



WYCENA SPÓŁKI

EKIPA HOLDING SPÓŁKA AKCYJNA



30-201 Kraków, ul. Emaus nr 5


OPERAT SZACUNKOWY

Kraków, 25 sierpnia 2021 r.

Autor opracowania:

Wyceny dokonała Kancelaria Biegłego Rewidenta Anna Kuza i Wspólnicy Spółka komandytowa z siedzibą w Krakowie przy ul. Batorego 4/6 wpisaną na listę podmiotów uprawnionych do badania pod nr 3804, a w jego imieniu wycenę sporządziła mgr Anna Kuza
Biegły rewident
Nr 10473

Kancelaria Biegłego Rewidenta
Anna Kuza i Wspólnicy sp.k.
ul. Batorego 4/6, 31-135 Kraków
NIP 6762457379, REGON 122618599
KRS 0000427758


BIEGŁY REWIDENT
nr 10473

mgr Anna Kuza

KANCELARIA BIEGŁEGO REWIDENTA – ANNA KUZA I WSPÓLNICY SP.K.

ul. Batorego 4/6, 31-135 Kraków, tel. +48 630 98 98, fax + 48 630 98 99,
Sąd Rejonowy dla Krakowa-Śródmieścia w Krakowie Wydział XI Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego,
KRS 0000427758, NIP 6762457379, REGON 122618599,
info@kancelaria-kbr.pl, www.kancelaria-kbr.pl

PRZEDMIOT WYCENY	Przedmiotem wyceny jest spółka pod firmą EKIPA HOLDING S.A.. W ramach wyceny określono również wartość znaku towarowego (marki).
STAN PRAWNY	Spółka akcyjna
CEL WYCENY	Określenie wartości spółki pod firmą EKIPA HOLDING S.A. i wartości znaku towarowego (marki), w celu podjęcia strategicznych decyzji w związku z planowanym połączeniem z inną spółką.
WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA	252 246 972,30 zł <i>(słownie: dwieście pięćdziesiąt dwa miliony dwieście czterdzieści sześć tysięcy dziewięćset siedemdziesiąt dwa złote 30/100)</i>
DATA SPORZĄDZENIA OPERATU SZACUNKOWEGO	25 sierpnia 2021 roku
DATA, NA KTÓRĄ SPORZĄDZONO WYCENĘ	1 sierpnia 2021 roku
AUTOR OPRACOWANIA	Wyceny dokonała Kancelaria Biegłego Rewidenta Anna Kuza i Wspólnicy Spółka komandytowa z siedzibą w Krakowie przy ul. Batorego 4/6 wpisaną na listę podmiotów uprawnionych do badania pod nr 3804, a w jego imieniu wycenę sporządziła mgr Anna Kuza Biegły rewident nr 10473

Kancelaria Biegłego Rewidenta
Anna Kuza i Wspólnicy sp.k.
ul. Batorego 4/6, 31-135 Kraków
NIP 6762457379, REGON 122618599
KRS 0000427758

BIEGŁY REWIDENT
nr 10473

mgr Anna Kuza

SPIS TREŚCI

WYCIĄG Z OPERATU SZACUNKOWEGO.....	2
1. CZĘŚĆ OGÓLNA.....	4
1.1. Przedmiot wyceny.....	4
1.2. Zakres wyceny.....	4
1.3. Cel wyceny.....	4
1.4. Podstawa wyceny.....	4
1.4.1 Podstawa formalna.....	4
1.4.2. Podstawy materialno-prawne.....	4
1.4.3. Źródła danych merytorycznych.....	5
1.5. Data sporządzenia wyceny.....	5
1.5.1. Data, na którą określono wartość przedmiotu wyceny.....	5
2. CZĘŚĆ SZCZEGÓŁOWA.....	5
2.1. Opis i określenie stanu prawnego przedmiotu wyceny.....	5
2.1.1. Stan prawny.....	5
2.1.2. Opis przedmiotu wyceny.....	5
2.2. Sposób wyceny.....	7
2.2.1. Ogólna klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstw z opisem zastosowanych metod.....	8
2.2.2. Uzasadnienie dla wybranych metod wyceny.....	10
2.3. Określenie wartości przedmiotu wyceny.....	11
2.3.1. Wartość znaku towarowego (marki) metodą zdyskontowanych przepływów gotówkowych (DCF)	11
2.3.2. Wycena spółki EKIPA HOLDING S.A.	15
3. KLAUZULE I ZASTRZEŻENIA.....	20

1. CZĘŚĆ OGÓLNA

1.1. Przedmiot wyceny

Przedmiotem niniejszej wyceny jest spółka pod firmą EKIPA HOLDING S.A. z siedzibą w Krakowie (30-201), przy ul. Emaus nr 5.

1.2. Zakres wyceny

W związku z celem wyceny zakresem szacowania objęto spółkę pod firmą EKIPA HOLDING S.A.. W ramach tej wyceny określono również wartość znaku towarowego (marki) „EKIPA”.

1.3. Cel wyceny

Określenie wartości spółki pod firmą EKIPA HOLDING S.A. i w ramach tej wyceny określenie wartości znaku towarowego (marki) „EKIPA”, w celu podjęcia strategicznych decyzji w związku z planowanym połączeniem z inną spółką.

1.4. Podstawy wyceny

1.4.1. Podstawa formalna

Zleceniodawca: EKIPA HOLDING S.A.

Siedziba Zleceniodawcy: Kraków (30-201), ul. Emaus nr 5.

Zgodnie z Umową nr 10/W/2021 z dnia 28.07.2021 roku wycenę sporządzono w okresie od 01.08.2021 r. do 25.08.2021 r.

