



budujemy zaufanie

w audycie

RAPORT Z WYCENY DO WARTOŚCI GODZIWEJ  
UDZIAŁÓW SPÓŁKI

**BONGO Międzynarodowe Usługi Pogrzebowe spółka z ograniczoną  
odpowiedzialnością**

NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2022 R.

Wrocław, dnia 24 maja 2023 r.



budujemy zaufanie



w audycie

## SPIS TREŚCI

A.	DANE IDENTYFIKUJĄCE WYCENIANY PODMIOT .....	3
B.	CEL WYCENY .....	4
C.	ODPOWIEDZIALNOŚĆ 4AUDYT SP. Z O.O.....	6
D.	ZASTRZEŻENIA I OGRANICZENIA.....	7
E.	PODSUMOWANIE WYNIKÓW WYCENY .....	8
F.	PODEJŚCIE DO WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW.....	9
G.	ANALIZA DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI .....	13
H.	WYCENA SPÓŁKI – METODA ZDYSKONTOWANYCH PRZEPLYWÓW PIENIĘŻNYCH.....	19
I.	ANALIZA WRAŻLIWOŚCI .....	40
J.	SPIS TABEL.....	41

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

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

w. [www.4audyt.pl](http://www.4audyt.pl)  
e. [biuro@4audyt.pl](mailto:biuro@4audyt.pl)

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS

**An International Network of  
Professional Accounting Firms**



budujemy zaufanie



w audycie

## A. Dane identyfikujące wyceniany podmiot

Tabela 1 Dane podmiotu wycenianego

Wyszczególnienie	
Nazwa	BONGO Międzynarodowe Usługi Pogrzebowe spółka z ograniczoną odpowiedzialnością („Spółka”, „Jednostka”)
Siedziba/Adres Zarządu	ul. ETIUDY REWOLUCYJNEJ 48, 02-634 WARSZAWA
Forma prawna	Spółka Z Ograniczoną Odpowiedzialnością
Sąd rejestrowy	System
Numer KRS i data rejestracji w KRS	0000939304, 16 grudnia 2021 r.
Przedmiot przeważającej działalności	pogrzeby i działalność pokrewna (PKD 96, 03, Z)
REGON	100265296
NIP	7272688250
Kapitał zakładowy	1 200 000,00 Zł
Ilość udziałów	12 000
Data wyceny	31 grudnia 2022r.
Dane historyczne	rok 2020, 2021, 2022 r.

Źródło: dane Spółki

BONGO Międzynarodowe Usługi Pogrzebowe spółka z ograniczoną odpowiedzialnością zajmuje się transgranicznym transporcie osób zmarłych i ich prochów. Siedziba Spółki mieści się ul. Etiudy Rewolucyjnej 48 w Warszawie.

Na dzień wyceny w skład Zarządu Spółki wchodził:

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

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

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

w. [www.4audyt.pl](http://www.4audyt.pl)  
e. [biuro@4audyt.pl](mailto:biuro@4audyt.pl)

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS

An International Network of  
Professional Accounting Firms



budujemy zaufanie



w audycie

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

Tabela 2 Struktura własności Spółki

Udziałowiec	% posiadanych głosów	Liczba udziałów	Wartość nominalna jednego udziału (w zł)	Wartość posiadanych udziałów (w zł)
Tomasz Salski	60,00%	7 200	0,01	720 000,00
Marek Cichewicz	40,00%	4 800	0,01	480 000,00
<b>Razem</b>	<b>100,00%</b>	<b>12 000</b>		<b>1 200 000,00</b>

Źródło: raport z ekrs.ms.gov.pl z dnia 7 maja 2023r. oraz dane Spółki

## B. Cel wyceny

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

Wycena została wykonana na zlecenie BONGO Międzynarodowe Usługi Pogrzebowe spółka z ograniczoną odpowiedzialnością i kierowana jest do Zarządu tej Spółki („Zamawiający”).

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

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



budujemy zaufanie



w audycie

Przygotowując wycenę, opieraliśmy się także na danych prezentowanych w sprawozdaniach finansowych:

- ♦ „BONGO” Międzynarodowe Usługi Pogrzebowe s.c. Tomasz Salski, Marek Cichewicz – poprzednika prawnego Spółki - za 2020 rok oraz za okres 1 stycznia 2021 do 15 grudnia 2021 roku, w związku z podjętą w dniu 28 października 2021 roku przez wspólników uchwałą o przekształceniu spółki cywilnej w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością,
- ♦ BONGO Międzynarodowe Usługi Pogrzebowe spółka z ograniczoną odpowiedzialnością za okres 16 grudnia 2021 do 31 grudnia 2021 roku.

Względnione również zostały zdarzenia gospodarcze mające wpływ na sytuację finansową oraz majątkową Spółki do dnia wydania raportu z wyceny, a także inne informacje i wyjaśnienia, które uzyskaliśmy od personelu Spółki. Zakładamy, że informacje, które uzyskaliśmy są prawidłowe i rzetelne oraz że zostały nam przekazane zgodnie z najlepszą wiedzą Spółki.

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

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

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

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

4AUDYT sp. z o.o.

ul. Kochanowskiego 24/1  
60-846 Poznań

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

w. [www.4audyt.pl](http://www.4audyt.pl)  
e. [biuro@4audyt.pl](mailto:biuro@4audyt.pl)

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS

**An International Network of  
Professional Accounting Firms**



budujemy zaufanie



### C. Odpowiedzialność 4AUDYT sp. z o.o.

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

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

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

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

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

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

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

w. [www.4audyt.pl](http://www.4audyt.pl)  
e. [biuro@4audyt.pl](mailto:biuro@4audyt.pl)

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS

**An International Network of  
Professional Accounting Firms**



budujemy zaufanie



w audycie

#### D. Zastrzeżenia i ograniczenia

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

- ◆ Prognozowane dane finansowe

Zamawiający przedstawił prognozowany rachunek zysków i strat, w którym przewiduje osiągnięcie zysku na działalności operacyjnej w latach 2023 – 2027. Należy zwrócić uwagę, że za 2022 roku Spółka osiągnęła zysk na działalności operacyjnej na poziomie 1 276 tys. zł (przy marży EBIT 14,7%), a prognozowany zysk na działalności operacyjnej na 2027 rok to 2 481 tys. zł (przy marży EBIT 20,6%). Średnioroczne tempo wzrostu w okresie 2020 – 2022 wyniosło 11%. Natomiast w okresie prognozy 2023 – 2027 wynosi 7,1%. Porównując średnioroczne tempo wzrostu ujęte w prognozie do średniorocznego tempa wzrostu ujętego w raporcie Death Care Services: Global Strategic Business Report, w którym to autor raportu przewiduje wzrost rynku na poziomie 5,9 % w okresie 2022 – 2030 – raport został szczegółowo opisany w dalszej części raportu – uznajemy, iż zaprognozowany wzrost jest umiarkowanie optymistyczny.

- ◆ Nakłady inwestycyjne

Zamawiający przedstawił informację, iż na lata 2023 – 2027 planuje ponosić nakłady odtworzeniowe na poziomie amortyzacji uzyskiwanej w danym roku prognozy.



budujemy zaufanie



w audycie

## E. Podsumowanie wyników wyceny

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

Szacunek wartości godziwej 100 % udziałów BONGO Międzynarodowe Usługi Pogrzebowe spółka z ograniczoną odpowiedzialnością wyceniona na dzień 31 grudnia 2022 roku przedstawia tabela poniżej.

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

	Metoda księgowej wartości aktywów netto	Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych
Przedział w którym zawarta jest wartość godziwa	-	9 549 – 10 086
Rekomendowana wycena z przedziału wyceny	2 224	9 815

W świetle wykonanych analiz i wycen, oceny obecnej sytuacji finansowej oraz perspektyw rozwoju, w tym prognoz finansowych, rekomendowana przez 4AUDYT wartość godziwa 100 % udziałów BONGO Międzynarodowe Usługi Pogrzebowe spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, na dzień 31 grudnia 2022 roku wynosi **9 815 tys. zł (dziewięć milionów osiemset piętnaście tysięcy złotych)**, co po przeliczeniu na jeden udział Spółki daje wartość godziwą **817,94 zł (osiemset siedemnaście złotych dziewięćdziesiąt cztery grosze)** za jeden udział.

### Krzysztof PierścioneK

Wiceprezes Zarządu

Biegły rewident , nr ewid. 11150

4AUDYT sp. z o.o.

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

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

4AUDYT sp. z o.o.

ul. Kochanowskiego 24/1  
60-846 Poznań

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

w. [www.4audyt.pl](http://www.4audyt.pl)  
e. [biuro@4audyt.pl](mailto:biuro@4audyt.pl)

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS

An International Network of  
Professional Accounting Firms





budujemy zaufanie



w audycie

## F. Podejście do wyceny przedsiębiorstw

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

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

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

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

### Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych

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

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



budujemy zaufanie



w audycie

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

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

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

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

#### Założenia metodologiczne

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

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

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

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

Przychody netto ze sprzedaży

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

= zysk operacyjny przed odsetkami i opodatkowaniem (EBIT)

- podatek dochodowy naliczony od zysku EBIT

4AUDYT sp. z o.o.

ul. Kochanowskiego 24/1  
60-846 Poznań

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

w. [www.4audyt.pl](http://www.4audyt.pl)  
e. [biuro@4audyt.pl](mailto:biuro@4audyt.pl)

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS

**An International Network of  
Professional Accounting Firms**



budujemy zaufanie

w audycie

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

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

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

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

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

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

4AUDYT sp. z o.o.

ul. Kochanowskiego 24/1  
60-846 Poznań

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

w. [www.4audyt.pl](http://www.4audyt.pl)  
e. [biuro@4audyt.pl](mailto:biuro@4audyt.pl)

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS

An International Network of  
Professional Accounting Firms



## budujemy zaufanie



w audycie

- współczynnik  $\beta$  (odlewarowany) wyznaczono na poziomie 0,37, na podstawie porównywalnych spółek z branży notowanych na giełdzie, z optymalną długoterminową strukturą kapitałową, podobną do struktury kapitałowej Spółki,
- wskaźnik  $\beta$  został sprowadzony do porównywalności ze strukturą kapitałową Jednostki w drodze jego dolewarowania i uwzględnienia udziału kapitału obcego w strukturze finansowej. W ten sposób uwzględniono ryzyko związane z wykorzystaniem przez Spółkę zadłużenia, w tym występowanie bezpośrednich i pośrednich kosztów trudności finansowych,
- ♦ ryzyko specyficzne na poziomie 5,50 % uwzględniające inne elementy stopy dyskontowej i polegające na zwiększeniu stopy dyskontowej z tytułu trudnych do zdywersyfikowania specyficznych czynników ryzyka odnoszących się do danego przedsiębiorstwa, w tym między innymi ryzyko realizacji prognoz finansowych. Dla celów wyceny przyjęto dodatkowe dwa warianty, dla których ryzyko specyficzne zostało zwiększone odpowiednio 1 i 2 punkty procentowe.
- ♦ dyskonto za wielkość przedsiębiorstwa odzwierciedla nadwyżkową stopę zwrotu z walorów spółek publicznych o niskiej kapitalizacji. Wartość tego dyskonta przyjęto na poziomie 7,20%<sup>1</sup>.

