Kancelaria OPTIMAS S.C.

32-080 Zabierzów / Krakowska 259a

tel. 12-378 48 64 / fax 12-378 48 66

web: kancelaria-optimas.pl / e-mail: biuro@kancelaria-optimas.pl

---

Wycena wartości godziwej spółek Polskie Jadło S.A. oraz Ko-Operator Bronikowski, Górzyński Sp.j. do celów polaczenia według stanu na dzień 1 kwietnia 2011 roku

---

Raport przygotowany przez mgr inż. Andrzeja Półkoszek

Konsultacje n/t raportu:

Andrzej Półkoszek, tel.0-603 632 580, fax 0-61 666 15 90
e-mail: kancelaria-optimas@polkoszek.pl

Kraków, 10 maj 2011

Zastrzeżenia formalne

Raport został opracowany na zlecenie przedsiębiorstwa Polskie Jadło S.A., z siedzibą w Krakowie przy ul.Piastowskiej 23.

Raport stanowi opracowanie ekonomiczne. Powołano się w nim wyłącznie na te informacje o charakterze formalnoprawnym i technicznym, których wpływ na aspekty ekonomiczno-finansowe uznano za istotny.

Zawarte w raporcie informacje i dane liczbowe pochodzą w zasadniczym zakresie od upoważnionych przedstawicieli Zleceniodawcy. Zostały one zweryfikowane z możliwą do osiągnięcia starannością. W przypadkach, kiedy taka weryfikacja nie mogła być przeprowadzona ze względów obiektywnych, przyjęto, że informacje Zleceniodawcy są zgodne ze stanem faktycznym.

Autorzy tego dokumentu zastrzegają brak odpowiedzialności cywilnej i wyrażonej w jakiejkolwiek innej formie wobec Zleceniodawcy, jak również osób trzecich, tak fizycznych jak i prawnych z tytułu wszelkich szkód i strat, jakie osoby te poniosły na skutek przedłożenia autorowi informacji i danych liczbowych, które nie były zgodne ze stanem rzeczywistym.

Zgodnie z treścią umowy pomiędzy Wykonawcą i Zleceniodawcą prawa autorskie do tego dokumentu z chwilą jego przekazania przedstawicielom Zleceniodawcy zostają na Niego przeniesione i stają się Jego własnością. Tym samym Autorzy zastrzegają brak odpowiedzialności za wszelkie zmiany wprowadzone w dokumencie po jego przekazaniu Zleceniodawcy.

Wszelkie informacje zawarte w tym dokumencie są poufne i nie mogą być wykorzystywane do jakichkolwiek celów bez uzyskania potwierdzenia i zgody upoważnionych przedstawicieli Zleceniodawcy. Raport może być wykorzystany wyłącznie w celu, w jakim został opracowany. Autor tego dokumentu zastrzega brak odpowiedzialności za wszelkie skutki wynikające z wykorzystania raportu w inny, odmienny od ustalonego i wyraźnie sformułowany w nim sposób.

Podstawowe wyniki raportu:

Wartość godziwa spółek Polskie Jadło S.A. oraz Ko-Operator Bronikowski, Górzyński Sp.j. do celów połączenia na dzień 01.04.2011r. została oszacowana jak następuje:

Polskie Jadło S.A.:

43 500 000 PLN

[słownie: czterdzieści trzy miliony pięćset tysięcy złotych]

Ko-Operator Bronikowski, Górzyński Sp.j.:

50 000 000 PLN

[słownie: pięćdziesiąt milionów złotych]

Sugerowany parytet akcji po połączeniu spółek:

Parytety [podział wg liczby akcji]:

Spółka	Wartość godziwa	Ilość akcji	Udział %	Ilość głosów	Udział %
PLJ	43 500	21 751 059	46,52%	25 369 955	50,37%
K-O	50 000	25 001 220	53,48%	25 001 220	49,63%
Suma	93 500	46 752 279	100,00%	50 371 175	100,00%
Wartość jednostkowa [PLN/szt.]		2,00		1,86	

Kraków, 10.05.2011

Oznaczenia i skróty zastosowane w raporcie

Oznaczenie		Rozwinięcie / nazwa
		Terminy związane z opisywanymi podmiotami:
PLJ	-	Polskie Jadło S.A.
K-O	-	Ko-Operator Bronikowski, Górzyński Sp.j.
GPW	-	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie
UPRP	-	Urząd Patentowy Rzeczpospolitej Polskiej
		Terminy ekonomiczne i statystyczne:
WNiP	-	Wartości niematerialne i prawne
MSR	-	Międzynarodowe Standardy Rachunkowości
MSSF	-	Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej
MSBSF	-	Międzynarodowe Standardy Badania Sprawozdań Finansowych
UPRP	-	Urząd Patentowy Rzeczpospolitej Polskiej
UE	-	Unia Europejska
EBIT	-	Earnings Before Interests and Taxes [zysk operacyjny [zysk przed kosztami finansowymi i opodatkowaniem]
EBT	-	Earnings Before Taxes [zysk brutto]
NOPLAT [NOPAT]	-	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes [Net Operating Profit After Taxes, zysk operacyjny po opodatkowaniu]
ROIC [ROCE]	-	Return on Invested Capital [Return on Capital Employeed, stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego]
WACC	-	Weighted Average Cost of Capital [średni ważony koszt kapitału]
CAPM	-	Capital Assets Pricing Model [model giełdowy wyceny kosztu kapitału, model wartościowania aktywów kapitałami własnymi]
RV	-	Residua Value [wartość rezydualna, wartość pozostałościowa]
DCF	-	Discounted Cash Flows [zdyskontowane przepływy pieniężne]
FCF	-	Free Cash Flows [wolne przepływy pieniężne]
NPV	-	Net Present Value [wartość zaktualizowana netto]
EVA	-	Economic Value Added [ekonomiczna wartość dodana]
WZA	-	Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy spółki akcyjnej
Mediana	-	Termin statystyczny używany m.in. w raportach płacowych. Jest to wartość dzieląca wszystkie dane na pół; lepiej niż średnia oddaje tendencję centralną wyników, jako że średnia może być zaburzona przez wyniki skrajne. Poniżej i powyżej mediany znajduje się dokładnie po 50% danych. Jeżeli np. mediana wynagrodzenia na danym rynku wynosi 2000 PLN, to połowa firm na rynku płaci poniżej, a połowa powyżej 2000 PLN.
		Terminy giełdowe
C/Z	-	Cena do zysk ||[cena akcji przypadająca na jednostkę zysku neto odniesioną do jednej akcji]
C/EBIT	-	Cena do zysk operacyjny [cena akcji przypadająca na jednostkę zysku operacyjnego odniesionego do jednej akcji]
C/P	-	Cena do przychody [cena akcji przypadająca na jednostkę zysku neto odniesioną do jednej akcji]
C/WK	-	Cena do wartość księgowa [cena akcji przypadająca na jednostkę wartości aktywów netto neto odniesioną do jednej akcji]

Zawartość

1 Przedmiot i cel raportu ... 9

2 Data wyceny ... 9

3 Podstawy prawne znajdujące zastosowanie w raporcie ... 9

4 Źródła informacji do opracowania raportu ... 9

5 Dotychczasowa działalność powiązanych spółek ... 10

5.1 Spółka Polskie Jadło S.A. ... 10
5.1.1 Charakterystyka ogólna ... 10
5.1.2 Analiza finansowa bieżącego stanu spółki ... 11

5.2 Spółka Ko-Operator Bronikowski, Górzyński Sp.j. ... 14
5.2.1 Charakterystyka ogólna ... 14
5.2.2 Analiza finansowa bieżącego stanu spółki ... 15

5.3 Charakterystyka projektów inwestycyjnych realizowanych przez spółkę Ko-Operator Bronikowski, Górzyński Sp.j. ... 24
5.3.1 Projekt 'MOPy' ... 24
5.3.2 Projekt 'LOTOS' ... 25

6 Charakterystyka rynku gastronomicznego ... 27

6.1 Ocena trendów rynkowych ... 27

6.2 Trendy żywieniowe a wymagania konsumentów ... 29

6.3 Franchising ... 29

6.4 Zależność przychodów lokali gastronomicznych od lokalizacji ... 30

6.5 Czynniki rozwoju rynku gastronomicznego ... 31

6.6 Bariery rozwoju rynku gastronomicznego ... 32

7 Zasadnicze uwarunkowania wyceny ... 35

7.1 Rodzaj poszukiwanej wartości ... 35

7.2 Charakter transakcji i baza definiowania korzyści ekonomicznych ... 35

7.3 Rekomendowany schemat wyceny spółek ... 36
7.3.1 Schemat wyceny PLJ ... 36
7.3.2 Schemat wyceny K-O ... 36

8 Wycena wartości rynkowej PLJ przy zastosowaniu metody porównawczej [kapitalizacji giełdowej] ... 36

8.1 Założenia do zastosowania metody ... 36

8.2 Przyjęte zasady analizy porównawczej ... 37

9 Wycena wartości spółki K-O ... 67

9.1 Założenia do wyceny K-O ... 67

9.2 Wycena K-O na podstawie metody skorygowanych aktywów netto ... 67

9.3 Wycena K-O w kontekście działalności bieżącej ... 68

9.4 Wycena Projektu 'MOPy' ... 81

9.5 Wycena projektu 'LOTOS' ... 109

9.6 Wycena łączna spółki Ko-Operator ... 135

10 Podsumowanie wyceny ... 146

10.1 Szacunek wartości spółek PLJ i K-O przed polaczeniem ... 146
10.2 Sugerowany parytet akcji/udziałów spółek do celów polaczenia ... 146
10.3 Dyskusja wyników i uwagi końcowe ... 146

Spis tabel, wykresów i schematów: ... 148

Załączniki do raportu ... 151

Streszczenie kierownicze

Przedmiotem niniejszego raportu jest omówienie i podsumowanie wycen opracowanych w ramach obsługi zlecenia spółki giełdowej Polskie Jadło S.A., obejmującego następujące zasadnicze elementy składowe:

1. Wycena spółki Ko-Operator Bronikowski, Górzyński Sp.j. [dalej K-O], z siedzibą w Krakowie przy ul.Piastowskiej 23 wraz z identyfikacją składników kapitału niematerialnego tej spółki na dzień 01.04.2011r.
2. Wycena spółki giełdowej Polskie Jadło S.A. [dalej PLJ] według metody rynkowej - porównawczej opartej na wskaźnikach kapitalizacji giełdowej na dzień 01.04.2011r.
3. Ustalenie parytetu wymiany akcji/udziałów spółek wobec ich planowanego połączenia.

Na początku września 2010r. nastąpiła formalna konsolidacja obydwu spółek. W konsekwencji podjęto decyzję o polaczeniu spółek w jedno przedsiębiorstwo, wobec czego powstała potrzeba dokonania szacowania wartości godziwej łączonych podmiotów gospodarczych. Zatem niniejsza wycena została opracowana do celów transakcyjnych.

Raport został opracowany na podstawie informacji i danych analitycznych, dostępnych dla autora na dzień wyceny, tj. 1 kwietnia 2011r.

W przypadku PLJ metoda wyceny jest determinowana przez okoliczności. Spółka w ramach nowej strategii rozwoju kładzie nacisk na ekspansję na nowych obszarach rynku [obsługa gastronomiczna ruchu kołowego], a to wymaga współpracy z K-O. Jednocześnie jednostka jest spółką giełdową, a zatem oczywiste stają się odniesienia do rynku kapitałowego

K-O prowadzi działalność, która z punktu widzenia obserwatora poczynań spółki i jej bieżących wyników finansowych wydaje się być perspektywiczną i mierzalną w standardowych kategoriach zysków lub przepływów pieniężnych. Specyfika spółki polega na tym, iż wobec przejęcia określonych lokali gastronomicznych na podstawie umowy franchisingowej spółka uregulowała płatność z tytułu umów operatorskich, co wpłynęło na podwyższenie jej aktywów o sumę wynoszącą na dzień wyceny ponad 26 mln PLN.

Spółka realizuje przedsięwzięcia rozwojowe [Projekt 'MOPy' i Projekt 'LOTOS'], które są odrębnymi zdaniami inwestycyjnymi. Ocena potencjału tych inwestycji jest kluczowa dla analizy perspektyw spółki. Projekty znajdują się już w fazie operacyjnej i zabezpieczone są adekwatnymi umowami z kontrahentami [Lotos Paliwa S.A., Zarząd Krajowych Dróg i Autostrad].

W tej sytuacji należy uznać, że z punktu widzenia przejrzystości zasad finansowych oraz komunikatywności przekazu zasadne jest rozdzielenie wyceny K-O na trzy fazy:

a) Wycena spółki w jej bieżącym stanie i perspektywami rozwoju opartego o aktualnie posiadaną infrastrukturę;
b) Wycena wartości bieżącej Projektu 'MOPy';
c) Wycena wartości bieżącej Projektu 'LOTOS'.

Końcowa wartość K-O będzie stanowiła sumę tych trzech składowych wycen.

Ostatecznie, w wyniku przeprowadzonych analiz i wycen rekomenduję akceptację następujących wartości spółek do celów połączenia:

- Wartość spółki PLJ została oszacowana na kwotę 43.500.000 PLN;
- Wartość spółki K-O została oszacowana na kwotę 50.000.000 PLN [wliczając w to wartość realizowanych projektów inwestycyjnych 'MOPy' i 'LOTOS'].

Łączna wartość spółek w momencie polaczenia generuje zatem kwotę 93.500.000 PLN.

Rekomendowana łączna wartość godziwa spółek PLJ i K-O na dzień 01.04.2011r.:

93 500 000 PLN

[słownie: dziewięćdziesiąt trzy miliony pięćset tysięcy złotych].

Przeprowadzona wycena mających ulec połączeniu spółek PLJ i K-O prowadzi do następujących podstawowych konkluzji:

1. Spółki dysponują porównywalna sumą aktywów, przy czym zasadniczą rolę w tych aktywach odgrywa kapitał intelektualny, na który składają się: know-how rynkowy i w dziedzinie technologii [domena PLJ] oraz prawa do zarządzania nieruchomościami stanowiącymi obiekty o przeznaczeniu gastronomicznym i podpisanych kontraktów [domena K-O]. Należy podkreślić, że w tym przypadku te wartości intelektualne

mogą i powinny być rozważane, jako posiadające istotne znaczenie dla perspektyw prowadzonej działalności biznesowej.

2. Koncepcja działalności obydwu spółek uzupełnia się, co wynika z ich powiązań funkcjonalnych, datujących się od momentu powstania K-O, a formalnie ustanowionych w okresie konsolidacji, we wrześniu 2010r.
3. Perspektywy finansowe obydwu spółek są zdeterminowane przez wdrażanie nowej strategii rynkowej PLJ, sprowadzającej się do ekspansji w obszarach niszowych rynku, gdzie działalność konkurencji z zasady jest ściśle ograniczona. Dotyczy to szczególnie rynku tzw. 'gastronomii przydrożnej', który z takim potencjałem jest kreowany relatywnie od niedawna, c związane jest z programami modernizacji i rozbudowy sieci krajowych dróg dla ruchu kołowego.
4. Ustalone w tym raporcie perspektywy realizacji projektów inwestycyjnych 'MOPy' i 'LOTOS' są uprawdopodobnione przez fakt podpisania stosownych umów z kontrahentami oraz fakt, iż w przypadku obu projektów spółka K-O przeszła już z fazy przedinwestycyjnej do fazy realizacyjnej.
5. Ciężar funkcjonalny działalności obydwu spółek różni się: PLJ pełni rolę bardziej koncepcyjną i podejmuje kluczowe wysiłki w zakresie planowania strategicznego, podczas gdy K-O jest bardziej spółką o charakterze operatorskim. Wyceny obydwu spółek [PLJ: 43,4 mln PLN; K-O: 50,0 mln PLN] są kwotowo zbliżone co do skali wartości i w połączonej spółce giełdowej K-O będzie z tego tytułu dysponowało większością akcji ponad 50%]. Jednak większość głosów z tytułu posiadania akcji uprzywilejowanych pozostanie po stronie dotychczasowych akcjonariuszy.
6. Należy podkreślić, że projekty inwestycyjne, na których w istotnej mierze bazuje przyszłość biznesu analizowanych przedsiębiorstw, charakteryzują się stosunkowo niską wrażliwością na wpływ niekorzystnych tendencji w zakresie realizacji tych projektów, zwłaszcza zmian cen sprzedaży, kosztów operacyjnych lub poziomu inwestycji. Projekt te były wyceniane przy szacowaniu istotnie wysokich stóp dyskontowych, co uzasadnia przypisane do nich ryzyko, jako projektów, które znajdują się w początkowym stadium fazy operacyjnej. Planowana rentowność operacyjna tych projektów nie odbiega od poziomu właściwego dla bieżącej działalności K-O oraz adekwatnego do standardów sektorowych.

Sugerowany podział akcji w połączonej strukturze dwóch spółek został oparty na liczbie akcji. Nowe akcje winny być wyemitowane i przekazane wspólnikom K-O adekwatnie do wycenionej wartości ich przedsiębiorstwa. W stosunku do ustalonych proporcji ilość tych akcji została określona na 25.001.220 sztuk. W łącznej ilości 46.752.279 sztuk akcji udział nowych akcjonariuszy wyniesie 53,48% - co do liczby akcji oraz 49,63% - co do liczby głosów [emisja nie zakłada akcji uprzywilejowanych, takich jakie już znajdują się w strukturze akcjonariatu PLJ i gwarantują liczbę głosów na WZA, w stosunku 2:1. Poniżej przedstawiono możliwy podział akcji wynikający z przeprowadzonej wyceny:

Parytety [podział wg liczby akcji]:

Spółka	Wartość godziwa	Ilość akcji	Udział %	Ilość głosów	Udział %
PLJ	43 500	21 751 059	46,52%	25 369 955	50,37%
K-O	50 000	25 001 220	53,48%	25 001 220	49,63%
Suma	93 500	46 752 279	100,00%	50 371 175	100,00%
Wartość jednostkowa [PLN/szt.]		2,00		1,86	

1 Przedmiot i cel raportu

Przedmiotem niniejszego raportu jest wycena jednostek gospodarczych, prowadzących działalność w sektorze gastronomicznym, jak następuje:

1. Wycena spółki giełdowej Polskie Jadło S.A. [dalej PLJ] według metody rynkowej - porównawczej opartej na wskaźnikach kapitalizacji giełdowej na dzień 01.04.2011r.
2. Wycena spółki Ko-Operator Bronikowski, Górzyński Sp.j. [dalej K-O], z siedzibą w Krakowie przy ul.Piastowskiej 23 wraz z identyfikacją składników kapitału niematerialnego tej spółki na dzień 01.04.2011r.
3. Ustalenie parytetu wymiany akcji spółek wobec ich planowanego połączenia.

Na początku września 2010r. nastąpiła formalna konsolidacja obydwu spółek. W konsekwencji podjęto decyzję o połączeniu spółek w jedno przedsiębiorstwo, wobec czego powstała potrzeba dokonania szacowania wartości godziwej łączonych podmiotów gospodarczych. Niniejsza wycena została opracowana zatem do celów transakcyjnych.

2 Data wyceny

Raport został opracowany na podstawie informacji i danych analitycznych, dostępnych na dzień 01.04.2011r. Formalną datą wyceny jest zatem 1 kwietnia 2011r.

3 Podstawy prawne znajdujące zastosowanie w raporcie

Jako zasadnicze akty prawne do celów niniejszego raportu, wskazuję na następujące:

- Ustawa z dnia 30 czerwca 2000 r. Prawo własności przemysłowej, D.Ust. z dnia 21 maja 2001 r., Nr 49, poz.508];
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. z 2002 r. Nr 76, poz. 694, z 2003 r. Nr 60, poz.535, Nr 124, poz. 1152, Nr 139, poz. 1324, Nr 229, poz. 2276 z 2004 r. Nr 96, poz. 959, Nr 145, poz. 1535, Nr 146, poz. 1546, Nr 213, poz. 2155 z 2005 r. Nr 10, poz. 66, Nr 164 poz. 1365, Nr 184 poz. 1539 [ustawa dokonuje w zakresie swojej regulacji wdrożenia następujących dyrektyw Wspólnot Europejskich: 1) dyrektywy 2001/65/WE z dnia 27 września 2001 r. zmieniającej dyrektywy 78/660/EWG, 83/349/EWG oraz 86/635/EWG w zakresie zasad oceny rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek a także banków oraz innych instytucji finansowych (Dz. Urz. WE L 283 z 27.10.2001); 2) dyrektywy 2003/38/WE z dnia 13 maja 2003 r. zmieniającej dyrektywę 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek w odniesieniu do kwot wyrażonych w EUR (Dz. Urz.WE L 120 z 15.05.2003), 3) dyrektywy 2003/51/WE z dnia 18 czerwca 2003 r. zmieniającej dyrektywy 78/660/EWG, 83/349/EWG, 86/635/EWG oraz 91/674/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek, banków i innych instytucji finansowych oraz zakładów ubezpieczeń (Dz. Urz. WE L 178 z 17.07.2003). Dane dotyczące ogłoszenia aktów prawa Unii Europejskiej, zamieszczone w ustawie - z dniem uzyskania przez Rzeczpospolitą Polską członkostwa w Unii Europejskiej - dotyczą ogłoszenia tych aktów w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej – wydanie specjalne];
- Ustawa z 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych – j.t. Dz.U. z 2000 r. Nr 54, poz. 654; ost.zm. Dz.U. Nr 60, poz. 703,
- Rozporządzenia Ministra Finansów z 17 stycznia 1997 r. w sprawie amortyzacji środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych – Dz.U. Nr 6, poz. 35; ost.zm. Dz.U. z 1999 r. Nr 100, poz. 1175,
- Ustawa z 15 września 2000 r. - Kodeks spółek handlowych, Dz.U. 2000 r. Nr 94, poz. 1037, z 2001 r. Nr 102, poz. 1117, z 2003 r. Nr 49, poz. 408, Nr 229, poz. 2276, z 2005 r. Nr 132, poz. 1108, Nr 183, poz.1538, Nr 184, poz. 1539.

4 Źródła informacji do opracowania raportu

Podstawowe i bezpośrednie źródła informacji, dostępne dla potrzeb wyceny były, jak następuje:

1. Informacje i dokumentacja formalnoprawna przekazana przez Zleceniodawcę, a dotycząca danych finansowych PLJ.
2. Informacje i dokumentacja formalnoprawna przekazana przez K-O, dotycząca danych finansowych tej spółki.
3. Konsultacje odbyte w siedzibie obydwu spółek, w szczególności z następującymi osobami:
   a) Pan Jan Kościuszko – Prezes Zarządu PLJ;
   b) Pan Piotr Mikołajczyk – Doradca Zarządu PLJ;
   c) Pan Tomasz Burzyński – wspólnik K-O;
   d) LeszeK Bronikowski – wspólnik w K-O.

Poza w/w osobami kontaktowałem się z pracownikami obydwu spółek, pełniącymi w procesie konsultacyjnym role pomocnicze [sprawozdawczość finansowa, dane formalnoprawne].

4. Notowania giełdowe PLJ, obejmujące w szczególności daty: 03.01.2011 oraz 01.04.2011.
5. Notowania i informacje giełdowe dotyczące sektora działalności PLJ i spółek w tym sektorze [Hotele i restauracje].
6. Dane i analizy rynkowe ze źródeł własnych.

5 Dotychczasowa działalność powiązanych spółek

5.1 Spółka Polskie Jadło S.A.

5.1.1 Charakterystyka ogólna

DANE FORMALNE JEDNOSTKI GOSPODARCZEJ

Dane kontaktowe:		
Firma:		Polskie Jadło S.A.
Forma prawna:		Spółka Akcyjna
Dane adresowe:	kod poczt.	30-065
	miasto	Kraków
	ulica	Piastowska 23
	tel.	12 / 292 02 60
	fax	12 / 292 02 59
	web	polskiejadlo.com.pl
NIP:		676-17-62-258
REGON:		351212109
KRS:		0000289730
EKD/PKD:		Sektor działalności: 5610A Restauracje i inne stałe placówki gastronomiczne
Status szczególny		-
Rynek geograficzny		Rynek krajowy
Rejestracja dz.gospod.		1996
Zatrudnienie [bieżące]		32 -

Polskie Jadło Spółka Akcyjna jest jednym z najbardziej rozpoznawalnych podmiotów operujących w sektorze usług gastronomicznych w Polsce. Działalność powstałej w 1996 roku spółki przez 10 lat koncentrowała się na rozwoju sieci restauracji „Chłopskie Jadło". Po ich sprzedaży w 2006 roku uzyskane środki zostały zainwestowane w budowę i zarządzanie nowymi sieciami restauracji, gościńców i pierogarniami funkcjonującymi w autorskim modelu franczyzowo-operatorskim pod marką „Polskie Jadło".

Drugim segmentem działalności firmy, rozwijanym od 2004 roku, jest produkcja i sprzedaż ekskluzywnych wyrobów kuchni polskiej sprzedawanych obecnie pod marką „Polskie Jadło". Wśród nich znajdują się zarówno tradycyjnie wyrabiane wędliny i wyroby wekowane takie jak polskie zupy, pasztety oraz inne dania gotowe. Polskie Jadło opiera swą produkcję na tradycyjnych recepturach, pozbawionych jakichkolwiek uszlachetniaczy i środków konserwujących.

Zarząd Spółki Polskie Jadło S.A. poinformował w 1 kw.2011 o rozpoczęciu programu budowy restauracji przydrożnych w systemie MOP. Program realizowany będzie wraz ze skonsolidowaną spółką Ko-Operator [od września 2010r.] oraz przy współpracy z siecią renomowanych stacji paliw [Lotos]. W wyniku działań, których celem było pozyskanie optymalnych lokalizacji dla swoich obiektów, spółka K-O zwyciężyła w przetargu na zagospodarowanie dwóch lokalizacji MOP usytuowanych przy autostradzie A4 Zakrzów (25077,12 mkw) i Podłęże (35058,12 mkw). Zgodnie z umową zawartą z Generalną Dyrekcją Dróg Krajowych i Autostrad, 15 stycznia 2011r. spółka rozpoczęła budowę dwóch bliźniaczych obiektów gastronomicznych po obu stronach autostrady. Uruchomienie obiektów nastąpiło 15 kwietnia 2011r. Oba obiekty wykonane zostały według tej samej autorskiej koncepcji i projektu spółki. Każdy z nich może jednorazowo obsłużyć 120 klientów.

Spółka planuje objęcie modułową technologią 30 analogicznych restauracji zlokalizowanych zarówno przy autostradach, jak i drogach szybkiego ruchu oraz przy stacjach benzynowych. Przydrożne restauracje działać będą pod dwiema markami stanowiącymi własność spółki: 'Restauracja PITSTOP BAR' oraz 'Gościniec Polskie Jadło'. Działalność prowadzona będzie w ramach spółki, część obiektów objęta zostanie franszyzą. Restauracje pod brandem 'PITSTOP BAR' obsługiwać będą lokalizacje związane z autostradowymi parkingami oraz stanowić będą ofertę gastronomiczną dla dużych stacji paliw. 'Gościńce Polskie Jadło', postrzegane bardziej tradycyjnie powstawać będą

w regionach turystycznych oraz miejscach, gdzie stanowić będą alternatywę dla sieciowych restauracji typu fast-food.

Skan 1: Struktura akcjonariatu PLJ.

	Struktura akcjonariatu przed emisją				Struktura akcjonariatu na dzień 28.02.2011r.			
	Liczba akcji	Udział w kapitale (%)	Liczba głosów na WZA	Udział w głosach na WZA (%)	Liczba akcji	Udział w kapitale (%)	Liczba głosów na WZA	Udział w głosach na WZA (%)
Akcje serii A	**5 200 000**	**26,00%**	**10 400 000**	**31,90%**				
w tym:								
Pan Jan Kościuszko	5 200 000	26,00%	10 400 000	31,90%				
Akcje serii A1					**3 618 896**	**16,64%**	**7 237 792**	**28,53%**
w tym:								
Pan Jan Kościuszko					3 618 796	16,64%	7 237 592	28,53%
Pozostali akcjonariusze					100	0,00%	200	0,00%
Akcje serii A2					**915 104**	**4,21%**	**915 104**	**3,61%**
Akcje serii A3					**666 000**	**3,06%**	**666 000**	**2,63%**
w tym:								
Hussar					666 000	3,06%	666 000	2,63%
Akcje serii B	**7 400 000**	**37,00%**	**7 400 000**	**22,70%**	**7 400 000**	**34,02%**	**7 400 000**	**29,17%**
w tym:								
Pan Jan Kościuszko	1 937 100	9,69%	1 937 100	5,94%	0	0,00%	0	0,00%
Pozostali akcjonariusze	4 262 900	21,31%	4 007 700	12,29%	7 400 000	34,02%	7 400 000	29,17%
Akcje serii C	**7 400 000**	**37,00%**	**14 800 000**	**45,40%**	**7 400 000**	**34,02%**	**7 400 000**	**29,17%**
w tym:								
Pan Jan Kościuszko	7 400 000	37,00%	14 800 000	45,40%	7 400 000	34,02%	7 400 000	29,17%
Akcje serii D					**1 751 059**	**8,05%**	**1 751 059**	**6,90%**
Pozostali akcjonariusze					1 751 059	8,05%	1 751 059	6,90%
Razem	**20 000 000**	**100,00%**	**32 600 000**	**100,00%**	**21 751 059**	**100,00%**	**25 369 955**	**100,00%**

Źródło: POLSKIE JADŁO

5.1.2 Analiza finansowa bieżącego stanu spółki

Spółka z sukcesem rozwijała koncepcję franszyzy operatorskiej i/lub właścicielskiej i jeszcze w 2008r. wygenerowała znaczący poziom zysku netto. Na późniejszych wynikach zaważyły głównie dwa czynniki:

- Kryzysowa sytuacja na rynku gastronomicznym [światowy kryzys finansowy], która odstraszała potencjalnych franszyzo biorców od podejmowania nowych inicjatyw;
- Świadoma decyzja Zarządu spółki o zakończeniu współpracy z sieciami sklepów wielkoformatowych, która była dla spółka coraz mniej opłacalna, a przy tym dodatkowe obciążenia wynikały z chęci przerzucania kosztów promocji na kontrahentów tych sieci.

W tej sytuacji Zarząd spółki podjął decyzję o ukierunkowaniu strategii przedsiębiorstwa na nowe obszary rynku, dające możliwość wykorzystania potencjału produkcyjnego i rynkowego know-how jednostki. W ten sposób powstała koncepcja obsługi sektora tzw. ‘gastronomii przydrożnej’.