1.4.2. Podstawy materialno-prawne

- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (tekst jednolity: Dz.U. z 2021 r. poz. 217);
- Ustawa z dnia 23.04.1964 r.- Kodeks Cywilny (tekst jednolity: Dz.U. z 2020 r. poz. 1740);
- Ustawa z dnia 15.09.2000 r. – Kodeks Spółek Handlowych (tekst jednolity: Dz.U. z 2020 r. poz. 1526);
- Ustawa z dnia 30.06.2000r. Prawo własności przemysłowej (tekst jednolity: Dz.U. z 2021 r. poz. 324);
- Ustawa z dnia 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych (tekst jednolity: Dz. U. z 2021 r. poz. 1062).

1.4.3. Źródła danych merytorycznych

- dane pochodzące z przedsiębiorstwa,
- literatura fachowa dotycząca wyceny wartości przedsiębiorstw:
 - Damodaran, A. (2009) Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges, <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/younggrowth.pdf>;
 - Damodaran, A. (2012) Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset 3rd Edition, Wiley&Sons, NY.
 - Montani D., Gervasio D., Pulcini A., (2020) Sturtup Company Valuation: The State of Art. And Future Trends; Intenational Business Research; Vol. 13, No.9;
 - Panfil M., Szablewski A.: Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora, Poltext, Warszawa 2008;

1.5 Data sporządzenia wyceny

Data sporządzenia wyceny 25 sierpnia 2021 roku.

1.5.1. Data, na którą określono wartość przedmiotu wyceny

Wartość przedsiębiorstwa spółki pod firmą EKIPA HOLDING S.A. określono na dzień 1 sierpnia 2021 roku.

2. CZĘŚĆ SZCZEGÓŁOWA

2.1. Opis i określenie stanu prawnego przedmiotu wyceny

2.1.1. Stan prawny

Spółka pod firmą EKIPA HOLDING S.A. wpisana jest do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego pod nr 0000867844, prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla Krakowa-Śródmieścia w Krakowie, XI Wydział Gospodarczy KRS.

Posiada:

- numer identyfikacji podatkowej NIP 6772456252,
- numer REGON 387016544.

2.1.2. Opis przedmiotu wyceny

EKIPA HOLDING S.A. jest spółką dominującą grupy kapitałowej, w skład której wchodzi 5 spółek zależnych („Grupa Kapitałowa”), w których EKIPA HOLDING S.A. posiada kolejno:

- | | | |
|------------------------------|------|----------|
| -EKIPATONOSI Sp. z o.o. | 100% | udziałów |
| -EKIPA MANAGEMENT Sp. z o.o. | 100% | udziałów |

-EKIPA GAMES Sp. z o.o.	100%	udziałów
-PIGEON PICTURES Sp. z o.o	100%	udziałów
-EKIPA INVESTMENTS ASI Sp. z o.o.	63,75%	udziałów

EKIPA HOLDING S.A. powstała z inicjatywy największej grupy influencerów w Polsce, aby wynieść dotychczasowy biznes na wyższy poziom, poza lokalny obszar Rzeczypospolitej Polskiej bazując na ponadnormatywnej rozpoznawalności na terenie kraju RP.

Struktura organizacyjna Grupy Kapitałowej została podzielona na kilka spółek zależnych, do których zostały wprowadzone ówczesne aktywa oraz pasywa dotyczące danej działalności. Za ubiegły rok - w innej strukturze organizacyjnej - działalność pozwoliła wygenerować ok. 20 mln zł przychodu netto i 6 mln zł zysku netto. Spółka postanowiła pozyskać rundę finansowania na poziomie 10 381 000,00 zł, dzięki temu do akcjonariatu dołączyli znaczący partnerzy i inwestorzy. Spółka obecnie znajduje się w trakcie procesu połączenia. Na przełomie roku 2021 i 2022 planowane jest jej upublicznienie poprzez połączenie ze spółką notowaną na giełdzie na rynku NewConnect. Dzięki zgromadzonej rundzie finansowania będzie możliwe inwestowanie w podmioty zależne, aby te mogły swobodniej zwiększać skalę swojej działalności. Istnieje prawdopodobieństwo, że będzie to pierwsza na świecie spółka giełdowa, która wnosi na rynek wizerunek osobowy jako podstawę do dalszego rozwoju.

Przedmiot działalności

Spółka pod firmą EKIPA HOLDING S.A. została zarejestrowana w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego w dniu 5 listopada 2020 r. W założeniu nie prowadzi działalności operacyjnej, udziela licencji podmiotom zewnętrznym oraz zależnym na prawa, które zostały wytworzone przez spółki zależne, pełniąc rolę spółki dominującej Grupy Kapitałowej. Wspomaga spółki zależne kapitałowo oraz merytorycznie w zakresie prowadzonych przez nie działalności, jednocześnie realizując nadzór korporacyjny w Grupie Kapitałowej.

Długofalowe cele EKIPA HOLDING S.A.:

1. Zwiększanie skali działalności oraz konsolidowanie wyników spółek zależnych;
2. Upublicznienie poprzez połączenie ze spółką notowaną na giełdzie na rynku NewConnect;
3. Rozszerzanie i rozbudowa struktury organizacyjnej;
4. Zwiększenie uzyskiwanych przychodów z tytułu udzielanych licencji;

5. Zwiększanie świadomości społeczeństwa o projektach prowadzonych w ramach Grupy Kapitałowej;
6. Rozszerzenie zakresu działalności poprzez ekspansję na rynki międzynarodowe.

Krótkoterminowe cele spółki pod nazwą EKIPA HOLDING S.A.:

1. Doprowadzenie procesu organizacyjnego połączenia do końca.

2.2. Sposób wyceny

Do wyceny przedsiębiorstwa pod firmą EKIPA HOLDING S.A. (dalej również jako: „Przedsiębiorstwo”) zastosowano metodę majątkową skorygowanych aktywów netto. Natomiast do wyceny znaku towarowego (marki) zastosowano metodę dochodową zdyskontowanych przepływów gotówkowych (DCF).

