



**RAPORT Z WYCENY**

**WOLFS CORPORATION S.A. Z SIEDZIBĄ W CHORZOWIE**



KATOWICE, 14 LISTOPADA 2017 R.

## SPIS TREŚCI

<b>I. SŁOWNIK POJĘĆ .....</b>	<b>5</b>
<b>II. WPROWADZENIE .....</b>	<b>6</b>
<b>I. PODSUMOWANIE WYNIKÓW WYCENY .....</b>	<b>8</b>
1. Cel wyceny .....	8
2. Źródła informacji .....	8
3. Metody wyceny .....	8
4. Data wyceny .....	8
5. Uzyskane wyniki wyceny ZCP WOLFS CORPORATION .....	9
<b>II. DANE OGÓLNE I ZAGADNIENIA RYNKOWE.....</b>	<b>11</b>
1. Informacje podstawowe .....	11
2. Kapitał zakładowy .....	11
3. Organy Spółki .....	11
4. Historia przedsiębiorstwa .....	11
5. Przedmiot działalności .....	11
6. Zatrudnienie .....	12
<b>III. DANE FINANSOWE .....</b>	<b>13</b>
<b>IV. METODYKA WYCENY .....</b>	<b>14</b>
1. Cel wyceny .....	14
2. Przedmiot wyceny .....	14
3. Data, na którą dokonano oszacowania .....	14
4. Data wykonania opracowania .....	14
5. Podstawy prawne .....	14
6. Metody wyceny .....	14
6.1. Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych .....	15
6.2. Metoda skorygowanych aktywów netto.....	16
7. Dyskonta i premie.....	18
<b>V. OSZACOWANIE WARTOŚCI ZORGANIZOWANEJ CZĘŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA METODĄ DCF 23</b>	
1. Założenia projekcji finansowych .....	23
2. Prognoza działalności operacyjnej.....	24
3. Pozostała działalność operacyjna i finansowa .....	25
4. Podatek dochodowy .....	25
5. Nakłady inwestycyjne .....	25
6. Kapitał obrotowy .....	26
7. Przepływy gotówkowe w okresie prognozy .....	26
8. Stopa dyskontowa .....	27
9. Wartość rezydualna .....	28
10. Dług netto .....	29
11. Dyskonto z tytułu braku płynności .....	29
12. Oszacowanie wartości metodą DCF – zestawienie zbiorcze.....	30
13. Projekcje sprawozdań finansowych.....	32

---

<b>VI. OSZACOWANIE WARTOŚCI ZORGANIZOWANEJ CZĘŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA METODĄ SKORYGOWANYCH AKTYWÓW NETTO .....</b>	<b>35</b>
1. Założenia do wyceny .....	35
2. Wartości niematerialne i prawne .....	35
3. Rzeczowe aktywa trwałe .....	35
4. Należności długoterminowe .....	36
5. Inwestycje długoterminowe .....	36
6. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe .....	36
7. Zapasy .....	36
8. Należności krótkoterminowe .....	37
9. Inwestycje krótkoterminowe .....	37
10. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe .....	37
11. Rezerwy na zobowiązania .....	37
12. Zobowiązania długoterminowe .....	37
13. Zobowiązania krótkoterminowe .....	38
14. Rozliczenia międzyokresowe .....	38
15. Oszacowanie wartości metodą skorygowanych aktywów netto .....	38

## SPIS RYSUNKÓW I TABEL

### SPIS RYSUNKÓW

Rysunek 1: Podsumowanie wyników wyceny WOLFS CORPORATION, tys. zł .....	9
Rysunek 2: Wpływ korekty krzywej regresji W.L. Silbera na poziom dyskonta za brak płynności.....	21
Rysunek 3: Matryca dyskont z tytułu płynności oraz kontroli.....	22

### SPIS TABEL

Tabela 1: Zestawienie wskaźników finansowych .....	13
Tabela 2: Wyniki badań poziomu dyskonta z tytułu braku płynności akcji lub udziałów .....	19
Tabela 3: Założenia makroekonomiczne na lata 2017 -2022, % .....	23
Tabela 4: Prognoza przychodów ze sprzedaży Spółki w okresie 2017-2022, w tys. zł .....	24
Tabela 5: Prognoza kosztów operacyjnych Spółki w okresie 10.2017-2022, tys. zł.....	25
Tabela 6: Prognoza pozostałej działalności operacyjnej oraz finansowej w okresie 10.2017-2022, tys. zł.....	25
Tabela 7: Prognoza nakładów inwestycyjnych w okresie 10-12.2017-2022, tys. zł.....	26
Tabela 8: Prognoza kapitału obrotowego w okresie 10-12.2017-2022, tys. zł .....	26
Tabela 9: Przepływy pieniężne w okresie prognozy, tys. zł.....	27
Tabela 10: Kalkulacja stopy dyskontowej, %.....	28
Tabela 11: Kalkulacja wartości rezydualnej, tys. zł.....	29
Tabela 12: Obliczenie wartości dochodowej, tys. zł.....	30
Tabela 13: Projekcja sprawozdania finansowego – Bilans, tys. zł .....	32
Tabela 14: Projekcja sprawozdania finansowego – Rachunek zysków i strat, tys. zł.....	33
Tabela 15: Projekcja sprawozdania finansowego – Rachunek przepływów pieniężnych, tys. zł.....	34
Tabela 16: Wycena WOLFS CORPORATION metodą skorygowanych aktywów netto, tys. zł.....	39

## I. SŁOWNIK POJĘĆ

<b>Zamawiający</b>	WOLFS CORPORATION S.A. z siedzibą w Chorzowie
<b>WOLFS CORPORATION, Spółka, Przedsiębiorstwo</b>	WOLFS CORPORATION S.A. z siedzibą w Chorzowie
<b>Zorganizowana Część Przedsiębiorstwa, ZCP</b>	Wszystkie aktywa i pasywa należące do WOLFS CORPORATION S.A.
<b>Doradca</b>	Coinbaq Sp. z o.o. z siedzibą w Katowicach
<b>Data Wyceny</b>	30.09.2017
<b>Okres Prognozy</b>	Okres od 1 października 2017 roku do 31 grudnia 2022 roku
<b>EBIT</b>	Zysk operacyjny przed odsetkami i opodatkowaniem (ang. <i>Earnings Before Interest and Taxes</i> )
<b>EBITDA</b>	Zysk operacyjny przed odsetkami, opodatkowaniem i amortyzacją (ang. <i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i> )
<b>CAPM</b>	Model Wyceny Aktywów Kapitałowych (ang. <i>Capital Asset Pricing Model</i> )
<b>WACC</b>	Średni ważony koszt kapitału (ang. <i>Weighted Average Cost of Capital</i> )
<b>Wartość Rezydualna, RV</b>	Wartość rezydualna przedsiębiorstwa po Okresie Prognozy
<b>PLN, zł</b>	Polski złoty
<b>EUR</b>	Euro

## II. WPROWADZENIE

Podstawą opracowania pn. „Raport z wyceny przedsiębiorstwa WOLFS CORPORATION S.A.” jest zlecenie z dnia 28.09.2017 r. zawarte pomiędzy WOLFS CORPORATION S.A. z siedzibą w Chorzowie a Coinbaq Sp. z o.o. z siedzibą w Katowicach.

Informacje wykorzystane do przygotowania niniejszego Opracowania zostały dostarczone przez Zamawiającego bądź zaczerpnięte z publicznie dostępnych źródeł i innych źródeł dostępnych Doradcy. Przygotowując niniejsze Opracowanie Doradca polegał na dokładności oraz kompletności informacji analizowanych w celu przygotowania niniejszego Opracowania i dokonał weryfikacji materiałów i informacji jedynie pod kątem spójności oraz wyeliminowania oczywistych błędów.

Niniejsze Opracowanie zawiera w szczególności przewidywania, szacunki, oceny oraz prognozy, przygotowane na podstawie informacji udzielonych przez Przedsiębiorstwo. Nie ma pewności, że którekolwiek przewidywania, szacunki, oceny czy prognozy zostaną zrealizowane. Doradca nie składa w szczególności żadnego zapewnienia ani oświadczenia, w sposób wyraźny lub dorozumiany, co do osiągnięcia lub zasadności jakichkolwiek przewidywań, szacunków lub prognoz, chociaż Doradca dołożył wszelkich możliwych starań aby przewidywania, szacunki, oceny i prognozy zawarte w tym Opracowaniu odzwierciedlały obiektywną opinię. Otrzymane wyniki prac nie uwzględniają żadnych znaczących zdarzeń i nieujawnionych umów czy zobowiązań, o których istnieniu Coinbaq w dniu sporządzenia wyceny nie wiedział, lub co do których z uwagi na ograniczony zakres informacji nie był w stanie określić ryzyka z nim związanego, a których ewentualne istnienie może mieć znaczący wpływ na wykonywaną pracę.

Doradca stwierdza, że pozostaje niezależny od wycenianej Spółki jak również od jej akcjonariuszy. Wynagrodzenie Doradcy z tytułu sporządzenia niniejszej wyceny i analiz będących podstawą do jej sporządzenia nie jest uzależnione od otrzymanych szacunków wartości Przedsiębiorstwa.

## III. ZAŁĄCZNIKI

Integralną częścią raportu są załączniki – operaty szacunkowe określające wartość rynkową:

- nieruchomości gruntowej zabudowanej położonej przy ul. 3-go Maja 47 w Chorzowie,
- nieruchomości gruntowej zabudowanej położonej przy ul. Hutniczej 2 w Chorzowie Batorym,
- nieruchomości gruntowej zabudowanej położonej przy ul. Władysława Truchana 31 w Chorzowie,
- nieruchomości gruntowej zabudowanej budynkiem administracyjno-biurowym i wielogarażowym przy ulicy Franciszkańskiej 29-31 w Katowicach,

- nieruchomości gruntowej zabudowanej budynkiem mieszkalno-usługowym przy ulicy Panewnickiej 360 w Katowicach,
- ruchomości w postaci środków trwałych wchodzących w skład majątku WOLFS CORPORATION.

## IV. PODSUMOWANIE WYNIKÓW WYCENY

### 1. CEL WYCENY

Celem oszacowania wartości przedsiębiorstwa WOLFS CORPORATION jest określenie wartości rynkowej Zorganizowanej Części Przedsiębiorstwa dla potrzeb zbycia.