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

### Oznaczenia użyte we wzorach występujących w raporcie

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

<sup>1</sup> <https://financiacraft.pl/premia-za-ryzyko-wielkosci/> data dostępu: 7 maja 2023 roku



budujemy zaufanie



w audycie

## G. Analiza działalności Spółki

### Podstawowy profil działalności

BONGO Międzynarodowe Usługi Pogrzebowe spółka z ograniczoną odpowiedzialnością zajmuje się transgranicznym transporcie osób zmarłych i ich prochów.

Spółka posiada szeroką gamę dostawców i odbiorców, z którymi współpracuje od wielu lat. Typowe warunki płatności dla klientów indywidualnych to zwykle płatność do dnia wykonania usługi – gotówka lub przelew, a dla firm kredyt kupiecki z terminem płatności od 14 do 30 dni. W poniższej tabeli znajduje się jedenastu największych dostawców z 2022 roku, wraz z dostarczonymi produktami, które Spółka wykorzystuje w podstawowej działalności operacyjnej.

Tabela 4 Jedenastu największych dostawców w 2022 roku.

Dostawcy	Produkt
BROTEX	Kapy do sarkofagów i trumien
Ciefol	Worki na zwłoki
DREW-SAL	Sarkofagi, trumny i urny drewniane
Expo Plan sp. z o.o.	Trumny oraz krzyże drewniane
Funeral Products B.V.	Urny
Haarlem sp. z o.o.	Krzyże oraz trumny drewniane
MS Construction sp. z o.o.	Akcesoria do trumien
Print a Plate	Tabliczki do trumien
Sestal S.C.	Blacha do trumien metalowych
STEPEX	Akcesoria funeralne (krzyże, antaby, zakrętki)
Usługi Krawieckie Alina Resicka	Worki lotnicze oraz koszule pośmiertne

Źródło: dane Spółki

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

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

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

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS

An International Network of  
Professional Accounting Firms



budujemy zaufanie

w audycie

Natomiast w tabeli poniżej zaprezentowani są najwięksi odbiorcy z 2022 roku. Ponadto Spółka współpracuje z zakładami pogrzebowymi z kraju i z zagranicy, a także z klientami indywidualnymi.

Tabela 5 Sześciu największych odbiorców w 2022 roku.

Odbiorcy 2022
Bestattungen Lichtblick
Euro Center
Europ Assistance
Global Assistnace
Inter Partner Assistance
ISON Assistance

Źródło: dane Spółki

BONGO Międzynarodowe Usługi Pogrzebowe spółka z ograniczoną odpowiedzialnością jest spółką działającą na rynkach międzynarodowych. Dzieląc rynki zbytu według państw można wyróżnić: Polskę, Niemcy, Anglię, Włochy, Hiszpanię, Francję, Belgię, Holandię, Austrię, Grecję, Dominikę.

Spółka współpracuje z następującymi podwykonawcami:

- ◆ Crossin World Group SL - Hiszpania
- ◆ Bestattungen Lichtblick - Niemcy
- ◆ Bergen Funeral Home - USA
- ◆ REDA REFSW - Egipt
- ◆ EVERCARE - Tajlandia
- ◆ Anubis Assistance - Francja
- ◆ Zega Funeraria Officia - Włochy
- ◆ MK Funeral Assistance - Grecja
- ◆ OGF Asistance - Francja
- ◆ Bestattung Wien - Austria

4AUDYT sp. z o.o.

ul. Kochanowskiego 24/1  
60-846 Poznań

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

w. [www.4audyt.pl](http://www.4audyt.pl)  
e. [biuro@4audyt.pl](mailto:biuro@4audyt.pl)

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS

**An International Network of  
Professional Accounting Firms**



budujemy zaufanie



w audycie

### Wybrane aspekty analizy ekonomiczno-finansowej

Przychody Spółki w okresie 2020 – 2022 zwiększyły się z 7,1 mln zł do 8,7 mln zł (średnioroczne tempo wzrostu – CAGR 11%). Źródłem przychodów było głównie świadczenie usług pogrzebowych. We wszystkich analizowanych latach Spółka generowała zyski na poziomie podstawowej działalności operacyjnej (EBIT) oraz zysk netto na poziomie całej Spółki. Pozostała działalność operacyjna w latach 2020 – 2022 miała znaczący wpływ na kształtowanie EBIT. Istotnymi pozycjami pozostałych przychodów operacyjnych były otrzymane dotacje. Spółka z tytułu dotacji rozpoznała 28 tys. zł w roku 2020, 362 tys. zł w 2021 roku, a w 2022 roku przychody z tytułu dotacji wyniosły 281 tys. zł. W analizowanych latach działalność finansowa nie miała istotnego wpływu na kształtowanie wyniku finansowego.

W związku z przekształcenia spółki cywilnej w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością uchwałą wspólników z dnia 28 października 2021 roku, w historycznych danych wykorzystano:

- ♦ za 2020 rok dane finansowe poprzednika prawnego „BONGO” Międzynarodowe Usługi Pogrzebowe s.c. Tomasz Salski, Marek Cichewicz,
- ♦ za 2021 rok dane finansowe zostały przedstawione łącznie, tzn. spółki BONGO” Międzynarodowe Usługi Pogrzebowe s.c. Tomasz Salski, Marek Cichewicz oraz spółki BONGO Międzynarodowe Usługi Pogrzebowe spółka z ograniczoną odpowiedzialnością,
- ♦ za 2022 rok dane finansowe dotyczące BONGO Międzynarodowe Usługi Pogrzebowe spółka z ograniczoną odpowiedzialnością.

Zgodnie z informacją uzyskaną od Zarządu, Spółka w 2021 roku zintensyfikowała współpracę z firmami z branży ubezpieczeniowej co doprowadziło do wydłużenia okresu rotacji należności.

4AUDYT sp. z o.o.

ul. Kochanowskiego 24/1  
60-846 Poznań

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

w. [www.4audyt.pl](http://www.4audyt.pl)  
e. [biuro@4audyt.pl](mailto:biuro@4audyt.pl)

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS

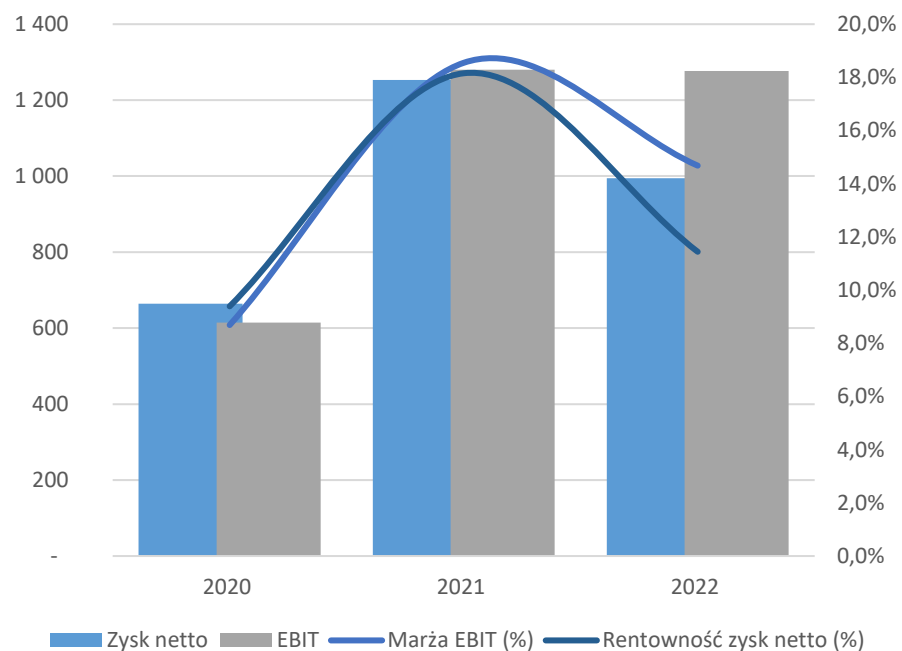
**An International Network of  
Professional Accounting Firms**



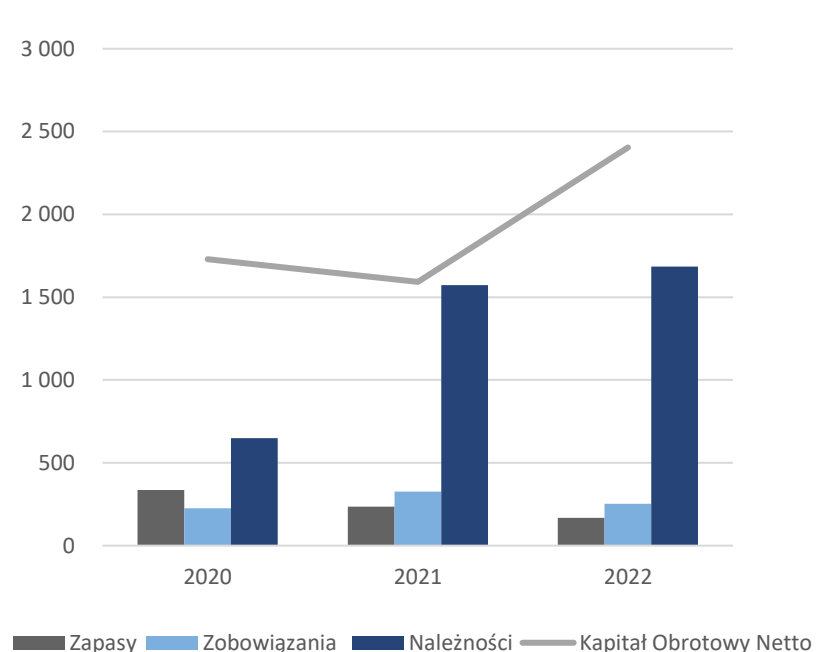
# budujemy zaufanie

w audycie

Wyniki i rentowność



Kapitał Obrotowy Netto (tys. zł)