W opracowaniu zaprezentowano bilans na dzień 01.08.2021 roku oraz prognozy na lata 2021-2025 bazujące na prognozach rozwoju sytuacji rynkowej oraz sytuacji makroekonomicznej, ze szczególnym uwzględnieniem sektora, w którym działa EKIPA HOLDING S.A. Zasadniczą część opracowania stanowi omówienie zastosowanych metod wyceny umożliwiających oszacowanie wartości przedsiębiorstwa w oparciu o przyjęte kryteria. W trakcie prac nad oszacowaniem wartości Przedsiębiorstwa wykorzystano dostępne dane makroekonomiczne oraz informacje uzyskane od Zarządu EKIPA HOLDING S.A. Założono, że wszystkie te informacje są prawdziwe i rzetelne oraz odzwierciedlają stan faktyczny oraz najlepszą wiedzę Zarządu EKIPA HOLDING S.A. co do kształtowania się przyszłych relacji ekonomiczno- finansowych Przedsiębiorstwa.

Wycenę sporządzono z należytą rzetelnością, jednak należy zwrócić uwagę na fakt, że wszelkie opracowania dotyczące wyceny podmiotów gospodarczych niosą za sobą ryzyko popełnienia błędu wynikającego z subiektywizmu ocen wyprowadzonych przez Wyceniającego bądź też ocen zawartych w cytowanych materiałach źródłowych, czy też braku wiedzy o zjawiskach i zdarzeniach dotyczących wycenianego podmiotu, a nie przekazanych Wyceniającemu w trakcie zbierania materiałów informacyjnych.

Przedmiotową wycenę Autor opracowania sporządził z należytą starannością. Jednakże Wykonawca Autor opracowania, ani żaden z członków zespołu dokonującego wyceny nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek błędy i pominięcia w związku z realizacją przedmiotowej wyceny (wyłączając odpowiedzialność za szkodę wyrządzoną umyślnie, jak również na wskutek rażącego niedbalstwa).

Wyliczenia przeprowadzono z pełną dokładnością arkusza kalkulacyjnego, dlatego mogą wystąpić pewne rozbieżności w tabelach prezentujących rezultaty kalkulacji wynikające z zaokrągleń, które nie mają wpływu na poprawność oszacowanej wartości Przedsiębiorstwa.

Wycenę sporządzono w złotych (PLN) chyba, że inaczej zaznaczono w treści opracowania.

2.2.1. Ogólna klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstw z opisem zastosowanych metod

Klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstw, sporządzona została w związku z koniecznością zgrupowania istniejących podejść charakteryzujących się różnymi cechami, a także kwestią samej wartości przedsiębiorstwa. Z uwagi na dyskusyjny i niejednoznaczny charakter samej kategorii wartości i różne rozumienie procesu wyceny spotykane w teorii klasyfikacje różnią się zarówno pod względem znaczenia używanych terminów, jak i liczby wyszczególnianych metod oraz „ostrością” klasyfikacji.

Wszystkie znane metody można podzielić na metody majątkowe i dochodowe, reprezentujące odmienne filozofie, które mimo, iż korzystają z różnych danych (historycznych i prognostycznych), powinny w końcowym efekcie przy zachowaniu należytej staranności w przeprowadzaniu całego procesu oraz obiektywizmu założeń w modelu przychodowym dać podobne wyniki. Zgodnie z podejściem majątkowym, wartość przedsiębiorstwa jest równa posiadanemu przez nie majątkowi. Istotą z kolei metod dochodowych jest z kolei określenie wartości przedsiębiorstwa na podstawie przyszłych niepewnych dochodów, które przedsiębiorstwo będzie przynosić w założonym okresie czasu.

Powszechnie znanym podziałem jest odpowiadający przypisaniu poszczególnych metod do grup w zależności od przedmiotu wyceny, w którym oprócz powszechnie uznawanych grup metod majątkowych i dochodowych wyróżnia również grupę metod mieszanych, porównawczych oraz niekonwencjonalnych. Wyróżnia się następujące metody:

- metody majątkowe,
- metody dochodowe,
- metody mieszane,
- porównawcze,
- niekonwencjonalne.

METODA MAJĄTKOWA – METODA SKORYGOWANYCH AKTYWÓW NETTO

Metoda ta zakłada, że wycena po koszcie historycznym oraz zapisy księgowe badanego przedsiębiorstwa nie zawsze odzwierciedlają we właściwy sposób wartość kapitałów własnych.

Skorygowane aktywa netto to wartość wszystkich aktywów netto po przecenie, aktualizacji tych pozycji bilansu, które zostały uznane za nieadekwatne do aktualnej sytuacji rynkowej. Aktualizacja najczęściej dotyczy: wartości

niematerialnych i prawnych, wartości nieruchomości i prawa wieczystego użytkowania gruntów, nominalnej wartości udziałów w innych spółkach, wartości zapasów, należności (pod kątem ich windykacji), zobowiązań (pod kątem konieczności kalkulacji karnych odsetek). Wycena majątku według metody skorygowanych aktywów netto zorientowana jest na prezentację wartości substancji majątkowej, a nie na uzyskiwanie z niej korzyści. Podstawową zaletą tej metody jest realność wyników i możliwości ich pełnego udokumentowania.