### 2. ŹRÓDŁA INFORMACJI

Wycena została wykonana na podstawie:

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

### 3. METODY WYCENY

Wycena Zorganizowanej Części Przedsiębiorstwa została dokonana metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodą skorygowanych aktywów netto.

Pierwsze podejście do wyceny oparto na metodzie dochodowej, polegającej na dyskontowaniu przepływów pieniężnych. W wyniku przeprowadzonej analizy ekonomiczno-finansowej oraz na podstawie analizy perspektyw rozwoju Spółki, ustalono, że istnieją przesłanki pozwalające założyć generowanie dodatnich przepływów pieniężnych. Wycena w podejściu dochodowym opiera się na projekcjach finansowych dla WOLFS CORPORATION S.A. obejmujących okres 01.10.2017 - 31.12.2022.

Druga metoda wyceny należy do majątkowych metod wyceny przedsiębiorstw. Metoda została zastosowana w celu przedstawienia wartości aktywów netto wycenianego Podmiotu.

### 4. DATA WYCENY

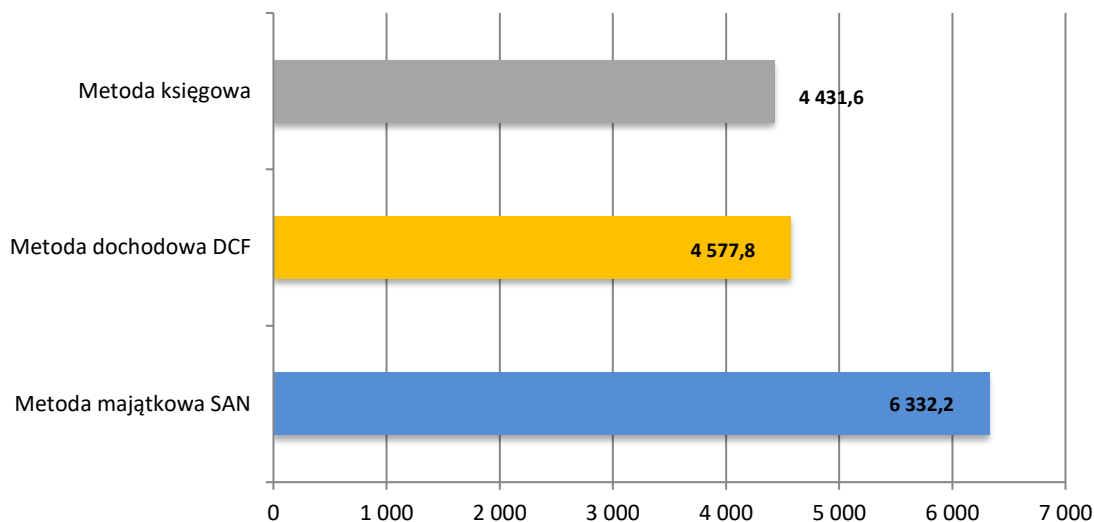
Wycenę WOLFS CORPORATION S.A. sporządzono na dzień 30.09.2017 r. Wycena uwzględnia wszystkie istotne zdarzenia, które dotyczyły Spółki po dniu wyceny. Oznacza to, że wycena jest aktualna na dzień ukończenia pracy nad dokumentem, tj. 14.11.2017 r.



## 5. UZYSKANE WYNIKI WYCENY ZCP WOLFS CORPORATION

Poniżej zestawiono wartości otrzymane w wyniku wyceny Zorganizowanej Części Przedsiębiorstwa WOLFS CORPORATION metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz mnożników skorygowanych aktywów netto.

Rysunek 1: Podsumowanie wyników wyceny WOLFS CORPORATION, tys. zł



Źródło: Opracowanie własne.

Przy zastosowaniu podejścia dochodowego wartość Przedsiębiorstwa na dzień 30.09.2017 r. kształtuje się na poziomie 4 577,8 tys. zł, natomiast wynik uzyskany metodą majątkową SAN wynosi 6 332,2 tys. zł. Wartość księgowa Spółki według stanu na dzień wyceny wynosi 4 431,6 tys. zł.

Podstawowa działalność WOLFS CORPORATION S.A. opiera się na wynajmie i zarządzaniu nieruchomościami, a także ich kupnie na rachunek własny. W prognozach dotyczących lat 2017-18 założono wzrost efektywności wynajmu dotychczas posiadanych nieruchomości, natomiast w kolejnych latach przychody z wynajmu nowych nieruchomości. Z kolei prognoza nakładów inwestycyjnych na lata 2017-2021 wynosi łącznie 2,0 mln zł. Planowane nakłady obejmują głównie pozyskanie nowych nieruchomości w celu komercyjnego wykorzystania, a także nakłady o charakterze odtworzeniowym. Wydatki inwestycyjne w 2017 r. obejmować będą poprawę jakości posiadanych nieruchomości. Od 2018 r. możliwe będzie nabycie nowych nieruchomości.

Biorąc pod uwagę specyfikę działalności Spółki oraz wartości poszczególnych metod wyceny, Doradca rekomenduje przyjęcie wartości rynkowej Zorganizowanej Części Przedsiębiorstwa WOLFS CORPORATION na poziomie średniej arytmetycznej wyników wyceny uzyskanych w podejściu dochodowym i majątkowym.

Wartość rynkowa Zorganizowanej Części Przedsiębiorstwa WOLFS CORPORATION, wynosi:

**EV = 5 455 000 zł**

(słownie złotych: pięć milionów czterysta pięćdziesiąt pięć tysięcy)

---

## V. DANE OGÓLNE I ZAGADNIENIA RYNKOWE

### 1. INFORMACJE PODSTAWOWE

Firma:	WOLFS CORPORATION S.A.
Forma prawna:	Spółka akcyjna
Adres:	ul. Dąbrowskiego 48A/4
Telefon:	32 513 560 549
Adres poczty elektronicznej:	sekretariat@wolfs.pl
Adres strony internetowej:	<a href="http://www.wolfs.pl">www.wolfs.pl</a>
KRS:	0000525828
NIP:	6342646659
REGON:	240559610

### 2. KAPITAŁ ZAKŁADOWY

Kapitał zakładowy spółki WOLFS CORPORATION S.A. na dzień 30.09.2017 r. wynosił 944 119,00 zł i dzielił się na 9 441 190 akcji zwykłych na okaziciela, o wartości nominalnej 0,10 zł każda.

### 3. ORGANY SPÓŁKI

Organami Spółki są:

- Rada Nadzorcza, w skład której wchodzi:
  - Leszek Forytta
  - Paweł Majtkowski
  - Anna Urbaniak
- Zarząd Spółki, w skład którego wchodzi:
  - Michał Krzyżanowski - Prezes Zarządu.

### 4. HISTORIA PRZEDSIĘBIORSTWA

WOLFS CORPORATION S.A. prowadzi działalność od 2007 roku, a w dniu 27.06.2017 r. została wpisana do KRS. W dniu 24.04.2014 r. Spółka została przekształcona w spółkę akcyjną.

### 5. PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI

Przedmiotem działalności Spółki jest między innymi:

- kupno i sprzedaż nieruchomości na własny rachunek,
- wynajem i zarządzanie nieruchomościami własnymi lub dzierżawionymi.

Misją firmy jest inwestowanie środków własnych i środków inwestorów zewnętrznych na szeroko pojętym rynku nieruchomości i stworzenie tym samym alternatywnych wobec innych inwestycji możliwości lokowania środków, w sposób bardziej bezpieczny, zapewniający przy tym ponadprzeciętne zyski.

## **6. ZATRUDNIENIE**

Zgodnie ze stanem na dzień 30.09.2017 r. Spółka zatrudniała jednego pracownika w dziale administracji.

## VI. DANE FINANSOWE

Podstawowe dane i wskaźniki finansowe zestawiono w tabeli poniżej.

Tabela 1: Zestawienie wskaźników finansowych

Wyszczególnienie	2014	2015	2016	30.09.2017
<b>DANE OGÓLNE</b>				
Kapitał własny (tys. zł)	4 381,2	7 297,0	8 385,7	4 431,6
Suma bilansowa (tys. zł)	5 964,9	10 034,6	8 785,9	4 774,6
Przychody ze sprzedaży produktów i towarów (tys. zł)	418,9	397,4	335,7	250,9
Wynik na sprzedaży (tys. zł)	-12,6	-238,7	-548,2	-109,4
Wynik operacyjny (tys. zł)	47,0	793,1	-698,3	-106,2
Wynik netto (tys. zł)	25,4	772,0	-716,7	-118,1
<b>PŁYNNOŚĆ</b>				
Wskaźnik płynności bieżącej	0,89	1,36	5,40	5,93
Wskaźnik płynności szybkiej	0,84	1,12	4,13	4,55
Wskaźnik płynności natychmiastowej	0,54	0,64	0,30	0,37
<b>RENTOWNOŚĆ</b>				
Rentowność sprzedaży (ROS)	-3,02%	-60,05%	-163,32%	-43,60%
Rentowność netto	6,05%	194,25%	-213,52%	-47,06%
Rentowność majątku (ROA)	0,43%	7,69%	-8,16%	-
Rentowność kapitałów własnych (ROE)	0,58%	10,58%	-8,55%	-
<b>ZADŁUŻENIE</b>				
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	27%	27%	5%	7%
<b>ROTACJA</b>				
Cykl obrotu zapasami (dni)	53	315	55	147
Cykl obrotu należnościami (dni)	324	1086	501	667
Cykl obrotu zobowiązaniami (dni)	1082	2257	131	160
Cykl obrotu gotówką (dni)	-705	-856	425	654

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki.

## VII. METODYKA WYCENY

### 1. CEL WYCENY

Celem oszacowania wartości przedsiębiorstwa WOLFS CORPORATION jest określenie wartości rynkowej Zorganizowanej Części Przedsiębiorstwa dla potrzeb zbycia.

### 2. PRZEDMIOT WYCENY

Przedmiotem opracowania dotyczącym spółki funkcjonującej pod nazwą WOLFS CORPORATION S.A. jest Zorganizowana Część Przedsiębiorstwa, w skład którego wchodzi wszystkie aktywa i pasywa spółki WOLFS CORPORATION S.A.