Należy zwrócić uwagę, iż kapitał zainwestowany w spółkę od lat utrzymuje się na zbliżonym poziomie, pomimo ostatnich kryzysowych okresów obrotowych. Jego włość utrzymuje się na poziomie 33-34 mln PLN, co wskazuje iż Spółka zachowuje swój potencjał produkcyjny i usługowy. Istotnie, znacząca cześć majątku jest reprezentowana przez nieruchomości stanowiące inwestycje, a zatem wynajmowane innym operatorom [zarządza nimi spółka Ko-Operator, prowadząc działalność gastronomiczną w 6 tego typu obiektach, których nie jest właścicielem]. Wydzielenie obiektów budowlanych z aktywów rzeczowych do inwestycji nastąpiło w 1 kwartale 2011r.

Zatem można stwierdzić, iż pomimo trudnej sytuacji rynkowej spółka dysponuje aktywami na relatywnie płynnym poziomie. Aktywa te stanowią efekt działań inwestycyjnych spółki z lat poprzednich, kiedy postępowała kumulacja zysków, a obecnie stanowią jej zasadniczy składnik majątkowy.

Rok 2008 wskazuje na poziom rentowności uzyskiwanej w sektorze gastronomicznym [rentowność sprzedaży 47,3%, operacyjna 46,6%]. Postępująca konkurencja wpływa oczywiście na istotną redukcję wskaźników rentowności, niemniej w określony sposób ten rezultat koresponduje z założeniami projektów inwestycyjnych, omówionych szerzej przy analizie spółki K-O, a w których PLJ partycypuje, głównie w sferze koncepcyjnej [know-how] i udziale w negocjacjach.

Skan 2: Rachunek zysków i strat PLJ.

Rachunek zysków i strat / tys.PLN	**2008**	**2009**	**2010**	**3m 2011**
Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi	**31 758**	**13 917**	**1 766**	**167**
Przychody netto ze sprzedaży produktów	28 531	11 167	1 442	166
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	3 228	2 750	323	323
Koszty działalności operacyjnej	**16 731**	**12 956**	**3 055**	**354**
Zysk [strata] ze sprzedaży	**15 027**	**960**	**-1 289**	**-187**
Pozostałe przychody operacyjne	268	965	863	863
Pozostałe koszty operacyjne	384	6 319	738	738
Zysk [strata] z działalności operacyjnej	**14 911**	**-4 393**	**-1 164**	**-209**
Przychody finansowe	355	10	9	1
Koszty finansowe	323	2 082	1 244	52
Zysk [strata] brutto z działalności gospodarczej	**14 942**	**-6 465**	**-2 399**	**-260**
Wyniki zdarzeń nadzwyczajnych				
Zysk [strata] brutto	**14 942**	**-6 465**	**-2 399**	**-260**
Podatek dochodowy	2 873	459	622	-146
Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku [zwiększenia straty]				
Zysk netto	**12 069**	**-6 925**	**-3 021**	**-115**

Źródło: POLSKIE JADŁO + opracowanie własne

Skan 3: Analiza wskaźnikowa [wskaźniki zyskowności] dla PLJ..

Wskaźniki efektywności operacyjnej (zyskowności)	***Jedn.***	**2008**	**2009**	**2010**
Okres obrachunkowy	*[dni]*	*360*	*360*	*360*
Ilość miesięcy operacyjnych	*[m-ce]*	*12*	*12*	*12*
Przychody ogółem *Sprzedaż + pozostałe przychody operacyjne + przychody finansowe*	*tys.PLN*	32 381	14 892	2 638
Przychody operacyjne *Sprzedaż + pozostałe przychody operacyjne*	*tys.PLN*	32 026	14 882	2 629
Przychody ze sprzedaży *Sprzedaż produktów i usług + sprzedaż towarów i materiałów*	*tys.PLN*	31 758	13 917	1 766
- w tym: sprzedaż produktów i usług *Sprzedaż produktów i usług*	*tys.PLN*	28 531	11 167	1 442
- w tym: sprzedaż towarów i materiałów *Sprzedaż towarów i materiałów*	*tys.PLN*	3 228	2 750	323
Średnie obroty miesięczne *Sprzedaż ogółem / ilość miesięcy operacyjnych*	*tys.PLN*	2 647	1 160	147
Koszty działalności operacyjnej	*tys.PLN*	16 731	12 956	3 055
Amortyzacja	*tys.PLN*	751	1 826	1 217
Stopa podatkowa - dla osób prawnych	*%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*
Zysk [strata] ze sprzedaży *Zysk [strata] ze sprzedaży*	*tys.PLN*	15 027	960	-1 289
EBIT *Zysk operacyjny*	*tys.PLN*	14 911	-4 393	-1 164
EBITDA *Zysk operacyjny + amortyzacja*	*tys.PLN*	15 662	-2 567	53
EBT *Zysk brutto*	*tys.PLN*	14 942	-6 465	-2 399
Zysk/strata netto *Zysk/strata netto*	*tys.PLN*	12 069	-6 925	-3 021
Skorygowany zysk operacyjny po opodatkowaniu (NOPLAT) *EBIT - dezinwestycje - dotacje - skorygowany podatek dochodowy*	*tys.PLN*	12 172	778	-1 289
Rentowność sprzedaży *Wynik na sprzedaży / sprzedaż ogółem*	*%*	47,3%	6,9%	-73,0%
Rentowność operacyjna (EBIT/przychody operacyjne) *EBIT / przychody operacyjne*	*%*	46,6%	-29,5%	-44,3%
Rentowność operacyjna (EBITDA/przychody operacyjne) *EBITDA / przychody operacyjne*	*%*	48,9%	-17,3%	2,0%
Rentowność operacyjna netto (NOPLAT/sprzedaż) *NOPLAT / sprzedaż ogółem*	*%*	38,3%	5,6%	-73,0%

Źródło: opracowanie własne

Skan 4: Bilans przetworzony dla PLJ.

Bilans przetworzony - aktywa / tys.PLN	**2008**	**2009**	**2010**	**3m 2011**
Aktywa trwałe	**26 991**	**38 133**	**37 059**	**40 111**
Wartości niematerialne i prawne	298	17 774	16 848	18 397
Rzeczowe aktywa trwałe	26 323	20 255	19 941	7 663
Należności długoterminowe			174	174
Inwestycje długoterminowe				13 878
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	370	105	97	
Aktywa obrotowe	**22 534**	**1 367**	**772**	**498**
Zapasy	113	33	20	20
Należności krótkoterminowe	22 266	1 287	714	458
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	155	47	38	20
Środki płynne	**826**	**41**	**48**	**286**
Inwestycje krótkoterminowe	826	41	48	286
Suma aktywów	**50 351**	**39 541**	**37 880**	**40 895**

Bilans przetworzony - pasywa / tys.PLN	**2008**	**2009**	**2010**	**3m 2011**
Zasoby stałe strukturalne	**36 734**	**35 032**	**32 005**	**34 978**
Kapitał [fundusz] podstawowy	1 088	1 088	1 088	1 088
Należne wpł.na kap.pdst. [wielkość ujemna]				
Udziały [akcje] własne [wielkość ujemna]				
Kapitał [fundusz] zapasowy	10 870	11 836	4 911	4 911
Kapitał [fundusz] z aktualizacji wyceny			513	1 427
Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	3 429	14 533	14 533	14 533
Niepodzielony wynik finansowy				-1 315
Zysk [strata] netto	12 069	-6 925	-3 021	-115
Rezerwy na zobowiązania	356	630	1 156	1 747
Zobowiązania długoterminowe	8 922	13 051	12 703	12 703
Rozliczenia międzyokresowe		819	123	
Zobowiązania krótkoterminowe nieoproc.	**11 110**	**2 132**	**1 739**	**1 712**
Zobowiązania krótkoterminowe	11 109	1 545	1 239	1 347
Rozliczenia międzyokresowe	1	587	500	365
Kredyty i pożyczki	**2 507**	**2 378**	**4 135**	**4 205**
Suma pasywów	**50 351**	**39 541**	**37 880**	**40 895**

Źródło: opracowanie własne

Skan 5: Kapitał zainwestowany w PLJ obliczony na podstawie pasywnej i aktywnej strony bilansu.

Kapitał zainwestowany / tys.PLN	**2008**	**2009**	**2010**	**2011***
Kalkulacja wg. pasywnej strony bilansu				
Kapitał własny	**27 456**	**20 532**	**18 023**	**20 529**
- kapitał [fundusz] z aktualizacji wyceny			-513	-1 427
- środki trwałe w budowie	-2 216	-2 306	-2 306	-2 306
- zaliczki na środki trwałe w budowie				
Zainwestowany kapitał własny	**25 240**	**18 225**	**15 204**	**16 796**
Zobowiązania długoterminowe	**8 922**	**13 051**	**12 703**	**12 703**
- środki trwałe w budowie				
- zaliczki na środki trwałe w budowie				
+ kredyty i pożyczki krótkoterminowe	2 507	2 378	4 135	4 205
+ zobowiąz.z tyt.emisji dłużn.papierów wart.				
+ inne zobowiązania finansowe	66	48	15	4
+ skapitalizowane zobowiązania poza bilansowe				
+ rozliczenia międzyokresowe krótkoterminowe		689		
+ rozliczenia międzyokresowe długoterminowe	1	587	500	365
Zainwestowany kapitał obcy	**11 497**	**16 753**	**17 353**	**17 276**
Razem zainwestowany kapitał	**36 737**	**34 978**	**32 557**	**34 072**

Kapitał zainwestowany / tys.PLN	**2008**	**2009**	**2010**	**2011***
Kalkulacja wg. aktywnej strony bilansu				
Aktywa razem	**50 351**	**39 541**	**37 880**	**40 895**
+ skapitalizowane zobowiązania poza bilansowe				
- środki trwałe w budowie	-2 216	-2 306	-2 306	-2 306
- zaliczki na środki trwałe w budowie				
Korekty pasywnej strony bilansu				
- ujemna wartość firmy		-130	-123	
- nie oprocentowane zobowiązania	-11 042	-1 497	-1 224	-1 344
- rezerwy	-356	-630	-1 156	-1 747
- kapitał [fundusz] z aktualizacji wyceny			-513	-1 427
Razem zainwestowany kapitał	**36 737**	**34 978**	**32 557**	**34 072**

Źródło: opracowanie własne

5.2 Spółka Ko-Operator Bronikowski, Górzyński Sp.j.

5.2.1 Charakterystyka ogólna

DANE FORMALNE JEDNOSTKI GOSPODARCZEJ

Dane kontaktowe:

Firma:		KO-OPERATOR Bronikowski, Górzyński Sp.j.
Forma prawna:		Spółka jawna
Dane adresowe:	kod poczt.	30-065
	miasto	Kraków
	ulica	Piastowska 23
	tel.	12 / 378 00 35
	fax	12 / 397 80 20
	web	ko-operator.pl
NIP:		6772297931
REGON:		120530110
KRS:		0000287746
EKD/PKD:		Sektor działalności: 5610A Restauracje i inne stałe placówki gastronomiczne
Status szczególny		-
Rynek geograficzny		Rynek krajowy
Rejestracja dz.gospod.		04.09.2007
Stan etatów [bieżący]		74 -

Wspólnicy spółki:

- Michał Kościuszko – 80% udziałów w zyskach i stratach,
- Leszek Bronikowski - 10% udziałów w zyskach i stratach,
- Tomasz Górzyński - 10% udziałów w zyskach i stratach.

Główne pola działalności spółki to gastronomia oraz produkcja i handel. W zakresie gastronomi spółka jest obecnie zarządcą 4 restauracji w Segmencie Premium i 2 restauracji w systemie MOP (karczmy przydrożne), dzierżawionych od PLJ, poza tym zaś dysponuje dwoma pilotażowo prowadzonymi pierogarniami. Razem 8 jednostek.

Spółka na przełomie roku 2009 i 2010 rozpoczęła działania mające na celu pozyskiwanie na potrzeby tworzonej sieci restauracji przydrożnych w systemie MOP, nowych atrakcyjnych lokalizacji. W wyniku tych działań spółka nawiązała współpracę z takimi partnerami jak Lotos Paliwa S.A., British Petrol oraz z Zarządem Krajowych Dróg i Autostrad.

W grudniu 2010r. podpisany został pierwszy kontrakt pomiędzy spółką a Krajowym Zarządem Dróg i Autostrad, na którego mocy spółka przejęła kontrolę na dwiema lokalizacjami w Zakrzowie i Podłężu. Plany rozwoju sieci gastronomicznej w systemie MOP opierają się na założeniu, że spółka zamierza wykorzystać swoją pozycje rynkową powstałą dzięki współpracy, a obecnie konsolidacji z Polskim Jadłem S.A. poprzez dostęp do atrakcyjnych ofert lokalizacyjnych napływających z rynku, posiadanych licencji, renomie znaków towarowych administrowanych lub posiadanych przez spółkę takich jak: „Polskie Jadło", „Sztuka Pieroga Polskie Jadło", „Gościńce Polskie Jadło", „Pit Stop Bar". Spółka poza tym korzystać będzie z nowych technologii i systemów już opracowanych lub będących w fazie opracowywania przez Polskie Jadło S.A., uzyskując również wsparcie prawne, księgowe i technologiczne spółki dominującej Polskie Jadło S.A.

W zakresie produkcji obecny potencjał produkcyjny to:

- Kompletna wytwórnia wyrobów mącznych i garmażeryjnych,

- Kompletna linia technologiczna do produkcji pierogów,

- Kompletna linia technologiczna do produkcji produktów garmażeryjnych i dań gotowych,

- Kompletna linia technologiczna w systemie głębokiego mrożenia.

Poza tym własne magazyny chłodnicze/mroźnie i specjalistyczny transport.

Posiadane, opracowane i wdrożone technologie i atesty:

- Unikatowa technologia do produkcji mini pierogów (pierogowy kubek),

- Technologia do produkcji 40–tu rodzajów pierogów klasycznych,

- Technologia dla produkcji wyrobów garmażeryjnych i dań gotowych w systemie głębokiego mrożenia,

- Technologie do produkcji tradycyjnych konfitur (słoje),

- Unikatowa technologia do produkcji konfitur czekoladowych.

Ponadto spółka jest w fazie rozruchu technologicznego linii produkcyjnej przeznaczonej do produkcji tradycyjnych konfitur.

W zakresie handlu spółka prowadzi ekskluzywną sprzedaż swoich wyrobów garmażeryjnych – pasztety, smalce, smakowe masło, musztardy, pieczone mięsa, domowe wędliny, konfitury, wyłącznie w pilotażowych własnych sklepach instalowanych w prowadzonych przez spółkę restauracjach. W roku 2011 spółka ukierunkowana jest na rozpoczęcie dostaw objętych kontraktem z lotos Paliwa S.A. – pierogowy kubek [o projekcie w dalszej części raportu].

5.2.2 Analiza finansowa bieżącego stanu spółki

K-O jest spółką młodą, prowadzącą usystematyzowaną działalność, objętą pełną księgowością w zasadzie od roku 2009. Spółka jest głównym operatorem restauracji posiadanych przez PLJ z tytułu zawężonej skali prowadzonej działalności spółka zamierza koncentrować się nadal na swoim core businessie, zaprezentowane dane finansowe w większości bazują na wynikach za rok 2011 ekstrapolowanych z okresu kwartalnego na całoroczny.

W ostatnich trzech okresach obrotowych przychody jednostki podlegały trendowi wzrostowemu, a prognoza na rok 2011 jest istotnie wyższa od poprzednich rezultatów wobec perspektyw wdrożenia realizacji projektów inwestycyjnych, na których K-O opiera swoje koncepcje ekspansji rynkowej.

Dynamika sprzedaży i kosztów operacyjnych / Rentowność:

W latach 2009 - 2011* średnia wartość przychodów ze sprzedaży wyniosła 7 924 tys.PLN [w tym produkty/usługi + zm.stanu: 5 930 tys.PLN, towary: 1 994 tys.PLN]; średnia ważona wartość przychodów ze sprzedaży [wagi odpowiednio: 1, 2 i 3] to 8 301 tys.PLN [w tym produkty/usługi + zm.stanu: 7 304 tys.PLN, towary: 997 tys.PLN]. Dynamika w okresie w skali r/r 2011*/2009 dla sprzedaży to 33,5% [wyraźny wzrost], a dla okresu 2011*/2010 to 13,4% [wyraźny wzrost]. Dynamika w okresie w skali r/r 2011*/2009 dla kosztów operacyjnych to 9,8% [wzrost], a dla okresu 2011*/2010 to 0,9% [wzrost]. W analizowanym okresie średnie wartości wskaźników rentowności wynosiły: EBIT/przychody operacyjne 1,5%, EBITDA/przychody operacyjne 7,6% oraz stopa zysku netto 6,6% [wartości średnie ważone: EBIT/przychody operacyjne 4,7%, EBITDA/przychody operacyjne 9,9% oraz stopa zysku netto 6,2%]. W zakresie dynamiki wskaźnika rentowności operacyjnej [EBIT/przychody operacyjne] w skali r/r 2011*/2009 wystąpił wyraźny spadek w wysokości -252,2%. Jednoczesny wzrost obrotów i aktywów obrotowych charakteryzuje ekspansję i dobre perspektywy rynkowe jednostki.

Skan 6: Rachunek zysków i strat K-O w latach 2009-2011 [ostatni rok ekstrapolowany na podstawie danych za 1 kwartał].

Rachunek zysków i strat / tys.PLN	**2009**	**2010**	**2011***
Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi	**6 768**	**7 970**	**9 034**
Przychody netto ze sprzedaży produktów	786	7 966	9 032
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	5 982		
Koszty działalności operacyjnej	**7 264**	**7 901**	**7 975**
Zysk [strata] ze sprzedaży	**-496**	**69**	**1 059**
Pozostałe przychody operacyjne	15	30	9
Pozostałe koszty operacyjne	39	56	11
Zysk [strata] z działalności operacyjnej	**-521**	**44**	**1 056**
Przychody finansowe	1 095	0	1
Koszty finansowe	3	16	80
Zysk [strata] brutto z działalności gospodarczej	**571**	**28**	**977**
Wyniki zdarzeń nadzwyczajnych	300	-4	
Zysk [strata] brutto	**871**	**24**	**977**
Podatek dochodowy			211
Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku [zwiększenia straty]			
Zysk netto	**871**	**24**	**766**

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

**) wyniki za rok 2011 ekstrapolowane*

Skan 7: Analiza dynamiki sprzedaży K-O.

Dynamika wzrostu przychodów ogółem / PLN'000	**2009**	**2010**	**2011***
Nominalne przychody ze sprzedaży ogółem	**6 768**	**7 970**	**9 034**
Wskaźnik inflacji	3,5%	2,6%	2,9%
Mnożnik inflacyjny	*1,0558*	*1,0290*	*1,0000*
Urealnione przychody ze sprzedaży ogółem	**7 146**	**8 201**	**9 034**
Nominalna dynamika wzrostu sprzedaży ogółem	*-42%*	*18%*	*13%*
Realna dynamika wzrostu sprzedaży ogółem	*-44%*	*15%*	*10%*
Średnia ważona [wagi]	*1*	*2*	*3*
Średnia ważona z lat analizy dla sprzedaży ogółem	*-44%*	*-5%*	*3%*

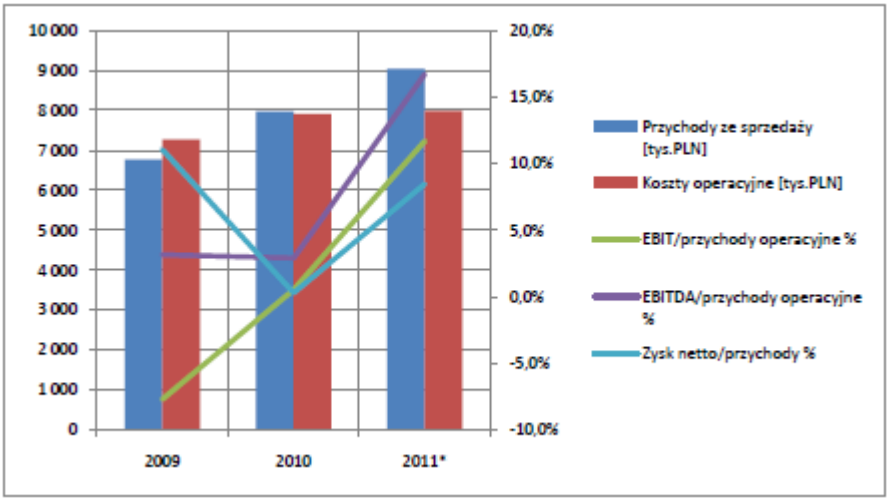
Dynamika wzrostu sprzedaży produktów/usług / PLN'00	**2009**	**2010**	**2011***
Nominalne przychody ze sprzedaży prod./usług	**786**	**7 970**	**9 034**
Wskaźnik inflacji	3,5%	2,6%	2,9%
Mnożnik inflacyjny	*1,0558*	*1,0290*	*1,0000*
Urealnione przychody ze sprzedaży prod./usług	**830**	**8 201**	**9 034**
Nominalna dynamika wzrostu sprzedaży prod./usług	*-93%*	*914%*	*13%*
Realna dynamika wzrostu sprzedaży prod./usług	*-94%*	*888%*	*10%*
Średnia ważona [wagi]	*1*	*2*	*3*
Średnia ważona z lat analizy dla produktów i usług	*-94%*	*561%*	*286%*

Dynamika wzrostu sprzedaży towarów i materiałów / PL	**2009**	**2010**	**2011***
Nominalne przychody ze sprzedaży towarów	**5 982**		
Wskaźnik inflacji	3,5%	2,6%	2,9%
Mnożnik inflacyjny	*1,0558*	*1,0290*	*1,0000*
Urealnione przychody ze sprzedaży towarów	**6 316**		
Nominalna dynamika wzrostu sprzedaży towarów			
Realna dynamika wzrostu sprzedaży towarów			
Średnia ważona [wagi]			
Średnia ważona z lat analizy dla towarów			

**) wyniki za rok 2011 ekstrapolowane*

Źródło: opracowanie własne

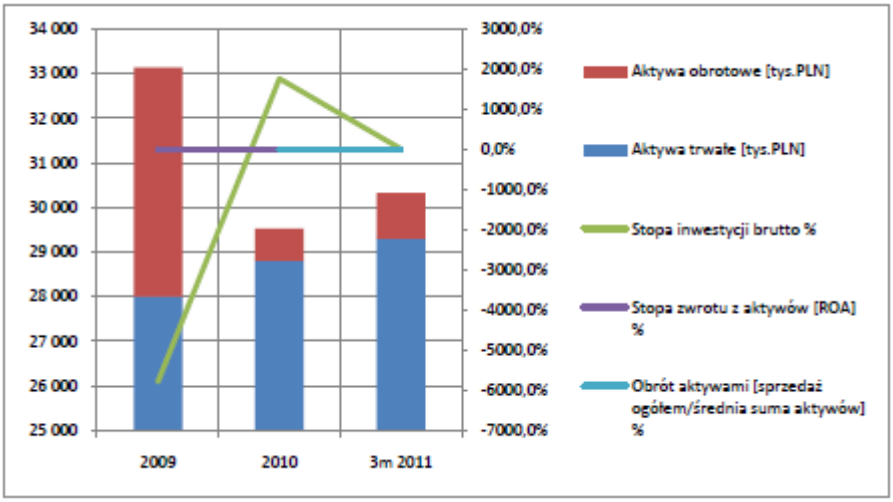
Skan 8: Dynamika przychodów i kosztów operacyjnych i rentowność dla K-O.



**) wyniki za rok 2011 ekstrapolowane*

Źródło: opracowanie własne

Skan 9: Struktura aktywów i inwestycje dla K-O.



Źródło: opracowanie własne

Struktura aktywów / Stopa inwestycji:

W latach 2009 - 3m 2011 średnia wartość sumy bilansowej [sumy aktywów] wynosiła 30 999 tys.PLN [w tym aktywa trwałe 28 704 tys.PLN i aktywa obrotowe 2 295 tys.PLN]. Udział aktywów trwałych wyniósł 96,6% [dominujący udział], a udział aktywów obrotowych wyniósł 3,4% [minimalny, bliski zera lub zerowy udział]. Dynamika w okresie w skali r/r 3m 2011/2009 dla aktywów trwałych to 4,6% [wzrost], a dla okresu 3m 2011/2010 to 1,7% [wzrost]. Dynamika w okresie w skali r/r 3m 2011/2009 dla aktywów obrotowych to -80,0% [wyraźny spadek], a dla okresu 3m 2011/2010 to 42,2% [wyraźny wzrost]. Stopa zwrotu z aktywów [ROA] dla 3m 2011r. to -0,5%, dynamika: w okresie 3m 2011/2010 wystąpił wyraźny spadek w wysokości -349,3%, a w okresie 3m 2011/2009 wyraźny spadek w wysokości -81,2%. Obrót aktywami [sprzedaż/średnia suma aktywów] dla 3m 2011r. to 4,8%, dynamika: w okresie 3m 2011/2010 wystąpił wyraźny spadek w wysokości -81,3%, a w okresie 3m 2011/2009 wyraźny spadek w wysokości -88,1%. Stopa inwestycji brutto [CAPEX/NOPLAT] dla 3m 2011r. to 15,8%, średnia wartość wskaźnika w okresie 2010-3m 2011 to -0,2%, a w okresie 2009-3m 2011: -367,6%. Ocena skali odtwarzania aktywów rzeczowych i inwestycji rozwojowych na bazie średniej stopy inwestycji brutto [przyjęto maksymalny wskaźnik z analizowanego okresu]: bardzo duża aktywność inwestycyjna [potencjalnie branża kapitałochłonna].

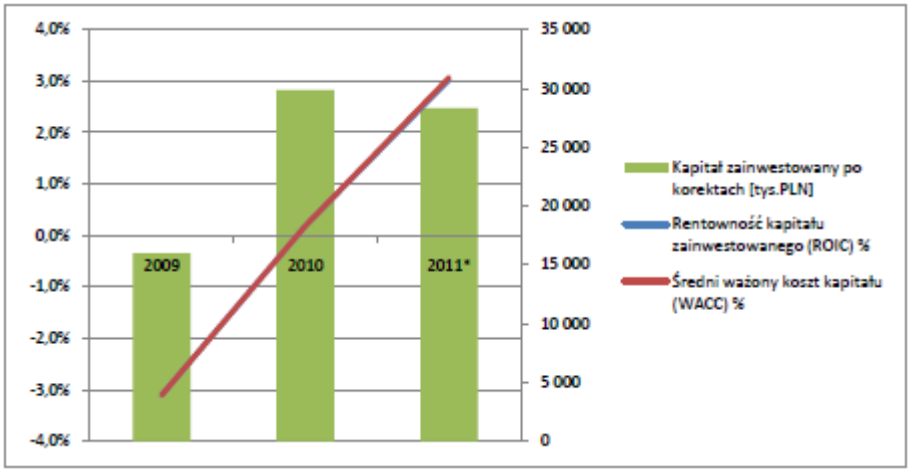
Aktywa obrotowe były mniejsze od zobowiązań krótkoterminowych [ujemny kapitał obrotowy]. Był to skutek nieprawidłowej struktury finansowania aktywów trwałych, wobec niedoboru kapitałów długoterminowych. Nadwyżka pochodząca z ujemnej części kapitału obrotowego finansowała w takiej sytuacji ten niedobór [wraz z kapitałami obcymi krótkoterminowymi]. Średnie zobowiązania bieżące nieoprocentowane przewyższały średnią wartość aktywów bieżących o 109%.

Należy podkreślić, że głównym składnikiem aktywów trwałych są wartości niematerialne [26,3 mln PLN wg stanu na dzień wyceny], na które składają się przede wszystkim opłaty operatorskie wpłacone na rzecz PLJ z tytułu zarządzania wynajmowanymi obiektami gastronomicznymi. Z tytułu wycofania się K-O z inwestycji na rynku aglomeracji warszawskiej część tych opłat [związana z przedmiotowymi obiektami] została chwilowo wyłączona z dokonywania odpisów amortyzacyjnych [kwota 4,18 mln PLN].

Przepływy pieniężne / Dynamika kapitału obrotowego:

W latach 2009 - 3m 2011 średnia wartość strumienia operacyjnego przepływów pieniężnych wynosiła 223 tys.PLN; średnia wartość strumienia inwestycyjnego wynosiła -10 103 tys.PLN; średnia wartość strumienia finansowego wynosiła 9 484 tys.PLN; średnia wartość salda zmian gotówki wynosiła -184 tys.PLN; średnia wartość gotówki na koniec ostatniego pełnego okresu to ok. 230 tys.PLN [sytuacja charakterystyczna dla młodych, rozwijających się firm: działalność operacyjna i inwestycyjna finansowana jest ze źródeł zewnętrznych: kredytów lub kapitałów właścicieli]. Średnia wartość wskaźnika zmian kap.obr. do zmian sprzedaży osiągnęła -120,1%. Średnie ważone tempo przyrostu kapitału obrotowego wobec przyrostu sprzedaży w analizowanym okresie wynosiło -29,9% [znacząca ujemna dynamika].

Skan 10: Rentowność kapitału zainwestowanego dla K-O.



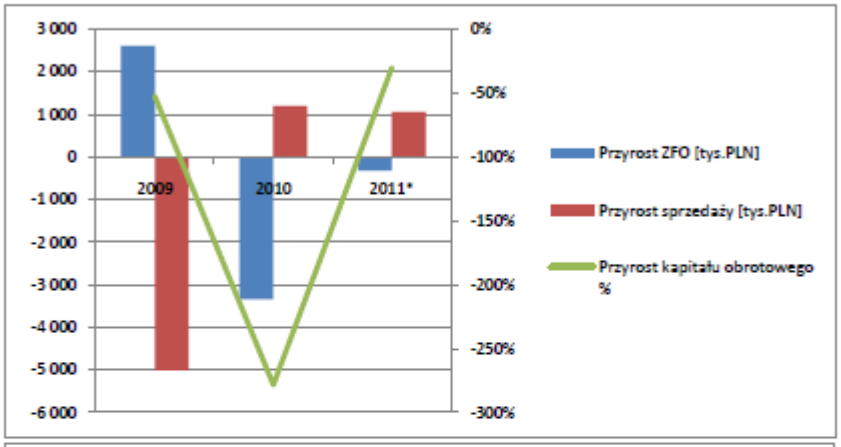
**) wyniki za rok 2011 ekstrapolowane*

Źródło: opracowanie własne

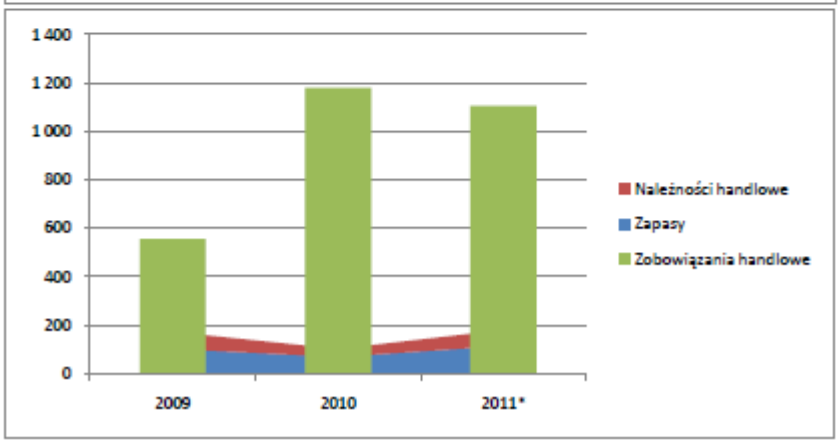
Skan 11: Dynamika zapotrzebowania na fundusz obrotowy w K-O.

$$\Delta WC\% = \frac{WC_n - WC_{n-1}}{\Delta S} = \frac{\Delta WC}{\Delta S}$$

$\Delta WC\%$ - *Przyrost kapitału obrotowego %*
ΔWC - *Przyrost ZFO [tys.PLN]*
ΔS - *Przyrost sprzedaży [tys.PLN]*
WC_{n-1} - *Stan średni kapitału obrotowego w roku n [tys.PLN]*
WC_n - *Stan średni kapitału obrotowego w roku n-1 [tys.PLN]*



].