Założenia metody zdyskontowanych przepływów gotówkowych (DCF) - do wyceny znaku towarowego (marki)

Metoda ta należy do tzw. **metod dochodowych**, czyli szacujących wartość marki na podstawie dochodów przez nią wygenerowanych w stosunku do dochodów, jakie można osiągnąć, oferując podobny produkt, ale nie oznaczony marką. Efekty finansowe związane z posiadaniem silnej marki są określone za pomocą przyszłych przepływów gotówkowych. Ryzyko uznania tych efektów jest uwzględnione przez dostosowanie do niego kosztu kapitału (współczynnik dyskontowy) lub określenie przepływów gotówkowych dla różnych scenariuszy. Wartość marki jest w tym ujęciu równa wartości bieżącej (PV) zdyskontowanych przyszłych przepływów gotówkowych. Ogólny wzór na wartość marki przedstawia się następująco:

$$PV = -E + \frac{c_1}{(1+k)} + \frac{c_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{c_n}{(1+k)^n}$$

gdzie: PV – obecna wartość marki;

E - spodziewane wydatki związane z marką (jeżeli nie są uwzględnione w przepływach);

c - dodatkowe przepływy gotówkowe związane z marką;

k - koszt kapitału.

Istnieje szereg odmian wyceny marki metodą dochodową DCF. Podstawowa różnica między nimi polega na sposobie wydzielenia z przepływów gotówkowych generowanych przez firmę tych, które związane są z marką, oraz sposobie obliczenia współczynnika dyskontowego. Do wyceny marki zastosujemy sposób metodologiczny firmy Brand Finance plc. Metoda Brand Finance wydziela z przepływów „markowych” generowanych przez firmę część „przypadającą” na zaangażowane w przedsięwzięcie aktywa materialne. Z pozostałych przepływów, które są efektem zaangażowania wszystkich aktywów niematerialnych, następuje wydzielenie tych, które są generowane dzięki marce. Tego typu wycena oparta jest na przepływach gotówkowych dla ok. 5-10 lat. Zwykle dla ostatniego roku obliczana jest dodatkowo wartość rezydualna, co oznacza przyjęcie założenia, że efekty osiągnięte dzięki marce będą generowane w nieskończoność. Jest to założenie wiarygodne o tyle,

że w wypadku dobrze zarządzanej marki jej żywotność rynkowa może być nieograniczona.

Przykładowa procedura wycena marki składa się z następujących faz:

Faza 1. Analiza rynku, której celem jest określenie siły marki i identyfikacja obecnych i przyszłych warunków rynkowych;

Faza 2. Przygotowanie prognozy przepływów generowanych w związku z marką;

Faza 3. Wydzielenie spośród wszystkich przepływów generowanych dzięki sprzedaży „markowych” produktów (towarów lub usług) tych, które nie są związane z zaangażowaniem aktywów materialnych;

Faza 4. Wydzielenie z przepływów związanych z zaangażowaniem aktywów niematerialnych tych, które są efektem stosowania marki;

Faza 5. Analiza ryzyka związanego z marką w celu określenia współczynnika beta marki, potrzebnego do obliczenia współczynnika dyskontowego;

Faza 6. Przeprowadzenie wyliczeń wartości bieżącej netto przepływów.

Inną metodą jest metoda zaproponowana przez Barucha Leva. Jej istotą jest zestawienie dochodów firmy z aktywami, które je generują. Wyliczenia bazują na zwrocie uzyskanym na aktywach, przy wykorzystaniu zasady stałej kapitalizacji.

Krok 1 - obliczamy przeciętne roczne zyski firmy; może to być np. średnia arytmetyczna z 3 ostatnich lat i projekcji finansowych dla 3 kolejnych,

Krok 2 - obliczamy zwrot, jaki osiągnęła firma na zaangażowanych aktywach finansowych,

Krok 3 - obliczamy zwrot, jaki osiągnęła firma na zaangażowanych aktywach finansowych,

Krok 4 - obliczamy, ile z wygenerowanego zysku przypada na aktywa nie odzwierciedlone w bilansie przedsiębiorstwa. Lev nazywa tę nadwyżkę zyskami z kapitału wiedzy; zyski te są dzielone przez spodziewaną kwotę zwrotu na aktywach wiedzy,

Krok 5 - wykorzystując wzór:

$$\frac{\text{Zysk z kapitału wiedzy}}{\text{Stopa dyskonta do kapitału wiedzy}}$$

2.2.2. Uzasadnienie wybranych metod wyceny

Do wyceny Przedsiębiorstwa zastosowano metodę majątkową skorygowanych aktywów netto. Natomiast do wyceny znaku towarowego (marki) zastosowano metodę dochodową zdyskontowanych przepływów gotówkowych (DCF).

Wybór ten został podyktowany faktem, iż zastosowanie wskazanych metod jest najbardziej adekwatne do charakteru działalności wycenianego podmiotu, jak i dostępnością materiałów bazowych do przeprowadzenia niezbędnych wyliczeń.

Dobór metody wyceny uzależniony jest od kilku zmiennych. Należą do nich cel wyceny, jej przedmiot oraz kontekst gospodarczy. Zachowanie minimum poprawności metodologicznej w szacowaniu wartości przedsiębiorstwa wymaga uwzględnienia wszystkich powyższych czynników wraz z ich oceną i korektą w postaci ryzyka związanego z wystąpieniem odchyłeń od założeń wyjściowych. Zastosowanie metody wyceny powinny mieć ponadto źródło w różnych modelach wyceny, tak aby uniknąć pozornej zbieżności otrzymanych wyników, będącej rezultatem przyjęcia jednego schematu myślowego i doboru jednorodnych wskaźników.

Jednocześnie na etapie analizy doboru optymalnych metod wyceny Autor opracowania przeanalizował zasadność zastosowania innych metod wycen.

Z uwagi na fakt, iż EKIPA HOLDING S.A. funkcjonuje w strukturze holdingowej posiadając udziały w innych podmiotach oraz nie prowadzi sama w sobie działalności gospodarczej z wyjątkiem działalności przynależnej holdingom wycenę EKIPA HOLDING S.A. dokonano metodą majątkową skorygowanych aktywów netto. Ponadto podstawą jej rozwoju jest jej wizerunek osobowy, czyli marka pod nazwą „EKIPA”.