### 3. DATA, NA KTÓRĄ DOKONANO OSZACOWANIA

Wycenę WOLFS CORPORATION S.A. sporządzono na dzień 30.09.2017 r.

### 4. DATA WYKONANIA OPRACOWANIA

Prace analityczne przeprowadzono w okresie październik-listopad 2017 r., wycenę WOLFS CORPORATION S.A. zakończono w dniu 14.11.2017 r. Wycena uwzględnia wszystkie istotne zdarzenia, które dotyczyły Spółki po dniu wyceny. Oznacza to, że wycena jest aktualna na dzień ukończenia pracy nad dokumentem, tj. 14.11.2017 r.

### 5. PODSTAWY PRAWNE

Wycena została przygotowana ze szczególnym uwzględnieniem następujących przepisów:

- Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 roku (Dz.U. Nr 121, poz. 591) tekst jednolity z dnia 22 czerwca 2016 r. (Dz.U. z 2016 r. poz. 1047),
- Kodeks spółek handlowych z dnia 15 września 2000 roku (Dz.U. Nr 94, poz. 1037 z późniejszymi zmianami),
- Kodeks cywilny z dnia 23 kwietnia 1964 r. (Dz.U. Nr 16, poz. 93) tekst jednolity z dnia 9 lutego 2017 r. (Dz.U. z 2017 r. poz. 459).

### 6. METODY WYCENY

Wycena Zorganizowanej Części Przedsiębiorstwa została dokonana metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodą skorygowanych aktywów netto.

## 6.1. METODA ZDYSKONTOWANYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH

Metoda dochodowa – zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) – stosowana jest do wyceny przedsiębiorstw generujących dochód i dodatnie przepływy pieniężne, o ugruntowanej pozycji rynkowej, pozwalającej zakładać dalszą generację takich dochodów i przepływów. Metoda ta koncentruje się na przyszłych przepływach, a zatem pozwala na uwzględnienie przyszłych korzyści, które zostaną wygenerowane przez podmiot. Metoda DCF zakłada, że wartość kapitałów własnych na dzień sporządzenia wyceny jest równa bieżącej wartości zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych. Zastosowanie metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych pozwala na obliczenie wartości fundamentalnej przedsiębiorstwa.

Wycena kapitałów własnych metodą DCF może zostać sporządzona na podstawie przepływów środków pieniężnych dla właścicieli („FCFE”) lub przepływów wolnych środków pieniężnych dostępnych dla wszystkich dawców kapitału („FCFF”). Wartość Spółki oszacowano przy zastosowaniu modelu wolnych przepływów pieniężnych dla wszystkich dawców kapitału (Free Cash Flow to Firm), co można zapisać w postaci poniższego wzoru:

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

gdzie:

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

W metodzie DCF, w zależności od poszczególnych technik, strumienie przepływu gotówki, na podstawie których określana jest wartość przedsiębiorstwa, mogą być szacowane w różny sposób. Jedną z najczęściej stosowanych formuł pozwala na wyliczenie ich według następującego wzoru:

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

gdzie:

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

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

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

gdzie:

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

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

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

gdzie:

$R_e$  – koszt kapitału własnego,  
 $R_f$  – wolna od ryzyka stopa dyskontowa (oparta na oprocentowaniu obligacji skarbowych),  
 $\beta$  – indeks ryzyka (szacowany w oparciu o odchylenia standardowe i zmienności kursów akcji spółek w danej branży),  
MP – stała premia za ryzyko związane z inwestowaniem w aktywa obciążone ryzykiem.

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

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

gdzie:

RV – wartość rezydualna,  
FCFF<sub>n</sub> – przepływ w okresie rezydualnym,  
R – koszt kapitału,  
g – stabilna stopa wzrostu.

## 6.2. METODA SKORYGOWANYCH AKTYWÓW NETTO

Wycena dokonywana w oparciu o skorygowaną wartość aktywów netto jest jedną z majątkowych metod wyceny przedsiębiorstw. Wycena przedsiębiorstwa metodą wartości skorygowanych aktywów netto polega na określeniu, na podstawie aktualnych zapisów w księgach handlowych, wartości aktywów wycenianego przedsiębiorstwa i jej pomniejszeniu o wartość kapitałów obcych. Z uwagi na przyjmowane w rachunkowości finansowej zasady wyceny aktywów i pasywów, dokonuje się korekty odpowiednich pozycji aktywów oraz kapitałów obcych w celu określenia ich rzeczywistej wartości. Kluczową rolę w przedstawionej metodzie wyceny spełnia więc prawidłowa korekta wartości pozycji



bilansowych aktywów i kapitałów obcych. Oznacza to, że wartość podmiotu oszacowana tą metodą jest jedynie pochodną wartości aktywów trwałych i obrotowych oraz obciążających je zobowiązań.

Jednocześnie, metoda ta daje ograniczone informacje o zdolności podmiotu do generowania dochodu w przyszłości. Metoda ta jest adekwatna tylko pod warunkiem, że istotne z punktu widzenia wyceny aktywa i pasywa są stosunkowo łatwo identyfikowalne oraz możliwe do wyrażenia w ujęciu wartościowym. Tylko w takich przypadkach wyniki wyceny są wiarygodne i kompletne. W przeciwnym razie wycena narażona jest na ryzyko pominięcia istotnych czynników zarówno kreujących, jak i mających destrukcyjny wpływ na wartość.

Wyniki wyceny majątkowej, w szczególności dokonanej na podstawie wartości skorygowanej aktywów netto, nie uwzględniają:

- efektów finansowych działania przedsiębiorstwa,
- stanu i perspektyw rozwoju rynku, na którym działa przedsiębiorstwo,
- efektów synergii występujących w przedsiębiorstwie.

Wycena metodą skorygowanej wartości aktywów netto ma charakter statyczny, podobnie jak bilans i inne dokumenty, na podstawie których jest sporządzana. Nie uwzględnia zatem dynamiki zmian wielkości opisujących przedsiębiorstwo oraz prognoz dotyczących przyszłości przedsiębiorstwa.

Wartość księgową na dzień wyceny koryguje się m. in. o następujące elementy:

- wartość znanych, a pominiętych w bilansie składników majątku i kapitałów,
- różnice między wartością rynkową, a wartością bilansową poszczególnych składników aktywów i pasywów,
- część niezbywalnych lub mało rotacyjnych zapasów i trudno ściągalnych należności, od których wartości nie dokonano odpisów aktualizujących na dzień wyceny,
- zidentyfikowane zobowiązania wobec obcych jednostek, a nie zarachowane na dzień wyceny.

Ogólna metodyka wyceny metodą skorygowanych aktywów netto może być opisana następującym wzorem:

$$EV = (A \pm K_A) - (K_O \pm K_{K_O})$$

gdzie:

EV – Wartość przedsiębiorstwa,

A – Wartość aktywów ogółem,

K<sub>A</sub> – Korekty wartości bilansowej aktywów,

K<sub>O</sub> – Wartość kapitałów obcych,

K<sub>K<sub>O</sub></sub> – Korekty wartości kapitałów obcych.

## 7. DYSKONTA I PREMIE

Powszechną praktyką w procesie wyceny przedsiębiorstw jest uwzględnienie dyskont i premii względem otrzymanej wartości bazowej. Ogólne przesłanki stosowania dyskont i premii definiuje Nota Interpretacyjna nr 5 „Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw” do Powszechnych Krajowych Zasad Wyceny<sup>1</sup>. Celem ich stosowania jest zapewnienie porównywalności otrzymanej przy użyciu danej metody wyceny (oraz implikowanych w niej założeń) wartości do wartości przedmiotu wyceny pod względem pewnych istotnych cech. Do powszechnie stosowanych dyskont i premii należą:

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

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

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

---

<sup>1</sup> Przyjęta w dniu 11.04.2011 r. przez Radę Krajową Polskiej Federacji Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych.

- wielkość wycenianego pakietu akcji/udziałów (pakiet kontrolny powinien być bardziej płynny aniżeli udziały/akcje nie gwarantujące sprawowania kontroli w spółce).

Fakt istnienia oraz szacowaną wielkość dyskonta za brak płynności potwierdzają liczne, wieloletnie badania empiryczne przedstawiane w literaturze, przy czym uzyskane wyniki w zależności od badacza oraz przyjętej w badaniu metody, cechują się znaczną dyspersją.

Poniżej zestawiono wybrane wyniki uzyskane przez badaczy dla rynku amerykańskiego. Wyniki tych badań mają charakter historyczny, jednak w każdym przypadku wskazują one na istotne różnice w wycenie udziałów spółek publicznych oraz niepublicznych. Zestawienie to potwierdza także wieloletnie zainteresowanie badaczy oraz praktyków biznesowych tematyką dyskonta z tytułu braku płynności.

Tabela 2: Wyniki badań poziomu dyskonta z tytułu braku płynności akcji lub udziałów

Badanie	Lata	Średnie dyskonto
SEC, Overall Average (a)	1966 - 1969	25,8%
SEC, Non-Reporting OTC companies (a)	1966 - 1969	32,6%
Gelman (b)	1968 - 1970	33,0%
Trout ©	1968 - 1970	33,5% (mediana)
Moroney (d)	1968 - 1972	35,6%
Mahler (e)	b.d.	35,4%
Standard Research Consultants (f)	1978 - 1982	45% (mediana)
Willamette Management Associates Inc. (g)	1981 - 1984	31,2% (mediana)
Silber (h)	1981 - 1988	33,8%
FMV Opinion Inc. (i)	1979 - 1992	23,0%

Źródło: Opracowanie na podstawie: <http://wojtarowicz.com/wycena-firmy-stopa-dyskontowa-wplyw-wielkosci-plynnosci-i-kontroli-na-wartosc-udzialow-lub-akcji/>; (a) Discounts Involved in Purchases of Common Stock (1966-1969), Institutional Investor Study Report of the Securities and Exchange Commission, H.R. Doc No. 64, Part 5, 92d Cong., 1<sup>st</sup> sess. 1971 pp. 2444-2456; (b) Milton Gelman, An Economist – Financial Analyst's Approach to Valuing Stock of a Closely-Held Company, Journal of Taxation, June 1972, pp. 353-354; (c) Robert R. Trout, Estimation of the Discount Associated with the Transfer of Restricted Securities, Taxes, June 1977, pp. 381-385; (d) Robert E. Moroney, Most Courts Overvalue Closely Held Stocks, Taxes, March 1973, pp. 144-154; (e) J. Michael Maher Discounts for Lack of Marketability for Closely Held Business Interest, Taxes, September 1976, pp. 562-571; (f) Revenue Ruling 77-287 Revisited, SRC Quarterly Reports, spring 1983, pp.1-3; (g) Willamette Management Associates study (unpublished); (h) William L. Silber Discounts on Restricted Stock: The Impact of liquidity on Stock Prices, Financial Analyst Journal, July – August 1991, pp. 60-64; (i) Lance S. Hall and Timothy C. Polacek, Strategies for Obtaining the Largest Valuation Discounts, Estate Planning, January/February 1994, pp. 38-44.