**) wyniki za rok 2011 ekstrapolowane*

Źródło: opracowanie własne

Skan 12: Zarządzanie kapitałem obrotowym w K-O [wskaźnik dynamiki kapitału obrotowego].

Przyrost funduszu obrotowego / tys.PLN	**2009**	**2010**	**2011***
Przychody ze sprzedaży	6 768	7 970	9 034
Przyrost sprzedaży	**-5 002**	**1 201**	**1 064**
Majątek obrotowy	3 379	121	316
- Zapasy	102	68	114
- Należności	3 277	53	202
Zobowiązania krótkoterminowe	1 296	1 380	1 894
- wartość bilansowa [bez pożyczek i kredytów]	1 296	1 380	1 894
Zapotrzebowanie na fundusz obrotowy [ZFO]	2 084	-1 259	-1 578
- suma korekt kapitału obrotowego			
Zapotrzeb.na fundusz obrot. [ZFO] skorygowane	2 084	-1 259	-1 578
Przyrost ZFO	**2 613**	**-3 343**	**-319**
Przyrost ZFO / Przyrost sprzedaży %	**-52%**	**-278%**	**-30%**
Średnia ważona [wagi]	1	2	3
Średnia ważona z lat analizy	-52%	-203%	-116%

**) wyniki za rok 2011 ekstrapolowane*

Źródło: opracowanie własne

Skan 13: Analiza wskaźnikowa [wskaźniki zyskowności] dla K-O.

Wskaźniki efektywności operacyjnej (zyskowności)	***Jedn.***	**2009**	**2010**	**2011***
Okres obrachunkowy	*[dni]*	*360*	*360*	*360*
Ilość miesięcy operacyjnych	*[m-ce]*	*12*	*12*	*12*
Przychody ogółem *Sprzedaż + pozostałe przychody operacyjne + przychody finansowe*	*tys.PLN*	7 878	7 997	9 044
Przychody operacyjne *Sprzedaż + pozostałe przychody operacyjne*	*tys.PLN*	6 783	7 996	9 043
Przychody ze sprzedaży *Sprzedaż produktów i usług + sprzedaż towarów i materiałów*	*tys.PLN*	6 768	7 970	9 034
- w tym: sprzedaż produktów i usług *Sprzedaż produktów i usług*	*tys.PLN*	786	7 970	9 034
- w tym: sprzedaż towarów i materiałów *Sprzedaż towarów i materiałów*	*tys.PLN*	5 982		
Średnie obroty miesięczne *Sprzedaż ogółem / ilość miesięcy operacyjnych*	*tys.PLN*	564	664	753
Koszty działalności operacyjnej	*tys.PLN*	7 264	7 901	7 975
Amortyzacja	*tys.PLN*	736	190	454
Stopa podatkowa - dla osób prawnych	*%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*
Zysk [strata] ze sprzedaży *Zysk [strata] ze sprzedaży*	*tys.PLN*	-496	69	1 059
EBIT *Zysk operacyjny*	*tys.PLN*	-521	44	1 056
EBITDA *Zysk operacyjny + amortyzacja*	*tys.PLN*	216	234	1 510
EBT *Zysk brutto*	*tys.PLN*	871	24	977
Zysk/strata netto *Zysk/strata netto*	*tys.PLN*	871	24	766
Skorygowany zysk operacyjny po opodatkowaniu (NOPLAT) *EBIT - dezinwestycje - dotacje - skorygowany podatek dochodowy*	*tys.PLN*	-496	56	858
Rentowność sprzedaży *Wynik na sprzedaży / sprzedaż ogółem*	*%*	-7,3%	0,9%	11,7%
Rentowność operacyjna (EBIT/przychody operacyjne) *EBIT / przychody operacyjne*	*%*	-7,7%	0,5%	11,7%
Rentowność operacyjna (EBITDA/przychody operacyjne) *EBITDA / przychody operacyjne*	*%*	3,2%	2,9%	16,7%
Rentowność operacyjna netto (NOPLAT/sprzedaż) *NOPLAT / sprzedaż ogółem*	*%*	-7,3%	0,7%	9,5%

**) wyniki za rok 2011 ekstrapolowane*

Źródło: opracowanie własne

Skan 14: Bilans przetworzony dla K-O.

Bilans przetworzony - aktywa / tys.PLN	2009	2010	2011*
Aktywa trwałe	**28 007**	**28 805**	**29 824**
Wartości niematerialne i prawne	26 496	26 379	26 261
Rzeczowe aktywa trwałe	1 511	2 304	3 441
Należności długoterminowe		122	122
Inwestycje długoterminowe			
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe			
Aktywa obrotowe	**4 802**	**645**	**822**
Zapasy	102	68	114
Należności krótkoterminowe	3 277	53	202
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 423	524	506
Środki płynne	**335**	**77**	**520**
Inwestycje krótkoterminowe	335	77	520
Suma aktywów	**33 143**	**29 527**	**31 166**

Bilans przetworzony - pasywa / tys.PLN	2009	2010	2011*
Zasoby stałe strukturalne	**31 848**	**28 147**	**29 154**
Kapitał [fundusz] podstawowy	22 283	22 283	22 283
Należne wpł.na kap.pdst. [wielkość ujemna]			
Udziały [akcje] własne [wielkość ujemna]			
Kapitał [fundusz] zapasowy		871	5 958
Kapitał [fundusz] z aktualizacji wyceny			
Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe			
Niepodzielony wynik finansowy	8 694	5 773	-173
Zysk [strata] netto	871	-860	766
Rezerwy na zobowiązania		34	34
Zobowiązania długoterminowe		45	286
Rozliczenia międzyokresowe			
Zobowiązania krótkoterminowe nieoproc.	**1 296**	**1 380**	**1 894**
Zobowiązania krótkoterminowe	1 296	1 380	1 894
Rozliczenia międzyokresowe			
Kredyty i pożyczki			**118**
Suma pasywów	**33 143**	**29 527**	**31 166**

**) wyniki za rok 2011 ekstrapolowane*

Źródło: opracowanie własne

Kapitały długoterminowe były mniejsze od aktywów trwałych [nieprawidłowa struktura bilansu]. Oznacza to, że część aktywów trwałych była finansowana zobowiązaniami krótkoterminowymi. Średnie kapitały długoterminowe był niższe od średniej wartości aktywów trwałych o 5%.

Kapitały obce krótkoterminowe [zobowiązania bieżące oprocentowane] przewyższały stan aktywów płynnych. Nadwyżka była przeznaczona na finansowanie kapitału obrotowego i niedoboru kapitałów długoterminowych. Średnie kapitały krótkoterminowe przewyższały średnią wartość aktywów płynnych o 330%.

Kapitał zainwestowany stanowi skorygowaną sumę kapitału własnego i kapitałów obcych [skorygowany odpowiednik bilansowej kategorii tzw. kapitału stałego]. Jest miernikiem sumy wszystkich potencjalnych środków kapitałów zaangażowanych w rozwój jednostki [bez uwzględniania środków przeznaczonych na cele nieoperacyjne lub zamrożonych w projektach w realizacji, nie generujących jeszcze zysków].

Średnia wartość kapitału zainwestowanego przez jednostkę w okresie analizy wynosiła 32 650 tys.PLN, a wartość tego kapitału wg ostatniego bilansu: 30 961 tys.PLN [na koniec okresu]. Wg ostatniego zestawienia bilansowego wartość kapitału zainwestowanego na początku okresu obrotowego wyniosła 32 459 tys.PLN, a wartość tego kapitału wg formuły średniej rocznej wyniosła 31 710 tys.PLN. Na podstawie stanu na koniec ostatniego okresu obrotowego stosunek kapitału zainwestowanego do kapitału bilansowego stałego wynosił 103% [kapitał zainwestowany był więc wyższy od kapitału bilansowego, jednak ta różnica nie była bardzo znacząca - nie przekraczała 30%].

Struktura pasywów / Stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego:

W latach 2009 - 3m 2011 średnia wartość kapitału własnego bilansowego wynosiła 29 270 tys.PLN; średnia łączna wartość kapitału zainwestowanego wynosiła 29 454 tys.PLN; średnia wartość kapitałów obcych wynosiła 29 270 tys.PLN; średnia wartość zobowiązań bieżących wynosiła 29 270 tys.PLN. udział kapitałów obcych wyniósł 0,3% [minimalny, bliski zera lub zerowy udział], a udział zobowiązań kr.term. wyniósł 7,8% [minimalny, bliski zera lub zerowy udział]. Dynamika w skali r/r 3m 2011/2009 dla kapitału własnego to -12,4% [spadek], a dla okresu 3m 2011/2010 to -0,6% [spadek]. Dynamika w skali r/r 3m 2011/2009 dla całego kapitału zainwestowanego w jednostkę

to -9,4% [spadek], a dla okresu 3m 2011/2010 to 2,6% [wzrost]. Dynamika łącznego udziału w pasywach kapitałów obcych i zobowiązań w skali r/r 3m 2011/2009 wynosiła 105,2% [wyraźny wzrost], a dla okresu 3m 2011/2010 to 62,3% [wyraźny wzrost]. Stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego [miara rentowności inwestycji w przedsiębiorstwo, ROIC] dla 3m 2011r. to 3,0%, średnia wartość wskaźnika w okresie 2010-3m 2011 to 1,6%, a w okresie 2009-3m 2011: 0,0%. [dynamika: w okresie 3m 2011/2010 wystąpił wyraźny wzrost w wysokości 1 516,8%, a w okresie 3m 2011/2009 wyraźny spadek w wysokości -197,6%]. Jednoczesny wzrost obrotów i kapitału zainwestowanego charakteryzuje rozwój i dobre perspektywy rynkowe jednostki.

Skan 15: Kapitał zainwestowany dla K-O, obliczony po pasywnej i aktywnej stronie bilansu.

Kapitał zainwestowany / tys.PLN *Kalkulacja wg. pasywnej strony bilansu*	**2009**	**2010**	**2011***
Kapitał własny	**31 848**	**28 068**	**29 577**
- kapitał [fundusz] z aktualizacji wyceny			
- środki trwałe w budowie	-156	-181	
- zaliczki na środki trwałe w budowie			
Zainwestowany kapitał własny	**31 692**	**27 887**	**29 577**
Zobowiązania długoterminowe		**45**	**286**
- środki trwałe w budowie			
- zaliczki na środki trwałe w budowie			
+ kredyty i pożyczki krótkoterminowe			118
+ zobowiąz.z tyt.emisji dłużn.papierów wart.			
+ inne zobowiązania finansowe		39	205
+ skapitalizowane zobowiązania poza bilansowe			
+ rozliczenia międzyokresowe krótkoterminowe			
+ rozliczenia międzyokresowe długoterminowe			
Zainwestowany kapitał obcy		**84**	**609**
Razem zainwestowany kapitał	**31 692**	**27 971**	**30 186**

Kapitał zainwestowany / tys.PLN *Kalkulacja wg. aktywnej strony bilansu*	**2009**	**2010**	**2011***
Aktywa razem	**33 143**	**29 527**	**30 326**
+ skapitalizowane zobowiązania poza bilansowe			
- środki trwałe w budowie	-156	-181	-201
- zaliczki na środki trwałe w budowie			
Korekty pasywnej strony bilansu			
- ujemna wartość firmy			
- nie oprocentowane zobowiązania	-1 296	-1 341	-1 393
- rezerwy		-34	-34
- kapitał [fundusz] z aktualizacji wyceny			
Razem zainwestowany kapitał	**31 692**	**27 971**	**28 698**

**) wyniki za rok 2011 ekstrapolowane*

Źródło: opracowanie własne

Wartość kapitału zainwestowanego silnie koresponduje ze wspomnianymi już składnikami WNiP. W załączonych do raportu zestawieniach kont analitycznych aktywów i pasywów [służących do wyceny spółki metodą skorygowanych aktywów netto] widoczna jest istotne rola tych właśnie składników i ich wpływ na wartość kapitału zainwestowanego. W analizowanym okresie ta wartość wahała się w zakresie 28-31 mln PLN, z czego same składniki WNiP to nieco ponad 26 mln PLN. W praktyce umowy operatorskie stanowią gwarancję prawa spółki do obsługi określonych restauracji w perspektywie długoterminowej [stawka amortyzacji dla tych umów to zaledwie 0,5% w skali rocznej].

Skan 16: Koszt kapitału dla K-O.

Koszt kapitału / tys.PLN + %	**2009**	**2010**	**2011***
Kapitał zainwestowany jako średnia dla okresu	15 997	29 832	28 335
Kapitał zainwestowany po korektach	15 997	29 832	28 335
- w tym stan kapitału obcego			807
- w tym zainwestowany kapitał własny	15 997	29 832	27 528
Udział kapitału własnego w kapitale zainwest.	*100%*	*100%*	*97%*
Udział kapitału obcego w kapitale zainwest.			*3%*
Skoryg.wynik operac.po opodatk.[NOPLAT]	-496	56	858
Rentowność kapitału zainwestowanego (ROIC)	**-3,1%**	**0,2%**	**3,0%**
Średnia ważona [wagi]	*1*	*2*	*3*
ROIC -średnia ważona z lat analizy	-3,1%	-0,9%	1,1%
Średnioroczne oprocentowanie kredytów długoterminowych	5,8%	5,6%	5,7%
Stopa podatkowa - dla osób prawnych	19%	19%	19%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	**-3,1%**	**0,2%**	**3,1%**
Średnia ważona [wagi]	*1*	*2*	*3*
WACC - średnia ważona z lat analizy	-3,1%	-0,9%	1,1%
Średnia roczna stopa inflacji	3,5%	2,6%	2,9%
ROIC - poziom realny	-6,4%	-2,4%	0,1%
WACC - poziom realny	-6,4%	-2,4%	0,2%
Średnia ważona [wagi]	*1*	*2*	*3*
WACC realny - średnia ważona z lat analizy	-6,4%	-3,7%	-1,8%
EP - zysk ekonomiczny			-13
EVA - ekonomiczna wartość dodana			-428

**) wyniki za rok 2011 ekstrapolowane*

Źródło: opracowanie własne

Formuły związane z kosztem kapitału:

$$ROIC[ROCE] = \frac{NOPLAT}{CAP_{INV}}$$

ROIC [ROCE] - zwrot z kapitału zainwestowanego %
NOPLAT - zysk operacyjny po opodatkowaniu [tys.PLN]
CAP_{INV} - kapitał zainwestowany [tys.PLN]

$$WACC = R_E \times f_E + R_D \times f_D \times (1-T)$$

WACC - średni ważony koszt kapitału %
R_E - koszt kapitału własnego %
R_D - koszt kapitału obcego %
f_E - udział kapitału własnego %
f_D - udział kapitału obcego %
T - stopa podatkowa %

$$EP = CAP_{INV} \times (ROIC - WACC)$$

EP - zysk ekonomiczny [tys.PLN]
CAP_{INV} - kapitał zainwestowany [tys.PLN]
ROIC - zwrot z kapitału zainwestowanego %
WACC - średni ważony koszt kapitału %

$$EVA = \frac{EP}{WACC}$$

EVA - ekonomiczna wartość dodana [tys.PLN]
EP - zysk ekonomiczny [tys.PLN]
WACC - średni ważony koszt kapitału %

Średnia wartość kapitału zainwestowanego przez jednostkę w okresie analizy wynosiła 32 650 tys.PLN, a wartość tego kapitału wg ostatniego bilansu: 30 961 tys.PLN [na koniec okresu]. Wg ostatniego zestawienia bilansowego wartość kapitału zainwestowanego na początku okresu obrotowego wyniosła 32 459 tys.PLN, a wartość tego kapitału wg formuły średniej rocznej wyniosła 31 710 tys.PLN. Na podstawie stanu na koniec ostatniego okresu obrotowego stosunek kapitału zainwestowanego do kapitału bilansowego stałego wynosił 103% [kapitał zainwestowany był więc wyższy od kapitału bilansowego, jednak ta różnica nie była bardzo znacząca - nie przekraczała 30%].

Średni ważony nominalny wskaźnik kosztu kapitału WACC osiągnął poziom 4,4%. Wskaźnik realny został oszacowany na 1,2%. Zakres uzyskanych nominalnych wskaźników WACC był znaczący: od 2,3% do 4,9% [brak powtarzalności poziomu wartości WACC]. Rozrzut wyników wyniósł 113%.

Skan 17: Analiza finansowa dla K-O [wskaźniki struktury finansowania i płynności].

Wskaźniki struktury finansowania	**Jedn.**	**2009**	**2010**	**2011***
Okres obrachunkowy	*[dni]*	*360*	*360*	*360*
Ilość miesięcy operacyjnych	*[m-ce]*	*12*	*12*	*12*
Wskaźnik struktury finansowania *(zadł.długoterm.+leasing kapitał.+zob.pozabilans.) / kapitał*	-		0,0	0,0
Wskaźnik zadłużenia *(zadł.długoterm.+leasing kapitał.+zob.pozabilans.) /(zadł. długoterm.+leasing kapitał.+zob.pozabilans.+kapitał)*	%		0,2%	1,0%
Wskaźnik finansowania aktywów całkowitym kapitałem obcym *Suma zobowiązań / suma aktywów*	%	3,9%	4,8%	7,4%
Wskaźnik ryzyka likwidacji *Kapitał własny / suma aktywów*	%	96,1%	95,1%	94,9%
Wskaźnik pokrycia kosztów finansowych (AICR) *(EBIT + amortyzacja - podatki) / suma odsetek*	-	64,91	17,61	16,19
Wskaźnik pokrycia obsługi zadłużenia (ADSCR) *(EBIT + amortyzacja - podatki) / suma odsetek i rat kapitałowych*	-	64,91	17,61	10,89
Wskaźnik pokrycia zadłużenia w płynnych aktywach i przychodach bieżących *(środki pieniężne + EBIT + amortyzacja - podatki) / suma odsetek i rat kapitałowych*	-	165,63	23,43	15,25
Wskaźnik pokrycia zadłużenia w środkach trwałych *(zadł.długoterm.+leasing kapitał.+zob.pozabilans.) / majątek trwały*	-		0,02	0,08
Wskaźniki płynności finansowej	**Jedn.**	**2009**	**2010**	**2011***
Okres obrachunkowy	*[dni]*	*360*	*360*	*360*
Ilość miesięcy operacyjnych	*[m-ce]*	*12*	*12*	*12*
Udział kapitału obrotowego w aktywach *Kapitał obrotowy netto / suma aktywów*	%	7,3%	-4,0%	-3,8%
Wskaźnik bieżący [current ratio] *Aktywa bieżące / pasywa bieżące*	-	2,87	0,14	0,42
Wskaźnik szybki [quick ratio] *(gotówka + płynne papiery wartościowe + należności) / pasywa bieżące*	-	2,79	0,09	0,36
Wskaźnik gotówki *(gotówka + płynne papiery wartościowe) / pasywa bieżące*	-	0,26	0,06	0,26
Wskaźnik przerwy w dopływie środków *(gotówka + płynne papiery wartościowe + należności) / średnie dzienne wydatki operacyjne*	Dni	199,19	6,07	34,56
Pokrycie należności przez zobowiązania bieżące *Należności ze sprzedaży / zobowiązania krótkoterminowe*	%	12,5%	2,8%	5,9%

Kryteria interpretacji wskaźników

Kryteria max poziomu wsk.zadłużenia: wg Banku Światowego: 35%, wg EBOR: 50%, polskie banki: 60-80%.

Bieżący wskaźnik zadłużenia wyniósł 84,5% [bardzo wysokie zadłużenie uwzględniające zob. poza bilansowe, przekraczające standardy 33-60%].

Kryteria interpretacji wskaźników

co najmniej 3-4

co najmniej 1,3; 2; lub nawet 2,5

co najmniej 1,6

Średni ważony wskaźnik pokrycia kosztów finansowych w okresie analizy wyniósł 2,2 [wartość poniżej 4, uważana za poziom krytyczny]. Średni ważony wskaźnik pokrycia rat kapitałowych i kosztów finansowych w okresie analizy wyniósł 0,9 [wartość poniżej 1,3, uważana za poziom krytyczny].

Kryteria interpretacji wskaźników

Kryteria min poziomu wsk.płynności: dla firm produkcyjnych: wsk.bieżący 1,2-1,5, wsk.szybki: 1,0-1,2; dla firm handlowych: wskaźniki niższe o wartość ok. 0,5.

Średni ważony wskaźnik bieżący płynności wyniósł 0,38 [wartość poniżej rekomendowanego minimalnego progu 1,2]. Średni ważony wskaźnik szybki wyniósł 0,38 [wartość poniżej rekomendowanego minimalnego progu 1,0].

Źródło: opracowanie własne

5.3 Charakterystyka projektów inwestycyjnych realizowanych przez spółkę Ko-Operator Bronikowski, Górzyński Sp.j.

5.3.1 Projekt 'MOPy'

Projekt zakłada budowę i eksploatację punktów gastronomicznych przy autostradach i drogach szybkiego ruchu. Łącznie w okresie 2011-2014 według założeń przyjętych w planie finansowym ma powstać 28 takich punktów [zgodnie z założeniami przyjętymi w projekcie], a szacunkowa sprzedaż roczna w cenach stałych miałaby osiągnąć 40,3 mln PLN. Nakłady inwestycyjne związane z budową sieci punktów MOP określono w założeniach w latach 2011-2014 łącznie na 32,3 mln PLN.

Projekt znajduje się w fazie wstępnej, dwie pierwsze restauracje tego typu prowadzą już działalność operacyjną. Spółka na przełomie roku 2009 i 2010 rozpoczęła działania mające na celu pozyskiwanie na potrzeby tworzonej sieci restauracji przydrożnych w systemie MOP, nowych atrakcyjnych lokalizacji. W wyniku tych działań spółka nawiązała współpracę z takimi partnerami jak Lotos Paliwa S.A., British Petrol oraz z Zarządem Krajowych Dróg i Autostrad. W grudniu 2010r. podpisany został pierwszy kontrakt pomiędzy spółką a Krajowym Zarządem Dróg i Autostrad, na którego mocy spółka przejęła kontrolę nad dwiema lokalizacjami o powierzchni: MOP Zakrzów – 13700 mkw i MOP Podłęże – 14800 mkw, na których umiejscowione są place parkingowe przewidziane dla obsługi łącznie (z 2 lokalizacji) TIR – 70 stanowisk postojowych, samochody osobowe – 80 stanowisk postojowych. Lokalizacje te wyposażone są w bezpośrednie zjazdy i wyjazdy i należą do nowo-wybudowanej autostrady o natężeniu dobowym ruchu wynoszącym 18 tys. pojazdów. Lokalizacje mieszczą się w kryteriach przydatności na poziomie A+ (skala ocen prowadzona przez spółkę wg kryterium: A+ - najbardziej atrakcyjne, A – bardzo atrakcyjne, B- atrakcyjne, C – opłacalne). Na terenie wyżej wskazanych lokalizacji spółka uzyskała zezwolenie na umiejscowienie dwóch obiektów restauracyjnych od 60 – 120 miejsc konsumpcyjnych każdy.

Obecnie w tym systemie działają dwie placówki:

1. Czechowice Dziedzice – Gościniec Polskie Jadło,

2. Kolonia Poczesna - Gościniec Polskie Jadło.

W styczniu 2011 r. zakończone zostały prace projektowe oraz dokonane zostały uzgodnienia administracyjne dotyczące usadowienia obiektów restauracyjnych. W lutym 2011r. wyłoniony został wykonawca z przeprowadzonego przez spółkę konkursu ofert na wykonanie i montaż pawilonów gastronomicznych na przedmiotowych lokalizacjach. W lutym również podpisana została pomiędzy spółką a Europejskim Funduszem Leasingowym umowa leasingowa obejmująca finansowanie tej inwestycji. Obiekty uruchomione w kwietniu 2011r., praktyczna sprzedaż trwa od maja:

1. MOP 1 – Zakrzów - Pit Stop Bar.

2. MOP 2 – Podłęże – Pit Stop Bar.

Plany uruchomień w systemie MOP Pit Stop Bar do grudnia 2011 obejmują dodatkowych 6 jednostek, tak więc Spółka na koniec roku 2011 według przewidywań posiadać będzie 10 funkcjonujących jednostek typu MOP.

Po przeprowadzeniu analizy rynku, dostępności lokalizacji, jak również możliwości wytwórczych podwykonawców oraz czasu niezbędnego do przeprowadzenia szkoleń kadry managerskiej oraz niezbędnego czasu potrzebnego do uzyskiwania zgód administracyjnych, Spółka zakłada, że rocznie uruchamiane będzie średnio 10 nowych placówek działających w strukturze spółki. Spółka ma zamiar objąć programem ok. 30 lokalizacji w latach 2011–2013.

Wszystkie jednostki objęte zostaną dostawami dań gotowych wytwarzanych w posiadanej przez spółkę wytwórni. Na poziomie producenckim będzie wykonywany audyt jakościowy dostarczanych towarów. Zastosowanie takiego systemu w znaczny sposób wpływa na zracjonalizowanie polityki kadrowej poprzez obniżenie zatrudnienia, pozwala utrzymać stałą kontrolę jakościową nad dostarczanymi produktami, jak również jest elementem usprawniającym jednostkową kontrolę każdej placówki. Ponadto system taki w myśl zasady „duży może więcej", ze względu na wielkość dokonywanych zamówień surowcowych, ma wpływ na zwiększenie efektu wzmocnienia pozycji negocjacyjnych spółki wobec dostawców.

Z uwagi na powstawanie kolejnych restauracji cyklicznie (średnio, co miesiąc) w okresie całego prezentowanego roku przyjęto do wyliczeń dla każdej restauracji budowanej w danym roku zarówno 50% przychodów jak i kosztów raty leasingowej z ich rocznych docelowych wartości.

5.3.2 Projekt 'LOTOS'

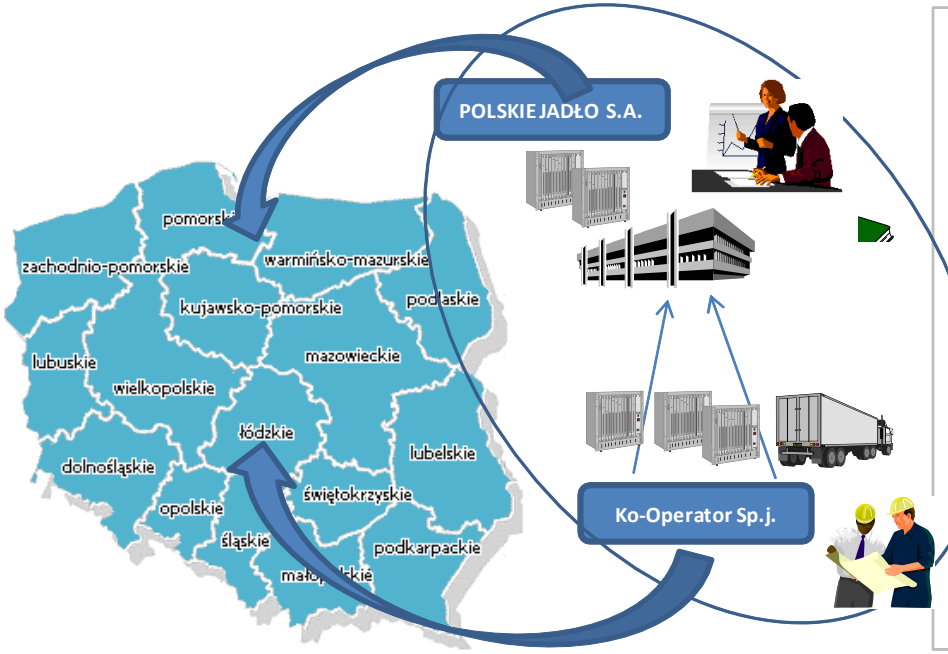
Projekt zakłada eksploatację punktów gastronomicznych na stacjach paliwowych firmy Lotos Paliwa S.A. na podstawie zawartej umowy. Łącznie w okresie 2011-2014 ma powstać 150 takich punktów [zgodnie z założeniami przyjętymi w projekcie], a szacunkowa sprzedaż roczna w cenach stałych miałaby osiągnąć 4,7 mln PLN. Celowych nakładów inwestycyjnych związanych z tym projektem nie przewidziano [punkty będą lokowane w pomieszczeniach należących do kontrahenta].

Posiadane kontrakty to przede wszystkim umowa objęta klauzurą wyłączności na produkcję i dostawy mini pierogów w systemie „pierogowy kubek" oraz innych produktów K-O dla stacji paliw administrowanych i zarządzanych przez Lotos Paliwa S.A. Pierogowy kubek stanie się alternatywnym produktem dla powszednio sprzedawanych na stacjach paliw hot-dogów. Prace nad tym projektem rozpoczęte zostały w styczniu 2010r. i zakończone zostały we wrześniu 2010. W tym okresie prowadzona była sprzedaż pilotażowa na wybranych stacjach Lotos Paliwa S.A. Po pozytywnym zakończeniu testów, spółka zawarła umowę z klauzulą wyłączności z Lotos Paliwa S.A. w dniu 29 września 2010 określającą warunki dostaw produktowych. Uruchomienie pełnej sprzedaży zaplanowane zostało na maj 2011r. Ponadto spółka dystrybuuje swoje wyroby za pośrednictwem spółki Farutex sp. z o.o.