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

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

w. [www.4audyt.pl](http://www.4audyt.pl)  
e. [biuro@4audyt.pl](mailto:biuro@4audyt.pl)

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS

An International Network of  
Professional Accounting Firms





**budujemy zaufanie**  
w audycie

**Podstawowe wskaźniki finansowe Spółki**

Tabela 6 Wybrane wskaźniki finansowe Spółki w okresie 2020-2022

Wybrane wskaźniki finansowe	Formuła liczenia	DANE HISTORYCZNE		
		2020	2021	2022
Przychody ze sprzedaży (tys. zł)	-	6 780	6 904	8 654
EBIT (w tys. zł)	-	614	1 281	1 276
<b>Dynamika</b>				
Dynamika zmian przychodów ze sprzedaży	przychody ze sprzedaży (t) / przychody ze sprzedaży (t-1)-1	-	2%	25%
Dynamika zmian zysku EBIT	EBIT (t) / EBIT (t-1) - 1	-	108%	0%
<b>Rentowność</b>				
Rentowność brutto na sprzedaży	zysk (strata) ze sprzedaży / przychody ze sprzedaży	7%	13%	11%
Rentowność EBIT	EBIT/przychody ze sprzedaży	9%	19%	15%
Rentowność netto	wynik netto/przychody ze sprzedaży	10%	18%	11%
Rentowność kapitałów własnych	zysk netto/kapitał własny bez wyniku finansowego bieżącego roku	89%	104%	81%
Rentowność aktywów	zysk netto/aktywa ogółem	27%	36%	35%
<b>Zadłużenie</b>				
Współczynnik zadłużenia	kapitał obcy/kapitały ogółem	43%	30%	22%
<b>Płynność</b>				
Wskaźnik płynności bieżącej	(aktywa obrotowe - krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe)/ zobowiązania krótkoterminowe	5,8	4,0	6,7
Wskaźnik płynności szybkiej	(aktywa obrotowe - krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe - zapasy)/ zobowiązania krótkoterminowe	4,9	3,6	6,3
Kapitał obrotowy netto (w tys. zł)	aktywa obrotowe – zobowiązania bieżące	1 729	1 592	2 404

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki



budujemy zaufanie



w audycie

## Analiza rynku

BONGO Międzynarodowe Usługi Pogrzebowe spółka z ograniczoną odpowiedzialnością funkcjonuje na rynku branży funeralnej. Rynek podzielony jest na segmenty:

- ♦ usługi tradycyjne (m.in. spopielenie, przygotowanie trumny, kwatery cmentarnej, zapewnianie karawanu do transportu zwłok na miejsce pochówku),
- ♦ natychmiastowy pochówek (znany w niektórych krajach jako bezpośrednia kremacja lub tania usługa),
- ♦ usługi upamiętniające zmarłego po kremacji lub pochowaniu.<sup>2</sup>

Autor raportu Death Care Services: Global Strategic Business Report<sup>3</sup> przewiduje wzrost CAGR rynku na poziomie 5,9 % w okresie 2022 – 2030. Największym rynkiem usług pośmiertnych są aktualnie Stany Zjednoczone, w 2022 roku wartość przychodów osiągnęła poziom 39,9 mld USD. Wiele wiodących firm w branży jest zlokalizowanych w USA oraz w krajach Azji Wschodniej, w Europie oraz Australii. Analitycy przewidują dynamiczny rozwój rynku pogrzebowego w latach 2022 – 2030, przykładowo w Chinach prognozowany jest wzrost przychodów do 24,1 mld USD w 2030 roku, przy CAGR na poziomie 7,8% w ciągu roku. Natomiast wskaźnik CAGR dla Japonii, Niemiec i Kanady wzrośnie odpowiednio o 4,9%, 5,2% i 6,1% w okresie 2022-2030. Do najważniejszych firm z branży funeralnej można zaliczyć:

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

<sup>2</sup> <https://news.wfuneralnet.com/en/market-analysis-by-types-of-funerals/> data dostępu 8 maja 2023 roku

<sup>3</sup> [https://www.researchandmarkets.com/reports/5141466/death-care-services-global-strategic-business?utm\\_source=GNOM&utm\\_medium=PressRelease&utm\\_code=29w7hl&utm\\_campaign=1829691+-Death+Care+Services+Global+Market+to+Reach+%24189.8+Billion+by+2030%3a+Environment+Friendly+Green+Burials+Rise+in+Popularity&utm\\_exec=jamu273prd](https://www.researchandmarkets.com/reports/5141466/death-care-services-global-strategic-business?utm_source=GNOM&utm_medium=PressRelease&utm_code=29w7hl&utm_campaign=1829691+-Death+Care+Services+Global+Market+to+Reach+%24189.8+Billion+by+2030%3a+Environment+Friendly+Green+Burials+Rise+in+Popularity&utm_exec=jamu273prd) data dostępu 8 maja 2023 roku

4AUDYT sp. z o.o.

ul. Kochanowskiego 24/1  
60-846 Poznań

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

w. [www.4audyt.pl](http://www.4audyt.pl)  
e. [biuro@4audyt.pl](mailto:biuro@4audyt.pl)

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS

**An International Network of  
Professional Accounting Firms**



budujemy zaufanie



w audycie

## H. Wycena Spółki – metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych

### Prognoza działalności operacyjnej

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

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

Przychody ze sprzedaży	DANE HISTORYCZNE			PROGNOZA				
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Wyszczególnienie</b>								
Przychody netto ze sprzedaży produktów i usług	5 319	6 501	8 229	8 699	9 308	9 832	10 383	11 484
Zmiana stanu produktów (zmniejszenie - wartość ujemna)	293	-	41	-	-	-	-	-
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	1 460	403	424	448	480	507	535	563
<b>PRZYCHODY OGÓŁEM</b>	<b>7 072</b>	<b>6 904</b>	<b>8 695</b>	<b>9 148</b>	<b>9 788</b>	<b>10 339</b>	<b>10 918</b>	<b>12 046</b>
dynamika r/r	-	-2,38%	25,93%	5,21%	6,99%	5,63%	5,60%	10,34%

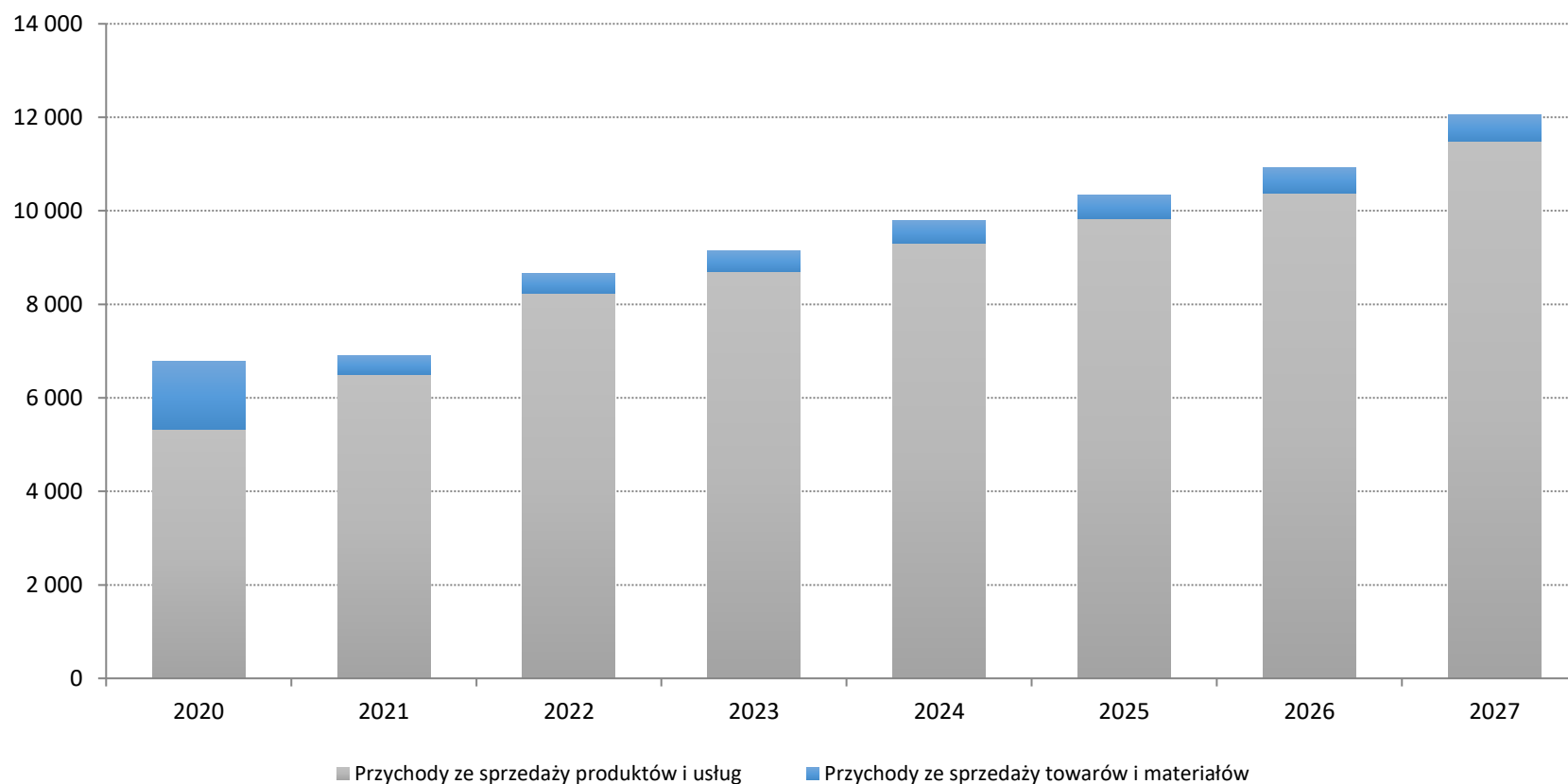
Źródło: dane Spółki



# budujemy zaufanie

w audycie

## Struktura przychodów ze sprzedaży (tys. zł)



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

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

w. [www.4audyt.pl](http://www.4audyt.pl)  
e. [biuro@4audyt.pl](mailto:biuro@4audyt.pl)