W przypadku przedsiębiorstw, które stosunkowo łatwo można przekształcić w spółki akcyjne i wprowadzić na giełdę, dyskonto z tytułu braku płynności może być szacowane jako ekwiwalent kosztów przeprowadzenia oferty publicznej.

Wydatki spółki związane z IPO koncentrują się głównie na czterech kategoriach:

- przygotowanie oraz dystrybucja prospektu emisyjnego,
- wynagrodzenie doradców wspierających proces upublicznienia spółki,
- wynagrodzenia domu maklerskiego oraz biegłego rewidenta,
- oraz potencjalnie wynagrodzenia subemitenta gwarantującego dojście emisji do skutku czy agencji PR odpowiedzialnej za organizację promocji przedsiębiorstwa.

Ponadto, samo funkcjonowanie na rynku regulowanym wiąże ze sobą ponoszenie cyklicznych opłat na rzecz GPW czy KDPW.

Globalne koszty IPO zależą przede wszystkim od wielkości oferty – im większa tym wydatki stanowią mniejszy udział uzyskanych środków. Na koszty giełdowego debiutu wpływa również panująca koniunktura na rynku wtórnym akcji. Im lepsze nastroje wśród inwestorów, tym więcej kapitału może pozyskać spółka. Koszty IPO w przypadku GPW w Warszawie wynoszą od kilku (3-5) do kilkunastu procent (nawet 15%) wartości oferty. W przypadku ofert o wartości powyżej miliarda złotych koszt emisji nie przekracza natomiast 1% pozyskanych środków<sup>2</sup>.

W przypadku, gdy wyceniany podmiot nie ma w planach przeprowadzenia oferty publicznej oraz debiutu na giełdzie w krótkim bądź średnim terminie przy szacowaniu poziomu dyskonta można skorzystać z danych transakcyjnych opartych na zniżkach uzyskanych przy nabywaniu określonych przedsiębiorstw. Dane takie dostępne są jednak z reguły dla rynku amerykańskiego (z uwagi na jego wielkość oraz dojrzałość), a do najpopularniejszych baz danych zalicza się: Mergerstat/BVR Control Premium Study™, FMV Restricted Stock Study™, DealsDone™, BIZCOMPS®, Public Stats™ czy Pratt's Stats™.

Z kolei badania przeprowadzone przez jedną z globalnych firm doradczych działających także na terenie Polski wśród uczestników rynku wskazują, że wysokość dyskonta za brak płynności w Polsce kształtuje się na poziomie ok. 15%, niemniej jednak poszczególne przypadki należy rozpatrywać indywidualnie. Według I. L. Blackmana dyskonto powinno zawierać się w przedziale 15-35%<sup>3</sup>. Zgodnie z metodologią zaproponowaną przez A. Damodarana, dyskonto z tytułu braku płynności papierów wartościowych dla spółek prywatnych, nienotowanych na giełdzie, wynosi 20-25%.

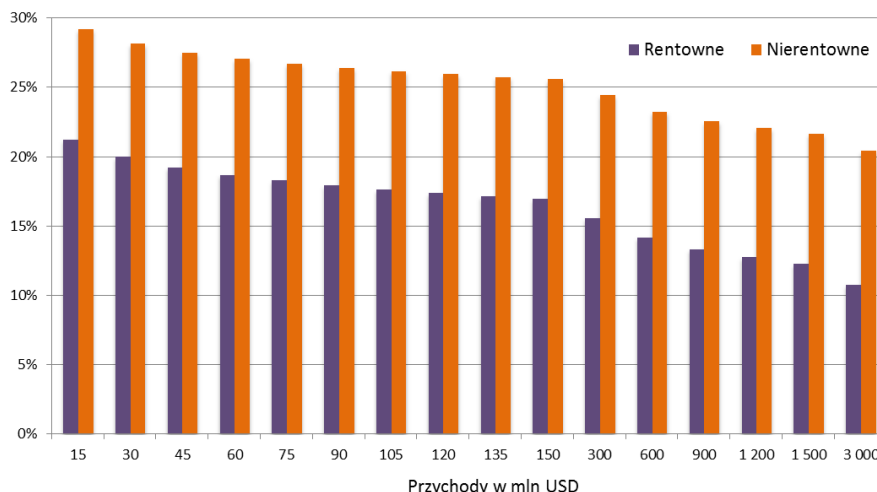
Mając na uwadze powyższe przesłanki oraz kierując się zasadą ostrożnej wyceny, Doradca przyjął bazowy poziom dyskonta z tytułu braku płynności na poziomie 20%. Dodatkowo, poziom ten jest korygowany zgodnie z krzywą regresji W.L. Silbera. Na poziom korekty wpływ ma wielkość przedsiębiorstwa wyrażona wartością sprzedaży, rentowność prowadzonej działalności oraz wielkość wycenianego pakietu akcji/udziałów. Krzywą należy interpretować w taki sposób, że im większe jest przedsiębiorstwo (większa sprzedaż, a zatem i większy udział w rynku) tym mniejszy na jej wartość wywiera wpływ fakt notowania bądź nie na publicznym rynku papierów wartościowych. Analogicznie przedsiębiorstwa rentowne oraz pakiety kontrolne odznaczają się niższym poziomem dyskonta. Na poniższym wykresie zaprezentowano wpływ korekty wynikającej z krzywej regresji W.L. Silbera na bazowy poziom dyskonta (20%).

---

<sup>2</sup> Raport PwC „Droga na giełdę”, str. 19.

<sup>3</sup> D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Warszawa 1999 r., str. 240.

Rysunek 2: Wpływ korekty krzywej regresji W.L. Silbera na poziom dyskonta za brak płynności



Źródło: Opracowanie własne na podstawie A. Damodaran – Bazyowy poziom dyskonta przyjęto na poziomie 20% dla przedsiębiorstwa rentownego o przychodach rocznych na poziomie 10,0 mln USD.

W przypadku premii/dyskonta z tytułu stopnia kontroli, podstawowym założeniem stosowania ewentualnej korekty jest twierdzenie, iż kontrolny pakiet akcji jest warty ponad proporcjonalnie więcej niż pakiet mniejszościowy. Związane jest to z możliwością sprawowania efektywnej kontroli nad danym przedsiębiorstwem, między innymi poprzez wybór jej władz, czy też możliwość podejmowania istotnych decyzji strategicznych.

W zakresie dyskonta z tytułu stopnia kontroli literatura źródłowa podaje bardzo zróżnicowane podejście do tego zagadnienia. Na przykład I.L. Blackman<sup>4</sup> utrzymuje, że odpowiedni poziom dyskonta z tytułu udziałów mniejszościowych wynosi 35-50%, natomiast D. Zarzecki<sup>5</sup>, w oparciu o publikacje różnych autorów, przedział ten określa od 5% do 50%.

Z kolei w przypadku premii za kontrolę badania przeprowadzone przez M. Michalewskiego i Z. Palicę<sup>6</sup> (lata 2000-2004) oraz G. Piecka<sup>7</sup> (lata 1998-2003) pokazują, że średnia premia za kontrolę w przypadku spółek notowanych na polskim rynku kapitałowym wynosi ok. 16-17%, jednak przy znacznym odchyleniu standardowym – 44%.

Badania przeprowadzone przez Doradcę na podstawie 50 publicznych wezwań do sprzedaży akcji ogłoszonych w okresie pomiędzy styczniem 2006 a czerwcem 2012 wskazują, że średni poziom proponowanej akcjonariuszom premii względem kursu na 4 tygodnie przed ogłoszeniem wezwania wyniósł 14% (dla porównania 27% względem kursu na pół roku przed wezwaniem), przy wartości odchylenia standardowego na poziomie 18p.p. Oznacza to, iż zarówno wysokość premii jak i dyskonta za kontrolę powinna być ustalana indywidualnie, w zależności od specyficznych uwarunkowań

<sup>4</sup> I.L. Blackman, *Valuing Your Privately Held Business. The Art & Science of Establishing Your Company's Worth*, Irwin/McGraw – Hill, str. 119.

<sup>5</sup> D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Warszawa 1999 r., str. 240.

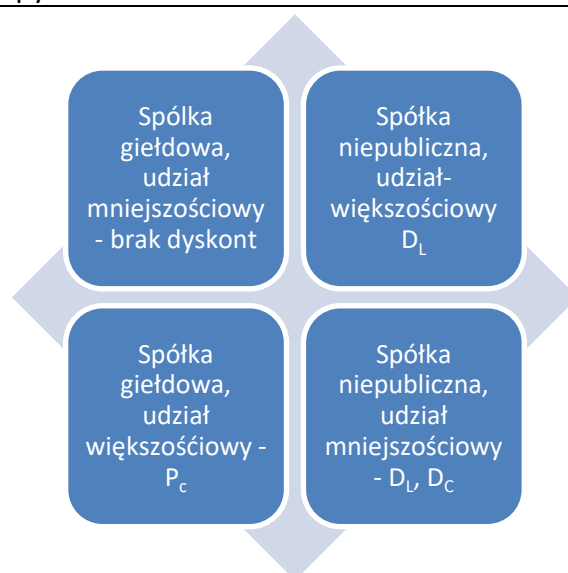
<sup>6</sup> M. Michalewski, Z. Palica *Premia akwizycyjna na polskim rynku kapitałowym w latach 2000-2004*, w: *Zarządzanie finansami; inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, red. D. Zarzecki, t.1, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003.

