wyceny wartości biznesu [przedsiębiorstwa] - metoda dochodowa DCF (uproszczona)
- Załącznik 8 - Procedura wyceny wartości biznesu [przedsiębiorstwa - metoda zdyskontowanych dywidend]
- Załącznik 9 - Procedura wyceny wartości biznesu [przedsiębiorstwa] - metoda kapitalizacji zysku NOPLAT
- Załącznik 10 - Procedura wyceny wartości biznesu [przedsiębiorstwa] - metody mnożnikowe
- Załącznik 11 - Procedura wyceny wartości biznesu [przedsiębiorstwa] - metody wartości mieszanej
- Załącznik 12 - Podsumowanie wyników wyceny wartości biznesu [przedsiębiorstwa]
- Załącznik 13 - Rynek OTC w Polsce

Lista ilustracji w raporcie

Ilustr. 1: Wizualizacja witryny internetowej przedsiębiorstwa [źródło: http://farmmed.pl/#home].	10
Ilustr. 2: Zasady stosowania metod wyceny przedsiębiorstw w uzależnieniu od celu wyceny [źródło: opracowanie własne].	17
Ilustr. 3: Podstawowe kryteria korygowania sald księgowych w metodzie skorygowanych aktywów netto [źródło: opracowanie własne].	22
Ilustr. 4: Koncepcja wartości mieszanej przedsiębiorstwa, jako sumy jego majątku i wartości reputacji (goodwill) [źródło: opracowanie własne].	33
Ilustr. 5: Klasyfikacja przedsiębiorstw nierentownych [źródło: „Metody wyceny przedsiębiorstw”, M.Kufel, Wrocław 1992].	36
Ilustr. 6: Zestawienie kluczowych wskaźników ekonomicznych dla wskazanych segmentów działalności gospodarczej dla spółek europejskich [źródło: Damodaran Online].	37
Ilustr. 7: Analiza wskaźników sektorowych [źródło: opracowanie własne].	38
Ilustr. 8: Identyfikacja 5 wskaźników zarządczych w ramach analizy finansowej [źródło: opracowanie własne].	39
Ilustr. 9: Opis parametrów przyjętego modelu szacowania kosztu kapitału na poziomie korporacyjnym [źródło: opracowanie własne].	41
Ilustr. 10: Średni ważony koszt kapitału dla analizowanych segmentów gospodarczych [źródło: Damodaran Online].	42
Ilustr. 11: Dywersyfikacja obszarów sprzedaży i marży handlowych IFM [źródło: Spółka].	42
Ilustr. 12: Procentowa struktura planowanych obrotów ze sprzedaży IFM [źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki].	43
Ilustr. 13: Oszacowanie średnich okresów windykacji należności IFM [[źródło: Spółka].	43
Ilustr. 14: Podsumowanie analizy finansowej biznesu przedsiębiorstwa [źródło: opracowanie własne].	43
Ilustr. 15: Analiza kluczowych aspektów związanych z przedmiotem wyceny [źródło: opracowanie własne].	48
Ilustr. 16: Zestawienie rezultatów wyceny przedsiębiorstwa [źródło: opracowanie własne].	50
Ilustr. 17: Zestawienie rezultatów wyceny przedsiębiorstwa w formie analizy graficznej [źródło: opracowanie własne].	51
Ilustr. 18: Analiza wrażliwości wyników wyceny przedsiębiorstwa w funkcji zmian stóp dyskontowych [źródło: opracowanie własne].	52