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS

An International Network of  
Professional Accounting Firms



budujemy zaufanie



w audycie

Tabela 8 Prognoza kosztów działalności operacyjnej (tys. zł)

<i>Koszty działalności operacyjnej</i>	<i>DANE HISTORYCZNE</i>			<i>PROGNOZA</i>				
<b>Wyszczególnienie</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
<b>Wartość sprzedanych towarów i materiałów</b>	<b>1 189</b>	<b>574</b>	<b>607</b>	<b>668</b>	<b>701</b>	<b>726</b>	<b>748</b>	<b>770</b>
<b>Koszty rodzajowe:</b>	<b>5 405</b>	<b>5 414</b>	<b>7 117</b>	<b>7 529</b>	<b>7 905</b>	<b>8 182</b>	<b>8 427</b>	<b>8 980</b>
Amortyzacja	156	144	111	122	129	133	137	141
Zużycie materiałów i energii	386	413	488	537	564	583	601	619
Usługi obce	3 443	3 247	4 638	4 802	5 042	5 219	5 375	5 837
Podatki i opłaty	19	18	18	20	21	22	22	23
Wynagrodzenia	540	557	651	716	752	778	801	825
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	120	114	133	147	154	159	164	169
Pozostałe koszty rodzajowe	741	920	1 077	1 185	1 244	1 287	1 326	1 366
<b>RAZEM KOSZTY OPERACYJNE</b>	<b>6 593</b>	<b>5 988</b>	<b>7 724</b>	<b>8 197</b>	<b>8 606</b>	<b>8 908</b>	<b>9 175</b>	<b>9 750</b>
dynamika r/r		-9,18%	28,99%	6,12%	5,00%	3,50%	3,00%	6,27%
<b>WYNIK NA SPRZEDAŻY</b>	<b>479</b>	<b>916</b>	<b>970</b>	<b>951</b>	<b>1 181</b>	<b>1 431</b>	<b>1 743</b>	<b>2 296</b>
dynamika r/r	-	91,30%	5,94%	-1,97%	24,19%	21,14%	21,81%	31,74%

Źródło: dane Spółki

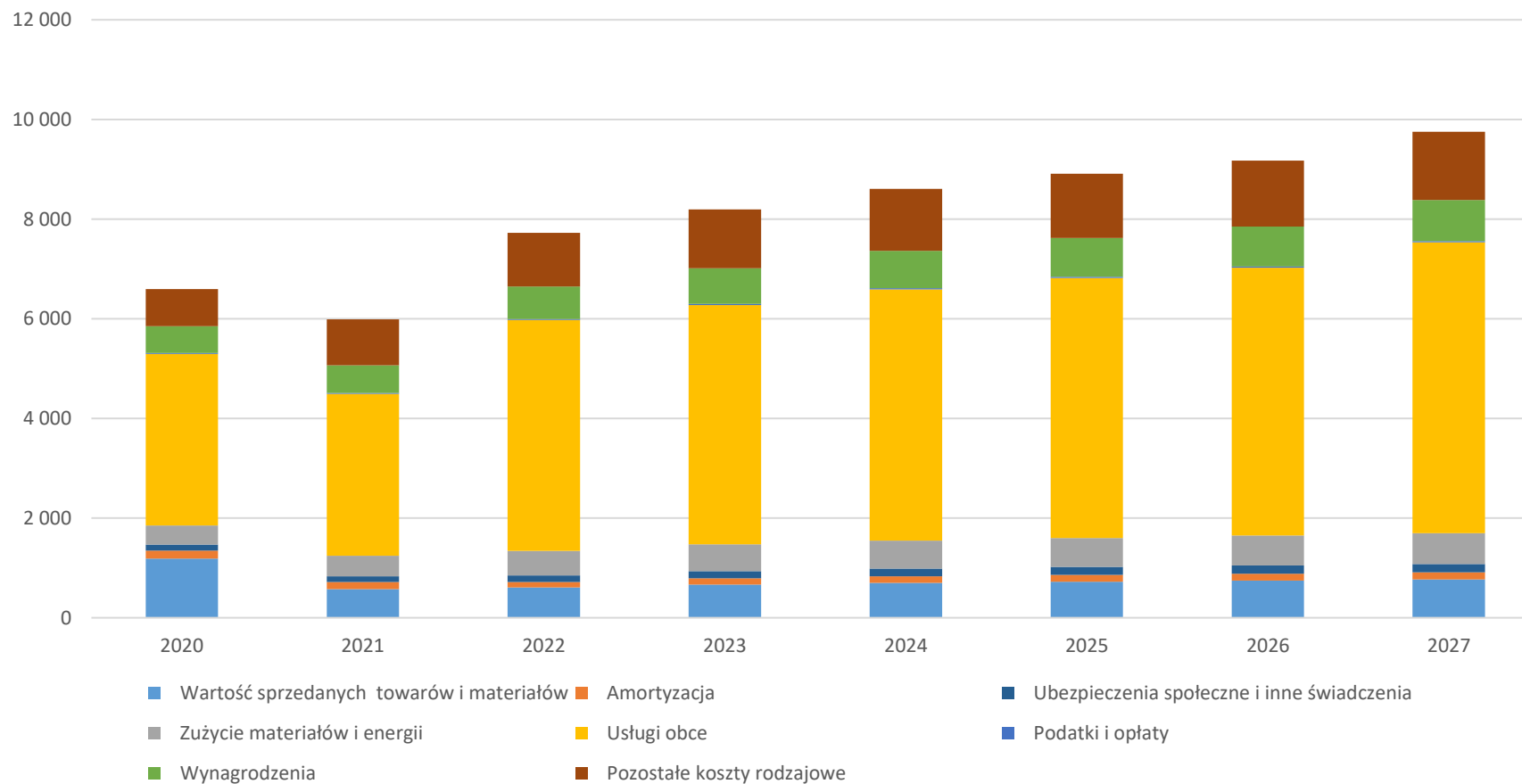
Specyficznym kosztem działalności każdego przedsiębiorstwa jest amortyzacja majątku trwałego, jako koszt niepowodujący efektywnego wpływu pieniądza z firmy, ważny zwłaszcza przy sporządzaniu rachunku przepływów pieniężnych. W analizie wykorzystano zaprognozowaną amortyzację przez Zamawiającego.



budujemy zaufanie

w audycie

Struktura kosztów działalności operacyjnej (tys. zł)

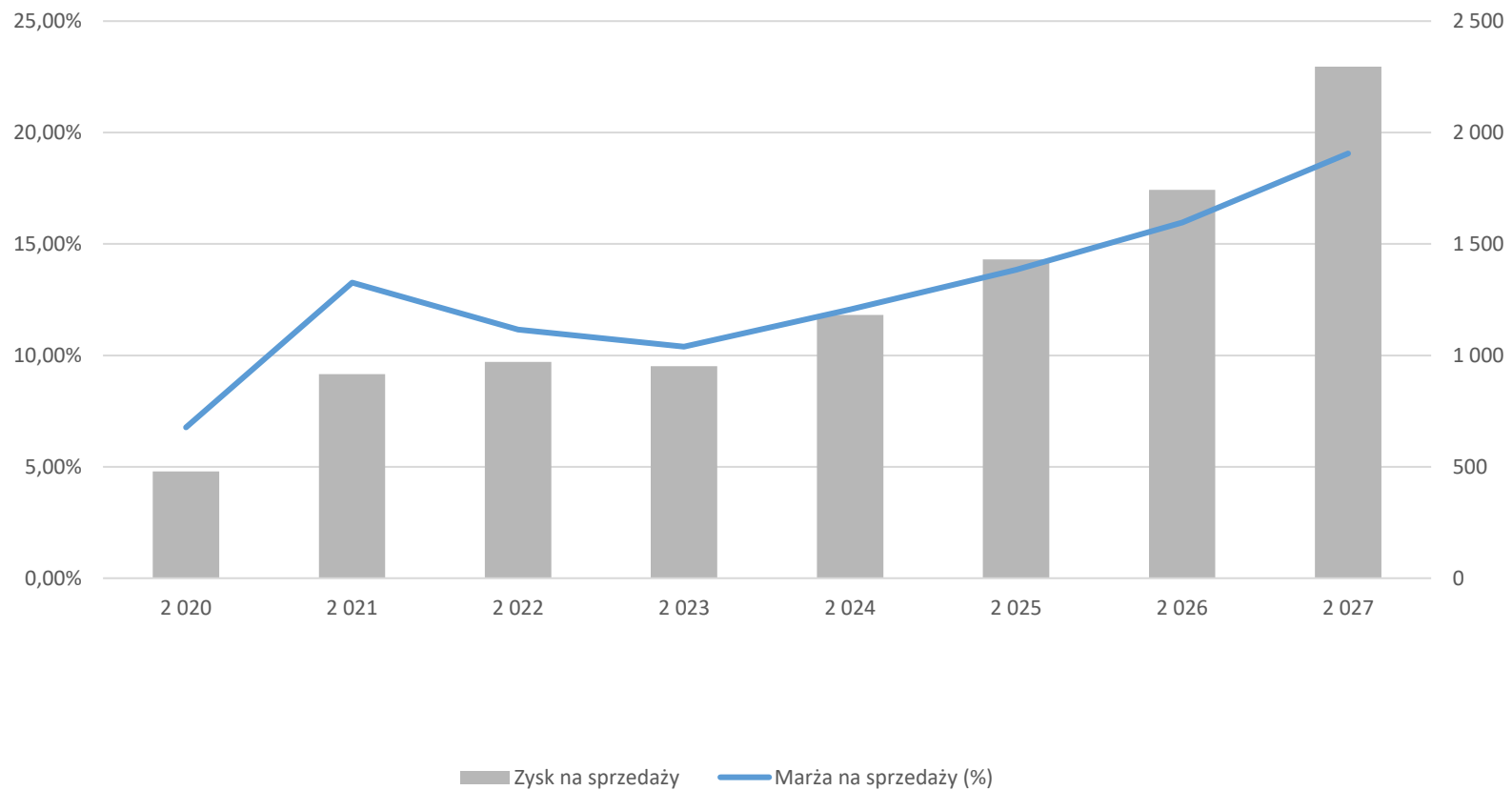




# budujemy zaufanie

w audycie

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



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

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

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

w. [www.4audyt.pl](http://www.4audyt.pl)  
e. [biuro@4audyt.pl](mailto:biuro@4audyt.pl)

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS

An International Network of  
Professional Accounting Firms



budujemy zaufanie

w audycie

Tabela 9 Nakłady inwestycyjne oraz odtworzeniowe (tys. zł)

Nakłady inwestycyjne oraz odtworzeniowe (na środki trwałe i wartości niematerialne i prawne)	PROGNOZA				
	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Wyszczególnienie</b>					
Nakłady odtworzeniowe	122	129	133	137	141
Nakłady inwestycyjne	-	-	-	-	-
<b>Inwestycje ogółem</b>	<b>122</b>	<b>129</b>	<b>133</b>	<b>137</b>	<b>141</b>

Źródło: dane Spółki

Zamawiający przedstawił informację, iż na lata 2023 – 2027 planuje ponosić nakłady odtworzeniowe na poziomie amortyzacji uzyskiwanej w danym roku prognozy.