W wycenie metodą skorygowanych aktywów netto wielkości wartości niematerialnych i prawnych z bilansu skorygowano o wartość znaku towarowego (marki).

W warunkach nowej ekonomii czynniki niematerialne odgrywają decydującą rolę w procesie tworzeniu wartości. W rezultacie kapitał intelektualny stanowi coraz większą część wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Fakt ten nie znajduje jednak odzwierciedlenia w sprawozdaniach finansowych, których użyteczność jako źródło informacji o rzeczywistej wartości firm systematycznie spada. W konsekwencji na przestrzeni ostatnich kilkunastych lat można zaobserwować ciągle powiększenie różnicy pomiędzy wartościami rynkową a księgową. Kapitał intelektualny określa całkowity zasób czynników, stanowiących niematerialne źródła wartości w przedsiębiorstwie takie jak: marka, know-how, relacje itp.

2.3. Określenie wartości przedmiotu wyceny

2.3.1 Wartość znaku towarowego (marki) metodą zdyskontowanych przepływów gotówkowych (DCF)

Faza 1. Określenie (szacowanie) przychodów dla 5 kolejnych lat – prognozy zostały zaprezentowane w tabeli poniżej.

WSTĘPNE DANE / Szacunkowe koszty, przychody, zysk

ROK	KOSZTY	PRZYCHODY	ZYSK/STRATA
2021	2 mln zł	3 mln zł	1 mln zł
2022	3,5 mln zł	12 mln zł	8,5 mln zł
2023	9 mln zł	30 mln zł	21,0 mln zł
2024	20 mln zł	60 mln zł	40,0 mln zł
2025	40 mln zł	120 mln zł	80,0 mln zł

Faza 2- Wydzielenie z przepływów wartości dodanej dzięki marce

W wycenie posłużono się badaniami Leva jako źródło B. Lev, Seeing is believing: a better approach to estimating knowledge capital, „CFO Magazine”, www.stern.nyu.edu/-blev /. Profesor Lev badał, która z trzech kategorii: cash flow, tradycyjne zyski, zyski z wiedzy jest najbardziej skorelowana ze zwrotem na kapitale własnym. Okazało się, że korelacja pomiędzy zwrotem na kapitale własnym i cash flow wynosi 11%, dla tradycyjnych zysków współczynnik wynosi 29%, a dla zysków z wiedzy aż 53%.

Faza 3- Obliczenie współczynnika dyskonta

W celu obliczenia stopy dyskonta dla kapitału wiedzy posłużono się badaniami Leva (źródło j.w.). Wynika z nich, że stopa dyskonta dla kapitału wiedzy na poziomie 10,5% wydaje się być uzasadniona, w porównaniu ze stopami dla aktywów finansowych na poziomie 4,5% i dla aktywów fizycznych 7%.

Faza 4. Przeprowadzenie wyliczeń wartości bieżącej netto przepływów.

Faza 5. Zakładamy, że marka będzie przynosiło dochody takie, jak w ostatnim roku prognozy w nieskończoność.

Konieczne jest tu przybliżenie konstrukcji współczynnika dyskonta dla tzw. okresu wartości rezydualnej. Wszystkie wielkości z tego okresu, zgodnie z założeniami, są stałe i wyznaczone przez wartości z ostatniego okresu szczegółowej prognozy. Traktujemy je więc na zasadzie renty wieczystej. Wartość dzisiejszej renty wieczystej ustala się, dzieląc jej wielkość przez stopę dyskonta.

$$PVP = \frac{P}{WACC}$$

gdzie: PVP- wartość dzisiejsza renty wieczystej (*present value of perpetuity*);

P- renta wieczysta (*perpetuity*).

Z ustaleń wynika, że współczynnik dyskonta dla renty wieczystej ma postać:

$$DF = \frac{1}{WACC}$$
$$DF = \frac{1}{0,105} = 9,523809524$$

Po zdyskontowaniu renty wieczystej (na koniec roku piątego) dodatkowo uzyskaną wielkość zdyskontujemy w okresie 5 lat, aby wyrazić jej wartość, tak jak wszystkich pozostałych cash flow, na dzień dzisiejszy (dzień wyceny). Dlatego też dodatkowo przemnażamy ją, tak jak czyniliśmy powyżej, przez współczynnik dyskonta ustalony dla 5 lat.

$$DF_{2025} = \frac{1}{(1 + 0,105)^5} = 0,606999886$$

Ostatecznie sprowadzenie przyszłej wartości FCF z okresu kontynuacji do jej wartości dzisiejszej wymaga przemnożenia jej przez dwa współczynniki dyskonta: DF dla renty wieczystej (DF_{rw}) i DF dla okresu pięcioletniego (DF_{2025}):

$$DF_{rw} \times DF_{2025} = 9,523809524 \times 0,606999886 = 5,781$$

Zatem wartość dzisiejsza wolnych przepływów pieniężnych z okresu wartości rezydualnej wyniesie ostatecznie 198 542 664,00 zł.

$$DCF = 34\,344\,000,00 \times 5,781 = 198\,542\,664,00 \text{ zł}$$

Analogicznie postępujemy w przypadku przepływów gotówkowych z pozostałych lat okresu pięcioletniego i okresu wartości rezydualnej. Znając zdyskontowane wartości wszystkich przyszłych cash flow (zarówno tych z okresu wyraźnej prognozy, jak i z okresu kontynuacji), możemy je zsumować i zgodnie z metodologią wyceny DCF – wyznaczyć wartość znaku towarowego (marki) „EKIPA”.