<sup>7</sup> G. Piecek, *Premia za kontrolę na polskim rynku kapitałowym*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, X 2004, str. 81-85.

wycenianego podmiotu oraz rynku, na którym działa. Poniżej zaprezentowano macierz dyskont z tytułu braku płynności oraz kontroli, która stanowi podsumowanie wariantów, w których poszczególne elementy znajdują zastosowanie.

Mając na uwadze powyższe przesłanki oraz kierując się zasadą ostrożnej wyceny, Doradca przyjął bazy po poziom dyskonta z tytułu braku płynności na poziomie 15%.

Rysunek 3: Matryca dyskont z tytułu płynności oraz kontroli



gdzie:

$D_L$  – dyskonto z tytułu braku płynności,

$D_C$  – dyskonto z tytułu braku kontroli,

$P_C$  – premia za kontrolę.

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

Zgodnie z powyższym dyskonto z tytułu braku płynności ma zastosowanie w każdym przypadku dla spółek niepublicznych. W przypadku kontroli, dyskoncie podlega pakiet niezapewniający kontroli w podmiocie niepublicznym. Z kolei premia za kontrolę stosowana jest wyłącznie do wyceny pakietów kontrolnych spółek notowanych na płynnych rynkach regulowanych.

## VIII. OSZACOWANIE WARTOŚCI ZORGANIZOWANEJ CZĘŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA METODĄ DCF

### 1. ZAŁOŻENIA PROJEKCJI FINANSOWYCH

Wycena przedsiębiorstwa WOLFS CORPORATION oparta została na następujących założeniach:

1. Opracowanie sporządzone zostało przy założeniu ciągłości istnienia i działalności operacyjnej Przedsiębiorstwa.
2. Przyjęto, że Przedsiębiorstwo będzie kontynuowało swoją działalność na dotychczasowych rynkach.
3. Prognozy sprawozdań finansowych zostały opracowane na podstawie projekcji przekazanych przez Zarząd Spółki, a także danych rynkowych i założeń własnych, w oparciu o model finansowy Doradcy.
4. Dla potrzeb prowadzonych analiz przyjęto okres pełnych pięciu lat od daty wyceny. Objęty projekcją przedział czasowy obejmuje okres od 1.10.2017 do 31.12.2022 roku.
5. Za podstawę ustalenia wartości Spółki przyjęto strumienie pieniężne netto stanowiące różnicę wpływów i wydatków zgodnie z modelem FCFF.
6. Założono, że wartość Przedsiębiorstwa jest równa sumie zdyskontowanych rocznych sald przepływów pieniężnych i zdyskontowanej wartości rezydualnej.
7. Projekcje zostały sporządzone w cenach bieżących. Poniżej w tabeli przedstawiono przyjęte w wycenie założenia makroekonomiczne.

Tabela 3: Założenia makroekonomiczne na lata 2017 -2022, %

Wyszczególnienie	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Inflacja	1,9	2,0	2,5	2,5	2,0	2,0
PKB	4,0	3,5	3,3	3,2	3,0	3,0

Źródło: IBnGR, NBP.

## 2. PROGNOZA DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ

Podstawowa działalność WOLFS CORPORATION opiera się na wynajmie i zarządzaniu nieruchomościami, a także ich kupnie na rachunek własny. Prognozy działalności Przedsiębiorstwa zostały przedstawione przez Zarząd Spółki, a następnie zweryfikowane przez Doradcę.

W obszarze planów strategicznych Spółka planuje utrzymanie dotychczasowych kierunków rozwoju. W prognozach dotyczących lat 2017-18 założono wzrost efektywności wynajmu dotychczas posiadanych nieruchomości, natomiast w kolejnych latach przychody z wynajmu nowych nieruchomości. Zgodnie ze stanem na dzień 30.09.2017 r. Spółka posiadała następujące nieruchomości: kamienica przy ul. Hutniczej 2 w Chorzowie, kamienica przy ul. Truchana 31 Chorzowie, kamienica przy ul. 3 Maja 47 w Chorzowie, biurowiec przy ul. Franciszkańskiej w Katowicach oraz przy ul. Panewnickiej 360 w Katowicach.

W poniższej tabeli przedstawiono prognozy WOLFS CORPORATION S.A. w zakresie przychodów ze sprzedaży produktów w okresie 10.2017-2022.

Tabela 4: Prognoza przychodów ze sprzedaży Spółki w okresie 2017-2022, w tys. zł

Wyszczególnienie	10-12.2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody netto ze sprzedaży	78,8	964,0	1 185,7	1 458,4	1 785,1	2 185,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie prognoz Spółki oraz szacunków własnych.

Prognozę kosztów działalności operacyjnej sporządzono przede wszystkim na podstawie danych dotyczących przyszłego funkcjonowania Spółki. Założenia stanowiące podstawę przyjętych wielkości opisano poniżej:

- *Koszty amortyzacji* – Wysokość kosztów amortyzacji na koniec poszczególnych okresów dla obecnie posiadanego majątku trwałego oraz nakładów na rzeczowe aktywa trwałe, ustalono w oparciu o ich zakres rzeczowy oraz stosowane przez Spółkę stawki amortyzacji.
- *Koszty zużycia materiałów i energii oraz Koszty usług obcych*. Przyjęto zgodnie z prognozami przekazanymi przez Zarząd Spółki.
- *Koszty podatków i opłat*. Przyjęto w podziale na dotychczasowe podatki, w tym od nieruchomości oraz podatki od nowych inwestycji.
- *Koszty wynagrodzeń z narzutami*. Przyjęto zgodnie z prognozami przekazanymi przez Zarząd Spółki.
- *Pozostałe koszty rodzajowe*. W całym okresie założono inflacyjny wzrost pozycji kosztów.
- *Wartość sprzedanych towarów i materiałów*. Spółka nie będzie prowadzić działalności handlowej przez co nie będzie posiadała pozycji wartości sprzedanych towarów i materiałów.



Szczegółowe zestawienie kosztów zawarte zostało w poniższej tabeli.

Tabela 5: Prognoza kosztów operacyjnych Spółki w okresie 10.2017-2022, tys. zł

Wyszczególnienie	10-12.2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Amortyzacja	16,9	74,5	81,6	89,9	99,6	110,5
Zużycie materiałów i energii	10,6	44,0	79,0	105,0	106,0	107,0
Usługi obce	28,8	115,1	138,1	165,8	198,9	238,7
Podatki i opłaty	18,9	73,0	98,0	120,0	125,0	130,0
Wynagrodzenia	23,0	92,0	119,6	155,5	202,1	262,8
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	2,3	18,4	23,9	31,1	40,4	52,6
Pozostałe koszty rodzajowe	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>104,4</b>	<b>421,0</b>	<b>544,3</b>	<b>671,5</b>	<b>776,4</b>	<b>905,9</b>

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki oraz założeń własnych.

### 3. POZOSTAŁA DZIAŁALNOŚĆ OPERACYJNA I FINANSOWA

Pozostałe przychody operacyjne oraz pozostałe koszty operacyjne założono na poziomie zgodnym z informacjami przekazanymi przez Spółkę. W zakresie kosztów finansowych uwzględniono głównie odsetki od udzielonych pożyczek oraz zaciągniętych kredytów bankowych.

Tabela 6: Prognoza pozostałej działalności operacyjnej oraz finansowej w okresie 10.2017-2022, tys. zł

Wyszczególnienie	10-12.2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Pozostałe przychody operacyjne	16,0	18,0	20,0	22,0	22,0	22,0
Pozostałe koszty operacyjne	12,0	5,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Przychody finansowe	20,0	39,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Koszty finansowe	4,0	14,0	9,6	9,6	10,6	2,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki.

### 4. PODATEK DOCHODOWY

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

### 5. NAKŁADY INWESTYCYJNE

Prognoza nakładów inwestycyjnych w okresie 10.2017-2022 została przedstawiona przez Zarząd WOLFS CORPORATION S.A. i wynosi łącznie 2,0 mln zł. Planowane nakłady obejmują głównie poprawę jakości posiadanych nieruchomości w celu ich komercyjnego wykorzystania, a także nakłady o charakterze odtworzeniowym. Od 2019 r. możliwe będzie nabycie nowych nieruchomości. Nakłady inwestycyjne z roku na rok, wraz z poprawą sytuacji finansowej Przedsiębiorstwa, będą systematycznie wzrastały o 50 tys. zł na rok.

Przyjęte założenia dotyczące poziomu CAPEX w okresie szczegółowej prognozy przedstawiono w poniższej tabeli.

Tabela 7: Prognoza nakładów inwestycyjnych w okresie 10-12.2017-2022, tys. zł

Wyszczególnienie	10-12.2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Nakłady inwestycyjne	0,0	300,0	350,0	400,0	450,0	500,0

Źródło: Opracowanie na podstawie danych Spółki.

## 6. KAPITAŁ OBROTOWY

Kapitał obrotowy jest konsekwencją planowanych długości cykli obrotowości składników aktywów i pasywów. W projekcjach przyjęto następujące założenia:

- zapasy - długość cyklu rotacji zapasów będzie systematycznie spadała z obecnych 156 dni do 45 dni na koniec okresu prognozy,
- należności krótkoterminowe – cykl rotacji należności handlowych założono na docelowym poziomie wynoszącym 45 dni na koniec okresu prognozy,
- nieoprocentowane zobowiązania krótkoterminowe – długość cyklu rotacji zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń w okresie prognozy założono na poziomie 30 dni, natomiast zaliczki na otrzymane dostawy 60 dni.

Prognoza kapitału obrotowego została przedstawiona w tabeli poniżej.

Tabela 8: Prognoza kapitału obrotowego w okresie 10-12.2017-2022, tys. zł

Wyszczególnienie	10-12.2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Zapasy	136,3	316,9	324,8	299,7	293,4	269,4
Należności krótkoterminowe	345,2	501,8	519,8	519,4	489,1	449,0
Zobowiązania krótkoterminowe	162,3	161,5	208,8	257,6	297,8	347,5
Zmiana stanu zapasów	8,5	-180,6	-7,9	25,2	6,2	24,1
Zmiana stanu należności	113,1	-156,6	-18,0	0,3	30,4	40,1
Zmiana stanu zobowiązań	52,6	-0,9	47,3	48,8	40,2	49,7
Zmiana kapitału obrotowego	174,2	-338,0	21,4	74,3	76,8	113,9

Źródło: Opracowanie na podstawie danych Spółki.