#### Prognoza pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych oraz przychodów i kosztów finansowych

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

Tabela 10 Prognoza pozostałej działalności operacyjnej (tys. zł)

Pozostała działalność operacyjna	DANE HISTORYCZNE			PROGNOZA				
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Wyszczególnienie</b>								
Pozostałe przychody operacyjne	173	410	324	196	199	201	204	207
Pozostałe koszty operacyjne	38	46	18	20	21	22	22	23
<b>Wpływ na wynik finansowy</b>	<b>136</b>	<b>365</b>	<b>306</b>	<b>176</b>	<b>178</b>	<b>180</b>	<b>182</b>	<b>184</b>

Źródło: dane Spółki

Prognozowane pozostałe przychody operacyjne w okresie 2023 – 2027 dotyczą przed wszystkim otrzymanych dotacji, które Spółka również otrzymywała historycznie.





budujemy zaufanie

w audycie

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

<i>Działalność finansowa</i>	<i>DANE HISTORYCZNE</i>			<i>PROGNOZA</i>				
<b>Wyszczególnienie</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Przychody finansowe	56	-	-	-	-	-	-	-
Koszty finansowe	6	18	25	28	29	30	31	32
<b>Wpływ na wynik finansowy</b>	<b>50</b>	<b>-17</b>	<b>-25</b>	<b>-28</b>	<b>-29</b>	<b>-30</b>	<b>-31</b>	<b>-32</b>

Źródło: dane Spółki

#### Zadłużenie

Na Dzień Wyceny Spółka korzystała z finansowania zewnętrznego. Na zobowiązania finansowe Spółki w łącznej kwocie 371 tys. zł składały zobowiązania do:

- ♦ Łódzka Agencja Rozwoju Regionalnego na kwotę 324 tys. zł,
- ♦ Polski Fundusz Rozwoju na kwotę 47 tys. zł.

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

Tabela 12 Prognoza salda zadłużenia (tys. zł)

<i>Oprocentowanie oraz planowane saldo zadłużenia</i>	<i>DANE HISTORYCZNE</i>	<i>PROGNOZA</i>				
<b>Wyszczególnienie</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Łódzka Agencja Rozwoju Regionalnego	324	213	102	-	-	-
Polski Fundusz Rozwoju	47	-	-	-	-	-
<b>Zadłużenie ogółem</b>	<b>371</b>	<b>213</b>	<b>102</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Źródło: dane Spółki



budujemy zaufanie



w audycie

### Prognoza zmian w kapitale obrotowym

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

<i>Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy</i>	<i>DANE HISTORYCZNE</i>			<i>PROGNOZA</i>				
<b>Wyszczególnienie</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
<b>1. Aktywa obrotowe</b>	<b>986</b>	<b>1 809</b>	<b>1 853</b>	<b>1 951</b>	<b>2 084</b>	<b>2 198</b>	<b>2 316</b>	<b>2 547</b>
zapasy	337	236	167	178	187	193	199	211
należności z tytułu dostaw i usług	608	810	765	805	861	910	961	1 060
pozostałe należności	41	764	921	969	1 037	1 095	1 156	1 276
<b>2. Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>225</b>	<b>327</b>	<b>254</b>	<b>269</b>	<b>282</b>	<b>292</b>	<b>301</b>	<b>320</b>
zobowiązania z tytułu dostaw i usług	195	261	203	215	226	234	241	256
pozostałe zobowiązania	29	66	51	54	56	58	60	64
<b>3. Kapitał Obrotowy Netto (1-2)</b>	<b>761</b>	<b>1 483</b>	<b>1 600</b>	<b>1 682</b>	<b>1 802</b>	<b>1 905</b>	<b>2 015</b>	<b>2 227</b>
<b>4. Zmiana Kapitału Obrotowego Netto</b>	<b>-</b>	<b>721</b>	<b>117</b>	<b>83</b>	<b>120</b>	<b>103</b>	<b>109</b>	<b>212</b>

Źródło: dane Spółki

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

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

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



budujemy zaufanie

w audycie

Tabela 14 Cykl rotacji (w dniach)

Cykle rotacji	DANE HISTORYCZNE			PROGNOZA				
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Wyszczególnienie</b>								
Cykl rotacji zapasów	19	15	8	8	8	8	8	8
Cykl rotacji należności z tyt. DiU	31	43	32	32	32	32	32	32
Cykl rotacji pozostałych należności	2	40	39	39	39	39	39	39
Cykl rotacji zobowiązań z tyt. DiU	11	16	10	10	10	10	10	10
Cykl rotacji pozostałych zobowiązań	2	4	2	2	2	2	2	2

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki

#### Rachunek zysków i strat prognozowany

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



budujemy zaufanie

w audycie

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

Rachunek zysków i strat	DANE HISTORYCZNE			PROGNOZA				
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Wyszczególnienie</b>								
1. Przychody ze sprzedaży	7 072	6 904	8 695	9 148	9 788	10 339	10 918	12 046
2. Koszty działalności operacyjnej	6 593	5 988	7 724	8 197	8 606	8 908	9 175	9 750
<b>3. Zysk ze sprzedaży (1-2)</b>	<b>479</b>	<b>916</b>	<b>970</b>	<b>951</b>	<b>1 181</b>	<b>1 431</b>	<b>1 743</b>	<b>2 296</b>
4. Pozostałe przychody operacyjne	173	410	324	196	199	201	204	207
5. Pozostałe koszty operacyjne	38	46	18	20	21	22	22	23
<b>6. Zysk na dział. Operacyjnej (3+4-5) (EBIT)</b>	<b>614</b>	<b>1 281</b>	<b>1 276</b>	<b>1 127</b>	<b>1 359</b>	<b>1 611</b>	<b>1 925</b>	<b>2 481</b>
7. Przychody finansowe	56	-	-	0	0	0	0	0
8. Koszty finansowe	6	18	25	28	29	30	31	32
<b>9. Zysk brutto (6+7-8)</b>	<b>664</b>	<b>1 263</b>	<b>1 251</b>	<b>1 099</b>	<b>1 330</b>	<b>1 581</b>	<b>1 894</b>	<b>2 449</b>
10. Podatek dochodowy	-	10	257	209	253	300	360	465
<b>11. Zysk netto (9-10)</b>	<b>664</b>	<b>1 253</b>	<b>995</b>	<b>890</b>	<b>1 077</b>	<b>1 280</b>	<b>1 534</b>	<b>1 983</b>
<b>EBIT</b>	<b>614</b>	<b>1 281</b>	<b>1 276</b>	<b>1 127</b>	<b>1 359</b>	<b>1 611</b>	<b>1 925</b>	<b>2 481</b>
Amortyzacja	156	144	111	122	129	133	137	141
<b>EBITDA</b>	<b>771</b>	<b>1 425</b>	<b>1 388</b>	<b>1 249</b>	<b>1 488</b>	<b>1 744</b>	<b>2 062</b>	<b>2 622</b>
Efektywna stopa opodatkowania	0,00%	0,77%	20,50%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Marża EBIT (%)	8,69%	18,55%	14,68%	12,32%	13,89%	15,58%	17,63%	20,59%
Marża EBITDA (%)	10,90%	20,64%	15,96%	13,66%	15,20%	16,87%	18,89%	21,76%
<b>Rentowność zysk netto (%)</b>	<b>9,39%</b>	<b>18,15%</b>	<b>11,44%</b>	<b>9,73%</b>	<b>11,01%</b>	<b>12,39%</b>	<b>14,05%</b>	<b>16,47%</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki

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

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

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

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS

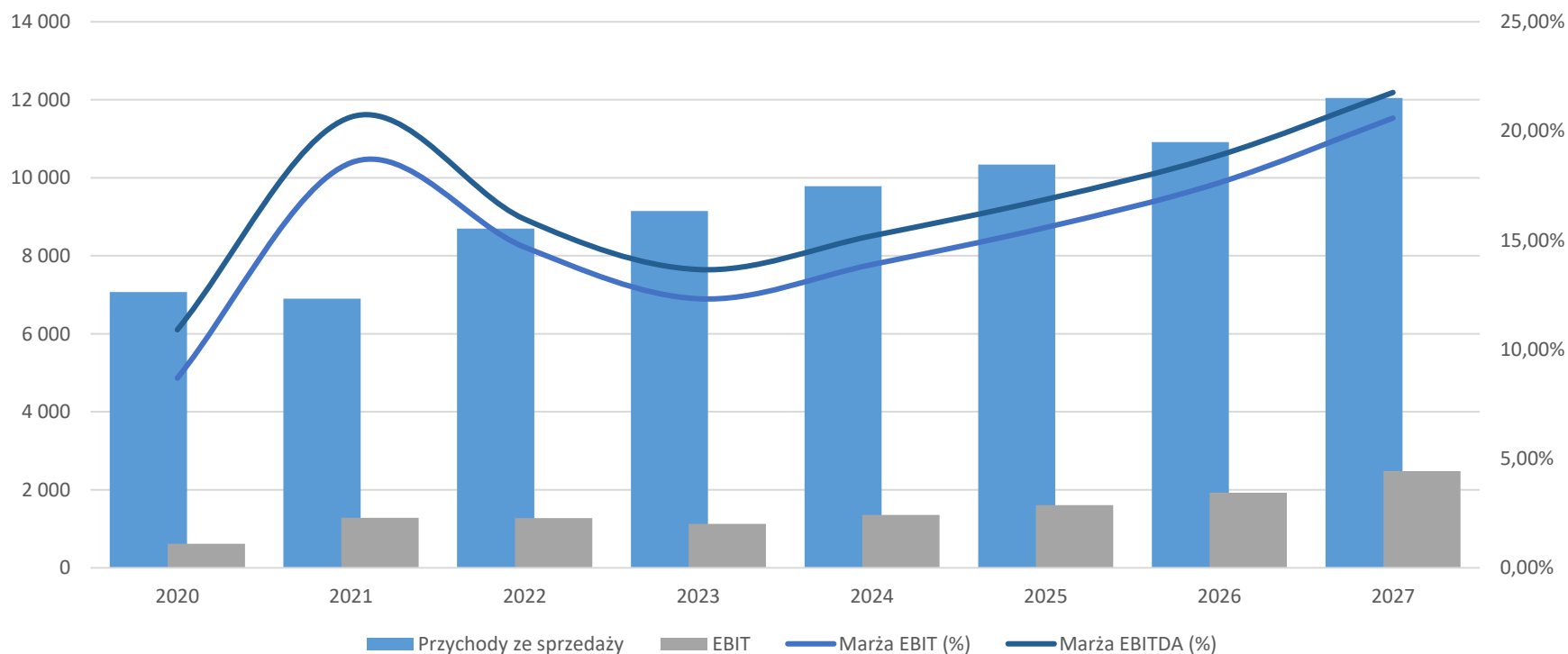
An International Network of  
Professional Accounting Firms



budujemy zaufanie

w audycie

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



Zgodnie z otrzymanymi wyjaśnieniami od Zarządu Spółki wyższy poziom marży EBIT w latach 2021 – 2022 roku wynikał przede wszystkim z rozpoznanych w 2021 roku dotacji w kwocie 362 tys. zł oraz zwiększonego poziomu przychodów wynikających z pandemii COVID19 . Spółka prognozuje w latach 2023 – 2027 uzyskiwać przychody z tytułu dotacji na niższym poziomie.

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

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

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

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS

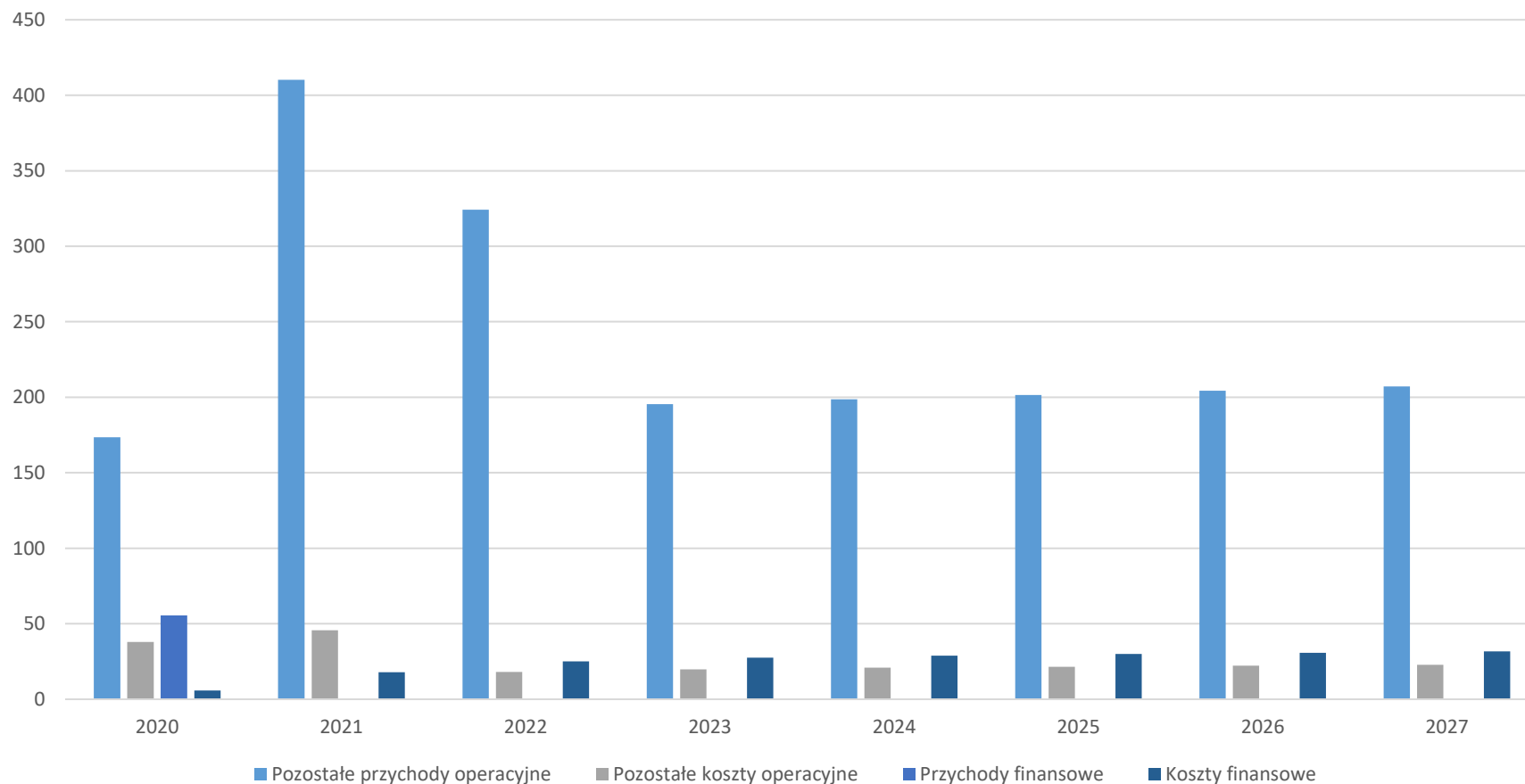
An International Network of  
Professional Accounting Firms



# budujemy zaufanie

w audycie

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



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

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

w. [www.4audyt.pl](http://www.4audyt.pl)  
e. [biuro@4audyt.pl](mailto:biuro@4audyt.pl)

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS

An International Network of  
Professional Accounting Firms



budujemy zaufanie



w audycie

**Bilans prognozowany**

Tabela 16 Bilans prognozowany (tys. zł)

<i>Bilans</i>	<i>DANE HISTORYCZNE</i>			<i>PROGNOZA</i>				
<b>Wyszczególnienie</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
<b>A. Aktywa trwałe</b>	<b>375</b>	<b>187</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>37</b>
I. Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	374	187	37	37	37	37	37	37
II. Inwestycje długoterminowe	-	-	-	-	-	-	-	-
III. Inwestycje długoterminowe	-	-	-	-	-	-	-	-
IV. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1	1	-	-	-	-	-	-
<b>B. Aktywa obrotowe</b>	<b>2 081</b>	<b>2 104</b>	<b>2 821</b>	<b>3 564</b>	<b>4 553</b>	<b>5 732</b>	<b>7 275</b>	<b>9 277</b>
I. Zapasy	337	236	167	178	187	193	199	211
II. Należności krótkoterminowe	649	1 573	1 686	1 774	1 898	2 005	2 117	2 336
- należności z tyt. dostaw i usług	608	810	765	805	861	910	961	1 060
- pozostałe należności	41	764	921	969	1 037	1 095	1 156	1 276
III. Inwestycje krótkoterminowe	1 067	262	939	1 584	2 440	3 506	4 931	6 702
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	28	33	28	28	28	28	28	28
<b>Aktywa razem</b>	<b>2 456</b>	<b>2 292</b>	<b>2 858</b>	<b>3 601</b>	<b>4 590</b>	<b>5 769</b>	<b>7 312</b>	<b>9 314</b>



budujemy zaufanie

w audycie

Tabela 17 Bilans prognozowany (tys. zł), cd

<i>Bilans</i>	<i>DANE HISTORYCZNE</i>			<i>PROGNOZA</i>				
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Wyszczególnienie</b>								
<b>A. Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>1 411</b>	<b>1 229</b>	<b>2 224</b>	<b>3 115</b>	<b>4 192</b>	<b>5 473</b>	<b>7 007</b>	<b>8 990</b>
I. Kapitał podstawowy	121	1 200	1 200	1 200	1 200	1 200	1 200	1 200
II. Kapitał (fundusz) zapasowy	626	-	29	1 024	1 915	2 992	4 273	5 807
III. Pozostałe kapitały	-	-	-	-	-	-	-	-
IV. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	-	-	-	-	-	-	-
V. Zysk (strata) netto	664	29	995	890	1 077	1 280	1 534	1 983
<b>B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>1 045</b>	<b>1 062</b>	<b>634</b>	<b>486</b>	<b>398</b>	<b>296</b>	<b>305</b>	<b>324</b>
I. Rezerwy na zobowiązania	-	-	-	-	-	-	-	-
II. Zobowiązania długoterminowe	633	371	213	102	-	-	-	-
- pozostałe zobowiązania finansowe	633	371	213	102	-	-	-	-
- pozostałe zobowiązania	-	-	-	-	-	-	-	-
III. Zobowiązania krótkoterminowe	351	512	417	380	394	292	301	320
- kredyty i pożyczki	127	185	163	111	111	-	-	-
- zobowiązania z tytułu dostaw i usług	195	261	203	215	226	234	241	256
- pozostałe zobowiązania	29	66	51	54	56	58	60	64
IV. Rozliczenia międzyokresowe	60	179	4	4	4	4	4	4
<b>Pasywa razem</b>	<b>2 456</b>	<b>2 292</b>	<b>2 858</b>	<b>3 601</b>	<b>4 590</b>	<b>5 769</b>	<b>7 312</b>	<b>9 314</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki





budujemy zaufanie

w audycie

Rachunek przepływów pieniężnych prognozowany

Tabela 18 Rachunek przepływów pieniężnych prognozowany (tys. zł)