Docelowo programem tym objęte zostanie w latach 2011-2013 miedzy 150 a 200 punktów (stacji benzynowych). Spółka zakłada, zgodnie ze złożonymi deklaracjami f-my Lotos Paliwa S.A., że od maja 2011r. do grudnia 2011r. Lotos dokona 80 otwarć nowych punktów. Tak więc rozwój sieci sprzedaży w oparciu o ten kontrakt postępować będzie w tempie 10 punktów miesięcznie. Analizując dane sprzedażowe z dwóch punktów pilotażowych prowadzących sprzedaż tego produktu na stacjach Lotos (należy podkreślić, że sprzedaż ta prowadzona była bez wsparcia marketingowego) średnio w jednym punkcie sprzedawane będzie 50 kubków pierogowych na dobę (12 sztuk mini pierogów w 1 kubku).

Skan 18: Mapa biznesu PLJ w powiązaniu ze skonsolidowaną spółką K-O.

Sfera dostaw	Sfera produkcji/usług	Sfera dystrybucji i sprzedaży	Sfera serwisu
Ograniczona do surowców i komponentów żywnościowych oraz urządzeń technologicznych. We współpracy ze skonsolidowaną spółką Ko-Operator w zasadzie własna sfera produkcji, co eliminuje w zasadniczej mierze potrzebę kupowania produktów przetworzonych.	Główny nurt produkcyjny został wyprowadzony ze Spółki do skonsolidowanej spółki Ko-Operator. Po wycofaniu się ze sprzedaży włąsnych produktów w wielkoformatowych sklepach Spółka koncentowała się na sferze zarządzania nieruchomosciami, wynajmowanymi na cele prowadzenia działalności gastronomicznej oraz zarządzaniu sferą koncepcyjna rozwoju biznesu gastronomicznego, co zaowocowało podjęciem przez Ko-Operatora realizacji dwóch projektów rozwojowych [gastronomia na stacjach paliwowych LOTOS oraz budowa punktów MOP do obsługi ruchu kołowego].	Koncepcja rozwoju biznesu przewiduje dwa obszary rynku: restauracje miejskie typu casual oraz obsługę ruchu kołowego na autostradach i drogach szybkiego ruchu, a ponadto sprzedaż własnych produktów żywnosciowych [z wyłączeniem dużych sieci handlowych] oraz obsługę cateringową. Pod tym względem działalność Spółki w konsolidacji z Ko-Operatorem nie ulegnie zasadniczym przeobrazeniom.	Nie dotyczy.



Spółka [Polskie Jadło S.A., PLJ] jest autorem koncepcji rozwoju biznesu franchisingu operatorsko-właścicielskiego, na kanwie którego rozwinęła swoją działalność także spółka Ko-Operator, jako główny operator tego systemu. Ko-Operator korzysta z nieruchomości PLJ, w których w części prowadzi restauracje, a w części działalność produkcyjną [maszyny i urządzenia stanowią z kolei w głównej masie jego własne aktywa]. Za siłę sprawczą koncepcji rozwojowych tego biznesu należy uznawać PLJ, a Ko-Operator pełni rolę wykonawczą, właśnie bardziej operatorską. Tym samym konsolidacja obydwu spółek, mająca miejsce u schyłku 3 kwartału 2010r. wydaje się kwestią logiczną. Rozwój PLJ obejmował dotychczas strategię budowy i rozbudowy systemu franchisingu operatorsko-właścicielskiego lokali gastronomicznych w formule casual dining i sprzedaż wysokogatunkowych produktów żywnościowych w sieciach handlowych. W sytuacji kryzysu finansowego w okresie 2008-2009 i reminiscencji tego kryzysu w roku 2010 obydwie te koncepcje nie obroniły się ekonomicznie. Dramatycznie spadła liczba chętnych do podpisywania umów franchisingowych, natomiast nacisk na minimalizację marży handlowych przez sklepy wielkoformatowe i przerzucanie przez nie kosztów promocji na dostawców spowodował istotny spadek opłacalności współpracy handlowej z nimi. PLJ musiała przeorientować swoją działalność na inne koncepcje biznesowe [nad którymi rozpoczęła prace z początkiem roku 2010], a przełom roku 2010/2011 stał się punktem startu nowych koncepcji [są to projekty wdrażane operacyjnie przez spółkę Ko-Operator: lokale gastronomiczne na stacjach Grupy LOTOS oraz budowa sieci punktów MOP na autostradach i drogach szybkiego ruchu]. W nowej sytuacji planowane połączenie obydwu spółek spowoduje likwidację w pewnym sensie dwoistej natury ich wzajemnych relacji i będzie bardziej komunikatywne dla rynku kapitałowego i inwestorów giełdowych, którzy nie potrafili w sposób jednoznaczny zinterpretować dotychczas nowych planów Spółki.

6 Charakterystyka rynku gastronomicznego

6.1 Ocena trendów rynkowych

Gastronomia to rodzaj działalności gospodarczej, która polega na prowadzeniu np. restauracji, barów, stołówek itp. Inne znaczenie tego słowa definiuje gastronomię jako sztukę przyrządzania oraz podawania potraw na podstawie wiedzy kulinarnej.

Przez ostatnie lata rynek gastronomiczny nie przynosił wiele profitów, lecz stopniowo zauważa się wzrost popytu na usługi gastronomiczne. Wynika to z systematycznego polepszenia warunków finansowych społeczeństwa, a także ze zwiększania się oferty gastronomicznej. Polski rynek gastronomiczny jest nadal dość mały w porównaniu z gastronomią w krajach europejskich i z tego powodu osoby myślące o otwarciu własnej restauracji czy kawiarni mają wciąż relatywnie szeroki obszar do zagospodarowania. Poza tym rynek gastronomiczny jest jednym z najważniejszych alternatywnych kanałów sprzedaży produktów spożywczych. Właśnie producentom żywności zależy na rozwoju polskiej gastronomii, gdyż liczą na zwiększenie sprzedaży swoich produktów.

Powodzenie działalności gastronomicznej jest w istotnej mierze konsekwencją modelu żywienia stosowanego przez ogół obywateli. W Polsce przez dziesięciolecia utarł się pogląd, iż żywienie poza domem jest albo bardzo niskiej jakości [bary, stołówki pracownicze], albo bardzo drogie, przekraczające możliwości finansowe przeciętnej rodziny [restauracje]. Awans cywilizacyjny Polski powoduje jednak, że Polacy coraz częściej jadają poza domem - wychodzi temu naprzeciw oferta sieci gastronomicznych, których produkty jakościowo i cenowo są bardziej dostosowane do krajowych realiów, powstaje zatem coraz większa liczba lokali gastronomicznych dla przeciętnego konsumenta. Największy wzrost obserwuje się w punktach gastronomicznych należących do określonej sieci, które w specyficzny dla siebie sposób budują podobny standard menu oraz obsługi. Pomimo tego rynek gastronomiczny jest nadal dość rozproszony, gdyż tylko niespełna ponad 10% punktów należy do sieci gastronomicznych [jakkolwiek trend ten stale się zmienia na ich korzyść].

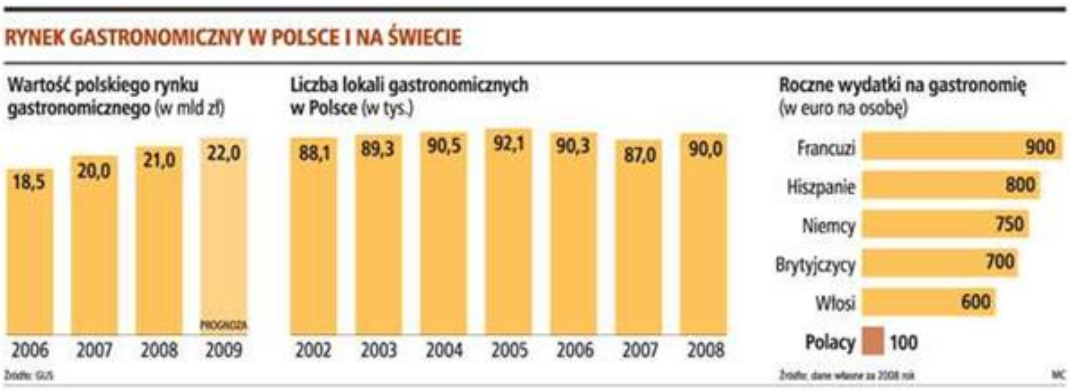
Zwyczaje Polaków ulegają stopniowym zmianom i coraz częściej spożywają ono posiłki poza domem. Automatycznie przekłada się to na wzrost przychodów restauratorów, a co za tym idzie rozwój całego rynku gastronomicznego. Według szacunków Gazety Prawnej ze stycznia 2009r. przeciętny Polak wydaje już ok. 5% budżetu na żywność, stołując się poza domem. Wartościowo 9 mld zł było w tamtym okresie wydawane w restauracjach, a 13 mld zł w barach, kawiarniach i fast-foodach. Obroty polskiej gastronomii w ostatnich latach rosły w tempie niemal 10% rocznie.

Następuje istotna zmiana w modelu żywienia, zastępując tradycyjny stereotyp domowych standardów żywieniowych. Zdaniem ekspertów polski rynek jest bardzo perspektywiczny. Mimo wyraźnej poprawy, statystyczny Polak tylko kilka razy do roku bywa w restauracji. Inaczej niż przeciętny Anglik, Francuz, Włoch lub Niemiec, który chodzi do restauracji 50-70 razy w roku, lub Amerykanin, który bywa w nich średnio 150 razy w roku. Znacznie częściej konsumenci krajowi korzystają z usług fast-foodów, ale to przychody firm gastronomicznych nastawionych na zamożnych klientów rosną najszybciej – dotychczas nawet do 30% rocznie.

Na podstawie danych z kryzysowego roku 2009r. można oszacować wartość rynku gastronomicznego w Polsce na ok. 22 mld zł, z czego 8-9 mld zł przypada na restauracje, a resztę na puby, kawiarnie i bary szybkiej obsługi. Przeciętny wydatek na konsumpcję poza miejscem zamieszkania oceniano na 526 zł. Polska w zakresie wydatków na jedzenie poza domem i liczbę placówek gastronomicznych pozostaje daleko poza krajami Europy Zachodniej. Jednakże wzrost dochodów powoduje, że dystans ten ulega powolnej redukcji.

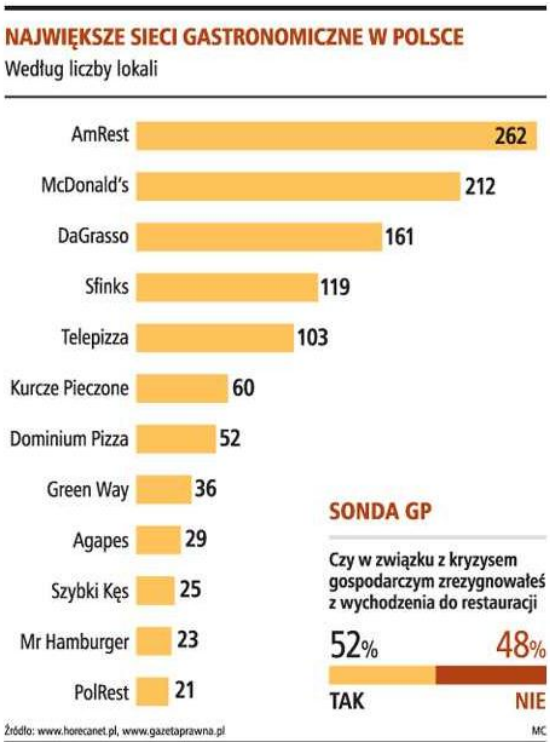
Z badań GFK Polonia wynika, że największy (60%) udział w rynku gastronomicznym mają restauracje, bary i fast-foody. Prawie połowa Polaków przyznaje się do wizyty w sieci McDonald's, 35%- w pubie. Po 24%osób jadło przynajmniej raz w barze lub restauracji. Sieci fast-food mają z reguły najmłodszą klientelę - odwiedzają je głównie osoby w wieku do 19 lat, a także studenci. Osoby starsze - powyżej 30 roku życia - jadają częściej w restauracjach i kawiarniach. Powodem wyjścia do punktu gastronomicznego dla ponad połowy Polaków jest - poza potrzebą zjedzenia posiłku - możliwość spotkania się ze znajomymi. Prawie 40% osób jada jednak poza domem bez okazji.

Skan 19: Wartość rynku gastronomicznego w Polsce [lata 2006-2009].



Największą firmą gastronomiczną na polskim rynku jest był jeszcze w 2009r. McDonald, jednak pod względem liczby lokali gastronomicznych został zdystansowany przez AmRest, który przejął udziały w sieci restauracji Sfinks.

Skan 20: Największe sieci gastronomiczne w Polsce



Z punktu widzenia firm gastronomicznych najprostszym i najtańszym sposobem rozbudowy własnej sieci jest franszyza. Nie brakuje osób zainteresowanych wejściem do sieci z własnym lokalem lub budową takiego lokalu. W Polsce, w gastronomi, działa już ok. 70 sieci franszyzowych.

Miernikiem popytu na usługi gastronomiczne, aczkolwiek nie bezpośrednim może być popyt na produkty FMCG [Fast Moving Consumer Goods]. Z badania wykonanego przez firmę Nielsen wynika, że sprzedaż podstawowych produktów w 2008 roku w Polsce wzrosła o 16,5% wartościowo. Taki wzrost sprzedaży dał Polsce pozycję lidera na rynku europejskim. W 2009 r. z powodu kryzysu popyt w Polsce osiągnął spowolnienie. Polska znalazła się na czele zestawienia wydatków w 20 krajach Europy zbadanych przez firmę Nielsen. Mimo oznak kryzysu rok 2008 w kraju był lepszy niż 2007, kiedy to wartość rynku FMCG, czyli produktów szybko zbywalnych (to m.in. żywność, chemia i kosmetyki), zwiększyła się o 14,6%.

W Polsce rosła także sprzedaż FMCG w ujęciu ilościowym, co świadczy o tym, że wzrosty wynikały nie tylko z wyższych cen. Wzrost sprzedaży ilościowo sięgnął 10,4% i też był najwyższy w Europie. Dla porównania, w Portugalii wzrost sprzedaży FMCG ilościowo wyniósł 4,3 %, w Turcji 4 %, a w Norwegii 3,4 % (Źródło: Nielsen).

Wartość rynku gastronomicznego w 2010r. wg oceny ekspertów miałaby się zmniejszyć o 2% w porównaniu z rokiem poprzednim. Ocenia się, że restauracje premium prawdopodobnie jeszcze będą się zmagały z mniejszym zainteresowaniem ze strony klientów. Segmenty niższe powinny mieć lepszy rok, ale występuje tu istotna zależność

od cen produktów. Co prawda Polacy coraz chętniej będą jadać poza domem, ale raczej będą wybierać tańsze lokale. Dlatego szybki rozwój spodziewany jest w fast-foodach oraz firmach z segmentu casual dining. Podobnie zresztą jak w roku mijającym.

Sieć Telepizzy posiada obecnie 122 lokale. W 2011 roku ma powstać 30 - 50 nowych. Sieć Sfinks również rozwija się w kierunku casual dining. Na początku roku Sfinks uruchomił pierwszy lokal typu express (segment pomiędzy casual dining a fast-foodem). Na koniec 2011 r. sieć ta ma zarządzać w sumie ponad 150 lokalami. Sieć pizzerii Da Grasso też zdecydowała się na uruchomienie lokali typu express. Teraz firma posiada 209 lokali. W ciągu 2011r. ma otworzyć ok. 30 nowych. Sieć McDonalds aktualnie ma 253 restauracje. W sumie w 2010r. przybyło 22 nowych lokali. Restauracje są wzbogacane o kąciki kawiarniane McCafe. Teraz powstają kąciki zabaw dla dzieci - obecnie jest ich 10. AmRest, prowadzący m.in. KFC i Pizza Hut, w 2011 roku planuje otworzyć około 100 nowych lokali. Obecnie w Polsce posiada już ponad 200 placówek.

6.2 Trendy żywieniowe a wymagania konsumentów

Według badania World Menu Report [źródło: Horecanet.pl, 18.04.2011] coraz częściej osoby jadające poza domem chcą dokonywać zdrowszych wyborów żywieniowych i mają potrzebę uzyskiwania większej ilości informacji na temat posiłków. Badanie World Menu Report, przeprowadzonego dla Unilever Food Solutions w 8 państwach świata (w tym także w Polsce), pozwoliły wyodrębnić kilka trendów w zakresie wyborów żywieniowych konsumentów, którzy jedzą poza domem. Konsumenci z 8 krajów objętych badaniem chcą bardziej dbać o swoje zdrowie – jeśli otrzymają od właścicieli lokali gastronomicznych informację o wartości odżywczej dań z menu, wybierają oni zdrowsze potrawy. Wiele osób przywiązuje większą wagę do pochodzenia produktów i wybiera te, o których wie, że pochodzą ze sprawdzonych źródeł.

Polacy, dzięki podanym informacjom, mogą także dokonywać zdrowszych wyborów żywieniowych i częściej zwracają uwagę na wartość odżywczą dań: wartość kaloryczną, zawartość tłuszczu, barwników, cukru i konserwantów. Według badań, w grupie respondentów, którzy zgadzają się z koniecznością większej transparentności menu, większość osób przyznała, że odpowiedzialność za udzielanie informacji w menu powinni wziąć na siebie operatorzy restauracji i kantyn, a także dostawcy usług gastronomicznych. Podobnie odpowiedzieli badani z Polski.

Wyniki badania World Menu Report świadczą więc o tym, że konsumenci mają duże oczekiwania wobec właścicieli lokali gastronomicznych oraz szefów kuchni. W dużej mierze to od nich zależy, jakie pozycje z menu wybiorą, czy będą odwiedzać lokal częściej i czy obdarzą zaufaniem szefów kuchni oraz obsługę.

6.3 Franchising

Forma rozwoju sieci gastronomicznych w oparciu o franszyzę może być uznawana za najbardziej popularną. Forma ta np. dominuje wśród kawiarni. Według raportu Akademii Rozwoju Systemów Sieciowych, sieci będą odgrywać coraz większą rolę na polskim rynku gastronomicznym, podobnie jak dzieje się to w Stanach Zjednoczonych czy krajach Europy Zachodniej. Obecnie w Polsce funkcjonuje niewiele sieci, które mogą pochwalić się liczbą lokali rzędu 100 czy 200, a tym samym ogólnopolską skalą działania. Niemniej coraz bardziej widoczne jest dążenie właścicieli pojedynczych lokali bądź minisieci do dalszej ekspansji. Sposobem na rozwój dla wielu z nich jest franchising. Jednocześnie zauważyć można, że coraz więcej osób zainteresowanych działalnością w gastronomii poszukuje możliwości działania pod znaną marką i skorzystania z cudzego sprawdzonego sposobu na biznes.

Na polskim rynku obecnych jest już ok. 130 marek gastronomicznych, których właściciele deklarują chęć rozwoju ich w ramach sieci franchisingowych. Przynajmniej jeden lokal na licencji posiada na razie ok. 80 z nich. W ramach tych sieci, które rozpoczęły już faktyczny rozwój poprzez franchising, działa 1950 barów i restauracji. Większość z nich należy do franczyzobiorców. Tylko w ubiegłym roku sieci te powiększyły się o ok. 300 jednostek, w tym ok. 260 franczyzowych. To podobny wynik do tego osiągniętego w roku 2009.

Największą popularnością cieszą się licencje na prowadzenie lokalu w segmencie kawiarni i cukierni. Jest to przede wszystkim zasługa Fornetti, największej franczyzowej sieci gastronomicznej. O równie dużym zainteresowaniu, a do tego bardziej równomiernie podzielonym na wszystkich graczy, można mówić w segmencie fast-food i pizzerii. Sieci, które dzięki franczyzie, osiągnęły do tej pory największą skalę działania, to Fornetti, McDonald's, Da Grasso i Telepizza. Są to jednocześnie jedyne sieci franczyzowe, które mają już ponad 100 lokali w całym kraju. Jest to również bezpośrednio związane z długą obecnością tych sieci na polskim rynku, wszystkie rozpoczęły rozwój w latach 90-tych minionego stulecia. Długa obecność na rynku poparta licznymi sukcesami niewątpliwie budzi większe zaufanie wśród potencjalnych franczyzobiorców, co przekłada się na kolejne inwestycje w ramach tych sieci.

Możliwości nawiązania współpracy cały czas są duże, gdyż każda z nich planuje dynamiczny rozwój. Fornetii zamierza w tym roku uruchomić kilkadziesiąt nowych punktów, pod szyldem McDonald's może powstać ponad 20

nowych restauracji. Da Grasso i Telepizza zaplanowały na ten rok po ok. 30 otwarć. W przypadku Da Grasso będą one realizowane w ramach trzech konceptów: Da Grasso Sieć Pizzerii, Da Grasso Sieć Restauracji oraz Da Grasso Express. Ambitne plany rozwoju ma także sieć z miejsca piątego – Sfinks – który ubiegły roku zakończył z liczbą ponad 90 lokali. Na ten rok właściciel sieci, spółka Sfinks Polska zapowiedziała ok. 40 otwarć w ramach dwóch marek: Sfinks i Wook.

6.4 Zależność przychodów lokali gastronomicznych od lokalizacji

Opisane badania przeprowadzono w 2009r. Lokale o przychodach poniżej 50 tys. zł stanowią ok. 45% rynku. Nieco ponad jedna trzecia (35%) wszystkich lokali zanotowała w tamtym okresie przychody między 50 a 200 tys. zł. Co piąty lokal na rynku miał przychód powyżej 200 tys. zł.

Biorąc pod uwagę kryterium lokalizacji placówek gastronomicznych, najwyższe przychody osiągają lokale zlokalizowane w centrach handlowych – 34% z nich uzyskuje przychody powyżej 200 tys. zł, a 53% – w granicach 50-200 tys. zł. Z kolei najniższe przychody notują placówki zlokalizowane na obszarach wiejskich, z dala od trasy. Wśród 65% z nich przychody w roku 2009 nie przekroczyły 50 tys. zł.

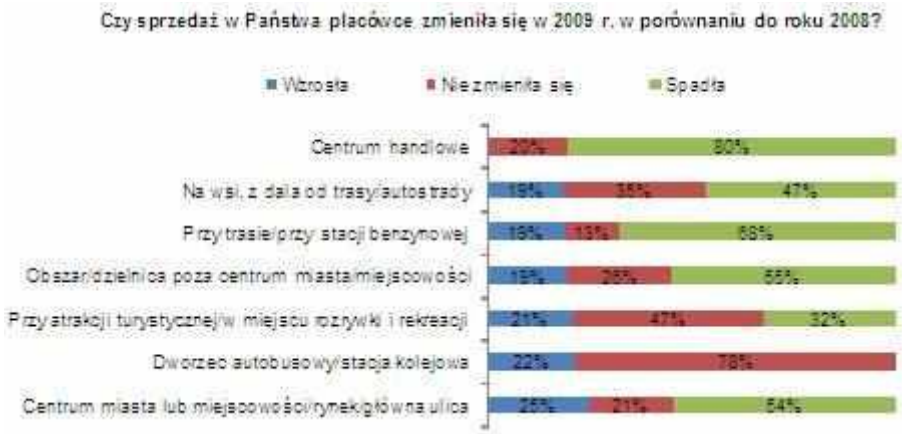
Skan 21: Zależność przychodów lokalu gastronomicznego od lokalizacji.

Źródło: PMR Research, marzec-kwiecień 2010

Ponad połowa (55%) wszystkich placówek gastronomicznych zanotowała spadek sprzedaży w 2009 r. w stosunku do 2008 r., co piąty lokal (21%) deklarował wzrost sprzedaży, a 24% placówek nie zauważyło zmian w wartości sprzedaży w tym okresie.

Spadek sprzedaży zanotowały cztery piąte placówek działających w centrach handlowych (średnio był to spadek o 22%). Natomiast żadna tego typu placówka nie zanotowała wzrostu sprzedaży w 2009 roku. Jedna czwarta placówek zlokalizowanych w centrach lub przy głównych ulicach miast deklarowała wzrost sprzedaży w 2009 r. (średnio o 18%), z kolei nieco ponad połowa tak zlokalizowanych placówek odnotowała spadek sprzedaży (przeciętnie o 27%). Warto zwrócić uwagę na fakt, iż spośród placówek umiejscowionych w punktach obsługi podróżnych (na dworcach, stacjach kolejowych), żadna placówka nie zanotowała w 2009 roku spadku obrotów.

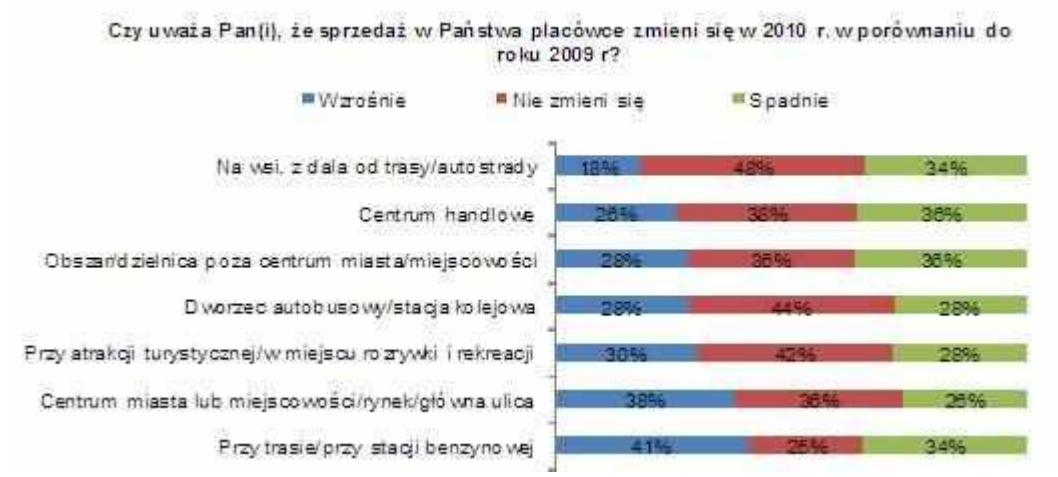
Skan 22: Zależność dynamiki sprzedaży od lokalizacji punktu gastronomicznego.



Źródło: PMR Research, marzec-kwiecień 2010

W stosunku do roku 2010 przewidywania były bardziej optymistyczne. Spadek sprzedaży przewidywało już tylko 30%, a jej niezmieniony poziom 37% wszystkich lokali. Jedna trzecia respondentów prognozowała wzrost sprzedaży w swojej placówce w tym okresie. Najwięcej lokali (41%), które prognozowały wzrost sprzedaży, jest wśród tych położonych przy trasach i stacjach benzynowych. W przypadku lokali umiejscowionych w centrach handlowych wzrostu sprzedaży spodziewało się 26% placówek (średni wzrost na poziomie 9%), natomiast spadku 36% (średni spadek na poziomie 20%). Wzrost sprzedaży średnio o 21% prognozowało 38% placówek zlokalizowanych w centrach miast i na głównych ulicach. Spadku spodziewało się natomiast 26% tego typu lokali (średni spadek na poziomie 24%).

Skan 23: Zależność oczekiwań poziomu sprzedaży w zależności od lokalizacji punktu gastronomicznego.



Źródło: PMR Research, marzec-kwiecień 2010

6.5 Czynniki rozwoju rynku gastronomicznego

Zgodnie z badaniami PMR Research z lat 2005-2008 najważniejsze czynniki rozwoju rynku gastronomicznego to:

- rosnące wynagrodzenia,
- zmiana przyzwyczajeń żywieniowych konsumentów, wynikająca z szybszego trybu życia Polaków, co związane jest z brakiem czasu i chęci do przygotowywania posiłków w domu,
- rosnąca liczba singli,
- wzrost optymizmu konsumenckiego,
- małe nasycenie rynku,
- ekspansja centrów handlowych i w związku z tym rosnąca liczba atrakcyjnych lokalizacji,

- nowe okazje do spędzania czasu poza domem - zakupy w centrach handlowych jako nowa okazja do korzystania z placówek gastronomicznych, a także ogólna tendencja spędzania coraz więcej czasu w tzw. trzecim miejscu, między domem, a pracą.

Skan 24:Najważniejsze czynniki rozwoju dla firm obecnych na rynku gastronomicznym w Polsce.

W badaniu przeprowadzonym na potrzeby w/w raportu PMR zapytał respondentów o czynniki jakie mogłyby pomóc w rozwoju przedsiębiorstw obecnych na rynku gastronomicznym w przyszłości. Okazuje się, że firmy najbardziej liczą na wzrost zamożności społeczeństwa, w wyniku którego więcej osób będzie mogło pozwolić sobie na jedzenie poza domem. Jedna na pięć firm liczy na własne działania marketingowe, a jedna na sześć – na lojalność wobec ich marki. Stosunkowo wysoki odsetek firm (14%) oczekuje, że fuzja z inną firma lub inwestor przyczyni się do rozwoju ich sieci. Oznacza to, że pewna ilość sieci jest nastawionych pozytywnie na współpracę z inwestorem zewnętrznym.

Firmy wymieniały również sporadycznie następujące czynniki mające przyczynić się do rozwoju działalności gastronomicznej:

- ✓ zwiększenie liczby lokali w atrakcyjnych lokalizacjach
- ✓ mniejsze problemy z personelem – firmy liczą na powrót części Polaków z emigracji, a także napływ cudzoziemców – potencjalnych pracowników – do Polski w związku z rozszerzeniem UE
- ✓ rozwój turystyki
- ✓ rozwój zaplecza gastronomicznego w Polsce w związku z organizacją Euro 2012.

6.6 Bariery rozwoju rynku gastronomicznego

Największą obecnie barierą rozwoju działalności firm gastronomicznych na rynku polskim jest według respondentów problem ze znalezieniem personelu spowodowany emigracją Polaków do krajów UE. Dużą przeszkodą są problemy natury finansowej związane z wysokimi kosztami prowadzenia działalności gospodarczej – przede wszystkim wysokimi czynszami i opłatami, nieco rzadziej wymieniane są stosunkowo wysokie koszty pracy i otworzenia nowej placówki. Dla jednego na pięciu właścicieli sieci problemem jest duża konkurencja na rynku oraz brak dobrych lokalizacji dla nowych lokali.

Skan 25: Największe bariery rozwoju dla firm obecnych na rynku gastronomicznym w Polsce.

Skan 26: Analiza rynku sektorowego wg koncepcji 5 sił konkurencji M.Portera.