Poniższa tabela przedstawia wyliczenie wartości marki (znaku towarowego) przy następujących założeniach:

- dochody gotówkowe firmy związane z marką znane są dla 5 kolejnych lat,
- wymagany zwrot na zaangażowanych aktywach trwałych jest określony na poziomie zwrotu z inwestycji wolnej od ryzyka i wynosi 0%,
- udział marki w tworzeniu wartości dodanej wynosi 53%,
- działalność firmy jest finansowana kapitałem własnym,
- zakładamy, że marka będzie przynosiła dochody takie, jak w ostatnim roku prognozy w nieskończoność.

Wyszczególnienie	Rok 2021	Rok 2022	Rok 2023	Rok 2024	Rok 2025
Sprzedaż netto	3 000 000	12 000 000	30 000 000	60 000 000	120 000 000
Koszt operacyjny	2 000 000	3 500 000	9 000 000	20 000 000	40 000 000
Zysk operacyjny	1 000 000	8 500 000	21 000 000	40 000 000	80 000 000
Zaangażowane aktywa materialne	0	0	0	0	0
Wymagany zwrot na aktywach materialnych (0%)	0	0	0	0	0
Ekonomiczna wartość dodana	1 000 000	8 500 000	21 000 000	40 000 000	80 000 000
Wartość dodana dzięki marce (53%)	530 000	4 505 000	11 130 000	21 200 000	42 400 000
Podatek dochodowy (19%)	100 700	855 950	2 114 700	4 028 000	8 056 000
Wartość dodana dzięki marce po opodatkowaniu	429 300	3 649 050	9 015 300	17 172 000	34 344 000
Stopa dyskontowa	10,5%				
Współczynnik dyskontowy dla kolejnych lat	0,904977375	0,818984050	0,741162036	0,670734874	0,606999886
Zdyskontowane przepływy gotówkowe	388 507	2 988 514	6 681 798	11 517 859	20 846 804
Wartość zdyskontowana dla 5 lat	42 423 482				
Wartość rezydualna w 5 roku	198 542 664				
Wartość marki	240 966 146				

Wartość znaku towarowego (marki)

W = 240 966 146,00 zł

(słownie: dwieście czterdzieści milionów dziewięćset sześćdziesiąt sześć tysięcy sto czterdzieści sześć złotych 00/100)

Przedstawiona powyżej wartość znaku towarowego (marki) w kwocie 240 966 146,00 zł odpowiada najbardziej prawdopodobnej wartości godziwej. Uzasadnieniem końcowego wyniku wyceny jest właściwy dobór metody wyceny, na co wskazują wielkości liczbowe i dane wyjściowe do obliczeń.

2.3.2. Wycena spółki pod firmą EKIPA HOLDING S.A.

METODA MAJĄTKOWA – METODA SKORYGOWANYCH AKTYWÓW NETTO

Zasady ustalania wartości godziwej aktywów i zobowiązań

Składnik bilansu	Wartość godziwa
notowane papiery wartościowe	aktualny kurs notowań pomniejszony o koszty sprzedaży
nienotowane papiery wartościowe	wartość oszacowana, uwzględniająca takie czynniki, jak współczynnik cena do zysku i stopa dywidendy porównywalnych papierów wartościowych wyemitowanych przez spółki o podobnych charakterystykach
należności	wartość bieżąca (zdyskontowana) kwot wymagających zapłaty, wyznaczona przy odpowiednich bieżących stopach procentowych, pomniejszona o odpisy na należności zagrożone i nieściągalne oraz ewentualne koszty windykacji. Wyznaczanie wartości bieżących (zdyskontowanych) w odniesieniu do należności krótkoterminowych nie jest konieczne, jeżeli różnica pomiędzy wartością należności według kwot wymagających zapłaty a według ich wartością zdyskontowaną nie jest istotna
zapasy produktów gotowych i towarów	cena sprzedaży netto pomniejszona o opust marży zysku wynikający z kosztów doprowadzenia do sprzedaży zapasów lub znalezienia nabywcy
zapasy produktów w toku	cena sprzedaży netto produktów gotowych pomniejszona o koszty zakończenia produkcji i opust marży zysku wynikający z kosztów doprowadzenia zapasów do sprzedaży lub znalezienia nabywcy
zapasy materiałów	aktualna cena nabycia
środki trwałe	wartość rynkowa lub ich wartość według niezależnej wyceny. W przypadku gdy nie jest możliwe uzyskanie niezależnej wyceny środków trwałych- aktualna cena nabycia albo koszt wytworzenia, z uwzględnieniem aktualnego stopnia ich zużycia
wartości niematerialne i prawne	wartość oszacowana, wyznaczona w oparciu o ceny rynkowe takich samych lub podobnych wartości niematerialnych i prawnych, a w odniesieniu do wartości firmy lub ujemnej wartości firmy zawartej w bilansie- wartość zerową. W przypadku gdy wartość oszacowana nie może zostać wyznaczona w oparciu o ceny rynkowe, to przyjmuje się taką wartość, która nie spowoduje powstania lub zwiększenia ujemnej wartości firmy
zobowiązania	wartość bieżąca (zdyskontowana) kwot wymagających zapłaty, wyznaczona przy odpowiednich bieżących stopach procentowych. Wyznaczanie wartości bieżących (zdyskontowanych) w odniesieniu do zobowiązań krótkoterminowych nie jest konieczne, jeżeli różnica pomiędzy wartością zobowiązań według kwot wymagających zapłaty a według ich wartością zdyskontowaną nie jest istotna
rezerwa lub aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	wartość możliwa do realizacji

SPRAWOZDANIE FINANSOWE SPÓŁKI

Poniżej zaprezentowano bilans spółki pod firmą EKIPA HOLDING S.A. na potrzeby wyceny, sporządzony nadzień 1 sierpnia 2021 roku tj. na dzień najbliższy na moment transakcji.