Rachunek przepływów pieniężnych	PROGNOZA				
	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Wyszczególnienie</b>					
1. Zysk na działalności operacyjnej	1 127	1 359	1 611	1 925	2 481
2. Amortyzacja	122	129	133	137	141
3. Obowiązkowe obciążenia wyniku brutto	-209	-253	-300	-360	-465
4. Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-	-	-	-	-
5. Zmiany w kapitale obrotowym	-83	-120	-103	-109	-212
6. Inne	-	-	-	-	-
<b>A. Przepływy działalności operacyjnej</b>	<b>958</b>	<b>1 115</b>	<b>1 340</b>	<b>1 593</b>	<b>1 944</b>
1. Nabycie aktywów trwałych	-122	-129	-133	-137	-141
2. Sprzedaż aktywów trwałych	-	-	-	-	-
3. Inne	-	-	-	-	-
<b>B. Przepływy działalności inwestycyjnej</b>	<b>-122</b>	<b>-129</b>	<b>-133</b>	<b>-137</b>	<b>-141</b>
1. Zaciągnięcie/spłata kredytów i pożyczek	-163	-102	-111	-	-
2. Koszty finansowe	-28	-29	-30	-31	-32
3. Przychody finansowe	-	-	-	-	-
<b>C. Przepływy działalności finansowej</b>	<b>-191</b>	<b>-131</b>	<b>-141</b>	<b>-31</b>	<b>-32</b>
<b>D. Zmiana stanu środków pieniężnych (A+B+C)</b>	<b>645</b>	<b>856</b>	<b>1 066</b>	<b>1 425</b>	<b>1 771</b>
<b>E. Środki pieniężne na początek okresu</b>	<b>939</b>	<b>1 584</b>	<b>2 440</b>	<b>3 506</b>	<b>4 931</b>
<b>F. Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>1 584</b>	<b>2 440</b>	<b>3 506</b>	<b>4 931</b>	<b>6 702</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Spółki.



budujemy zaufanie



w audycie

Prognoza wolnych przepływów pieniężnych do wyceny

Tabela 19 Prognoza przepływów pieniężnych FCF (tys. zł)

<i>Prognoza wolnych przepływów pieniężnych (FCF)</i>	<i>PROGNOZA</i>					<i>Przepływy po okresie prognozy szczegółowej</i>
	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	
<b>Wyszczególnienie</b>						
1. Zysk z działalności operacyjnej	1 127	1 359	1 611	1 925	2 481	2 296*
2. Amortyzacja	122	129	133	137	141	141
3. Podatek dochodowy	-214	-258	-306	-366	-471	-436
4. Nakłady inwestycyjne	-122	-129	-133	-137	-141	-141
5. Zmiana kapitału obrotowego	-83	-120	-103	-109	-212	-
<b>Wolne przepływy pieniężne (FCF)</b>	<b>830</b>	<b>981</b>	<b>1 201</b>	<b>1 450</b>	<b>1 797</b>	<b>1 860</b>
<b>Wolne przepływy pieniężne, narastająco</b>	<b>830</b>	<b>1 811</b>	<b>3 013</b>	<b>4 463</b>	<b>6 259</b>	

Źródło: opracowanie własne.

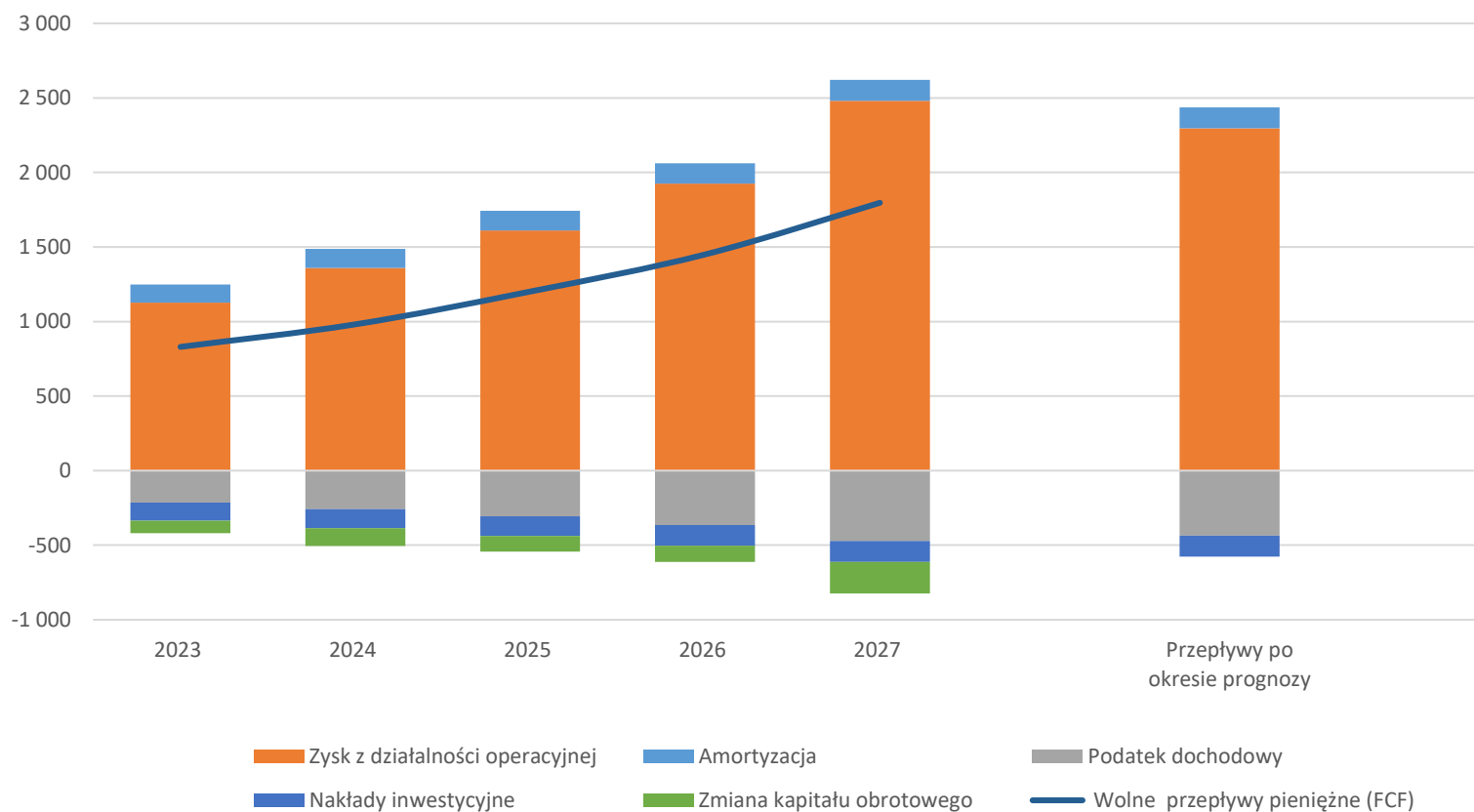
\*Mając na uwadze, iż w zysku z działalności operacyjnej w 2027 roku ujęto przychody z dotacji, do przepływów po okresie prognozy szczegółowej przyjęto zysk ze sprzedaży z roku 2027 tj. między innymi bez uwzględnienia przychodów z tyt. dotacji.



**budujemy zaufanie**

w audycie

FCF w okresie prognozy (tys. zł)



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

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

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

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS

**An International Network of  
Professional Accounting Firms**



budujemy zaufanie



w audycie

#### Oszacowanie średnioważonego kosztu kapitału (WACC) oraz stopy dyskontowej

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

Tabela 20 Struktura finansowania (tys. zł)

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

Źródło: opracowanie własne.

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

Tabela 21 Koszt kapitału własnego dla FCFE

<b>Koszt kapitału własnego - FCFE</b>						
<b>Wyszczególnienie</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>RV</b>
Stopa zwrotu wolna od ryzyka	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%
Beta odlewarowana	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37
Beta uwzględniająca stopień lewarowania	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04
Premia za ryzyko rynkowe	6,36%	6,36%	6,36%	6,36%	6,36%	6,36%
D/E	2,2464	2,2464	2,2464	2,2464	2,2464	2,2464



budujemy zaufanie

w audycie

Premia za wielkość przedsiębiorstwa	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%
<b>Ryzyko specyficzne:</b>						
- I wariant	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
- II wariant	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
- III wariant	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
<b>Koszt kapitału własnego</b>						
- I wariant	26,00%	26,00%	26,00%	26,00%	26,00%	26,00%
- II wariant	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%
- III wariant	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%

Źródło: opracowanie własne.

Stopa zwrotu wolna od ryzyka została przyjęta w wysokości 6,69%, odpowiadającej rentowności 10-letnich obligacji skarbowych na rynku wtórnym na dzień 30 grudnia 2022. W celu zwiększenia elastyczności wyceny dla ryzyka specyficznego, w tym ryzyka realizacji prognoz, przyjęto dwa dodatkowe warianty, w których ryzyko to wynosi odpowiednio 1 oraz 2 punkty procentowe. Koszt kapitału obcego uwzględnia korzyści z tarczy podatkowej na kosztach odsetkowych, obliczony z wykorzystaniem efektywnej stopy opodatkowania.