[wg modelu 5 sił konkurencji M.Portera]

Pozycja i siła dostawców

Nie wydaje się uprzywilejowana, szczególnie wobec konkurencji na rynku żywieniowym. Ponadto Spółka dysponuje rozbudowaną strukturą integracji pionowej, w szczególności w kontekście współpracy ze skonsolidowanym przedsiębiorstwem Ko-Operator [dodzi głównie o własną działalność produkcyjną]. To w praktyce sprowadza rolę dostawców tylko do dostaw surowców i opakowań.

Zagrożenia ze strony nowych konkurentów

Brak zdecydowanych i wyraźnych ograniczeń w zakresie barier rynkowych w kontekscie ogólnego potencjału rynku. Najbardziej istotną wydaje się być znaczący poziom konkurencji, w tym silnych kapitałowo firm zagranicznych. Oczekiwane jest zaqtem zacieśnianie się rynku i w konsekwencji pojawienie się tendencji do koncentracji kapitału. Główne szanse rozwoju muszą być upatrywane w niszach rynkowych i obsłudze lokalnych społeczności [istotna rolę odgrywa lokalizacja i cena oferty, a bardziej relacja cena/jakość posiłku]. Ważna rolę w sektorach niszowych odgrywać będą koncesje na ich obsługę [np. obsługa gastronomiczna tras szybkiego ruchu].

Konkurencja wewnątrz sektora

W 2009r. [kryzys finansowy] wartość rynku gastronomicznego w Polsce szacowano na ok. 22 mld zł, z czego 8-9 mld zł restauracje, a reszta puby, kawiarnie i bary szybkiej obsługi. W zakresie wydatków na jedzenie poza domem i liczbę placówek gastronomicznych Polska odstaje od krajów Europy Zachodniej. Wzrost dochodów wpływa na powolną redukcje tego dystansu. Wg GFK Polonia największy (60%) udział w rynku gastronomicznym mają restauracje, bary i fast-foody. Notowany jest wzrost sprzedaży FMCG w ujęciu wartościowym i ilościowym: w 2009r. ilościowo sięgnął 10,4% i był najwyższy w Europie [np. wg f-my Nielsen: Portugalia 4,3 %, Turcja 4 %, Norwegia 3,4 %]. Wartość rynku gastronomicznego w 2010r. wg oceny ekspertów miałaby się zmniejszyć o 2%. Restauracjom premium będzie towarzyszyło mniejsze zainteresowanie klientów, ale segmenty niższe mają lepsze perspektywy [istotna zależność od cen produktów]. Polacy coraz chętniej będą jadać poza domem, ale będą wybierać tańsze lokale. Zatem szybki rozwój spodziewany jest w fast-foodach i firmach z segmentu casual dining. Konkurencja: sieć Telepizzy to obecnie 122 lokale, w 2011r. ma powstać 30-50 nowych. Sieć Sfinks też rozwija casual dining, na początku 2011r. Sfinks uruchomił pierwszy lokal typu express (segment pomiędzy casual dining a fast-foodem), na koniec 2011r. sieć ta ma zarządzać ponad 150 lokalami. Sieć pizzerii Da Grasso też uruchamia lokale typu express, teraz posiada 209 lokali, w ciągu 2011r. ma otworzyć ok. 30 nowych. Sieć McDonalds aktualnie ma 253 restauracje, w sumie w 2010r. przybyło 22 nowych lokali. Restauracje są wzbogacane o kąciki kawiarniane McCafe. Powstają kąciki zabaw dla dzieci [obecnie 10]. AmRest, prowadzący m.in. KFC i Pizza Hut, w 2011r. planuje otworzyć około 100 nowych lokali. Obecnie w Polsce posiada ponad 200 placówek. Perspektywicznym obszarem staje się gastronomiczna obsługa podróżnych w ruchu kołowym [w związku z rozbudową w Polsce sieci dróg szybkiego ruchu i autostrad].

Zagrożenia ze strony produktów substytucyjnych

Cecha ta nie wydaje się istotna, trudno wskazać na funkcjonalne typy substytutów w zakresie żywienia zbiorowego. W szczególnmosci dotyczy to rynków niszowych, do których konkurenci mają ograniczony dostęp [jak np. obsługa autostrad, gdzie dopuszczani sa tylko zwycięzcy przetargów].

Pozycja i siła odbiorców

Tradycyjnie istotna i kluczowa, głównie z uwagi na konkurencję i nacisk odbiorców na cenę. Potencjalnie jednak rynek ten stwarza duże szanse rozwoju, w szczególności w niszach. Np. w kontekście gastronomicznej obsługi ruchu kołowego z uwagi na reglamentację zezwoleń na przedmiotową działalność w konkretnych lokalizacjach wpływ konsumentów istotnie się obniża [nie mają wielkiego wyboru].

Źródło: opracowanie własne

7 Zasadnicze uwarunkowania wyceny

7.1 Rodzaj poszukiwanej wartości

Poszukiwaną wartość w kategoriach formalnych [ustawowych] definiuję jako wartość godziwą. Termin "wartość godziwa" [art.28 ust.6 ustawy o rachunkowości, ustawa z 29 września 1994 r. o rachunkowości – Dz.U. Nr 121, poz.591; ustawa z 9 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o rachunkowości - Dz.U. Nr 113, poz.1186;], oznacza w ujęciu ustawowym kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami.

Podstawowa różnica pomiędzy pojęciem „wartość godziwa", a „wartość rynkowa" [ustawa z 1994 r.] polega na tym, iż - zdaniem ustawodawcy – wartość rynkowa może być określona wyłącznie w warunkach funkcjonowania aktywnego rynku na dany składnik aktywów. Jeśli więc warunek ten nie jest spełniony, mamy do czynienia z wartością, ale inną niż rynkowa [ta bowiem nie może być oszacowana z braku podstaw – reprezentatywnej ilości transakcji rynkowych]. Wartość tę określa się właśnie mianem godziwej.

Wg dostępnych interpretacji za aktywny rynek uznaje się taki, na którym na dany składnik aktywów w każdym momencie można wskazać zarówno chętnego do jego zakupu, jak również chętnego do jego sprzedaży - może zatem dojść do transakcji.

W toku procedury wyceny stwierdziłem, że w zakresie przedmiotowego rynku w Polsce można mówić o występowania relatywnie aktywnego obrotu przedsiębiorstwami gastronomicznymi, o czym najlepiej świadczy sama historia PLJ i sprzedaż części restauracji i praw do marki 'Chłopskie Jadło'. Jednocześnie uważam, iż rozwój branży w najbliższej przyszłości będą cechować zjawiska związane z perspektywicznym sektorem, takie jak wzrastająca konkurencja oraz koncentracja kapitału. To oznacza, iż nie dostrzegam w najbliższej przyszłości przeszkód do powstawania optymalnych warunków do zaistnienia częstszych transakcji związanych z przejmowaniem sieci gastronomicznych, jak i składników niematerialnych związanych z tym sektorem, takich jak wiedza osób i/lub przedsiębiorstw konkurencyjnych [know-how] w szerzej rozumianym sektorze na zasadach komercyjnych.

Zatem spełnione są warunki ustawowe do określenia wartości wycenianego know-how, jako „wartość godziwa", ale także określenie „wartość rynkowa" odpowiada warunkom ustawowym i formalnym jej definicji.

7.2 Charakter transakcji i baza definiowania korzyści ekonomicznych

Działalność PLJ w latach 2008-2010 była ograniczana przez warunki zewnętrzne, od spółki niezależne. Kryzys finansowy wpłynął na blokowanie decyzji inwestycyjnych przedsiębiorców z kręgu small i medium biznesu, co spółka odczuła pod postacią zminimalizowanego zainteresowania koncepcją operatorskiego franchisingu lokali gastronomicznych. Jednocześnie znacząco pogorszyła się rentowność sprzedaży produktów kulinarnych w wielkoformatowych sklepach sieciowych na skutek obniżania marży handlowej oraz przerzucania kosztów promocji na dostawców tych sieci. Ostatecznie spółka podjęła decyzję o rezygnacji z tego typu współpracy.

W konsekwencji tych decyzji istotna część potencjału działalności produkcyjno-usługowej została przeniesiona do spółki K-O, która – poza swoimi dwoma własnymi lokalami gastronomicznymi użytkuje 6 lokali na zasadach dzierżawy obiektów od PLJ, wprowadzając tam tylko własne maszyny i urządzenia.

Należy podkreślić, że charakter działalności K-O zawsze był bardziej operacyjny, podczas gdy PLJ – bardziej strategiczny, obliczony na budowanie koncepcji i projektów rozwojowych w sektorze. W konsekwencji PLJ ma zasadniczy udział w negocjowaniu kontraktów z Grupą Lotos Paliwa S.A. i Krajowym Zarządem Dróg i Autostrad, jakkolwiek operatorem w ramach tych projektów ma być K-O. Jest to istotne w kontekście oceny znaczenia dla PLJ aktywów niematerialnych, których udział w wartości księgowej jest znaczny.

Rozwój sytuacji spowodował, że przestrzeń ekonomiczna wokół obydwu spółek skurczyła się na tyle, aby osobna działalność nie była celowa czy ekonomicznie uzasadniona. Połączenie spółek uwolni efekty synergiczne wynikające z ich odrębnego – aczkolwiek dopełniającego się – charakteru, przez co będą także możliwe istotne redukcje kosztów działalności bieżącej [choćby opłaty czynszowe za dzierżawę lokali, opłaty operatorskie i inne].

W powyższym kontekście istotne jest także to, iż w okresie przygotowywania projektów i negocjacji K-O nie ponosiła kosztów uczestnictwa w tym procesie PLJ, a jako wytypowany operator, będzie czerpała zyski z realizacji projektów.

7.3 Rekomendowany schemat wyceny spółek

7.3.1 Schemat wyceny PLJ

W przypadku PLJ metoda wyceny jest determinowana przez okoliczności. Jak wspomniałem, spółka w ramach nowej strategii rozwoju kładzie nacisk na ekspansję na nowych obszarach rynku [obsługa gastronomiczna ruchu kołowego], a to wymaga współpracy z K-O. Jednocześnie jednostka jest spółką giełdową, a zatem oczywiste stają się odniesienia do rynku kapitałowego

Należy podkreślić, że podjęte działania wpłynęły na zmianę bieżącego charakteru działań spółki, który – z uwagi na podjęty wysiłek negocjacyjny ze strategicznymi kontrahentami – wymagał stanu przejściowego. Ponadto, ponieważ projekty inwestycyjne 'MOPy' i 'LOTOS' będą realizowane formalnie w strukturze K-O, rolę PLJ w tych projektach obecnie trudno byłoby analitycznie wydzielić.

Tym samym odniesienie potencjału spółki [PLJ] do średnich wskaźników giełdowych dla sektora wydaje się racjonalną koncepcją wyceny. Co prawda – jak wykazuję w dalszej części – wycena giełdowa w przypadku PLJ wymaga daleko idących interpretacji i korekt z racji sytuacji oczekiwanej w stosunku do sytuacji obecnej spółki [czego inwestorzy generalnie nie są i nie byli zapewne w stanie dotychczas dostrzec]. Jednak w opisanej sytuacji wycena PLJ przy zastosowaniu typowych metod dochodowych nie mogłaby być oparta na racjonalnych przesłankach.

7.3.2 Schemat wyceny K-O

K-O prowadzi działalność, która z punktu widzenia obserwatora poczynań spółki i jej bieżących wyników finansowych wydaje się być perspektywiczną i mierzalną w standardowych kategoriach zysków lub przepływów pieniężnych. Specyfika spółki polega na tym, iż wobec przejęcia określonych lokali gastronomicznych na podstawie umowy franchisingowej spółka uregulowała płatność z tytułu umów operatorskich, co wpłynęło na podwyższenie jej aktywów o sumę wynoszącą na dzień wyceny ponad 26 mln PLN.

Spadek koniunktury w latach 2009-2010 oraz formalnoprawne problemy z prowadzeniem restauracji na rynku warszawskim i poniesione w związku z tym koszty powodują, że obecnie wartość majątku jest na tyle znacząca, iż spółka – chcąc ja pokryć wartością dochodową – musi rozszerzać swoją działalność na nowe obszary [bieżąca wartość dochodowa bez uwzględniania nowych projektów byłaby zbyt niska stosunku do skali wartości aktywów].

Jednocześnie wspominane przedsięwzięcia rozwojowe [Projekt 'MOPy' i Projekt 'LOTOS'] są odrębnymi zdaniami inwestycyjnymi, które nie interferują w sposób bezpośredni z aktualną strukturą organizacyjną spółki [w obydwu projektach osobne lokale i zasady ich użytkowania, projekty o charakterze niszowym, blokujące bezpośredni udział konkurencji].

W tej sytuacji uznaję, że z punktu widzenia przejrzystości zasad finansowych oraz komunikatywności przekazu zasadne było rozdzielenie wyceny K-O na trzy fazy:

d) Wycena spółki w jej bieżącym stanie i perspektywami rozwoju opartego o aktualnie posiadaną infrastrukturę;
e) Wycena wartości bieżącej Projektu 'MOPy';
f) Wycena wartości bieżącej Projektu 'LOTOS'.

Końcowa wartość K-O będzie stanowiła sumę tych trzech składowych wycen.

8 Wycena wartości rynkowej PLJ przy zastosowaniu metody porównawczej [kapitalizacji giełdowej]

8.1 Założenia do zastosowania metody

Wyceną przeprowadziłem przy następujących założeniach:

1. Podstawą do wyceny jest kurs akcji spółki w dniu 01.04.2011r. [kurs zamknięcia], ponieważ jest to data wyceny, ustalona ze Zleceniodawcą.
2. Wobec faktu, iż najbardziej aktualne dane giełdowe odnoszą się tylko do wyników finansowych spółek za 1 kwartał 2011 roku, przeprowadziłem także analizę wskaźnikową dla okresu roku 2010. Przyjęty kurs akcji uznany za reprezentatywny dla tego okresu został zdefiniowany na dzień 03.01.2011r.
3. Metoda porównawcza bazuje na typowych wskaźnikach giełdowych [C/P, C/Z, C/WK i innych], przy czym do porównań zastosowałem dane spółek sektorowych [Polrest, Amrest i Sfinks], prowadzących podobną lub zbliżoną działalność gospodarczą.
4. Do ustalenia skali niedoszacowania lub przeszacowania wartości kursu akcji zastosowałem grupę wskaźników [głównie C/Przychody, C/Aktywa, C/Kapitały własne]. Inne typowe wskaźniki, w

szczególności odnoszące cenę akcji do parametrów sald r-ku zysków i strat, musiały być odrzucone ze względu na ujemne wyniki finansowe przedsiębiorstwa.

5. Do analiz porównawczych zastosowałem dane dostępne w serwisie giełdowym portalu Money.pl.
6. W ramach analiz porównawczych wartość średnią wskaźników odnosiłem do prostej średniej arytmetycznej oraz do średniej ważonej, przy czym wagi zostały oparte na udziale obrotów ze sprzedaży poszczególnych spółek sektorowych.
7. W wycenie akcji PLJ konieczne było uwzględnienie faktu, iż cześć akcji spółki znajdująca się w posiadaniu jej Prezesa Zarządu, pana Jana Kościuszko jest uprzywilejowana co do głosów na WZA.

8.2 Przyjęte zasady analizy porównawczej

W ramach analizy wykorzystane zostały wskaźniki, obliczone na podstawie danych publikowanych przez serwis giełdowy portalu finansowego 'money.pl'. Przyjęto dane dla spółek sektorowych publikowane w ramach tego serwisu, z pominięciem konfrontacji ich z oryginalnymi danymi bilansowymi spółki Polskie Jadło S.A. [ze względu na potrzebę spójności danych z innymi spółkami sektora].

Wybrałem wskaźniki pod kątem ich przydatności interpretacyjnej do szacowania potencjalnej wartości giełdowej Spółki [PLJ], a jednocześnie powszechności stosowania w tego typu analizach. Ustaliłem, że będą to wskaźniki bezmianowe odnoszące kapitalizację Spółki do parametrów: sprzedaży, aktywów, kapitałów własnych, przepływów operacyjnych, zysków operacyjnych i zysków netto.

Z zakresu lat 2006-2010 + 1 kwartał 2011 wybrałem dwa ostatnie okresy. Rok 2011 [1 kwartał] jest naturalną konsekwencją faktu, iż był ostatnim rozliczonym, jakkolwiek niepełnym okresem obrotowym, a zatem do jego wyników odnoszą się najbardziej aktualne trendy biznesowe. Rok 2010 został wskazany, jako ostatni zakończony pełny rok obrotowy, a zatem pozwalający na uwzględnienie w pełni takich parametrów, jak przepływy operacyjne, zysk operacyjny [EBIT] i zysk netto. Jednak należy też podkreślić, że co najmniej w przypadku dwóch spółek sektorowych [Polrest i Polskie Jadło] rok ten zaznaczył się szczególnym pogorszeniem wyników finansowych. W szczególności w przypadku Polskiego Jadła wynikało to ze świadomej strategii Zarządu, polegającej na wyprowadzeniu Spółki z obsługi sklepów wielkoformatowych [z uwagi na problematyczną opłacalność tego typu współpracy dla Spółki]. Ponadto w roku 2010 odłożył się efekt silnego kryzysu finansowego w latach 2008-2009 i na skutek zmniejszającej się także rentowności gastronomii w Spółce załamał się dynamicznie dotychczas rozwijający się segment sieci franchisingowej [brak było chętnych do zawierania nowych umów]. Wreszcie trzeci argument ma charakter pośredni - formalna konsolidacja PLJ ze spółką Ko-Operator, datowana na początek 4 kwartału 2010r. w sposób nieformalny funkcjonuje już od 2009r. Spółka Ko-Operator jest producentem produktów żywnościowych i prowadzi część restauracji w trybie najmu nieruchomości, które stanowią własność PLJ. Przychody z tytułu dzierżawy tych pomieszczeń nie mogą jednak zrekompensować w pełni zastąpienia jej własną działalnością produkcyjno-usługową.

Szczególnie istotny wydaje się tu być fakt, iż rozwojowe projekty inwestycyjne angażujące Ko-Operatora [budowa sieci punktów MOP i PIT Stopów przy drogach szybkiego ruchu] są w rzeczywistości w dużej mierze zasługą know-how Zarządu i innych osób zatrudnionych w PLJ. Rok 2010 nie może być zatem w pełni racjonalnie uznany za reprezentatywny dla PLJ w kontekście notowań giełdowych, bowiem inwestorzy giełdowi nie mogli w tak niedługim czasie [4 kwartał 2010 + 3-4 m-ce 2011] zdyskontować faktycznego potencjału, jaki kryje się za tymi projektami i co wynika lub może wynikać z planowanej konsolidacji, a potem połączenia spółek PLJ i Ko-Operator. Tym głównie można tłumaczyć systematycznie spadkową tendencję dotyczącą kursu giełdowego Spółki [PLJ], szczególnie w latach 2009-2010.

Dla obliczonych wskaźników wyznaczyłem średnie wartości w dwojaki sposób:

a) jako prostą średnią arytmetyczną;

b) jako średnią ważoną, przy czym wagi ustaliłem na podstawie wartości sprzedaży spółek.

Od powyższego zastosowałem odstępstwa w przypadku, kiedy trzy pierwsze wskaźniki przyjmowały wartości ujemne, tzn. że średnie ważone były obliczone tylko na bazie wskaźników dodatnich.

Podobnego rozwiązania nie zastosowałem natomiast w przypadku wskaźników kapitalizacji giełdowej odnoszącej się do przepływów operacyjnych, zysku operacyjnego [EBIT] i zysku netto, bowiem dla tych parametrów dodatnie wartości wystąpiły jedynie w przypadku spółki Amrest, zdecydowanie największej w sektorze.

Jak się wydaje, ustalenie wag na podstawie poziomu obrotów jest najbardziej w tym przypadku zasadne, bowiem to właśnie obroty przekładają się w konsekwencji na zyski w sposób najbardziej bezpośredni, a poza tym w sektorze występują duże dysproporcje pomiędzy spółkami właśnie w szczególności w zakresie poziomu obrotów.

Analiza porównawcza pozwoliła na określenie skali niedoszacowania [przeszacowania trudno było tu oczekiwać] walorów Spółki [PLJ] w stosunku do ustalonych wartości średnich. Bazując na tych obliczeniach ustaliłem

skorygowaną potencjalną i uzasadnioną okolicznościami wartość rynkową Spółki. Procedura ta była możliwa do zastosowania w przypadku tylko trzech wskaźników bazowych, tj. sprzedaży, aktywów i kapitałów własnych [utożsamianych tu z wartością księgową, czyli wartością aktywów netto]. W pozostałych przypadkach wobec ujemnych wyników finansowych i przepływów operacyjnych racjonalne porównania nie były możliwe.

Na kolejnych stronach zostały zaprezentowane skany, obejmujące całą procedurę analityczną wyceny PLJ.

Skan 27: Charakterystyka notowań giełdowych PLJ.

POLSKIE JADLO S.A.

Szczegółowe informacje: Polskie Jadło SA (PLJ)

Pełna nazwa firmy	Polskie Jadło SA
Adres	ul. Piastowska 23, 30-065 Kraków
Telefon	+48 12 2920260
NIP	676-17-62-258
Regon	351 212 109
Prezes	Kościuszko Jan
numer EKD	55.30
EKD	Restauracje i pozostałe placówki gastronomiczne
Fax	+48 12 2920259
WWW	www.polskiejadlo.com.pl
E-mail	grupakosciuszko@polskiejadlo.com.pl
Audytor	Europejskie Centrum Audytu sp. z o.o., Kraków
ISIN	PLGKPJD00015
KRS	289 730
Zatrudnienie:	
Rok 2010	bd.
Rok 2009	bd.
Rok 2008	bd.

Źródło: www.money.pl

Emisje: Polskie Jadło SA (PLJ)

Opis operacji	Data decyzji WZA	Ilość akcji w (tys.)	Cena emisyjna	Cena nominaln	Data operacji na GPW
zmiana firmy z GK Polskie Jadło SA na Polskie Jadło SA	2009-05-28	0	0,00	0,00	
seria D - publiczna subskrypcja	2007-10-11	1 751 059	0,00	0,05	2008-07-28
seria A - przekształcenie Grupy Kościuszko „Polskie Jadło" Anna Kaliszka – Kościuszko s.j. w S.A.	2007-09-04	5 200 000	0,00	0,05	
seria C	2007-09-04	7 400 000	0,00	0,05	
seria B	2007-09-04	7 400 000	0,00	0,05	2008-07-28

Źródło: www.money.pl

Ludzie: Polskie Jadło SA (PLJ)

Nazwisko	Funkcja	Data objęcia stanowiska
Kościuszko Jan	Prezes Zarządu	2007-09-04
Gilewicz-Ziarko Jolanta	Członek RN	2008-06-30
Głowacki Janusz	Wiceprezes Zarządu	2009-10-22
Leszczyński, Dominik Kamil	Członek RN	2009-11-10
Dereń Anna	Członek RN	2010-08-26
Wachułka Barbara	Członek RN	2010-08-26
Atłasiewicz Krzysztof	Przewodniczący RN	2010-08-26
Maciąg Adam	Członek RN	2010-11-12

Źródło: www.money.pl

Akcjonariat: Polskie Jadło SA (PLJ)

Akcjonariusz	Liczba akcji [szt.]	Udział w akcjach [%]	Liczba głosów [szt.]	Udział w głosach [%]	Data aktualizacji pakietu	Data zmiany ogólnej liczby głosów
Kościuszko Jan	11 018 796	50,66%	14 637 592	48,01%	2011-03-10	2010-07-29
Hussar	666 000	3,06%	666 000	8,29%	2011-03-10	2010-07-29
Pozostali	10 066 263	46,28%	10 066 363	1,18%	2010-09-22	2010-07-29
Razem	21 751 059	100,00%	25 369 955			
Źródło: POLSKIE JADLO	11 018 796	-Jedn.dominująca-	14 637 592			

Notowanie kursu akcji:	2011-04-01
Kurs:	1,23
Cena / Zysk*	-5,95
Cena / War. Księg.*	1,30
Zysk na akcję [PLN] (2010)	-0,10
War.Księg. na akcję** (1 kw.2011)	0,94
Kapitalizacja [mln PLN]***	26,75
Liczba akcji	21 751 059
Statystyki [52 tyg.]: Polskie Jadło SA (PLJ)	
Max. cena [zł]	2,09
Min. cena [zł]	0,81
Śr. kurs [zł]	1,62
Sesje wzrostowe	82
Sesje spadkowe	135
Sesje bez zmian	33
Stopa zwrotu	-57,07%

**) odniesione do danych skonsolidowanych*
***) tu: wartość księgowa = kapitały własne*
****) Kapitalizacja = kurs akcji x ilość akcji [wykazana]*
Źródło: www.money.pl + opracowanie własne

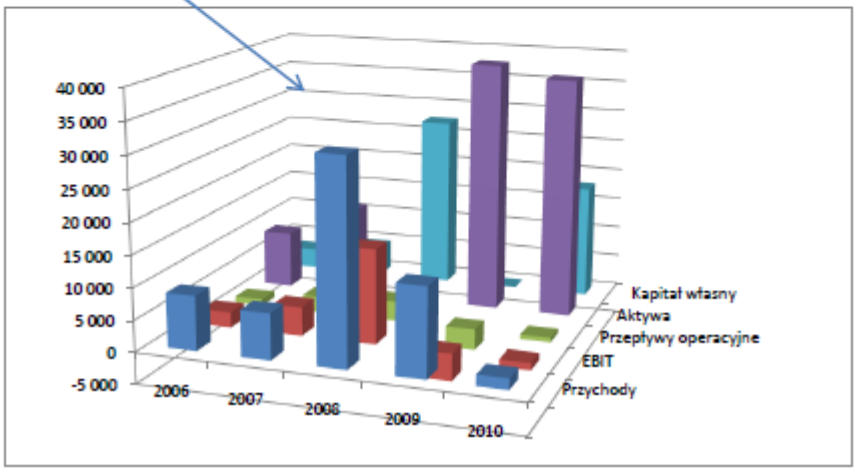
POLSKIE JADŁO SPÓŁKA AKCYJNA jest jednym z najbardziej rozpoznawalnych podmiotów operujących w sektorze usług gastronomicznych w Polsce. Działalność powstałej w 1996 roku spółki przez 10 lat koncentrowała się na rozwoju sieci restauracji „Chłopskie Jadło". Po ich sprzedaży w 2006 roku pozyskane środki zostały zainwestowane w budowę i zarządzanie nowymi sieciami restauracji, gościńców i pierogarni funkcjonującymi w autorskim modelu franczyzowo-operatorskim pod marką „Polskie Jadło".
Drugim segmentem działalności firmy, rozwijanym od 2004 roku, jest produkcja i sprzedaż ekskluzywnych wyrobów kuchni polskiej sprzedawanych obecnie pod marką „Polskie Jadło". Wśród nich znajdują się zarówno tradycyjnie wyrabiane wędliny i wyroby wekowane takie jak polskie zupy, pasztety oraz inne dania gotowe. Polskie Jadło opiera swą produkcję na tradycyjnych recepturach, pozbawionych jakichkolwiek uszlachetniaczy i środków konserwujących.
Zarząd Spółki Polskie Jadło S.A. poinformował w 1 kw.2011 o rozpoczęciu programu budowy restauracji przydrożnych w systemie MOP. Program realizowany będzie wraz ze skonsolidowaną spółką Ko-Operator oraz przy współpracy z siecią renomowanych stacji paliw. W wyniku działań, których celem było pozyskanie optymalnych lokalizacji dla swoich obiektów, spółka Polskie Jadło zwyciężyła w przetargu na zagospodarowanie dwóch lokalizacji MOP usytuowanych przy autostradzie A4 Zakrzów (25077,12 mkw) i Podłęże (35058,12 mkw). Zgodnie z umową zawartą z Generalną Dyrekcją Dróg Krajowych i Autostrad, 15 stycznia br. spółka rozpoczęła budowę dwóch bliźniaczych obiektów gastronomicznych po obu stronach autostrady. Uruchomienie obiektów nastąpiło w marcu 2011r. Oba obiekty wykonane zostały według tej samej autorskiej koncepcji i projektu spółki. Każdy z nich może jednorazowo obsłużyć 120klientów.
Spółka planuje objęcie modułową technologią 30 analogicznych restauracji zlokalizowanych zarówno przy autostradach, jak i drogach szybkiego ruchu oraz przy stacjach benzynowych. Przydrożne restauracje działać będą pod dwiema markami stanowiącymi własność spółki: Restauracja PITSTOP BAR oraz Gościniec Polskie Jadło. Działalność prowadzona będzie w ramach spółki, część obiektów objęta zostanie franszyzą. Restauracje pod brandem PITSTOP BAR obsługiwać będą lokalizacje związane z autostradowymi parkingami oraz stanowić będą ofertę gastronomiczną dla dużych stacji paliw. Gościńce Polskie Jadło tradycyjnie powstawać będą w regionach turystycznych oraz miejscach, gdzie stanowić będą alternatywę dla sieciowych restauracji fast-food.