## 7. PRZEPŁYWY GOTÓWKOWE W OKRESIE PROGNOZY

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

Tabela 9: Przepływy pieniężne w okresie prognozy, tys. zł

Wyszczególnienie	10-12.2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
EBIT	-21,6	556,0	657,3	804,9	1 026,7	1 297,0
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek dochodowy	0,0	105,6	124,9	152,9	195,1	246,4
<b>NOPAT</b>	<b>-21,6</b>	<b>450,3</b>	<b>532,5</b>	<b>652,0</b>	<b>831,6</b>	<b>1 050,6</b>
Amortyzacja	16,9	74,5	81,6	89,9	99,6	110,5
Zmiana kapitału obrotowego	174,2	-338,0	21,4	74,3	76,8	113,9
Nakłady inwestycyjne	0,0	300,0	350,0	400,0	450,0	500,0
<b>Free Cash Flow To Firm</b>	<b>169,4</b>	<b>-113,2</b>	<b>285,4</b>	<b>416,2</b>	<b>558,1</b>	<b>775,0</b>

Źródło: Opracowanie własne.

## 8. STOPA DYSKONTOWA

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

Poszczególne elementy kosztu kapitału wyznaczono w następujący sposób:

- **R<sub>f</sub>** – stopa zwrotu wolna od ryzyka została przyjęta w oparciu o rentowność wyemitowanych przez Skarb Państwa obligacji ze względu na pewność realizacji przypadającej na nie stopy zwrotu we wskazanym okresie czasu. Na potrzeby niniejszej wyceny stopę zwrotu wolną od ryzyka przyjęto na poziomie rentowności obligacji o terminie zapadalności przypadającym w 2027 r., a więc w możliwie długim okresie prognozy. Stopa ta została również wykorzystana do kalkulacji stopy dyskonta służącej do obliczenia wartości rezydualnej.

Rentowność obligacji DS0727 na dzień wyceny wynosiła 3,32% (www.aliorbank.pl).

- **MP** – stała premia za ryzyko związane z inwestowaniem w aktywa obarczone ryzykiem; w niniejszej wycenie przyjęto ją na poziomie 6,16%. Stopa ta została wyznaczona na podstawie publikacji A. Damodarana (Stern School of Business w Nowym Jorku), dotyczących szacowania ryzyka rynkowego, które zgodnie z modelem w przypadku Polski jest sumą ryzyka dla gospodarki oraz spreadu (wg A. Damodarana spread dla rynków wschodzących dla rynku akcji jest 1,5 raza większy niż dla rynku obligacji) wyliczanego w oparciu o rating ryzyka dla poszczególnych gospodarek publikowanego przez Moody's.
- **β** - współczynnik beta jest miarą ryzyka systematycznego związanego z inwestycją w dany rodzaj aktywów i jest obliczany na podstawie notowań giełdowych, wskazując zmienność kursu danego papieru wartościowego w stosunku do indeksu rynkowego. WOLFS CORPORATION S.A. funkcjonuje na rynku usług nieruchomości. W związku z powyższym oraz z uwagi na fakt, że Spółka nie jest notowana na giełdzie i nie ma możliwości wyznaczenia dla niej współczynnika beta, założono, że ryzyko zmian kondycji Spółki jest zbieżne z ryzykiem inwestycji w papiery

wartościowe spółek działających w branży usług w zakresie nieruchomości. Zgodnie z danymi agencji Reuters, współczynnik beta dla spółek z sektora Real Estate Development & Operations wynosił na dzień 13.11.2017 r. 1,51 i na takim poziomie został przyjęty w niniejszej wycenie.

Spółka korzysta także z kapitału oprocentowanego w postaci kredytu bankowego. Średnioważony koszt długu ustalono na podstawie rynkowych danych dotyczących kosztów zadłużenia (WIBOR 3M + 5p.p marża) . Założenia dotyczącego poziomów WIBOR 3M z money.pl z dnia 13.11.2017 r. W koszcie długu uwzględniono efekt tarczy podatkowej.

Istotnym parametrem w ustaleniu średnioważonego kosztu kapitału WACC jest struktura finansowania prowadzonej działalności, tj. udział kapitału własnego oraz kapitału obcego oprocentowanego w kapitałach finansujących ogółem. Relację D/E przyjęto na poziomie 0,87 w całym okresie prognozy. Jest to poziom, który cechuje podmioty reprezentujące branżę Real Estate Development & Operations wg podziału sektorowego agencji Reuters. Oznacza to, że na potrzeby wyceny przyjęto, że w długim horyzoncie czasowym WOLFS CORPORATION S.A. będzie korzystał z finansowania zewnętrznego na poziomie zbliżonym do branży. Relacja długu do kapitału własnego na poziomie 0,87 pozwala na określenie średniego udziału kapitału własnego w kapitałach na poziomie 53,4% przy 46,6% udziału kapitału oprocentowanego.

Poniżej zaprezentowano kalkulację zastosowanej stopy dyskontowej.

Tabela 10: Kalkulacja stopy dyskontowej, %

Wyszczególnienie	10-12.2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Stopa wolna od ryzyka	3,32%	3,32%	3,32%	3,32%	3,32%	3,32%
Premia rynkowa	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%
Współczynnik beta	1,51	1,51	1,51	1,51	1,51	1,51
Dodatkowa premia za ryzyko prognoz	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>17,62%</b>	<b>17,62%</b>	<b>17,62%</b>	<b>17,62%</b>	<b>17,62%</b>	<b>17,62%</b>
Udział E	53,4%	53,4%	53,4%	53,4%	53,4%	53,4%
Udział D	46,6%	46,6%	46,6%	46,6%	46,6%	46,6%
Koszt kapitału własnego	17,62%	17,62%	17,62%	17,62%	17,62%	17,62%
Koszt kapitału obcego	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%
<b>WACC</b>	<b>11,95%</b>	<b>11,95%</b>	<b>11,95%</b>	<b>11,95%</b>	<b>11,95%</b>	<b>11,95%</b>
<b>Współczynnik dyskonta</b>	<b>0,8932</b>	<b>0,7979</b>	<b>0,7127</b>	<b>0,6366</b>	<b>0,5686</b>	<b>0,5079</b>

Źródło: Opracowanie własne.

## 9. WARTOŚĆ REZYDUALNA

Wartość rezydualna jest ekonomiczną kategorią odpowiadającą wieczystej wartości przepływów generowanych przez wyceniane aktywo. Wartość rezydualną oszacowano na podstawie średnich przepływów środków pieniężnych w poszczególnych latach szczegółowej prognozy przy założeniu

generowania przez Spółkę wzrostu nadwyżki finansowej w latach następnych na poziomie szacunków długoterminowej inflacji, tj. 2,0%.

Tabela 11: Kalkulacja wartości rezydualnej, tys. zł

Wyszczególnienie	Wartość
FCFF	703,4
Stopa wzrostu wartości rezydualnej	2,00%
Stopa dyskonta	11,95%
Wartość rezydualna	7 208,6
<b>Zdyskontowana wartość rezydualna</b>	<b>3 661,3</b>

Źródło: Opracowanie własne.

## 10. DŁUG NETTO

W wycenie uwzględniono dług netto na dzień 30.09.2017 r., który obejmuje następujące pozycje:

- środki pieniężne – 33,9 tys. zł,
- akcje i udziały w innych podmiotach – 879,3 tys. zł, w tym:
  - PERFECT HAIR CLINIC – ilość udziałów 479 166 o łącznej kwocie 527,1 tys. zł,
  - TELECARE – ilość udziałów 140 894 o łącznej kwocie 352,2 tys. zł,
- udzielone pożyczki – 355,9 tys. zł,
- zadłużenie oprocentowane – 233,3 tys. zł.

Tak wyznaczona łączna wartość długu netto kształtuje się na poziomie -1 035,8 tys. zł.

## 11. DYSKONTO Z TYTUŁU BRAKU PŁYNNOŚCI

Z uwagi na fakt, że GAMRAT jest podmiotem niepublicznym w wycenie uwzględniono dyskonto z tytułu braku płynności. Zgodnie z metodyką stosowaną przez A. Damodarana i krzywą regresji W.L. Silbera do oszacowania wartości przedsiębiorstwa zastosowano dyskonto na poziomie 22,9%.

## 12. OSZACOWANIE WARTOŚCI METODĄ DCF – ZESTAWIENIE ZBIORCZE

Tabela 12: Obliczenie wartości dochodowej, tys. zł

Wyszczególnienie	10.12.2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	RV
<b>EBIT</b>	-21,6	556,0	657,3	804,9	1 026,7	1 297,0	868,4
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek dochodowy	0,0	105,6	124,9	152,9	195,1	246,4	165,0
<b>NOPAT</b>	<b>-21,6</b>	<b>450,3</b>	<b>532,5</b>	<b>652,0</b>	<b>831,6</b>	<b>1 050,6</b>	<b>703,4</b>
Amortyzacja	16,9	74,5	81,6	89,9	99,6	110,5	250,0
Zmiana kapitału obrotowego	174,2	-338,0	21,4	74,3	76,8	113,9	0,0
Nakłady inwestycyjne	0,0	300,0	350,0	400,0	450,0	500,0	250,0
<b>Free Cash Flow To Firm</b>	<b>169,4</b>	<b>-113,2</b>	<b>285,4</b>	<b>416,2</b>	<b>558,1</b>	<b>775,0</b>	<b>703,4</b>
Stopa dyskontowa (WACC)	11,95%	11,95%	11,95%	11,95%	11,95%	11,95%	11,95%
Współczynnik dyskontujący	0,8932	0,7979	0,7127	0,6366	0,5686	0,5079	
<b>Zdyskontowane FCFF</b>	<b>151,4</b>	<b>-90,3</b>	<b>203,4</b>	<b>264,9</b>	<b>317,3</b>	<b>393,6</b>	
Suma zdyskontowanych FCFF	1 240,4						
Stopa wzrostu wartości rezydualnej	2,00%						
Wartość rezydualna	7 208,6						
Zdyskontowana wartość rezydualna	3 661,3						
<b>Wartość przedsiębiorstwa (ENTERPRISE VALUE)</b>	<b>4 901,7</b>						
<b>Dług netto</b>	<b>-1 035,8</b>						
Gotówka i ekwiwalenty	33,9						
Akcje i udziały w innych podmiotach	879,3						
Udzielone pożyczki	355,9						
Zadłużenie oprocentowane	233,3						
<b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy (EQUITY VALUE)</b>	<b>5 937,5</b>						
Współczynnik dyskontowy z tytułu braku płynności	0,7710						
<b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy z uwzględnieniem dysk. z tyt. braku płynności</b>	<b>4 577,8</b>						
Liczba akcji	9 441 190						
<b>Wartość 1 akcji w zł</b>	<b>0,48</b>						

Źródło: Opracowanie własne.