Tabela 22 Koszt kapitału obcego dla FCFF

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

Źródło: opracowanie własne.



budujemy zaufanie



w audycie

Tabela 23 Zdyskontowane przepływy gotówkowe FCFE (tys. zł)

<b>Stopa dyskontowa</b>						
<b>Wyszczególnienie</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>RV</b>
<b>WACC - wariant I</b>						
Stopa dyskontowa	12,42%	12,42%	12,42%	12,42%	12,42%	12,42%
Współczynnik dyskontujący - Wariant I	0,8895	0,7912	0,7038	0,6260	0,5568	0,5568
<b>Zdyskontowane przepływy gotówkowe</b>	<b>738</b>	<b>776</b>	<b>845</b>	<b>908</b>	<b>1 001</b>	<b>1 036</b>
<b>WACC - wariant II</b>						
Stopa dyskontowa	12,73%	12,73%	12,73%	12,73%	12,73%	12,73%
Skumulowany współczynnik dyskonta	0,8871	0,7869	0,6980	0,6192	0,5493	0,5493
<b>Zdyskontowane przepływy gotówkowe</b>	<b>736</b>	<b>772</b>	<b>838</b>	<b>898</b>	<b>987</b>	<b>1 022</b>
<b>WACC - wariant III</b>						
Stopa dyskontowa	13,04%	13,04%	13,04%	13,04%	13,04%	13,04%
Skumulowany współczynnik dyskonta	0,8846	0,7826	0,6923	0,6125	0,5418	0,5418
<b>Zdyskontowane przepływy gotówkowe</b>	<b>734</b>	<b>768</b>	<b>832</b>	<b>888</b>	<b>974</b>	<b>1 008</b>

Źródło: opracowanie własne

Wartość rezydualna oszacowana została jako wartość bieżąca znormalizowanych przepływów pieniężnych występujących po okresie prognozy finansowej, przy uwzględnieniu założeń stopy wzrostu po okresie prognozy, która została oszacowana na poziomie stopy równej zero (tzn. przy założeniu, że wpływ inflacji na przyszłe przepływy pieniężne będzie równoważony przez kurczenie się rynku). Do wyliczenia wartości rezydualnej uwzględniono przepływy pieniężne po okresie prognozy szczegółowej (1 860 tys. zł).



budujemy zaufanie



w audycie

Obliczoną na podstawie powyższych danych wartość dochodową przedsiębiorstwa pomniejszono o wartość zadłużenia według stanu na Dzień Wyceny oraz dyskonto z tytułu braku płynności w wysokości 21 %<sup>4</sup>, jako że walory Spółki nie są przedmiotem obrotu na aktywnym rynku i brak jest przez to możliwości szybkiej zmiany własności udziałów na gotówkę. Na Dzień Wyceny uznano, iż Spółka była w posiadaniu aktywów, które nie były wykorzystywane w działalności operacyjnej w postaci nadwyżki środków pieniężnych w kwocie 426 tys. zł.

Tabela 24 Wyniki wyceny metodą FCFF (tys. zł)

<b>Wycena metodą FCFF</b>			
	<b>Wariant 1</b>	<b>Wariant 2</b>	<b>Wariant 3</b>
1. Wartość bieżąca FCFF z okresu prognozy	4 268	4 232	4 196
2. Stała stopa wzrostu FCFF po okresie prognozy (q)	0,00%	0,00%	0,00%
3. Wartość rezydualna	8 337	8 025	7 729
4. Bieżąca wartość zadłużenia	376	376	376
5. Wartość dochodowa (1+3-4)	12 229	11 880	11 548
Dyskonto z tytułu braku płynności oraz braku kontroli (21,00%*5)	-2 568	-2 495	-2 425
Wartość aktywów nieoperacyjnych		426	
Dyskonto z tytułu braku płynności		-21,00%	
Wycena po dyskoncie z tytułu braku płynności	9 661	9 385	9 123
<b>Średnia arytmetyczna wartości dochodowej 100 % udziałów Spółki</b>		<b>9 815</b>	

Źródło: opracowanie własne.

W wyniku przeprowadzonych analiz ustalono, że na dzień 31 grudnia 2022 roku Wartość godziwa 100 % udziałów Spółki, tj. 12 000 udziałów Spółki wyznaczona metodą dochodową zawiera się w przedziale od 9 549 tys. zł do 10 086 tys. zł. Rekomendowana wartość godziwa 100 % udziałów Spółki określoną metodą DCF stanowi **9 815 tys. zł.**

<sup>4</sup> <https://financiacraft.pl/premia-za-plynnosc-i-dyskonto-za-brak-plynnosci/> data dostępu: 7 maja 2023 roku



# budujemy zaufanie

w audycie

## I. Analiza wrażliwości

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

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

Zmiana marży EBIT (punkty procentowe)	-2,00 p.p.	-1,00 p.p.	bez zmian	+ 1,00 p.p.	+ 2,00 p.p.
Średnia marża EBIT w okresie prognozy	14,00%	15,00%	<b>16,00%</b>	17,00%	18,00%
Wartość Spółki	9 615	9 715	<b>9 815</b>	9 916	10 016

Źródło: opracowanie własne.

Zmiana zysku z działalności operacyjnej jest dodatnio skorelowana z wynikami wyceny Spółki. Zwiększenie w okresie prognozy marży EBIT o 1 punkt procentowy, względem zakładanej w wycenie, powoduje średni wzrost rekomendowanej wyceny do wartości godziwej Spółki o 100 tys. zł. Natomiast zmniejszenie marży o 1 punkt procentowy, względem wartości zakładanej w wycenie, powoduje średni spadek rekomendowanej wyceny do wartości godziwej Spółki o 100 tys. zł.

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

Zmiana wysokości WACC (punkty procentowe)	-4,00 p.p.	-2,00 p.p.	bez zmian	+ 2,00 p.p.	+ 4,00 p.p.
WACC w okresie prognozy na poziomie	8,42% - 9,04%	10,42% - 11,04%	<b>12,42% - 13,04%</b>	14,42% - 15,04%	16,42% - 17,04%
Wartość Spółki	14 967	11 899	<b>9 815</b>	8 313	7 182

Źródło: opracowanie własne.

Zmiana średnioważonego kosztu kapitału jest ujemnie skorelowana z wynikiem wyceny Spółki. Zwiększenie średnioważonego kosztu kapitału o 2 punkty procentowe, względem poziomu oszacowanego w wycenie, prowadzi do zmniejszenia rekomendowanej wyceny do wartości godziwej Spółki o kwotę 1 503 tys. zł. Zmniejszenie średnioważonego kosztu kapitału o 2 punkty procentowe, względem poziomu zakładanego w wycenie, powoduje zwiększenie rekomendowanej wyceny do wartości godziwej Spółki o kwotę 2 084 tys. zł.

4AUDYT sp. z o.o.

ul. Kochanowskiego 24/1  
60-846 Poznań

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

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

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS

An International Network of  
Professional Accounting Firms





budujemy zaufanie



w audycie

## J. Spis tabel

Tabela 1 Dane podmiotu wycenianego .....	3
Tabela 2 Struktura własności Spółki .....	4
Tabela 3 Wyniki z wyceny 100 % udziałów Spółki (tys. zł) .....	8
Tabela 4 Jedenastu największych dostawców w 2022 roku .....	13
Tabela 5 Sześciu największych odbiorców w 2022 roku .....	14
Tabela 6 Wybrane wskaźniki finansowe Spółki w okresie 2020-2022 .....	17
Tabela 7 Prognoza przychodów z działalności operacyjnej (tys. zł) .....	19
Tabela 8 Prognoza kosztów działalności operacyjnej (tys. zł) .....	21
Tabela 9 Nakłady inwestycyjne oraz odtworzeniowe (tys. zł) .....	24
Tabela 10 Prognoza pozostałej działalności operacyjnej (tys. zł) .....	24
Tabela 11 Prognoza wyników z działalności finansowej (tys. zł) .....	25
Tabela 12 Prognoza salda zadłużenia (tys. zł) .....	25
Tabela 13 Prognoza stanów składników kapitału obrotowego netto (tys. zł) .....	26
Tabela 14 Cykl rotacji (w dniach) .....	27
Tabela 15 Rachunek zysków i strat prognozowany (tys. zł) .....	28
Tabela 16 Bilans prognozowany (tys. zł) .....	31
Tabela 17 Bilans prognozowany (tys. zł), cd. ....	32
Tabela 18 Rachunek przepływów pieniężnych prognozowany (tys. zł) .....	33
Tabela 19 Prognoza przepływów pieniężnych FCF (tys. zł) .....	34
Tabela 20 Struktura finansowania (tys. zł) .....	36
Tabela 21 Koszt kapitału własnego dla FCFF .....	36
Tabela 22 Koszt kapitału obcego dla FCFF .....	37
Tabela 23 Zdyskontowane przepływy gotówkowe FCFF (tys. zł) .....	38
Tabela 24 Wyniki wyceny metodą FCFF (tys. zł) .....	39



budujemy zaufanie



w audycie

Tabela 25 Analiza wrażliwości na zmianę wielkości marży EBIT (tys. zł).....	40
Tabela 26 Analiza wrażliwości na zmianę wysokości WACC (tys. zł).....	40

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

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

w. [www.4audyt.pl](http://www.4audyt.pl)  
e. [biuro@4audyt.pl](mailto:biuro@4audyt.pl)

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

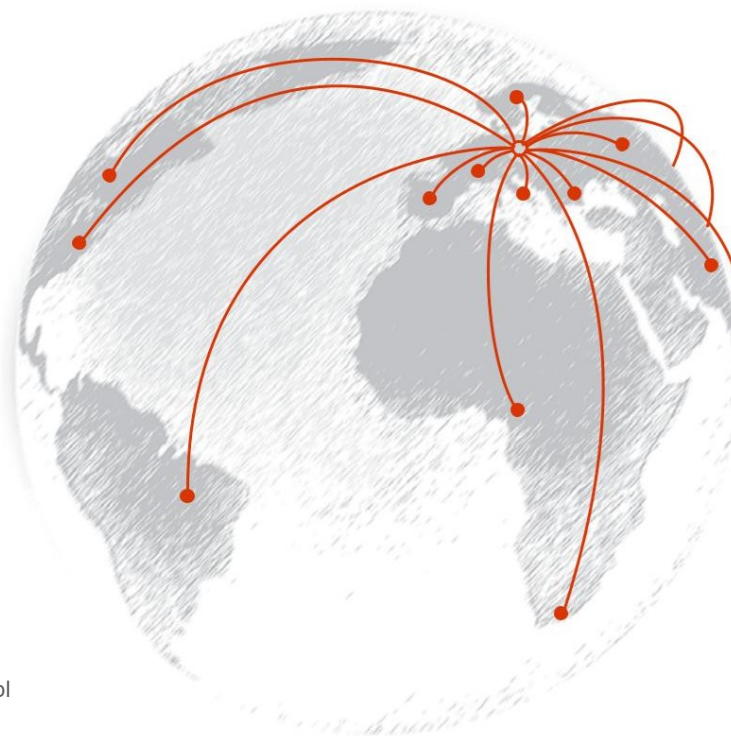
KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS

**An International Network of  
Professional Accounting Firms**

budujemy zaufanie

think global · think tgs



4AUDYT sp. z o.o.  
ul. Kochanowskiego 24/1  
60-846 Poznań  
e. [biuro@4audyt.pl](mailto:biuro@4audyt.pl)  
w. [www.4audyt.pl](http://www.4audyt.pl)

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

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

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

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

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

NIP: 7811817052  
REGON: 300821905

KRS 0000304558  
Kapitał zakładowy 100 000 PLN

Sąd Rejonowy w Poznaniu  
VIII Wydział Gospodarczy KRS