Dane finansowe:	**POLSKIE JADŁO S.A.**	**Dane roczne/kwartalne**				*tys.PLN*		**Dane skonsolidowane:**					*tys.PLN*
Raporty roczne		3'2011	2010	2009	2008	2007	2006	3'2011	2010	2009	2008	2007	2006
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów		167	1 765	13 917	31 758	7 296	8 636	1 435	4 244	13 917			
Zysk (strata) z działalności operacyjnej		-209	-1 164	-4 393	14 911	4 595	2 488	-344	-133	-3 160			
Zysk (strata) brutto		-260	-2 399	-6 465	14 942	4 549	4 455	-404	-1 373	-5 232			
Zysk (strata) netto *		-115	-3 021	-6 924	12 069	3 728	4 455	-115	-2 278	-5 962			
Przepływy netto		78	7	-783	-1 201	1 816	30	439	84	-784			
Przepływy netto z działalności operacyjnej		-196	-726	-3 401	3 134	2 545	1 043	223	779	-3 402			
Przepływy netto z działalności inwestycyjnej		25	3	226	-20 922	-2 147	-2 219	-518	-492	226			
Przepływy netto z działalności finansowej		249	730	2 392	16 587	1 418	1 206	734	-203	2 391			
Aktywa razem		40 895	37 880	39 541	50 351	14 141	9 098	46 922	45 830	41 657			
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania		20 367	19 857	19 009	22 895	9 413	5 920	22 168	20 819	19 248			
Zobowiązania długoterminowe		12 703	12 703	13 051	8 922	3 621	1 960	12 748	12 748	13 051			
Zobowiązania krótkoterminowe		5 552	5 374	3 922	13 616	5 752	3 812	7 613	6 115	3 806			
Kapitał własny		20 529	18 023	20 531	27 456	4 728	3 178	20 529	20 643	22 409			
Kapitał zakładowy		1 088	1 088	1 088	1 088	1 000	1 000	1 088	1 088	1 088			
Liczba akcji (tys. szt.)		21 751	21 751	21 751	21 751	20 000	20 000	21 751	21 751	21 751			
Wartość księgowa na jedną akcję (PLN)		1	0,83	0,94	1,26	0,24	0,16	1	0,95	1,03			
Zysk (strata) na jedną akcję (PLN)		0	-0,14	-0,32	0,56	0,19	0,22	0	-0,11	-0,27			
Rozwodniona liczba akcji (tys. szt.)			21 751	21 751	21 751	20 000	20 000						
Rozwodniona wartość księgowa na jedną akcję (PLN)			0,83	0,94	1,26	0,24	0,16						
Rozwodniony zysk (strata) na jedną akcję (PLN)			-0,14	-0,32	0,56	0,19	0,22						
Zadeklarowana lub wypłacona dywidenda na jedną akcję (PLN)													

** kwota przypadająca na akcjonariuszy jednostki dominującej*

Źródło: www.money.pl

Średni poziom przychodów w latach 2006-2010 to 12 674 tys.PLN, średnia ważona w 3 ostatnich latach to 10 815 tys.PLN [dynamika w tym okresie ujemna: -94,4%]. Średni poziom EBIT to 3 287 tys.PLN, średnia ważona z 3 lat to 439 tys.PLN. Średni poziom strumienia operacyjnego przepływów pieniężnych wynosił 519 tys.PLN, średnia ważona z 3 lat to -974 tys.PLN. Średnia wartość księgowa aktywów wynosiła 25 165 tys.PLN, średnia ważona w 3 ostatnich latach to 40 512 tys.PLN [dynamika z 3 lat ujemna: -24,8%]. Średni poziom kapitałów własnych osiągnął 13 346 tys.PLN, średnia ważona z 3 lat to 20 431 tys.PLN.



Skan 28: Charakterystyka notowań giełdowych spółki Polrest [POL].

POLREST S.A.

Szczegółowe informacje: PolRest SA (POL)

Pełna nazwa firmy	PolRest SA
Adres	ul. Starowiślna 55/6, 31-038 Kraków
Telefon	+48 12 4228083
NIP	677-20-47-370
Regon	351 429 151
Prezes	
numer EKD	55.30
EKD	Restauracje i pozostałe placówki gastronomiczne
Fax	+48 12 4228083
WWW	www.polrest.pl
E-mail	biuro@polrest.pl
Audytor	Rejestr Sp. z o.o.
ISIN	PLPREST00012
KRS	138 155
Zatrudnienie:	
Rok 2008	32 pracowników
Rok 2007	99 pracowników
Rok 2006	242 pracowników

Źródło: www.money.pl

Emisje: PolRest SA (POL)

Opis operacji	Data decyzji WZA	Ilość akcji w (tys.)	Cena emisyjna	Cena nominaln	Data operacji na GPW
seria C - publiczna subskrypcja	2007-02-06	1 250 000	20.00	0.10	2007-07-16
split 1:1000	2006-09-12		0.00	0.00	
seria B	2003-11-01	4 000	100.00	100.00	2007-07-16
seria A - założycielskie	1998-03-17	1 000	0.00	100.00	

Źródło: www.money.pl

Ludzie: PolRest SA (POL)

Nazwisko	Funkcja	Data objęcia stanowiska
bd.	bd.	bd.

Źródło: www.money.pl

Akcjonariat: PolRest SA (POL)

Akcjonariusz	Liczba akcji [szt.]	Udział w akcjach [%]	Liczba głosów [szt.]	Udział w głosach [%]	Data aktualizacji pakietu	Data zmiany ogólnej liczby głosów
PolRest SA	1 000 000	16,00%	1 250 000	20,00%	2009-11-18	2007-06-06
Thabino Holdings Ltd.	1 000 000	16,00%	1 190 000	19,04%	2010-06-30	2010-10-08
Pozostali	4 250 000	68,00%	4 250 000	60,96%		
Razem	6 250 000	100,00%	6 690 000	100,00%		
Źródło: www.money.pl + opracowanie własne	2 000 000	-Jedn.dominująca-	2 440 000			

Notowanie kursu akcji:	2011-04-01
Kurs:	0,49
Cena / Zysk*	-0,69
Cena / War. Księg.*	-0,13
Zysk na akcję [PLN] (2010)	-0,23
War.Księg. na akcję** (1 kw.2011)	-3,69
Kapitalizacja [mln PLN]***	3,06
Liczba akcji	6 250 000
Statystyki [52 tyg.]: PolRest SA (POL)	
Max. cena [zł]	1,06
Min. cena [zł]	0,24
Śr. kurs [zł]	0,50
Sesje wzrostowe	78
Sesje spadkowe	121
Sesje bez zmian	51
Stopa zwrotu	-15,38%

**) odniesione do danych skonsolidowanych*
***) tu: wartość księgowa = kapitały własne*
****) Kapitalizacja = kurs akcji x ilość akcji [wykazana]*
Źródło: www.money.pl + opracowanie własne

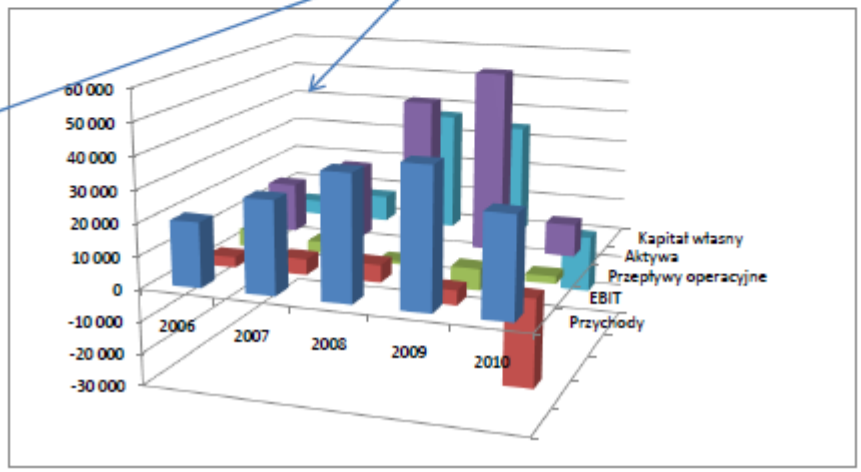
Działalność firmy **PolRest S.A.** polega na świadczeniu usług gastronomicznych w restauracjach pozycjonowanych w segmentach casual dining oraz premium. W segmencie casual dining spółka prowadzi sieć restauracji pod marką ROOSTER, zlokalizowanych w dużych miastach Polski (Kraków, Gdańsk, Łódź, Gdynia, Bydgoszcz) lub popularnych miejscowościach turystycznych (Sopot, Zakopane), w atrakcyjnych lokalizacjach, tj. przede wszystkim w historycznych centrach lub przy najpopularniejszych deptakach, lub innych miejscach charakteryzujących się dużym natężeniem ruchu pieszych. Ponadto spółka prowadzi restaurację oraz kawiarnię w kompleksie rekreacyjnym Aqua Park Zakopane (basen geotermalny). W segmencie premium firma prowadzi sieć restauracji regionalnych zlokalizowanych w Zakopanem (Karczma Po Zbóju, Gazdowo Kuźnia, Karczma Zapiecek, Stek Chałupa, Staro Izba, Karczma Kmicic, Gazda) oraz dwie prestiżowe restauracje mieszczańskie zlokalizowane w ścisłym centrum Krakowa (kawiarnia Europejska, restauracja U Szkota). 6 czerwca 2007 roku spółka zadebiutowała na GPW.

Dane finansowe:	**POLREST S.A.**	**Dane roczne/kwartalne**				*tys.PLN*	**Dane skonsolidowane:**					*tys.PLN*
Raporty roczne	3'2011	2010	2009	2008	2007	2006	3'2011	2010	2009	2008	2007	2006
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów		328	30 823	42 816	38 789	29 334	16	30 823	42 688	38 574	28 724	20 088
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	1 432	3 306	-27 440	-4 649	4 910	4 675	-835	-27 838	-4 717	5 410	4 801	3 174
Zysk (strata) brutto	849	2 451	-28 156	-3 122	5 133	4 336	-912	-28 579	-3 187	5 784	4 286	2 831
Zysk (strata) netto *	-1 842	-7 198	-42 824	-1 874	3 883	3 469	-1 424	-43 274	-1 927	4 394	3 420	2 292
Przepływy netto			-836	-4 652	2 475	2 831	14	-854	-4 880	2 281	-3 154	4 595
Przepływy netto z działalności operacyjnej			-2 076	-6 473	-1 499	3 234	59	-2 352	-6 834	-1 018	3 794	5 436
Przepływy netto z działalności inwestycyjnej			4 537	-12 182	-15 757	-5 011	21	4 795	-12 049	-15 759	-8 168	-1 948
Przepływy netto z działalności finansowej			-3 297	14 003	19 731	4 608	-66	-3 297	14 003	19 058	1 220	1 107
Aktywa razem	1 130	1 130	10 222	56 707	44 491	21 051	3 035	10 310	56 635	46 143	22 922	15 590
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	26 640	26 640	27 981	21 696	7 606	12 926	26 100	28 509	21 631	8 802	14 852	11 006
Zobowiązania długoterminowe			103	14 160	2 832	3 707		105	14 165	3 368	4 903	3 887
Zobowiązania krótkoterminowe	26 640	26 640	27 878	7 536	4 774	8 270	26 100	28 404	7 466	5 434	8 952	5 899
Kapitał własny	-25 510	-25 510	-17 759	35 011	36 885	8 125	-23 065	-18 199	35 004	37 341	8 070	4 584
Kapitał zakładowy	-25 510	-25 510	625	625	625	500	725	725	625	625	500	500
Liczba akcji (tys. szt.)	6 250	6 250	6 250	6 250	6 250	5 000	6 250	6 250	6 250	6 250	5 000	5
Wartość księgowa na jedną akcję (PLN)	-4	-4,08	-2,84	5,60	5,90	1,63	-4	-2,91	5,60	6	2	917
Zysk (strata) na jedną akcję (PLN)	0	-1,15	-6,85	-0,30	0,62	0,69	0	-6,92	-0,31	1	1	458
Rozwodniona liczba akcji (tys. szt.)	6 250	6 250	6 250	6 250	6 250	5 000	6 250	6 250,00	6 250,00	6 250	5 000	5 000
Rozwodniona wartość księgowa na jedną akcję (PLN)	-4	-4,08	-2,84	5,60	5,90	1,63	-4	-2,91	5,60	6	2	1
Rozwodniony zysk (strata) na jedną akcję (PLN)	0	-1,15	-6,85	-0,30	0,62	0,69	0	-6,92	-0,31	1	1	0
Zadeklarowana lub wypłacona dywidenda na jedną akcję (PLN)												

** kwota przypadająca na akcjonariuszy jednostki dominującej*

Źródło: www.money.pl

Średni poziom przychodów w latach 2006-2010 to 32 179 tys.PLN, średnia ważona w 3 ostatnich latach to 36 070 tys.PLN [dynamika w tym okresie ujemna: -20,1%]. Średni poziom EBIT to -3 834 tys.PLN, średnia ważona z 3 lat to -14 590 tys.PLN. Średni poziom strumienia operacyjnego przepływów pieniężnych wynosił -195 tys.PLN, średnia ważona z 3 lat to -3 624 tys.PLN. Średnia wartość księgowa aktywów wynosiła 30 320 tys.PLN, średnia ważona w 3 ostatnich latach to 31 724 tys.PLN [dynamika z 3 lat ujemna: -77,7%]. Średni poziom kapitałów własnych osiągnął 13 360 tys.PLN, średnia ważona z 3 lat to 8 792 tys.PLN.



Skan 29: Charakterystyka notowań giełdowych spółki Amrest [EAT].

AMREST HOLDINGS SE

Szczegółowe informacje: AmRest Holdings SE (EAT)

Pełna nazwa firmy	AmRest Holdings SE
Adres	pl. Grunwaldzki 25-27, 50-365 Wrocław
Telefon	+48 71 3861000
NIP	8095.77.914
Regon	
Prezes	
numer EKD	74.84
EKD	Pozostała działalność komercyjna
Fax	+48 71 3861060
WWW	www.amrest.eu
E-mail	
Audytor	PricewaterhouseCoopers sp. z o.o., Warszawa
ISIN	NL0000474351
KRS	
Zatrudnienie:	
Rok 2008	18 319 pracowników
Rok 2007	8 796 pracowników
Rok 2005	5 721 pracowników

Źródło: www.money.pl

Emisje: AmRest Holdings SE (EAT)

Opis operacji	Data decyzji WZA	Ilość akcji w (tys.)	Cena emisyjna	Cena nominaln	Data operacji na GPW
seria 8 - WP Holdings VII B.V.	2011-03-25	1 223 590	75.00	0.01	
seria 7 - WP Holdings VII B.V.	2006-09-12	1 048 001	75.00	0.01	
seria 6 - program opcji pracowniczych	2003-11-01	21 480	0.00	0.01	2010-09-28
seria 5 - WP Holdings VII B.V.	1998-03-17	4 726 263	65.00	0.01	2010-09-28
akcje zwykłe		14 170 606	0.00	0.01	2007-10-12
akcje zwykłe		15 750	0.00	0.01	2008-06-11

Źródło: www.money.pl

Ludzie: AmRest Holdings SE (EAT)

Nazwisko	Funkcja	Data objęcia stanowiska
Schmidt Przemysław	Członek RN	2005-04-26
Sykora Jan	Członek RN	2005-04-26
McGovern Henry	Członek RN	
Boliński Piotr	Członek Zarządu	2010-01-13
Eggink Raimondo	Członek RN	2010-06-30
Feuer Robert	Członek RN	2010-06-30
Kseń Jacek	Członek RN	2010-06-30
Landy, Joseph P.	Członek RN	2010-06-30
Chandler Mark	Członek Zarządu	2010-12-16
O'Malley Drew	Członek Zarządu	2010-12-16

Źródło: www.money.pl

Akcjonariat: AmRest Holdings SE (EAT)

Akcjonariusz	Liczba akcji [szt.]	Udział w akcjach [%]	Liczba głosów [szt.]	Udział w głosach [%]	Data aktualizacji pakietu	Data zmiany ogólnej liczby głosów
WP Holdings VII B.V.	6 997 853	33,00%	6 997 853	33,00%	2011-04-08	2011-04-08
ING OFE	3 633 013	17,13%	3 633 013	17,13%	2011-01-13	2011-04-08
BZ WBK AIB Asset Management SA	3 096 568	14,60%	3 096 568	14,60%	2011-04-22	2011-04-08
McGovern Henry	1 378 110	6,50%	1 378 110	6,50%	2011-04-28	2011-04-08
Aviva OFE	1 000 000	4,72%	1 000 000	4,72%	2008-06-23	2011-04-08
Mroczyński Wojciech	18 250	0,09%	18 250	0,09%	2008-08-13	2011-04-08
Pozostali	5 081 896	23,96%	5 081 896	23,96%		
Razem	21 205 690	100,00%	21 205 690	100,00%		
Źródło: www.money.pl + opracowanie własne	6 997 853	-Jedn.dominująca-	6 997 853			

Notowanie kursu akcji:	2011-04-01
Kurs:	76,00
Cena / Zysk*	39,56
Cena / War. Księg.*	1,75
Zysk na akcję [PLN] (2010)	0,63
War.Księg. na akcję** (1 kw.2011)	43,46
Kapitalizacja [mln PLN]***	1 611,63
Liczba akcji	21 205 690
Statystyki [52 tyg.]: AmRest Holdings SE (EAT)	
Max. cena [zł]	88,00
Min. cena [zł]	66,10
Śr. kurs [zł]	76,50
Sesje wzrostowe	115
Sesje spadkowe	103
Sesje bez zmian	32
Stopa zwrotu	11,47%

**) odniesione do danych skonsolidowanych*
***) tu: wartość księgowa = kapitały własne*
****) Kapitalizacja = kurs akcji x ilość akcji [wykazana]*
Źródło: www.money.pl + opracowanie własne

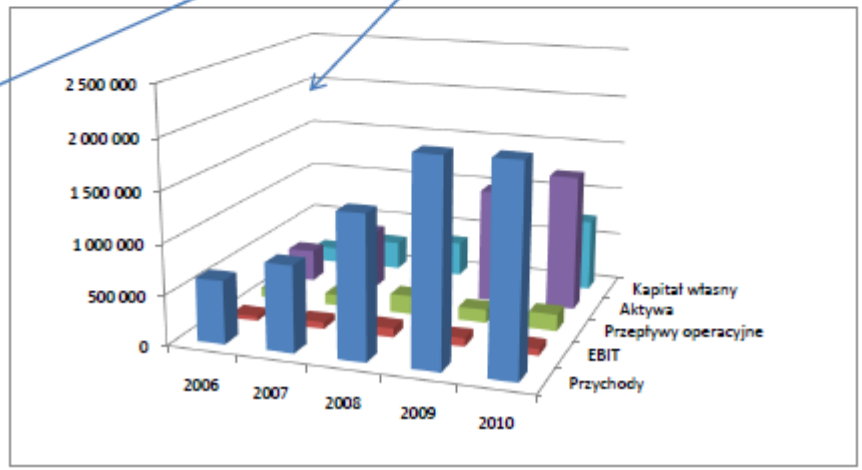
AmRest prowadzi jako franszyzobiorca restauracje Pizza Hut i KFC w Polsce i Czechach oraz własne restauracje Rodeo Drive i FreshPoint w Polsce. Pod względem wielkości sprzedaży (500 mln zł w 2005 roku), jak i liczby placówek (169 na koniec 2005 roku, obecnie ok.200) spółka jest czołowym operatorem sieci restauracji szybkiej obsługi i typu casual dining w Europie Środkowo-Wschodniej. AmRest Holdings NV (AmRest) jest holenderską spółką, która stoi na czele grupy kapitałowej. Wchodzące w jej skład spółki zależne prowadzą działalność operacyjną na terenie Polski, Republiki Czeskiej oraz Węgier. AmRest powstał w październiku 2000 roku, jako joint venture American Retail Concepts (ARC) oraz spółki Yum! Brands (Yum!), działającej wcześniej pod nazwą Tricon Global Restaurants. Jednym z akcjonariuszy ARC jest Donald M. Kendall, współzałożyciel oraz były Prezes Zarządu Pepsico Inc. Spółka Yum!, która jest franszyzo dawcą m.in. takich marek jak KFC i Pizza Hut, jest największym na świecie operatorem restauracji szybkiej obsługi. Jej akcje są notowane na giełdzie w Nowym Jorku, a kapitalizacja rynkowa przekracza 14,25 miliardów dolarów. Dziś AmRest jest spółką giełdową, której głównym udziałowcem jest ARC (ARC poprzez IRI LLC posiada 37,54% kapitału zakładowego spółki).
AmRest prowadzi sprzedaż pod markami: KFC, Pizza Hut, FreshPoint oraz Rodeo Drive. Kentucky Fried Chicken (KFC) to restauracje szybkiej obsługi. Oferują klientom posiłki, które można zabierać na wynos bądź spożyć na miejscu. Menu oferowane przez sieć restauracji KFC na całym świecie obejmuje kurczaka przyrządzonego według oryginalnej receptury (Original Recipe Chicken), świeże kanapki z kurczakiem (takie jak Twister, Zinger) oraz sałatki i desery. Obecnie AmRest prowadzi łącznie 129 restauracji KFC, na które przypada ponad 70% przychodów ze sprzedaży. Pizza Hut jest największą na świecie siecią restauracji specjalizujących się w różnych rodzajach pizzy. W Polsce Pizza Hut jest największą siecią restauracji typu casual dining, oferującą dania do spożycia na miejscu, na wynos, jak i z dostawą na telefon. Szeroka oferta restauracji Pizza Hut obejmuje zarówno tradycyjne pizze z rozmaitymi dodatkami, jak i makarony, sałatki, przekąski i desery. Obecnie AmRest prowadzi łącznie 64 restauracji Pizza Hut, na które przypada ok. 30% przychodów ze sprzedaży spółki. FreshPoint, nowy brand AmRest, będzie własną siecią restauracji zlokalizowanych w miejscach o dużym natężeniu ruchu pieszych, z menu opartym głównie na kanapkach do spożycia w restauracji oraz na wynos. W połowie marca 2006 roku AmRest otworzył pierwszą restaurację Freshpoint. Rodeo Drive, drugi nowy brand AmRest, to restauracje typu casual dining serwujące dania oparte w głównej mierze o mięso z grilla oraz szeroki wybór drinków. Restauracje zlokalizowane będą w atrakcyjnych miejscach i będą w stanie obsłużyć od 150 do 250 gości. W kwietniu 2006 roku została otwarta pierwsza restauracja Rodeo Drive. Obydwa nowe brandy zostały stworzone przez AmRest, w związku z czym sprzedaż w tych restauracjach nie będzie obciążona opłatami franszyzowymi. AmRest zatrudnia ponad 6100 osób.

Dane finansowe: **AMREST HOLDINGS SE**	**Dane roczne/kwartalne**					*tys.PLN*	**Dane skonsolidowane:**					*tys.PLN*
Raporty roczne	3'2011	2010	2009	2008	2007	2006	3'2011	2010	2009	2008	2007	2006
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów							519 202	2 011 448	2 000 490	1 409 893	853 355	629 326
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	-803	1 504	-1 081	-1 148	-1 008		19 501	68 662	79 824	92 268	67 644	44 351
Zysk (strata) brutto	2 587	3 090	-4 350	8 178	-6 767		16 441	50 959	61 411	55 934	64 494	48 812
Zysk (strata) netto *	2 193	2 842	-4 089	8 178	-7 787		13 443	40 598	38 232	32 369	48 564	38 466
Przepływy netto	63 246	-75 728	109 337	-5	-164		-87 189	85 282	122 400	-14 993	22 107	-6 068
Przepływy netto z działalności operacyjnej	1 113	18 747	-27 526	-539	-509		18 735	168 149	134 394	190 978	114 083	100 554
Przepływy netto z działalności inwestycyjnej	-108 098	-362 764	27 530		-64 655		-274 722	-233 031	-96 065	-374 685	-162 335	-80 578
Przepływy netto z działalności finansowej	170 231	268 289	109 333	534	65 000		168 535	150 164	84 071	168 714	70 359	-26 044
Aktywa razem	985 402	809 588	529 430	420 619	343 706		1 532 795	1 368 959	1 151 095	1 098 376	596 657	321 455
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	153 157	149 721	183 061	73 121	67 997		592 727	622 929	768 204	726 066	303 194	165 580
Zobowiązania długoterminowe	149 161	149 161	182 675	69 916	66 573		388 163	391 540	142 512	414 175	147 875	84 425
Zobowiązania krótkoterminowe	3 996	560	386	3 205	1 424		204 564	231 389	625 692	311 891	155 319	81 155
Kapitał własny	832 245	659 867	346 369	347 498	275 709		921 697	731 499	372 694	354 924	289 147	155 796
Kapitał zakładowy	713	623	427	545	544		713	623	427	545	544	519
Liczba akcji (tys. szt.)	18 934	18 934	14 186	14 186	14 186		18 934	18 934	14 186	14 186	14 171	13 500
Wartość księgowa na jedną akcję (PLN)	44	34,85	24,42	24,50	19,43		49	38,63	26,27	25,02	20,41	11,54
Zysk (strata) na jedną akcję (PLN)	0	0,15	-0,29	0,58	-0,55		1	2,14	2,70	2,28	3,43	2,85
Rozwodniona liczba akcji (tys. szt.)												
Rozwodniona wartość księgowa na jedną akcję (PLN)												
Rozwodniony zysk (strata) na jedną akcję (PLN)												
Zadeklarowana lub wypłacona dywidenda na jedną akcję (PLN)												

** kwota przypadająca na akcjonariuszy jednostki dominującej*

Źródło: www.money.pl

Średni poziom przychodów w latach 2006-2010 to 1 380 902 tys.PLN, średnia ważona w 3 ostatnich latach to 1 907 536 tys.PLN Średni poziom EBIT to 70 550 tys.PLN, średnia ważona z 3 lat to 76 317 tys.PLN. Średni poziom strumienia operacyjnego przepływów pieniężnych wynosił 141 632 tys.PLN, średnia ważona z 3 lat to 160 702 tys.PLN. Średnia wartość księgowa aktywów wynosiła 907 308 tys.PLN, średnia ważona w 3 ostatnich latach to 1 251 241 tys.PLN Średni poziom kapitałów własnych osiągnął 380 812 tys.PLN, średnia ważona z 3 lat to 549 135 tys.PLN.



Skan 30: Charakterystyka notowań giełdowych spółki Sfinks [SFS].

SFINKS S.A.

Szczegółowe informacje: Sfinks SA (SFS)

Pełna nazwa firmy	Sfinks Polska SA
Adres	Al. Kościuszki 80/82, 90-437 Łódź
Telefon	+48 42 6368061
NIP	725-17-52-913
Regon	472 247 798
Prezes	Krawiec-Rzeszotek, Mariola
numer EKD	74.84
EKD	Pozostała działalność komercyjna
Fax	+48 42 6368131
WWW	www.sfinks.pl
E-mail	
Audytor	Deloitte Audyt Sp. z o.o.
ISIN	PLSFNKS00011
KRS	16 481
Zatrudnienie:	
Rok 2008	1 196 pracowników
Rok 2007	812 pracowników

Źródło: www.money.pl

Emisje: Sfinks SA (SFS)

Opis operacji	Data decyzji WZA	Ilość akcji w (tys.)	Cena emisyjna	Cena nominaln	Data operacji na GPW
seria J - prawo poboru 1:1	2011-03-14	14 889 406	5.65	1.00	
seria I - prywatna subskrypcja	2011-03-14	7 400 000	5.65	1.00	
seria H - prawo poboru 1:0,74	2009-07-16	5 608 455	10.54	1.00	2010-05-04
seria G - oferta menedżerska	2006-09-21	500 000	0.00	1.00	
seria F - oferta publiczna	2006-03-29	500 000	28.00	1.00	
seria E - Tomasz Morawski	2002-09-20	2 462 527	4.67	1.00	2006-06-08
seria D - Tomasz Morawski	2000-04-26	2 951 022	1.00	1.00	2006-06-08
seria C - Tomasz Morawski	2000-04-26	306 600	1.00	1.00	2006-06-08
seria B - Tomasz Morawski	2000-04-26	2 960 802	1.00	1.00	2006-06-08
seria A - założyciele	1999-08-16	100 000	1.00	1.00	2006-06-08
realizacja oferty menedżerskiej [łącznie]		500 000	0.00		

Źródło: www.money.pl

Ludzie: Sfinks SA (SFS)

Nazwisko	Funkcja	Data objęcia stanowiska
Jeżak Jan	Członek RN	2009-03-08
Bruczko Bogdan	Wiceprezes Zarządu	2009-06-16
Opawski Krzysztof	Przewodniczący RN	2009-03-08
Krawiec-Rzeszotek, Mariola	Prezes Zarządu	2010-04-12
Bossak Janusz	Wiceprezes Zarządu	2010-04-12
Woźniewicz Jacek	Wiceprezes Zarządu	2010-05-01
Cacek Sylwester	Członek RN	2010-05-25
Gerula Krzysztof	Członek RN	2010-05-25
Karski Eryk	Członek RN	2010-05-25

Akcjonariat: Sfinks SA (SFS)

Akcjonariusz	Liczba akcji [szt.]	Udział w akcjach [%]	Liczba głosów [szt.]	Udział w głosach [%]	Data aktualizacji pakietu	Data zmiany ogólnej liczby głosów
Górnicki Dariusz	3 165 737	21,26%	3 165 737	21,26%	2011-02-11	2010-04-01
OrsNet sp. z o.o.	2 626 786	17,64%	2 626 786	17,64%	2010-03-31	2010-04-01
Pawlowski Slawomir	2 574 286	17,29%	2 574 286	17,29%	2011-01-28	2010-04-01
ING OFE	1 487 524	9,99%	1 487 524	9,99%	2011-01-12	2010-04-01
Morawski Tomasz	1 430 696	9,61%	1 430 696	9,61%	2011-05-04	2010-04-01
AXA OFE	766 064	5,15%	766 064	5,15%	2010-04-22	2010-04-01
Cacek Sylwester	695 655	4,67%	695 655	4,67%	2011-05-04	2010-04-01
Pozostali	2 142 658	14,39%	2 142 658	14,39%		
Razem	14 889 406	100,00%	14 889 406	100,00%		
Źródło: www.money.pl + opracowanie własne	2 626 786	-Jedn.dominująca-	2 626 786			

Notowanie kursu akcji:	2011-04-01
Kurs:	4,98
Cena / Zysk*	-3,50
Cena / War. Księg.*	-1,08
Zysk na akcję [PLN] (2010)	-0,25
War.Księg. na akcję** (1 kw.2011)	-4,61
Kapitalizacja [mln PLN]***	74,15
Liczba akcji	14 889 406
Statystyki [52 tyg.]: Sfinks SA (SFS)	
Max. cena [zł]	13,05
Min. cena [zł]	4,75
Śr. kurs [zł]	7,84
Sesje wzrostowe	81
Sesje spadkowe	136
Sesje bez zmian	27
Stopa zwrotu	-51,30%

**) odniesione do danych skonsolidowanych*
***) tu: wartość księgowa = kapitały własne*
****) Kapitalizacja = kurs akcji x ilość akcji [wykazana]*
Źródło: www.money.pl + opracowanie własne

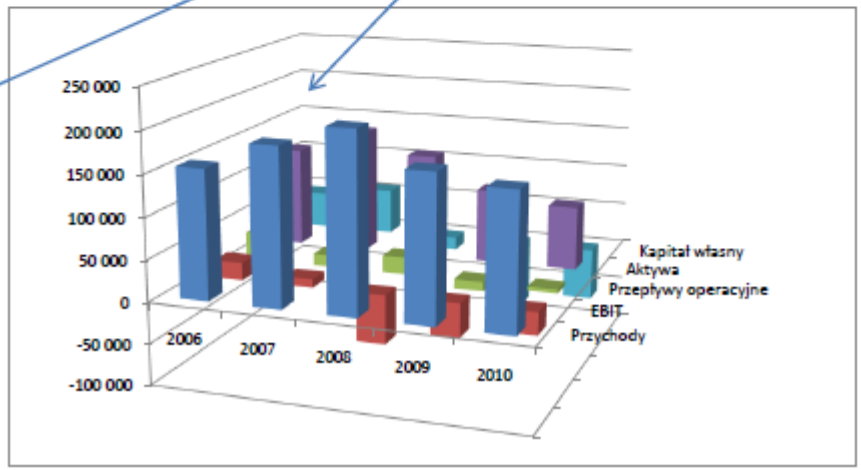
SFINKS POLSKA SPÓŁKA AKCYJNA zarządza obecnie 111 restauracjami, w tym siecią 94 restauracji Sphinx (segment casual dining) zlokalizowanych w całej Polsce i za granicą, 9 restauracjami Chłopskie Jadło (segment premium) i 8 restauracjami WOOK (segment casual dining). Pod względem wielkości sprzedaży oraz liczby restauracji, Sphinx jest największą w Polsce siecią typu casual dining. Sfinks Polska jest jednocześnie trzecią co do wielkości pod względem przychodów firmą gastronomiczną w Polsce. Spółki zależne GK Sfinks Polska SA: SFINKS Deutschland GmbH Düsseldorf, Niemcy – 100% udziałów; Sfinks Czech & Slovakia s.r.o. Praga, Republika Czeska – 100% udziałów; SFINKS Hungary Vendéglátó Kereskedelmi és Szolgáltató Kft. Budapeszt, Węgry – 100% udziałów; Shanghai Express Sp. z o.o. Łódź, Polska – 100% udziałów.