---

Wartość Zorganizowanej Części Przedsiębiorstwa WOLFS CORPORATION,  
oszacowana metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, wynosi:

**EV = 4 577 800 zł**

(słownie złotych: cztery miliony pięćset siedemdziesiąt siedem tysięcy osiemset)

Wartość 1 akcji WOLFS CORPORATION S.A. wynosi:

**Akcja<sub>DCF</sub> = 0,48 zł**

(słownie złotych: zero 53/100)

---

### 13. PROJEKCJE SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH

Tabela 13: Projekcja sprawozdania finansowego – Bilans, tys. zł

Wyszczególnienie	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
<b>A. Aktywa trwałe</b>	<b>4 287,4</b>	<b>4 382,9</b>	<b>4 621,3</b>	<b>4 926,3</b>	<b>5 276,7</b>	<b>5 666,2</b>
I. Wartości niematerialne i prawne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
II. Rzeczowe aktywa trwałe	2 868,9	3 094,4	3 362,8	3 672,8	4 023,2	4 412,7
III. Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IV. Inwestycje długoterminowe	1 238,5	1 238,5	1 238,5	1 238,5	1 238,5	1 238,5
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	180,0	50,0	20,0	15,0	15,0	15,0
<b>B. Aktywa obrotowe</b>	<b>553,3</b>	<b>1 028,5</b>	<b>1 300,2</b>	<b>1 806,2</b>	<b>2 327,3</b>	<b>3 043,6</b>
I. Zapasy	136,3	316,9	324,8	299,7	293,4	269,4
II. Należności krótkoterminowe	345,2	501,8	519,8	519,4	489,1	449,0
III. Inwestycje krótkoterminowe	59,8	191,8	434,6	948,1	1 504,8	2 284,2
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	12,0	18,0	21,0	39,0	40,0	41,0
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>4 840,7</b>	<b>5 411,4</b>	<b>5 921,5</b>	<b>6 732,6</b>	<b>7 604,0</b>	<b>8 709,7</b>
<b>A. Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>4 426,0</b>	<b>4 896,6</b>	<b>5 429,4</b>	<b>6 081,7</b>	<b>6 911,9</b>	<b>7 966,9</b>
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	944,1	944,1	944,1	944,1	944,1	944,1
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
III. Udziały (akcje) własne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	3 605,6	3 605,6	3 605,6	3 605,6	3 605,6	3 605,6
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-118,1	-123,7	346,9	879,7	1 532,0	2 362,2
VIII. Zysk (strata) netto	-5,6	470,6	532,8	652,3	830,2	1 055,1
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>414,7</b>	<b>514,8</b>	<b>492,1</b>	<b>650,9</b>	<b>692,1</b>	<b>742,8</b>
I. Rezerwy na zobowiązania	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
II. Zobowiązania długoterminowe	233,3	233,3	233,3	233,3	233,3	233,3
III. Zobowiązania krótkoterminowe	162,3	161,5	208,8	257,6	297,8	347,5
IV. Rozliczenia międzyokresowe	19,0	120,0	50,0	160,0	161,0	162,0
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>4 840,7</b>	<b>5 411,4</b>	<b>5 921,5</b>	<b>6 732,6</b>	<b>7 604,0</b>	<b>8 709,7</b>

Źródło: Opracowano na podstawie danych Spółki i szacunków własnych.



Tabela 14: Projekcja sprawozdania finansowego – Rachunek zysków i strat, tys. zł

Wyszczególnienie	10-12.2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
<b>A. Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi</b>	<b>78,8</b>	<b>964,0</b>	<b>1 185,7</b>	<b>1 458,4</b>	<b>1 785,1</b>	<b>2 185,0</b>
<b>B. Koszty operacyjne</b>	<b>104,4</b>	<b>421,0</b>	<b>544,3</b>	<b>671,5</b>	<b>776,4</b>	<b>905,9</b>
I. Amortyzacja	16,9	74,5	81,6	89,9	99,6	110,5
II. Zużycie materiałów i energii	10,6	44,0	79,0	105,0	106,0	107,0
III. Usługi obce	28,8	115,1	138,1	165,8	198,9	238,7
IV. Podatki i opłaty	18,9	73,0	98,0	120,0	125,0	130,0
V. Wynagrodzenia	23,0	92,0	119,6	155,5	202,1	262,8
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	2,3	18,4	23,9	31,1	40,4	52,6
VII. Pozostałe koszty rodzajowe	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>F. Zysk (strata) ze sprzedaży</b>	<b>-25,6</b>	<b>543,0</b>	<b>641,3</b>	<b>786,9</b>	<b>1 008,7</b>	<b>1 279,0</b>
G. Pozostałe przychody operacyjne	16,0	18,0	20,0	22,0	22,0	22,0
H. Pozostałe koszty operacyjne	12,0	5,0	4,0	4,0	4,0	4,0
<b>I. Zysk (strata) z działalności operacyjnej</b>	<b>-21,6</b>	<b>556,0</b>	<b>657,3</b>	<b>804,9</b>	<b>1 026,7</b>	<b>1 297,0</b>
J. Przychody finansowe	20,0	39,0	10,0	10,0	10,0	10,0
K. Koszty finansowe	4,0	14,0	9,6	9,6	10,6	2,0
<b>L. Zysk (strata) brutto (I±J)</b>	<b>-5,6</b>	<b>581,0</b>	<b>657,8</b>	<b>805,3</b>	<b>1 026,2</b>	<b>1 305,0</b>
M. Podatek dochodowy	0,0	110,4	125,0	153,0	195,0	248,0
<b>N. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1,0</b>	<b>2,0</b>
<b>O. Zysk (strata) netto (K-L-M)</b>	<b>-5,6</b>	<b>470,6</b>	<b>532,8</b>	<b>652,3</b>	<b>830,2</b>	<b>1 055,1</b>

Źródło: Opracowano na podstawie danych Spółki i szacunków własnych.

Tabela 15: Projekcja sprawozdania finansowego – Rachunek przepływów pieniężnych, tys. zł

Wyszczególnienie	10-12.2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej</b>	<b>28,9</b>	<b>441,6</b>	<b>602,4</b>	<b>923,1</b>	<b>1 016,2</b>	<b>1 289,0</b>
Zysk (strata) netto	-5,6	470,6	532,8	652,3	830,2	1 055,1
<b>Korekty razem</b>	<b>34,5</b>	<b>-29,0</b>	<b>69,6</b>	<b>270,8</b>	<b>186,0</b>	<b>234,0</b>
Amortyzacja	16,9	74,5	81,6	89,9	99,6	110,5
Zyski (straty) z tytułu różnic kursowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Zysk (strata) z działalności inwestycyjnej	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu rezerw	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu zapasów	8,5	-180,6	-7,9	25,2	6,2	24,1
Zmiana stanu należności	113,1	-156,6	-18,0	0,3	30,4	40,1
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych (bez kredytów i pożyczek)	52,6	-0,9	47,3	48,8	40,2	49,7
Zmiana RMO	-166,1	225,0	-43,0	97,0	0,0	0,0
Inne korekty	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej</b>	<b>0,0</b>	<b>-300,0</b>	<b>-350,0</b>	<b>-400,0</b>	<b>-450,0</b>	<b>-500,0</b>
<b>Wpływy</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Zbycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Z aktywów finansowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne wpływy inwestycyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Wydatki</b>	<b>0,0</b>	<b>300,0</b>	<b>350,0</b>	<b>400,0</b>	<b>450,0</b>	<b>500,0</b>
Nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	0,0	300,0	350,0	400,0	450,0	500,0
Na aktywa finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne wydatki inwestycyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy pieniężne z działalności finansowej</b>	<b>-11,1</b>	<b>-13,6</b>	<b>-12,6</b>	<b>-22,6</b>	<b>-10,6</b>	<b>-10,6</b>
<b>Wpływy</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Wpływy netto z wydania udziałów (emisji akcji) i innych instrumentów kapitałowych oraz dopłat do kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kredyty i pożyczki	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne wpływy finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Wydatki</b>	<b>11,1</b>	<b>13,6</b>	<b>12,6</b>	<b>22,6</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>
Dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Spłaty kredytów i pożyczek	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Inne wydatki finansowe	1,5	4,0	3,0	13,0	1,0	1,0
<b>Przepływy pieniężne netto razem</b>	<b>17,8</b>	<b>128,0</b>	<b>239,8</b>	<b>500,5</b>	<b>555,6</b>	<b>778,5</b>
<b>Środki pieniężne na początek okresu</b>	<b>33,9</b>	<b>51,8</b>	<b>179,8</b>	<b>419,6</b>	<b>920,1</b>	<b>1 475,8</b>
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>51,8</b>	<b>179,8</b>	<b>419,6</b>	<b>920,1</b>	<b>1 475,8</b>	<b>2 254,2</b>

Źródło: Opracowano na podstawie danych Spółki i szacunków własnych.

## **IX. OSZACOWANIE WARTOŚCI ZORGANIZOWANEJ CZĘŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA METODĄ SKORYGOWANYCH AKTYWÓW NETTO**

### **1. ZAŁOŻENIA DO WYCENY**

Wartość metodą skorygowanych aktywów netto Zorganizowanej Części Przedsiębiorstwa WOLFS CORPORATION ustalono w oparciu o materiały źródłowe w postaci elementów sprawozdania finansowego na dzień 30.09.2017 r., informacji z ewidencji księgowej oraz informacji i wyjaśnień uzyskanych od Zarządu Spółki.