Tabela 1 Bilans – aktywa trwałe

Bilans - aktywa / PLN	01.08.2021
Aktywa trwałe	3 188 541,67
Wartości niematerialne i prawne	86 541,67
Koszty prac rozwojowych	0,00
Wartość firmy	0,00
Inne wartości niematerialne i prawne	86 541,67
Zaliczki na poczet wartości niematerialnych i prawnych	0,00
Rzeczowe aktywa trwałe	0,00
Środki trwałe	0,00
<i>Grunty [w tym prawo użytkowania wieczystego]</i>	<i>0,00</i>
<i>Budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej</i>	<i>0,00</i>
<i>Urządzenia techniczne i maszyny</i>	<i>0,00</i>
<i>Środki transportu</i>	<i>0,00</i>
<i>Inne środki trwałe</i>	<i>0,00</i>
Środki trwałe w budowie	0,00
Zaliczki na środki trwałe w budowie	0,00
Należności długoterminowe	0,00
Inwestycje długoterminowe	3 102 000,00
Nieruchomości	0,00
Wartości niematerialne i prawne	0,00
Długoterminowe aktywa finansowe	3 102 000,00
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00

Tabela 2 Bilans – aktywa obrotowe

Bilans - aktywa / PLN	01.08.2021
Aktywa obrotowe	8 809 658,16
Zapasy	2 000,00
Materiały	0,00
Półprodukty i produkty w toku	0,00
Produkty gotowe	0,00
Towary	0,00
Zaliczki na poczet dostaw	2 000,00
Należności krótkoterminowe	683 264,26
Należności od jednostek powiązanych	22 915,00
Należności od pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0,00
Należności od pozostałych jednostek	660 349,26
<i>Z tytułu dostaw i usług</i>	<i>620 346,33</i>

Z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń	39 692,93
Inne	310,00
Dochodzone na drodze sądowej	0,00
Inwestycje krótkoterminowe	8 123 156,21
Krótkoterminowe aktywa finansowe	8 123 156,21
W jednostkach powiązanych	675 000,00
W pozostałych jednostkach	316 839,70
- Środki pieniężne i aktywa pieniężne	7 131 316,51
Inne inwestycje krótkoterminowe	0,00
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 237,69
Należne wpłaty na kapitał (fundusz) podstawowy	0,00
Udziały (akcje) własne	0,00
Aktywa razem	11 998 199,83

Tabela 3 Bilans – pasywa

Bilans - pasywa / PLN	01.08.2021
Kapitał [fundusz] własny	11 280 826,30
Kapitał [fundusz] podstawowy	1 101 223,81
Kapitał (fundusz) zapasowy	10 308 233,63
Zysk [strata] z lat ubiegłych	0,00
Zysk [strata] netto	-128 631,14
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	717 373,53
Rezerwy na zobowiązania	0,00
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,00
Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	0,00
Pozostałe rezerwy	0,00
Zobowiązania długoterminowe	0,00
Wobec jednostek powiązanych	0,00
Wobec pozostałych jednostek	0,00
<i>Kredyty i pożyczki</i>	<i>0,00</i>
<i>Z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych</i>	<i>0,00</i>
<i>Inne zobowiązania finansowe</i>	<i>0,00</i>
<i>Inne</i>	<i>0,00</i>
Zobowiązania krótkoterminowe	717 373,53
Wobec jednostek powiązanych	0,00
Wobec pozostałych jednostek, w których jednostka posiada zaangażowanie w kapitale	0,00
Wobec pozostałych jednostek	717 373,53
<i>Kredyty i pożyczki</i>	<i>0,00</i>
<i>Z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych</i>	<i>0,00</i>
<i>Inne zobowiązania finansowe</i>	<i>0,00</i>
<i>Z tytułu dostaw i usług</i>	<i>716 373,53</i>
<i>Zaliczki otrzymane na dostawy</i>	<i>0,00</i>
<i>Zobowiązania wekslowe</i>	<i>0,00</i>

Z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń	0,00
Z tytułu wynagrodzeń	1 000,00
Inne	0,00
Fundusze specjalne	0,00
Rozliczenia międzyokresowe	0,00
Pasywa razem	11 998 199,83

Z bilansu wynika, że:

- majątek trwały spółki pod firmą EKIPA HOLDING S.A. to wyłącznie wartości niematerialne i prawne i długoterminowe aktywa finansowe w pozostałych jednostkach,
- majątek obrotowy spółki pod firmą EKIPA HOLDING S.A. to wyłącznie, zapasy, należności krótkoterminowe od jednostek powiązanych i pozostałych i środki pieniężne,
- po stronie pasywów występuje tylko zarejestrowany i opłacony w całości kapitał podstawowy, kapitał zapasowy i strata roku obrotowego,
- zobowiązania krótkoterminowe wobec pozostałych jednostek.

USTALENIA WYJŚCIOWE DO WYCENY

Przy wyborze metody wyceny wzięto pod uwagę:

- > cel wyceny,
- > określone możliwości zastosowania wyceny,
- > materiały do wykonania wyceny,
- > kondycję finansową spółki.

W oparciu o dokonaną analizę do oszacowania wartości spółki pod firmą EKIPA HOLDING S.A. wykorzystano *metodę wartości skorygowanej aktywów netto*. Za pomocą tej metody można dokonać wyceny całego przedsiębiorstwa zarówno aktywów jak i pasywów, skorygowanych następnie do wartości urealnionych oraz zwiększonych o wartości nie wykazane w bilansie, a decydujące o jego wartości.