Dane finansowe:	**SFINKS S.A.**	**Dane roczne/kwartalne**				*tys.PLN*		**Dane skonsolidowane:**				*tys.PLN*	
Raporty roczne		3'2011	2010	2009	2008	2007	2006	3'2011	2010	2009	2008	2007	2006
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów		22 627	86 387	67 098	87 751	84 144	72 954	41 017	161 563	173 490	213 879	188 434	155 898
Zysk (strata) z działalności operacyjnej		-2 198	-28 896	-37 648	-74 785	6 987	17 846	-818	-27 998	-40 991	-59 937	10 137	21 744
Zysk (strata) brutto		-3 941	-36 615	-57 091	-86 363	2 795	14 887	-2 621	-36 894	-60 824	-72 407	5 801	18 687
Zysk (strata) netto *		-3 941	-36 615	-59 802	-78 358	1 462	12 000	-3 740	-39 887	-65 762	-70 545	-232	12 000
Przepływy netto		-560	1 353	-398	924	-1 322	1 372	-561	78	1 228	-514	773	2 544
Przepływy netto z działalności operacyjnej		-1 601	-6 274	-9 326	29 486	18 351	27 118	-60	-4 595	-11 504	20 328	13 995	33 033
Przepływy netto z działalności inwestycyjnej		-3 539	-6 386	-9 475	-41 155	-44 873	-49 784	-3 942	-6 604	-2 867	-26 619	-33 248	-50 157
Przepływy netto z działalności finansowej		4 580	14 013	18 403	12 214	25 200	24 038	3 441	11 277	15 599	5 777	20 026	19 668
Aktywa razem		69 835	68 611	79 488	106 536	140 954	111 522	76 080	77 053	89 578	126 932	151 696	122 003
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania		133 106	127 941	160 156	127 402	83 462	66 670	143 158	137 057	167 579	136 394	90 538	72 863
Zobowiązania długoterminowe		5 085	5 144	5 255	6 138	41 197	39 605	5 182	5 734	5 890	6 793	41 754	39 840
Zobowiązania krótkoterminowe		128 021	122 797	154 901	121 264	42 265	27 065	137 976	131 323	161 689	129 601	48 784	33 023
Kapitał własny		-63 271	-59 330	-80 668	-20 866	57 492	44 852	-68 609	-63 868	-81 959	-15 895	55 763	44 852
Kapitał zakładowy		14 889	14 889	9 281	9 281	9 281	8 781	14 889	14 889	9 281	9 281	9 281	8 781
Liczba akcji (tys. szt.)		14 889	14 889	9 281	9 281	9 281	8 781	14 889	14 889	9 281	9 281	9 281	8 781
Wartość księgowa na jedną akcję (PLN)		-4	-3,99	-8,69	-2,25	6,20	5,11	-5	-4,29	-8,83	-1,71	6,01	5,11
Zysk (strata) na jedną akcję (PLN)		0	-2,46	-6,44	-8,44	0,16	1,37	0	-2,68	-7,09	-7,60	-0,03	1,37
Rozwodniona liczba akcji (tys. szt.)													
Rozwodniona wartość księgowa na jedną akcję (PLN)													
Rozwodniony zysk (strata) na jedną akcję (PLN)													
Zadeklarowana lub wypłacona dywidenda na jedną akcję (PLN)													

** kwota przypadająca na akcjonariuszy jednostki dominującej*

Źródło: www.money.pl

Średni poziom przychodów w latach 2006-2010 to 178 653 tys.PLN, średnia ważona w 3 ostatnich latach to 174 258 tys.PLN [dynamika w tym okresie ujemna: -24,5%]. Średni poziom EBIT to -19 409 tys.PLN, średnia ważona z 3 lat to -37 652 tys.PLN. Średni poziom strumienia operacyjnego przepływów pieniężnych wynosił 10 251 tys.PLN, średnia ważona z 3 lat to -2 744 tys.PLN. Średnia wartość księgowa aktywów wynosiła 113 452 tys.PLN, średnia ważona w 3 ostatnich latach to 89 541 tys.PLN [dynamika z 3 lat ujemna: -39,3%]. Średni poziom kapitałów własnych osiągnął -12 221 tys.PLN, średnia ważona z 3 lat to -61 903 tys.PLN.



Skan 31: Ocena trendów indeksów giełdowych, z którymi powiązane są notowania wybranych spółek sektorowych.

Wybrane spółki sektorowe maja wpływ na kształtowanie się indeksów giełdowych [WIG i WIG-PL]. Wykresy wskazują, że w stosunku do spadkowych trendów kształtowania się kursu PLJ indeksy charakteryzowały się trendami wzrostowymi. Jest to potwierdzenie sytuacji, w której zmiana koncepcji rozwoju PLJ i rezygnacja ze współpracy ze sklepami wielkoformatowymi oraz przeniesienie w istocie części działalności do spółki Ko-Operator wpłynęła na dynamiczny spadek obrotów PLJ w roku 2010. Najwyraźniej inwestorzy giełdowi [rynek kapitałowy] nie mógł odczytywać tych sygnałów w dostatecznie komunikatywny sposób, a spółka Ko-Operator nie funkcjonowała w ich świadomości, co prowadziło do systematycznego spadku kursu. Konsolidacja spółek wpłynęła już w sposób zauważalny na zmianę wyników finansowych w układzie sprawozdania PLJ - sprawozdania skonsolidowane. Ko-Operator jest spółką młodą, w praktyce funkcjonującą od 2008r. i jej wpływ na skonsolidowane wyniki nie może być jeszcze decydujący [są kształtowane dotychczas bardziej przez straty PLJ]. Sytuacja winna ulegać systematycznej i zauważalnej zmianie już w trakcie roku 2011, bowiem w nim maja być wdrażane główne projekty inwestycyjne realizowane koncepcyjnie przez PLJ i w sensie operacyjnym przez Ko-Operatora [projekty 'LOTOS' i 'MOPy"].

Skan 32: Analiza porównawcza wskaźników giełdowych dla roku 2010.

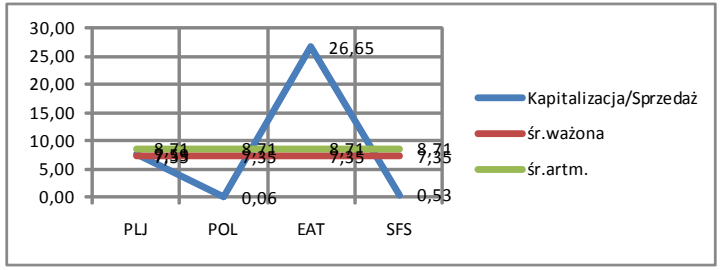
Analiza porównawcza spółek giełdowych zajmujących się działalnością restauratorską [rok 2010]:

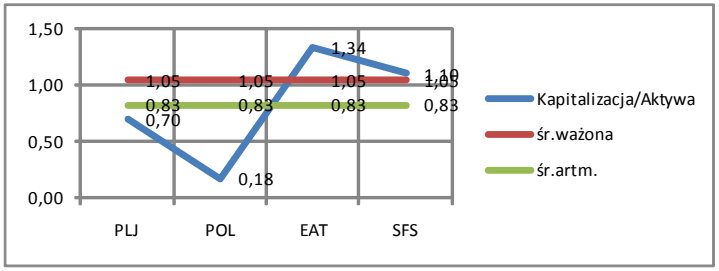
Spółka	*tys.PLN*	PLJ	POL	EAT	SFS	Średnia arytmetyczna roczna	Średnia ważona [poziomem sprzedaży]** roczna
Kurs [03.01.2011]		1,48	0,29	86,30	5,71		
Sprzedaż		4 244	30 823	68 662	161 563		
Aktywa		45 830	10 310	1 368 959	77 053		
Kapitały własne		20 643	-18 199	731 499	-63 868		
Przepływy operacyjne		779	-2 352	168 149	-4 595		
EBIT		-133	-27 838	68 662	-27 998		
Zysk netto		-2 278	-43 274	40 598	-39 887		
Kapitalizacja spółki		32 192	1 813	1 830 051	85 019		
C/Z		-7,16	-0,01	14,88	-0,38	1,83	3,50
C/WK*		1,56	-0,10	2,50	-1,33	1,32	2,45
Kapitalizacja/Sprzedaż		7,59	0,06	26,65	0,53	8,71	7,35
Kapitalizacja/Aktywa		0,70	0,18	1,34	1,10	0,83	1,05
Kapitalizacja/Kapitały własne*		1,56	-0,10	2,50	-1,33	2,03	1,69
Kapitalizacja/Przepływy operacyjne		41,32	-0,77	10,88	-18,50	8,23	-7,88
Kapitalizacja/EBIT		-242,04	-0,07	26,65	-3,04	-54,62	1,17
Kapitalizacja/Zysk netto		-14,13	-0,04	45,08	-2,13	7,19	10,14

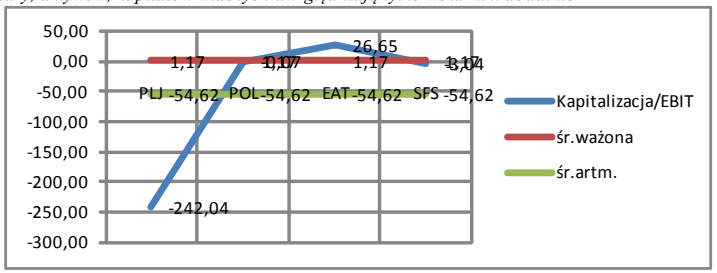
**) wartość księgowa utożsamiona z wartością kapitałów własnych*

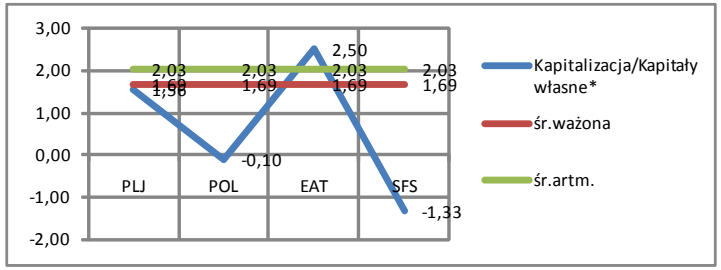
***) średnie ważone dla wsk.sprzedaży, aktywów, kapitałów własnych uwzględniają tylko wskaźniki dodatnie*

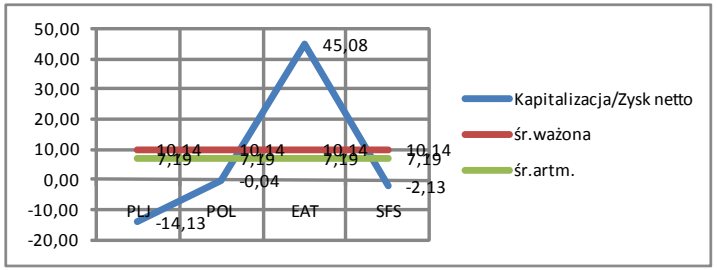
Średnie ważone zostały określone na podstawie wag ustalonych dla wartości sprzedaży. Dla wskaźników sprzedaży, aktywów i kapitałów własnych w przypadku ujemnej wartości wskaźnik nie był on uwzględniany w średniej. W przypadku pozostałych wskaźników zastosowano wagi ustalone na podstawie sprzedaży wszystkich analizowanych spółek.

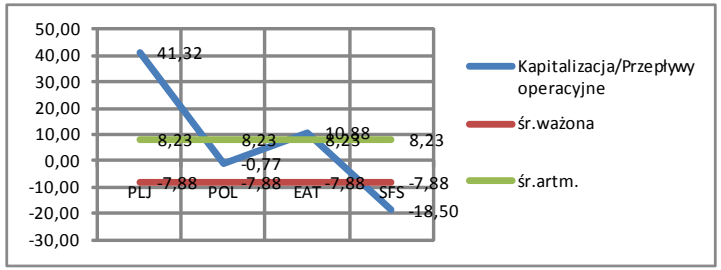












Skan 33: Analiza porównawcza wskaźników giełdowych dla 1 kwartału 2011r.

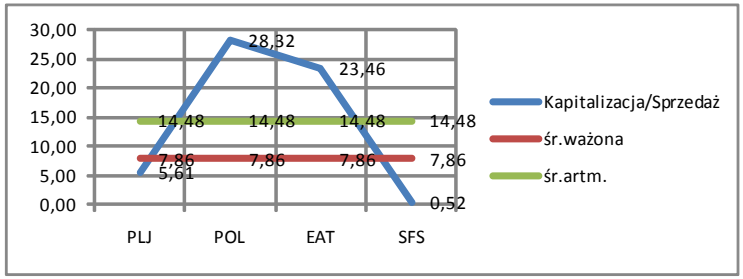
Analiza porównawcza spółek giełdowych zajmujących się działalnością restauratorską [rok 3'2011]:

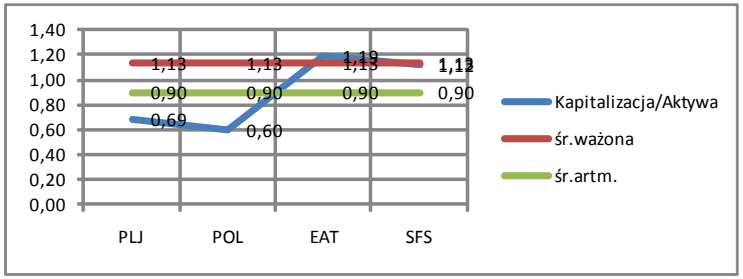
Spółka	*tys.PLN*	PLJ	POL	EAT	SFS	Średnia arytmetyczna roczna	Średnia ważona [poziomem sprzedaży]** roczna
Kurs [01.04.2011]		1,23	0,49	76,00	4,98		
Sprzedaż		1 435	16	19 501	41 017		
Aktywa		46 922	3 035	1 532 795	76 080		
Kapitały własne		20 529	-23 065	921 697	-68 609		
Przepływy operacyjne		223	59	18 735	-60		
EBIT		-344	-835	19 501	-818		
Zysk netto		-115	-1 424	13 443	-3 740		
Kapitalizacja spółki		26 754	3 063	1 611 632	74 149		
C/Z		-117,85	-0,69	39,56	-3,50	-20,62	7,41
C/WK*		1,30	-0,13	1,75	-1,08	1,53	1,72
Kapitalizacja/Sprzedaż		5,61	28,32	23,46	0,52	14,48	7,86
Kapitalizacja/Aktywa		0,69	0,60	1,19	1,12	0,90	1,13
Kapitalizacja/Kapitały własne*		1,57	-0,08	1,99	-1,24	1,78	1,96
Kapitalizacja/Przepływy operacyjne		144,36	30,72	97,68	-1 416,98	-286,05	-903,80
Kapitalizacja/EBIT		-93,58	-2,17	93,84	-103,93	-26,46	-41,43
Kapitalizacja/Zysk netto		-279,93	-1,27	136,13	-22,73	-41,95	21,31

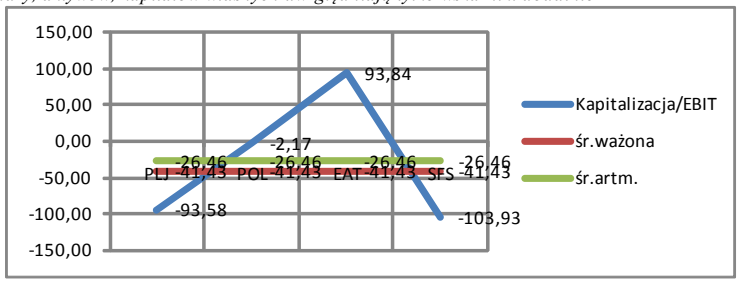
**) wartość księgowa utożsamiona z wartością kapitałów własnych*

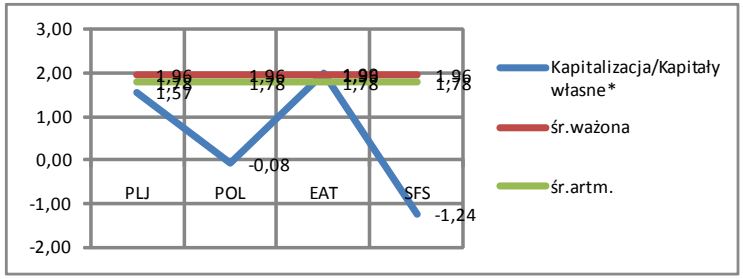
***) średnie ważone dla wsk.sprzedaży, aktywów, kapitałów własnych uwzględniają tylko wskaźniki dodatnie*

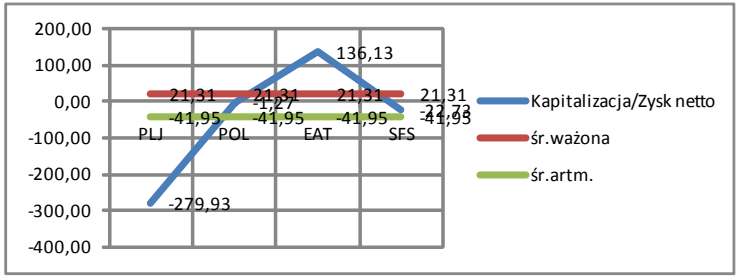
Średnie ważone zostały określone na podstawie wag ustalonych dla wartości sprzedaży. Dla wskaźników sprzedaży, aktywów i kapitałów własnych w przypadku ujemnej wartości wskaźnik nie był on uwzględniany w średniej. W przypadku pozostałych wskaźników zastosowano wagi ustalone na podstawie sprzedaży wszystkich analizowanych spółek.

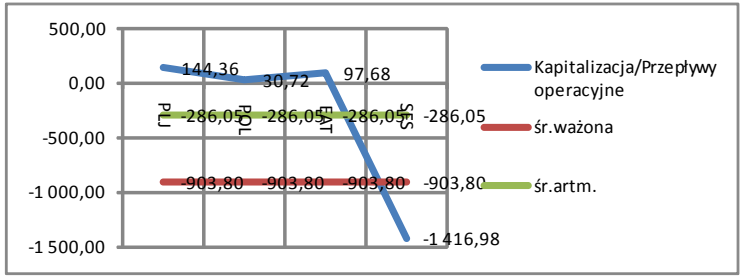












Skan 34: Rezultaty analizy porównawczej w zakresie wyceny PLJ.

Analiza wybranych wskaźników giełdowych:

Wartość rynkowa/Sprzedaż [WR/S]:			
Okresy obrotowe	2010	3'2011	
Średnia arytmetyczna dla sektora	8,71	14,48	
Średnia ważona* dla sektora	7,35	7,86	
Wartość średnia rekomendowana	7,35	7,86	
Wskaźnik dla Spółki [PLJ]	7,59	5,61	
Wartość przeszacowania [+]/niedoszacowania [-]	3,2%	-28,7%	
Wartość kapitalizacji	32 192	26 754	tys.PLN
Wartość wyceny skorygowana	31 180	37 510	tys.PLN
Wagi do korekty wyceny	1	2	
Wartość korekty [średnia ważona, zaokr.]		**35 400**	**tys.PLN**

**) wagi wg wartości sprzedaży*

Wartość rynkowa/Aktywa [WR/A]:			
Okresy obrotowe	2010	3'2011	
Średnia arytmetyczna dla sektora	0,83	0,90	
Średnia ważona* dla sektora	1,05	1,13	
Wartość średnia rekomendowana	1,05	1,13	
Wskaźnik dla Spółki [PLJ]	0,70	0,69	
Wartość przeszacowania [+]/niedoszacowania [-]	-33,1%	-39,4%	
Wartość kapitalizacji	32 192	26 754	tys.PLN
Wartość wyceny skorygowana	48 104	44 121	tys.PLN
Wagi do korekty wyceny	1	2	
Wartość korekty [średnia ważona, zaokr.]		**45 400**	**tys.PLN**

**) wagi wg wartości sprzedaży*

Wartość rynkowa/Kapitały własne [WR/KW]:			
Okresy obrotowe	2009	2010	
Średnia arytmetyczna dla sektora	2,03	1,78	
Średnia ważona* dla sektora	1,69	1,96	
Wartość średnia rekomendowana	2,03	1,96	
Wskaźnik dla Spółki [PLJ]	1,56	1,57	
Wartość przeszacowania [+]/niedoszacowania [-]	-23,2%	-19,9%	
Wartość kapitalizacji	32 192	26 754	tys.PLN
Wartość wyceny skorygowana	41 918	33 387	tys.PLN
Wagi do korekty wyceny	1	2	
Wartość korekty [średnia ważona, zaokr.]		**36 200**	**tys.PLN**

**) wagi wg wartości sprzedaży*

Podsumowanie wyceny porównawczej spółek: *tys.PLN*

Parametr porównawczy	WR/S	WR/A	WR/KW
Wartość wyceny	35 400	45 400	36 200
Waga parametru [rekomendowana]	3	1	2
Wartość średnia ważona [zaokr.]	**37 300**	**tys.PLN**	
Odchylenie od wartości kapitalizacji na dzień wyceny	26 754	tys.PLN	
	39,4%		

Parytet akcji w stosunku do parytetu głosów w WZA:

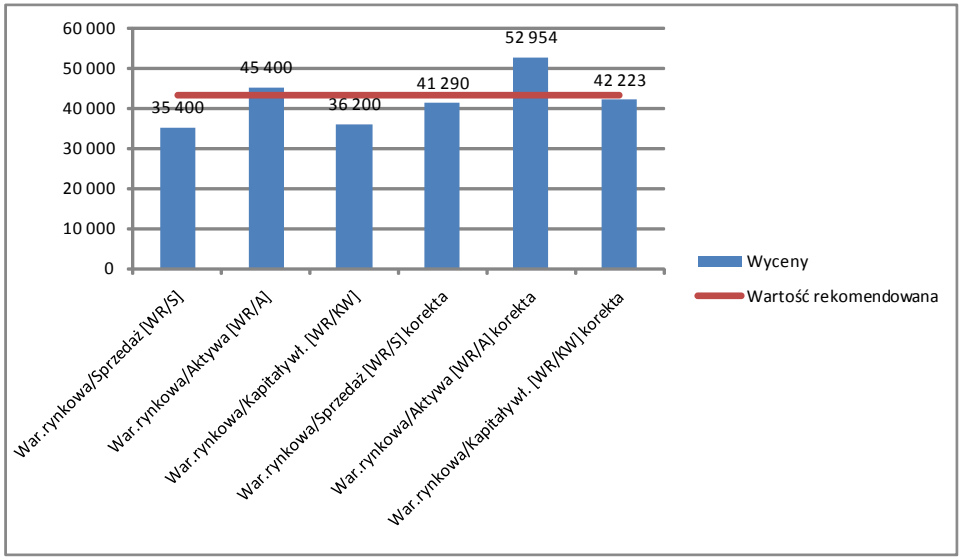
		Kurs zamknięcia [01.04.2011]:	1,23 PLN/szt.
Liczba akcji PLJ:	21 751 059 szt.	Wartość akcji po wycenie:	1,71 PLN/szt.
Liczba głosów PLJ:	25 369 955 szt.	Wartość akcji skorygowana:	2,00 PLN/szt.
Parytet liczba głosów/liczba akcji:	1,17		

Wartość Spółki [PLJ] po uwzględnieniu akcji uprzywilejowanych:	43 506	tys.PLN
Wartość zaokr.:	43 500	tys.PLN

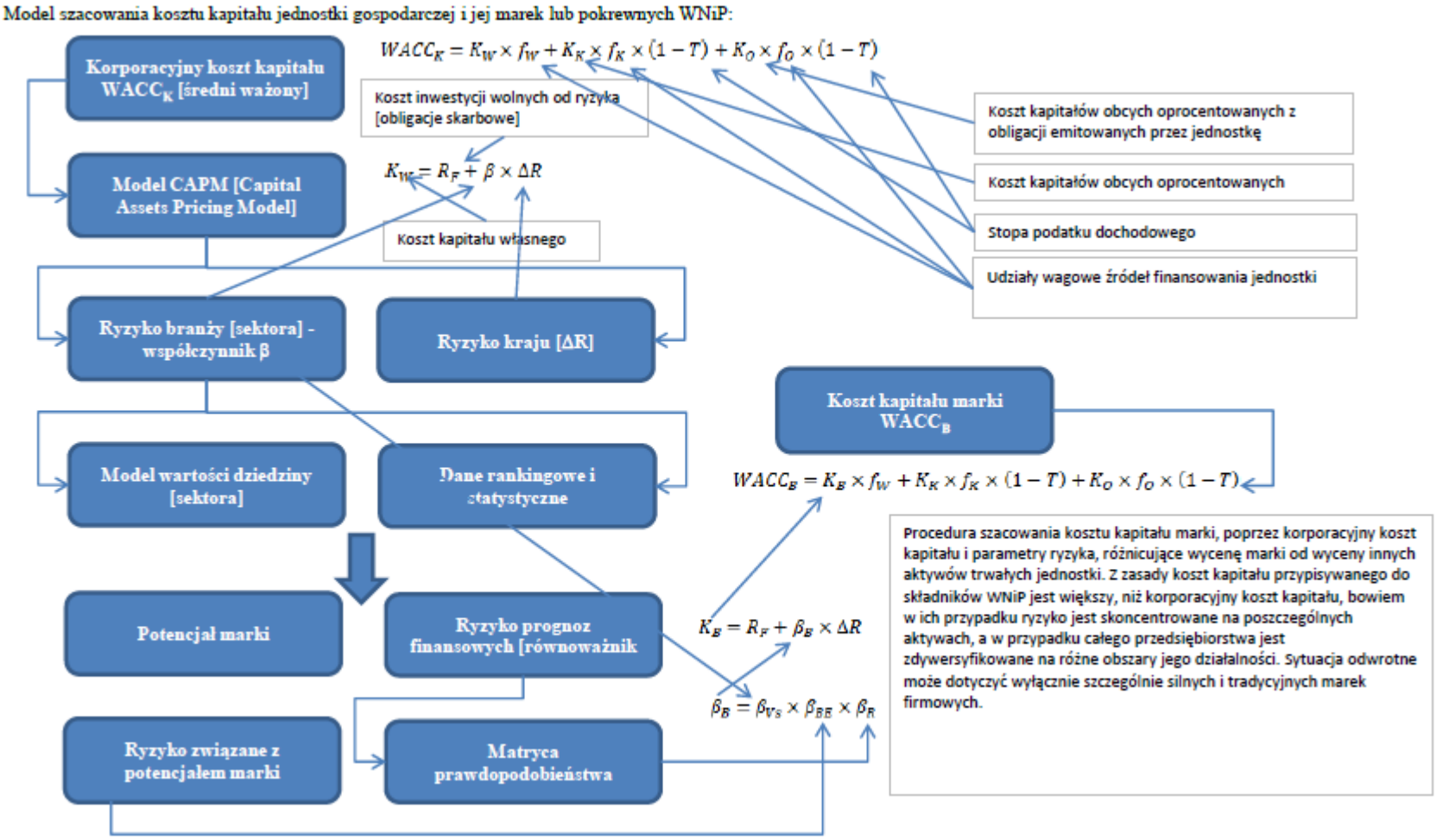
Rekomendowany wynik wyceny wg procedury:

43 500 000 tys.PLN

Słownie: czterdzieści trzy miliony pięćset tysięcy złotych



Skan 35: Szacowanie kosztu kapitału dla PLJ.



Potencjał dziedziny [sektora]

Kryteria oceny	Skala oceny potencjału 0,0	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	Ocena
Przewidywana stopa wzrostu		< 2%		2-8%		> 8%		0,5
Udział liderów w rynku		> 60%		30-60%		< 30%		3,0
Zmienność technologii		częste zmiany		cykl 5 lat		cykl > 5 lat		2,5
Ryzyko substytucji		wysokie		średnie		niskie		1,5
Bariery wejścia		słabe		średnie		silne		1,5
Poziom cen		wojna cenowa		wysoka elastyczność		duży margines swobody		0,5
Marża zysku		niska		średnia		wysoka		2,0
Źródła wartości dodanej		typowe		know-how		wyjątkowe atuty		2,0
Pewność zaopatrzenia		niepewne		niestabilne		pewne		3,0
Sezonowość sprzedaży		wysoka		średnia		niska		2,5
Szanse opan. nowych umiejętności		małe		możliwe		duże		2,0
Maksymalna nota	33,0						**Suma**	21,0
Nota określona dla sektora	21,0	64% udziału w ocenie max						

Źródło: opracowanie własne na podstawie koncepcji opisanej w „STRATEGOR – Strategie, structure, decision, identité. Politique générale d'entreprise", 2e edition, InterEditions, Paris 1993.

Skala procentowa oceny stopnia atrakcyjności rynku:

Zakres oceny:	*min*	*max*
Sektor nieatrakcyjny	*0%*	*30%*
Ograniczona atrakcyjność	*31%*	*45%*
Umiarkowana atrakcyjność	*46%*	*65%*
Sektor atrakcyjny	*66%*	*80%*
Sektor bardzo atrakcyjny	*81%*	*100%*

Proponowana ocena wartości dziedziny [sektora] wg przyjętego kryterium = 64% [punkty przyznane: 21 na 33 punkty możliwe - Umiarkowana atrakcyjność. Najwyższa przyznana nota - 3, najniższa przyznana nota - 0,5; liczba ocen maksymalnych - 2, liczba ocen minimalnych - 2].

Wskaźnik beta dla oszacowanego potencjału sektora został określony na 0,84.