Podstawą korekt wartości bilansowej rzeczowych aktywów trwałych są operaty szacunkowe określające wartość rynkową wskazanych składników rzeczowego majątku trwałego Spółki WOLFS CORPORATION S.A. Podstawą korekt bilansowych wartości majątku obrotowego oraz kapitałów obcych są informacje z ewidencji księgowej udostępnione Doradcy przez Spółkę.

### **2. WARTOŚCI NIEMATERIALNE I PRAWNE**

Na dzień sporządzenia niniejszego raportu WOLFS CORPORATION nie posiadało wartości niematerialnych i prawnych.

### **3. RZECZOWE AKTYWA TRWAŁE**

Pozycja bilansowa - Rzeczowe aktywa trwałe - obejmuje dwie grupy, tj. środki trwałe oraz środki trwałe w budowie. Łączna wartość pozycji wynosi 2 511,8 tys. zł, w tym nieruchomości na poziomie 2 323,0 tys. zł oraz 188,8 tys. zł środki trwałe w budowie. Na potrzeby niniejszej wyceny została przeprowadzona wycena środków trwałych należących do Spółki przez rzeczoznawcę majątkowego. Poniżej zaprezentowano wartość rynkową poszczególnych środków trwałych:

- nieruchomość przy ul. Hutniczej 2 w Chorzowie (udział 927/1152 w nieruchomości) – 1 282,0 tys. zł,
- nieruchomość przy ul. 3 Maja 27 w Chorzowie – 1 198,0 tys. zł,
- nieruchomość przy ul. Truchana 31 w Chorzowie – 2 510,0 tys. zł,
- nieruchomość przy ul. Franciszkańska 29-31 w Katowicach – 1 236,0 tys. zł,
- pozostałe środki trwałe – 5,9 tys. zł.

Szczegółowe dane na temat wyceny środków trwałych znajdują się w operatach szacunkowych, które stanowią załącznik do niniejszej wyceny.

Ze względu na zakładaną ciągłość funkcjonowania wycenianej Spółki oraz systematyczną realizację projektu modernizacji sieci przesyłowej, nie ma podstaw do korygowania wartości pozycji środki trwałe w budowie.

Korekta: 3 720,1 tys. zł.

#### **4. NALEŻNOŚCI DŁUGOTERMINOWE**

Na dzień 30.09.2017 r. WOLFS CORPORATION nie posiadało wartości należności długoterminowych.

#### **5. INWESTYCJE DŁUGOTERMINOWE**

Inwestycje długoterminowe na dzień wyceny wynoszą 1 612,4 tys. zł i składają się z następujących pozycji:

- nieruchomości – przy ul. Panewnickiej 360 w Katowicach – o wartości księgowej 373,9 tys. zł,
- długoterminowych aktywów finansowych w kwocie 1 238,5 tys. zł, w tym:
  - akcje w jednostkach powiązanych – 3,3 tys. zł,
  - akcje w pozostałych jednostkach – 879,3 tys. zł, na które składają się udziały spółek nabytych we wrześniu 2017 r., tj.:
    - PERFECT HAIR CLINIC – ilość udziałów 479 166 o łącznej kwocie 527,1 tys. zł,
    - TELECARE – ilość udziałów 140 894 o łącznej kwocie 352,2 tys. zł,
  - udzielone pożyczki pozostałym jednostkom – 355,9 tys. zł.

Ze względu na charakter pozycji dokonano korekty w zakresie wartości nieruchomości przy ul. Panewnickiej 360 w Katowicach. Zgodnie z operatem szacunkowym sporządzonym na potrzeby niniejszej wyceny wartość rynkowa nieruchomości została oszacowana na poziomie 442,0 tys. zł i w takiej kwocie została przyjęta do wyceny ZCP.

Korekta: 68,1 tys. zł.

#### **6. DŁUGOTERMINOWE ROZLICZENIA MIĘDZYOKRESOWE**

Zgodnie ze stanem na dzień 30.09.2017 r. Przedsiębiorstwo nie posiadało długoterminowych rozliczeń międzyokresowych.

#### **7. ZAPASY**

Na dzień 30.09.2017 r. poziom zapasów w Spółce wynosił 144,8 tys. zł. Pozycja składała się z towarów w kwocie 1,3 zł oraz zaliczek na poczet dostaw w kwocie 143,4 tys. zł.

## **8. NALEŻNOŚCI KRÓTKOTERMINOWE**

Na dzień wyceny wartość bilansowa należności krótkoterminowych wynosiła 458,3 tys. zł, na co składały się w całości należności od pozostałych jednostek w postaci: należności handlowe w kwocie 324,4 tys. zł, z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń w kwocie 2,6 tys. zł oraz inne w kwocie 131,3 tys. zł.

Poziom należności krótkoterminowych na dzień wyceny jest stosunkowo niski, a ryzyko nieuregulowania należności niewielkie. Należności sporne i dochodzone na drodze sądowej nie występują. Na potrzeby wyceny metodą skorygowanych aktywów netto przyjęto, że ryzyko związane z posiadanymi należnościami zostało przez Przedsiębiorstwo ocenione prawidłowo i wartość należności przyjęto na poziomie wskazanym w bilansie.

## **9. INWESTYCJE KRÓTKOTERMINOWE**

Inwestycje krótkoterminowe o łącznej wartości bilansowej 40,4 tys. zł mają charakter najbardziej płynnych aktywów. Pozycja obejmuje środki pieniężne w kwocie 33,9 tys. zł oraz udzielone pożyczki w pozostałych jednostkach w kwocie 6,5 tys. zł

Ze względu na charakter pozycji nie dokonano korekty.

## **10. KRÓTKOTERMINOWE ROZLICZENIA MIĘDZYOKRESOWE**

Rozliczenia międzyokresowe czynne na dzień wyceny wynosiły 6,9 tys. zł. Pozycja ta nie ma charakteru zbywalnego składnika majątku, w związku z powyższym, została dokonana korekta zmniejszająca ich wartość bilansową w pełnej kwocie.

Korekta: (-) 6,9 tys. zł.

## **11. REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA**

Według stanu na dzień 30.09.2017 r. WOLFS CORPORATION nie posiadał rezerw na zobowiązania.

## **12. ZOBOWIĄZANIA DŁUGOTERMINOWE**

Zobowiązania długoterminowe Spółki dotyczyły jedynie kredytu w kwocie 233,3 tys. zł. Do wyceny przyjęto pozycję w pełnej kwocie.

### **13. ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE**

Według stanu na dzień wyceny WOLFS CORPORATION wykazywało zobowiązania krótkoterminowe w łącznej kwocie 109,7 tys. zł. Na pozycję tę składały się zobowiązania wobec jednostek pozostałych, w tym:

- zobowiązania z tytułu dostaw i usług – 31,9 tys. zł,
- zaliczki otrzymane na dostawy – 43,2 tys. zł,
- zobowiązania z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń – 12,0 tys. zł,
- z tytułu wynagrodzeń – 2,6 tys. zł,
- inne – 20,0 tys. zł,

Po analizie stanu i charakteru zobowiązań Spółki stwierdza się brak podstaw do korekty tej pozycji pasywów i przyjęcie ich do wyceny według wartości bilansowej.

### **14. ROZLICZENIA MIĘDZYOKRESOWE**

Na dzień wyceny Przedsiębiorstwo nie posiadało rozliczeń międzyokresowych.

### **15. OSZACOWANIE WARTOŚCI METODĄ SKORYGOWANYCH AKTYWÓW NETTO**

W poniższej tabeli przedstawiono obliczenie wartości Zorganizowanej Części Przedsiębiorstwa WOLFS CORPORATION z zastosowaniem metody skorygowanych aktywów netto.

Tabela 16: Wycena WOLFS CORPORATION metodą skorygowanych aktywów netto, tys. zł

Wyszczególnienie	Wg bilansu	Korekta	W. skorygowana	Opis
<b>A. AKTYWA TRWAŁE</b>	<b>4 124,2</b>	<b>3 788,2</b>	<b>7 912,4</b>	
I. Wartości niematerialne i prawne	0,0	0,0	0,0	
II. Rzeczowe aktywa trwałe	2 511,8	3 720,1	6 231,9	Zgodnie z wyceną rzeczoznawcy majątkowego
III. Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	
IV. Inwestycje długoterminowe	1 612,4	68,1	1 680,5	Zgodnie z wyceną rzeczoznawcy majątkowego
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	
<b>B. AKTYWA OBROTOWE</b>	<b>650,4</b>	<b>0,0</b>	<b>643,5</b>	
I. Zapasy	144,8	0,0	144,8	
II. Należności krótkoterminowe	458,3	0,0	458,3	
III. Inwestycje krótkoterminowe	40,4	0,0	40,4	
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	6,9	0,0	0,0	Pozycja nie ma charakteru rynkowego
<b>C. AKTYWA RAZEM</b>	<b>4 774,6</b>	<b>3 788,2</b>	<b>8 555,9</b>	
<b>D. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA</b>	<b>343,0</b>	<b>0,0</b>	<b>343,0</b>	
I. Rezerwy na zobowiązania	0,0	0,0	0,0	
II. Zobowiązania długoterminowe	233,3	0,0	233,3	
III. Zobowiązania krótkoterminowe	109,7	0,0	109,7	
IV. Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	
<b>AKTYWA NETTO</b>	<b>4 431,6</b>	<b>3 788,2</b>	<b>8 212,9</b>	
<b>Współczynnik dyskontowy z tytułu braku płynności</b>			<b>0,7710</b>	
<b>AKTYWA NETTO z uwzględnieniem dyskonta z tyt. braku płynności</b>			<b>6 332,2</b>	
<b>Ilość akcji</b>			<b>9 441 190,0</b>	
<b>Wartość 1 akcji w zł</b>			<b>0,67</b>	

Źródło: Opracowanie własne.

Wartość Zorganizowanej Części Przedsiębiorstwa WOLFS CORPORATION  
oszacowana metodą skorygowanych aktywów netto wynosi:

$$EV_R = 6\,332\,200 \text{ zł}$$

(słownie złotych: sześć milionów trzysta trzydzieści dwa tysiące dwieście)

Wartość 1 akcji WOLFS CORPORATION wynosi:

$$EV_R = 0,67 \text{ zł}$$

(słownie złotych: zero 67/100)