Metoda wartości skorygowanej aktywów netto wykazuje wysoki stopień wiarygodności i sprawdzalności. Oparta jest na ściśle określonych regułach zawartych w ewidencji księgowej, prowadzonej w oparciu o ustawę o rachunkowości z dnia 29 września 1994 roku (t.j. Dz.U. z 2021r., poz. 217 z późn.zm.).

WYCENA SPÓŁKI

Podstawę wyjściową do wyceny stanowi księgowy bilans spółki pod firmą EKIPA HOLDING S.A. sporządzony na dzień wyceny, poszczególne elementy bilansu wyznaczające wartość przedsiębiorstwa tj. składniki majątku trwałego i obrotowego oraz pasywa obce. Dla dokonania wyceny przeanalizowano poszczególne składniki aktywów i pasywów zawarte w bilansie sporządzonym na dzień 1 sierpnia 2021 r.

KOREKTA AKTYWÓW

1. Korekta wartości niematerialnych i prawnych:

Do wyceny ich wartość przyjęto w wartości godziwej.

Tabela 4 Bilans – aktywa po korektach

Bilans - aktywa / PLN	01.08.2021	korekty	Po korektach
Aktywa trwałe	3 188 541,67	+240 966 146,00	244 154 687,67
Wartości niematerialne i prawne	86 541,67	+240 966 146,00	241 052 687,67
Koszty prac rozwojowych	0,00		0,00
Wartość firmy	0,00		0,00
Inne wartości niematerialne i prawne	86 541,67	+240 966 146,00	241 052 687,67
Zaliczki na poczet wartości niematerialnych i prawnych	0,00		0,00
Rzeczowe aktywa trwałe	0,00		0,00
Środki trwałe	0,00		0,00
<i>Grunty [w tym prawo użytkowania wieczystego]</i>	<i>0,00</i>		<i>0,00</i>
<i>Budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej</i>	<i>0,00</i>		<i>0,00</i>
<i>Urządzenia techniczne i maszyny</i>	<i>0,00</i>		<i>0,00</i>
<i>Środki transportu</i>	<i>0,00</i>		<i>0,00</i>
<i>Inne środki trwałe</i>	<i>0,00</i>		<i>0,00</i>
Środki trwałe w budowie	0,00		0,00
Zaliczki na środki trwałe w budowie	0,00		0,00
Należności długoterminowe	0,00		0,00
Inwestycje długoterminowe	3 102 000,00		3 102 000,00
Nieruchomości	0,00		0,00
Wartości niematerialne i prawne	0,00		0,00
Długoterminowe aktywa finansowe	3 102 000,00		3 102 000,00
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00		0,00

Tabela 5 Wynik końcowy – oszacowanie wartości spółki pod firmą EKIPA HOLDING S.A metodą wartości skorygowanej aktywów netto

Wartość majątkowa wg stanu na dzień 01.08.2021 r.	
aktywa	wartość skorygowana
aktywa trwałe	244 154 687,67
aktywa obrotowe	8 809 658,16
suma aktywów	252 964 345,83
zobowiązania	wartość skorygowana
rezerwy	0,00
zobowiązania długoterminowe	0,00
zobowiązania krótkoterminowe	717 373,53
rozliczenia międzyokresowe	0,00
razem zadłużenie	717 373,53
Wartość skorygowanych aktywów netto	252 246 972,30

**Wartość spółki pod firmą EKIPA HOLDING S.A. wg wartości skorygowanej
aktywów netto**

na dzień 1 sierpień 2021 roku wynosi:

252 246 972,30 zł

*słownie: dwieście pięćdziesiąt dwa miliony dwieście czterdzieści sześć tysięcy dziewięćset
siedemdziesiąt dwa złote 30/100*

Wartość spółki pod firmą EKIPA HOLDING S.A. ustalona zgodnie z powyższymi metodami została na dzień 1 sierpnia 2021 roku oszacowana na kwotę 252 246 972, 30 zł (dwieście pięćdziesiąt dwa miliony dwieście czterdzieści sześć tysięcy dziewięćset siedemdziesiąt dwa zł i trzydzieści gr).

3. Klauzule i zastrzeżenia

1. Niniejsza wycena sporządzona została zgodnie z przepisami prawa.
2. Niniejszy operat nie może być opublikowany w całości lub w części w jakimkolwiek dokumencie bez zgody autora operatu i bez uzgodnienia z nim takiej formy lub treści.
3. Wykonane dzieło stanowi autorskie opracowanie wykonawcy.
4. Wycenę opracowano w oparciu o informacje uzyskane i dostarczone dokumenty. Zakłada się, że nie ukryto żadnych faktów, które mogłyby mieć wpływ na wartość spółki pod firmą EKIPA HOLDING S.A i jej akcji.
5. Zarząd Spółki spółki pod firmą EKIPA HOLDING S.A. odpowiada za założenia przyjęte do sporządzenia prognoz finansowych stanowiący istotny element wyceny.
6. Przedstawiona wycena uwzględnia stan faktyczny i prawny na dzień jej sporządzenia.
7. Niniejszy operat może być wykorzystany tylko do celu, który został określony w punkcie 1.3. CEL WYCENY.
8. Autor opracowania nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne ukryte wady wycenianego przedsiębiorstwa, których autor nie mógł stwierdzić na podstawie posiadanych materiałów dokumentacji.
9. Wyklucza się odpowiedzialność autora wobec osób trzecich, w szczególności z tytułu wykorzystania operatu w innym celu aniżeli został on sporządzony.
10. Kwota 252 246 972,30 zł przedstawiona w pkt. 2.3.3. niniejszego operatu stanowi wartość rynkową przedmiotu wyceny na dzień 1 sierpnia 2021 roku.
11. Operat szacunkowy sporządzono w czterech jednobrzmiących egzemplarzach, z których trzy otrzymuje zleceniodawca, a jeden stanowi egzemplarz archiwalny.