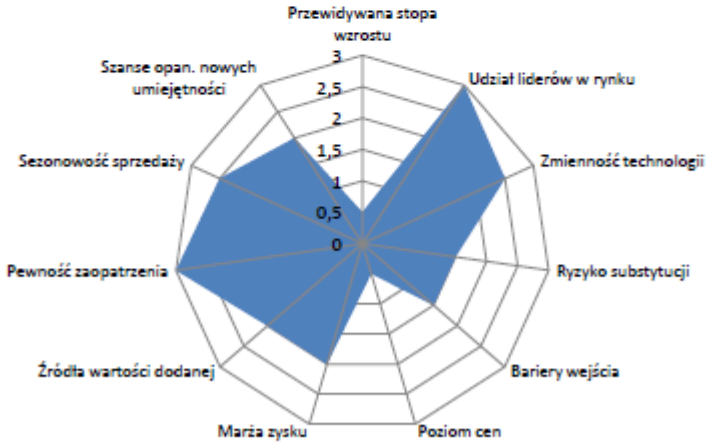
Zaakceptowany wskaźnik beta dla oszacowania korporacyjnego kosztu kapitału wynosi 0,89.

Sektory:	Wagi:	Beta:
Restaurant	1,00	1,14
R.E.I.T.	1,00	0,96
Food Processing	1,00	0,69
-		
-		
-		
-		
Wartość średnia ważona		0,93
Wartość sugerowana z zakresu		0,93
Wsk.modelowy		0,84
Wsk.rekomendowany		**0,89**

Rekomendowany wskaźnik beta określony jako odpowiednik wartości średniej wskaźnika branżowego i wskaźnika modelowego.

Ocena potencjału dziedziny [sektora] została przeprowadzona na podstawie konsultacji z przedstawicielami jednostki. Zasadnicze znaczenie z uwagi na wpływ tej oceny na koszt kapitału przedsiębiorstwa i przedmiotu wyceny posiada wymiar procentowego wyniku pomiaru potencjału sektora. Określenia słowne skali atrakcyjności sektora lub jej braku jest kwestią subiektywną. Ocena wartości dziedziny [sektora] jest pośrednim modelem szacowania atrakcyjności inwestycyjnej branży jako takiej. Ocenę potencjału sektora [branży] zastosowano w raporcie do szacowania perspektyw jej rozwoju. Wynik oceny jest brany pod uwagę przy szacowaniu korporacyjnego kosztu kapitału.

Wskaźniki beta nielewarowane wg rankingu sektorów [web: www.pages.stern.nyu.edu, styczeń 2011].



Korporacyjny wskaźnik kosztu kapitału własnego β

Wyznaczenie β_{VS} oparte jest na funkcji liniowej wiążącej ten parametr z pomiarem potencjału sektora V_S:			
Funkcja liniowa opisana formułą ogólną:	y = ax + b		
Funkcja liniowa dostosowana do prezentowanej koncepcji:	β_{VS} = aP + b		
Parametry a i b wyznaczają graniczne wartości wskaźnika β z modelu CAPM dla warunków polskiego rynku kapitałowego:			
- dla potencjału P = 100% parametr beta [Vs] wynosi	0,28	stąd	a = -1,54
- dla potencjału P = 0% parametr beta [Vs] wynosi	1,82	stąd	b = 1,82
Funkcja bazowa przyjmuje postać:	beta [Vs] = -1,54x + 1,82		

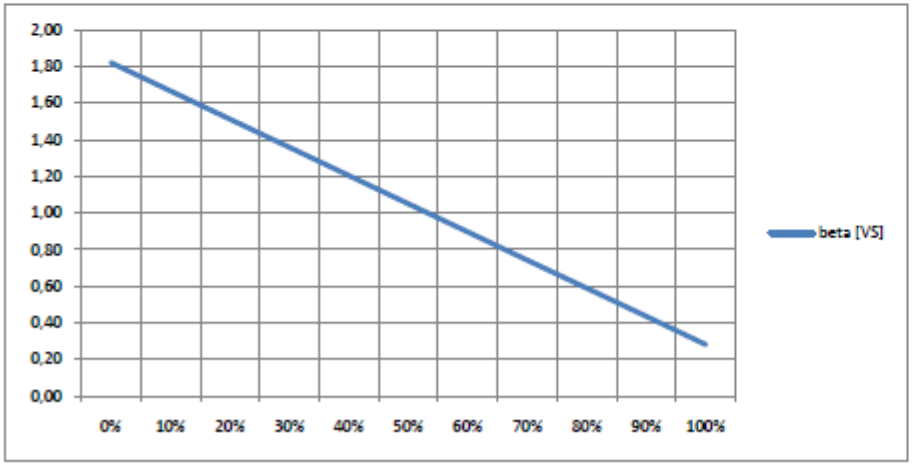
Przesłanki ekonomiczne wskazują na zasadność przyjęcia wskaźnika beta (VS) na poziomie 0,84. Wartość tę obliczono dla zakresu rynkowego krajowego ryzyka branżowego [wskaźnik beta na rynku kapitałowym] od 0,28 do 1,82.

Źródło: opracowanie własne

P =		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
β_{VS} =	1,82	1,67	1,51	1,36	1,20	1,05	0,90	0,74	0,59	0,43	0,28

Dla V_S = 64%	β_{Vs} = 0,84

Wartość zaakceptowana:	β_{VS} = 0,84



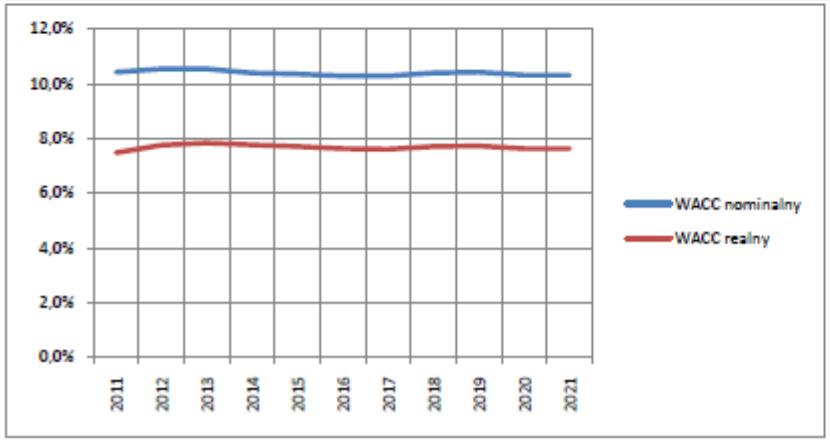
Model CAPM [Capital Assets Pricing Model]:

Lata prognozy	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
L.p.roku prognozy	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Koszt kapitału własnego	**11,97%**	**11,66%**	**11,39%**	**11,03%**	**10,79%**	**10,55%**	**10,43%**	**10,43%**	**10,43%**	**10,33%**	**10,33%**
- stopa inwest.bez ryzyka [obligacje 10-letnie]	6,22%	6,20%	6,20%	6,10%	6,10%	6,10%	6,00%	6,00%	6,00%	5,90%	5,90%
- premia za ryzyko [ryzyko kraju]	6,50%	6,18%	5,87%	5,57%	5,29%	5,03%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
- β [wsp.ryzyka branżowego]	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89
Koszt kapitałów obcych [wartość średnia]	**8,42%**	**8,41%**	**8,41%**	**8,22%**	**8,22%**	**8,22%**	**8,04%**	**8,04%**	**8,04%**	**7,85%**	**7,85%**
- stopa depozyt.międzybank. (WIBOR 6 m-cy [PLN])	4,51%	4,50%	4,50%	4,43%	4,43%	4,43%	4,35%	4,35%	4,35%	4,28%	4,28%
- premia za kapitał obcy [np.marża banku]	3,60%	3,60%	3,60%	3,50%	3,50%	3,50%	3,40%	3,40%	3,40%	3,30%	3,30%
- częstotliwość kapitalizacji odsetek	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Wskaźnik zadłużenia	29,8%	22,9%	18,4%	14,5%	10,4%	6,8%	3,5%	0,7%	0,0%	0,0%	
- udział kapitału własnego %	70,2%	77,1%	81,6%	85,5%	89,6%	93,2%	96,5%	99,3%	100,0%	100,0%	100,0%
Stopa podatkowa %	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Średni ważony koszt kapitału korporac. [WACC]	**10,43%**	**10,55%**	**10,55%**	**10,40%**	**10,36%**	**10,29%**	**10,29%**	**10,40%**	**10,43%**	**10,33%**	**10,33%**
- wskaźnik inflacji średniorocznej	2,90%	2,70%	2,60%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Wartości realne	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Koszt kapitału własnego	8,81%	8,73%	8,57%	8,32%	8,08%	7,85%	7,73%	7,73%	7,73%	7,63%	7,63%
Koszt długu	5,36%	5,56%	5,66%	5,58%	5,58%	5,58%	5,40%	5,40%	5,40%	5,22%	5,22%
Udział kapitału obcego %	29,80%	22,93%	18,39%	14,52%	10,39%	6,76%	3,54%	0,67%	0,00%	0,00%	
Średni ważony koszt kapitału korporac. [WACC]	**7,48%**	**7,76%**	**7,84%**	**7,77%**	**7,71%**	**7,63%**	**7,61%**	**7,71%**	**7,73%**	**7,63%**	**7,63%**

Nominalna średnia geometryczna średniego ważonego kosztu kapitału [WACC] w latach 2012-2021 - 10,39%

Realna średnia geometryczna średniego ważonego kosztu kapitału [WACC] w latach 2012-2021 - 7,70%

Źródło: opracowanie własne



Koszt kapitału dla przedsiębiorstwa został oszacowany na podstawie modelu CAPM, przy zastosowaniu odniesień statystycznych do wskaźników takich, jak ryzyko kraju oraz zakres wskaźników β dla branż reprezentowanych na rynkach kapitałowych. Uwzględnienie wpływu kapitałów obcych poprzez wskaźnik zadłużenia [jeżeli dotyczy] jest związane z dostępem do informacji o wpływie tego zadłużenia na korporacyjny koszt kapitału. W przypadku braku takich informacji zakładany jest brak tego wpływu. Model CAPM został odniesiony do uwarunkowań kraju siedziby analizowanej jednostki gospodarczej.

Skan 36: Procedura szacowania kanału fundamentalnego wartości PLJ według koncepcji 12 metod StockWatch.pl.

Metoda 1: Wartość księgowa [WK]:

Wartość księgowa [WK] = wartość kapitałów własnych [KW]
Na dzień wyceny [01.04.2011 KW = 20 529 tys.PLN
Wskaźnik C/WK [cena do wartość księgowa] = 1,30

Wynik wyceny: WK = 20 529 tys.PLN

Metoda 2: Skorygowana wartość aktywów netto [SKAN]:

SKAN = KW - WNiP gdzie:

Kapitały własne:	KW =	20 529	tys.PLN
Wartości niematerialne i prawne:	WNiP =	18 397	tys.PLN
Zatem	SKAN =	2 132	tys.PLN

Wynik wyceny: SKAN = 2 132 tys.PLN

Metoda 3: Wartość likwidacyjna [WL, wg Wilcox'a]:

Założenia metody Wilcox'a:
Wartość likwidacyjna aktywów trwałych: WLAT % = 70%
Wartość likwidacyjna aktywów obrotowych: WLAO % = 30%
Wartość kapitałów obcych i zobowiązań oprocentowanych [bilansowych]:
KOiZ = 16 911 tys.PLN

Formuła metody Wilcox'a: WL = WLAT + WLAO - KOiZ

gdzie: WLAT =	40 111	tys.PLN	x 70% =	28 078	tys.PLN
WLAO =	784	tys.PLN	x 30% =	235	tys.PLN
			-KOiZ =	-16 911	tys.PLN
Zatem			WL =	11 402	tys.PLN

Wynik wyceny: WL = 11 402 tys.PLN

Metoda 4: Premia wieczysta [kapitalizacja zysku netto]

Wartość rocznego zysku netto na podstawie sprawozdania skonsolidowanego [2010 jako ostatni pełny rok]:
ZN = -2 278 tys.PLN

Wartość średniego ważonego kosztu kapitału wg modelu CAPM [poziom realny]:
WACC = 7,48%

gdzie:
PW - Premia wieczysta
ZN - zysk netto
WACC - średni ważony koszt kapitału
g - średni stały wzrost zysku

$$PW = \frac{ZN}{WACC - g}$$

RW < 0

Zysk ZN na poziomie ujemnym.
Metoda nie została zastosowana.

Procedura identyfikacji tzw. kanału fundamentalnego wartości spółki giełdowej została opracowana przez analityków serwisu StockWatch.pl. Procedura obejmuje 12 prostych metod wyceny, z których szacowana jest wartość średnia. Metody bazują wyłącznie na danych historycznych [tylko te są w prosty sposób bezpośrednio osiągalne]. Metodyka bazuje na dwóch podstawowych założeniach: biznes jest powtarzalny (zyski są trwałe i wyniki ostatniego roku nie odbiegają nadmiernie od możliwej do osiągnięcia średniej) oraz że sprawozdania są rzetelne (ujawnione w nich dane są pełne i zgodne z rzeczywistością). W uzasadnionych przypadkach wyniki wyceny matematycznej winny być ocenione, zinterpretowane i ostatecznie zaakceptowane lub odrzucone. Ogólnie rzecz biorąc, im mniejszy rozrzut otrzymanych rezultatów, tym większa pewność co do tak oszacowanej wartości spółki. Siedem spośród 12 metod bazuje na wynikach finansowych i sprawozdaniach spółek w oderwaniu od kursu akcji (metody analityczne, niewrażliwe na sytuację na rynku), natomiast pozostałe pięć odnosi te wyniki do średnich wskaźników rynku akcji (metody porównawcze, wrażliwe na zmiany kursów). W ramach modyfikacji opisanej procedury wartość średnią wskaźników giełdowych odnosiłem do średnich sektora wycenianej Spółki, a nie do ogólnych średnich giełdowych.

Wartość księgowa. Jest to pozycja bilansowa równoważna pozycji „Kapitał własny", czyli nadwyżka aktywów nad zobowiązaniami. Na jej bazie obliczany jest wskaźnik C/WK, uważany za najprostszą metodę badania niedowartościowania spółki. Przeliczając wartość księgową przez liczbę akcji otrzymuje się teoretyczną wartość kapitału własnego przypadającego na jedną akcję. Tę wartość podają serwisy giełdowe jako WK/akcję lub BVPS (Book Value Per Share).

Skorygowana wartość aktywów netto. Od kapitału własnego należy odjąć wartości niematerialne i prawne. Jest to prosta i szybka metoda korekty, która wyłącza z aktywów elementy, uznawane tu za nierzeczywiste (nie stanowią majątku), albo trudno zbywalne, albo też nie wycenione rynkowo. Należy podkreślić, że kapitał reprezentuje majątek spółki i jego rzeczywista wartość może różnić się na plus lub na minus od tej ujawnionej w sprawozdaniu [jednak weryfikacja wymagałoby indywidualnych założeń dla każdej wycenianej spółki, co jest problematyczne].

Wartość likwidacyjna. Na bazie metody J. Wilcox'a można poczynić założenie, że w warunkach wymuszonej sprzedaży przedsiębiorstwa statystycznie dałoby się odzyskać ok. 70% wartości księgowej aktywów obrotowych (sprzedaż zapasów, ściągnięcie należności) oraz ok. 50% wartości księgowej aktywów trwałych (sprzedaż gruntów, maszyn, budynków, posiadanych praw), a z tego po pokryciu wszystkich zobowiązań zostałaby kwota z likwidacji. W przeliczeniu na jedną akcję daje teoretyczną wartość likwidacyjną spółki.

Premia wieczysta. To prosta koncepcja pokrewna wycenie DCF. Założenie: zysk netto z ostatniego roku będzie zawsze stabilny i podlega dyskontowaniu przy użyciu średnioważonego kosztu kapitału dla spółki [WACC]. Wynik to teoretyczna kwota, która zainwestowana w wieczystą lokatę na odsetki równe WACC, zwracałaby co roku zysk netto. Ta wielkość przeliczona na jedną akcję daje wycenę od strony czysto dochodowej. Wycena jest niemożliwa, jeśli spółka nie osiągnęła zysku.

Metoda 5: Wartość zysków dodatkowych

Założenia do stosowania metody:

1. Ekonomiczna wartość dodana dla spółki dyskontowana w okresie 5-letnim.
2. Wynik dyskonta EVA dodawany do wartości aktywów netto.

$$WZD = WK + \sum_{t=1}^{5} \frac{EVA_t}{(1+WACC_t)^t} \; ; \; EVA_t = KZ_t \times (ROIC_t - WACC_t)$$

gdzie:

WZD - Wartość Zysków Dodatkowych
WK - wartość majątku [księgowa]
EVA_t - Ekonomiczna Wartość Dodana w okresie t
KZ_t - kapitał zainwestowany w okresie t
$WACC_t$ - średnio ważony koszt kapitału w okresie t
$ROIC_t$ - koszt kapitału własnego w okresie t
t - okres dyskontowy [zakres ta: 1-5]

Wobec ujemnych wyników operacyjnych parametr EVA będzie także ujemny. Ostateczny wynik będzie zatem mniejszy od wartości księgowej.

Wartość zysków dodatkowych. Jeżeli spółka generuje ekonomiczną wartość dodaną [parametr EVA] to co roku zwiększa wartość swoich aktywów. Uśredniona wartość z kolejnych pięciu lat, zdyskontowana i dodana do aktywów netto, zwraca teoretyczną aktualną wartość spółki w ujęciu zyskowności ekonomicznej – o ile jest ona dodatnia.

Wyniku wyceny nie określono.

Metoda 6: Metoda berlińska [niemiecka, Schmalenbacha; średniej arytm.]

Założenia do zastosowania metody:

$$MB = \frac{WK + PW}{2}$$

gdzie:

MB - wynik metody berlińskiej
WK - wartość księgowa netto
PW - Premia Wieczysta

Metoda ma zastosowanie, jeśli wartość PW jest dodatnia. W przeciwnym razie zastosowanie metody nie jest celowe.

Metoda berlińska. Jest to średnia arytmetyczna z wartości aktywów netto i premii wieczystej. Bazuje na obserwacji, że połowa wartości spółki bierze się ze zgromadzonego w niej majątku, a połowa ze zdolności do generowania zysków. Brak dodatniej rentowności spółki uniemożliwia jej wycenę tą metodą. Metoda opracowana przez niemieckiego ekonomistę Schmalenbacha w 1938r. Autor wprowadził ograniczenie [dziś często pomijane z niewiedzy], iż formuła jest zasadna tylko dla wartości dochodowej przewyższającej wartość majątkową. W przeciwnym razie proponował opieranie wyceny na mniejszej z tych wartości [czyli dochodowej].

Wyniku wyceny nie określono.

Metoda 7: Metoda szwajcarska [średniej ważonej]

Założenia do zastosowania metody:

$$MSZ = \frac{WK + 2 \times PW}{3}$$

gdzie:

MSZ - wynik metody szwajcarskiej
WK - wartość księgowa netto
PW - Premia Wieczysta

Metoda ma zastosowanie, jeśli wartość PW jest dodatnia. W przeciwnym razie zastosowanie metody nie jest celowe.

Metoda szwajcarska. To samo podejście co metoda berlińska, ale zamiast średniej arytmetycznej zwykłej, średnia ważona [wagi w proporcji 2:1 na rzecz premii wieczystej, którą uznaje za dwukrotnie silniej wpływającą na wycenę spółki niż wartość majątku netto]. Także w tym przypadku wycena nie może być zastosowana, jeśli spółka ma straty. Natomiast w przypadku tej metody nie stosowano nigdy założenia podobnego do metody berlińskiej, iż wartość dochodowa powinna przewyższać wartość majątkową.

Wyniku wyceny nie określono.

Metoda 8-12: techniki analizy porównawczej

Wskaźnik C/WK

Obliczenia:

Spółka	PLJ	POL	EAT	SFS	śr.artm.	śr.wag.
C/WK*	1,30	-0,13	1,75	-1,08	1,53	1,72

Notowanie - Spółka/śr.wag. 0,76 [niedoszacowanie o 24,1%]

Wartość księgowa: WK = 20 529 tys.PLN

Wartość księgowa skorygowana WK = 27 063 tys.PLN

Wynik wyceny: W_K = 27 100 tys.PLN *[po zaokr.]*

**) wartość księgowa utożsamiona z wartością kapitałów własnych*

Wskaźnik C/EBIT [cena/zysk operacyjny]

Wyniku wyceny nie określono z uwagi na ujemną wartość EBIT.

Wskaźnik C/P [przychody operacyjne]

Według danych dla roku 2010:

Spółka	PLJ	POL	EAT	SFS	śr.artm.	śr.wag.
C/P	7,59	0,06	26,65	0,53	8,71	7,35

Notowanie Spółka/śr.wag. 1,03 [przeszacowanie o 3,2%]

Wartość spółki: W_{KAP} = 32 192 tys.PLN

Wartość księgowa skorygowana W_{KAP} = 31 180 tys.PLN

Wynik wyceny: W_S = 31 200 tys.PLN *[po zaokr.]*

Według danych dla 3'2011:

Spółka	PLJ	POL	EAT	SFS	śr.artm.	śr.wag.
C/P	5,61	28,32	23,46	0,52	14,48	7,86

Notowanie Spółka/śr.wag. 0,71 [niedoszacowanie o 28,7%]

Wartość spółki: W_{KAP} = 26 754

Wartość księgowa skorygowana W_{KAP} = 37 510

Wynik wyceny: W_S = 37 500 tys.PLN *[po zaokr.]*

Rekomendacja:

Okres odniesienia:	2010	3'2011
Wartość W_S:	31 200	37 500
Wagi:	1	2
Wartość średnia ważona:		35 400

Wynik wyceny: W_S = 35 400 tys.PLN *[po zaokr.]*

Porównawcza wg C/WK. Jak wszystkie metody porównawcze, ta metoda według StockWatch.pl odnosi wskaźnik spółki – w tym wypadku Cena do Wartości Księgowej – do średniego poziomu wskaźnika na całym rynku akcji i odpowiada na pytanie, ile kosztowałaby jedna akcja spółki, gdyby spółka miała taki wskaźnik jak średnia. Z uwagi na to, że średnia rynku nie uwzględnia specyfiki branży, w której działa spółka, jej modelu biznesowego ani konkretnej sytuacji kapitałowej, ta wycena jak i inne porównawcze metody, potrafi znacząco się różnić od notowania. W zastosowanej procedurze generalnie uznaję takie stanowisko za zasadne jedynie ze statystycznego punktu widzenia, ale nie oparte na pragmatycznej stronie biznesu. Dlatego wszelkie średnie odnoszę nie do rynku akcji, ale do sektora, reprezentowanego przez analizowaną Spółkę.

Porównawcza wg C/EBIT. Wycena bazuje na odniesieniu wskaźnika Cena do Zysku Operacyjnego dla każdej ze spółek do średniego poziomu wskaźnika na całym rynku. Porównanie wykorzystujące zysk operacyjny jest bardziej miarodajne niż to, które korzystałoby z zysku netto, bowiem daje mniejszy rozrzut wycen i wartości wskaźników – który na poziomie zysku netto jest zaburzony zdarzeniami jednorazowymi oraz przychodami i kosztami finansowymi (np. odsetek). W praktyce, zgodnie z przyjętą zasadą odnoszę wyniki tego typu metod do średniej sektorowej, a nie średniej z całego rynku. W przypadku ujemnych wyników operacyjnych metoda nie może być zastosowana.

Porównawcza wg C/P. Ten rodzaj wyceny odnosi się do najbardziej obiektywnego wskaźnika, tj. Cena do Przychodów. Pozwala on porównać nawet spółki nie osiągające zysków, czy to z powodu przejściowych trudności, czy wczesnego cyklu działalności. Wycena na podstawie tego wskaźnika odpowiada na pytanie, jaka byłaby cena akcji, gdyby wartość spółki odpowiadała średniej proporcji do osiąganych przychodów na całym rynku. Może się to zmieniać w zależności od poziomu marży w poszczególnych branżach, dlatego wartość ta jest czysto orientacyjna. Bardziej pragmatyczne zastosowanie metody może mieć miejsce w przypadku odnoszenia średnich do danych sektorowych [tak to zostało przyjęte w przeprowadzonej procedurze]. Metoda o tyle interesująca, że zawsze może być zastosowana i zawsze zwróci określony rezultat. Poza tym - jeśli przyjąć, iż znacząco gorsze wyniki finansowe przy porównywalnych obrotach wynikają głównie z błędów w zarządzaniu - wynik metody wydaje się miarodajny, bowiem siłę rynkową przedsiębiorstwa można oceniać przede wszystkim poprzez jego udział w rynku, a zatem poziom obrotów ze sprzedaży.

Wskaźnik EV/EBIT [wartość spółki/zysk operacyjny]

Założenia:

$$EV = KAP + Z - G$$

gdzie:

EV - wartość przedsiębiorstwa brutto [Enterprise Value]

KAP - wartość kapitalizacji spółki giełdowej

Z - zadłużenie

G - gotówka

EBIT - zysk operacyjny

Porównawcza wg EV/EBIT. Wycena oparta o wskaźnik wartości przedsiębiorstwa (Enterprise Value) do zysku operacyjnego (Earnings Before Interest and Taxes). Jest to analityczny wskaźnik, który jak inne wskaźniki pozwala porównywać między sobą wartości rynkowe spółek. Jednak w przeciwieństwie do innych, uwzględnia zadłużenie przedsiębiorstwa w jego ogólnej wartości. EV jest to wartość rynkowa wszystkich akcji (kapitalizacja) plus całe zadłużenie minus posiadana gotówka – jest zatem koncepcją urynkowionej wartości aktywów niegotówkowych z perspektywy nabywcy spółki. Ta wartość odniesiona do zysku operacyjnego daje wskaźnik spółki, który z kolei porównany ze średnią wartością z całego rynku pozwala na oszacowanie teoretycznej wartości spółki gdyby mieściła się w średniej rynkowej. Wycena wymaga generowania przez analizowaną spółkę dodatnich wyników operacyjnych, w przeciwnym razie nie może być sensownie przeprowadzona.

Rezultaty dla Spółki [PLJ]:

Okres	2010	3'2011	
EV	51 007	46 829	tys.PLN
KAP	32 192	26 754	tys.PLN
Z	18 863	20 361	tys.PLN
G	48	286	tys.PLN
EBIT*	-133	-1 376	tys.PLN
EV/EBIT	-383,5	-34,0	

**) EBIT ekstrapolowany do pełnego okresu*

Rezultaty dla spółki POL:

Okres	2010	3'2011
EV	30 322	29 163
KAP	1 813	3 063
Z	28 509	26 100
G	bd.	bd.
EBIT*	-27 838	-3 340
EV/EBIT	-1,1	-8,7

**) EBIT ekstrapolowany do pełnego okresu*

Rezultaty dla spółki EAT:

Okres	2010	3'2011
EV	2 452 980	2 204 359
KAP	1 830 051	1 611 632
Z	622 929	592 727
G	bd.	bd.
EBIT*	68 662	78 004
EV/EBIT	35,7	28,3

**) EBIT ekstrapolowany do pełnego okresu*

Rezultaty dla spółki SFS:

Okres	2010	3'2011
EV	222 076	217 307
KAP	85 019	74 149
Z	137 057	143 158
G	bd.	bd.
EBIT*	-27 998	-3 272
EV/EBIT	-7,9	-66,4

**) EBIT ekstrapolowany do pełnego okresu*

Wartość wag dla obrotów:	*tys.PLN*			
Okres	2010	3'2011	2010	3'2011
PLJ	4 244	1 435	-	-
POL	30 823	16	-	-
EAT	68 662	19 501	68 662	19 501
SFS	161 563	41 017	-	-
Wagi:				
PLJ	1,6%	2,3%		
POL	11,6%	0,0%		
EAT	25,9%	31,5%	100,0%	100,0%
SFS	60,9%	66,2%		
Wartości średnie:	Wszystkie wskaźniki		Wskaźniki dodatnie	
Średnia ważona dla sektora:	-1,8	-35,9	35,73	28,26
Średnia arytmetyczna dla sektora:	-89,2	-20,2	35,73	28,26

Wobec ujemnej wartości parametru EBIT dla Spółki wyniku wyceny tą metodą nie określono.

Wskaźnik EV/P [wartość spółki/przychody]

Założenia:

$$EV = KAP + Z - G$$

gdzie:

EV - wartość przedsiębiorstwa brutto [Enterprise Value]

KAP - wartość kapitalizacji spółki giełdowej

Z - zadłużenie

G - gotówka

P - przychody ze sprzedaży

Porównawcza wg EV/Przychody. Odniesienie wartości przedsiębiorstwa (Enterprise Value) do przychodów pozwala włączyć do porównania także spółki nie osiągające zysków. Ta wycena również odnosi średnią wartość wskaźnika dla spółki do średniej wartości na rynku. Jest jednak wrażliwa na różnice międzysektorowe i szczególnie dla spółek takich jak fundusze inwestycyjne nie osiągające przychodów operacyjnych, potrafi przybierać ogromne nierzeczywiste wartości. Z tych też powodów w obecnym zastosowaniu bazuje na średnich dla przedmiotowego sektora, a nie dla rynku ogółem.

Rezultaty dla Spółki [PLJ]:

Okres	2010	3'2011
EV	51 007	46 829
KAP	32 192	26 754
Z	18 863	20 361
G	48	286
P*	4 244	5 740
EV/P	12,0	8,2

**) Przychody ekstrapolowane do pełnego okresu*

Rezultaty dla spółki POL:

Okres	2010	3'2011
EV	30 322	29 163
KAP	1 813	3 063
Z	28 509	26 100
G	bd.	bd.
P*	30 823	64
EV/P	1,0	455,7

**) Przychody ekstrapolowane do pełnego okresu*

Rezultaty dla spółki EAT:

Okres	2010	3'2011
EV	2 452 980	2 204 359
KAP	1 830 051	1 611 632
Z	622 929	592 727
G	bd.	bd.
P*	68 662	78 004
EV/P	35,7	28,3

**) Przychody ekstrapolowane do pełnego okresu*

Rezultaty dla spółki SFS:

Okres	2010	3'2011
EV	222 076	217 307
KAP	85 019	74 149
Z	137 057	143 158
G	bd.	bd.
P*	161 563	164 068
EV/P	1,4	1,3

**) Przychody ekstrapolowane do pełnego okresu*

Wartość wag dla obrotów: *tys.PLN*

Okres	2010	3'2011
PLJ	4 244	5 740
POL	30 823	64
EAT	68 662	78 004
SFS	161 563	164 068
Wagi:		
PLJ	1,6%	2,3%
POL	11,6%	0,0%
EAT	25,9%	31,5%
SFS	60,9%	66,2%
Wartości średnie:	Wszystkie wskaźniki	
Srednia ważona dla sektora:	10,4	10,1
Srednia arytmetyczna dla sektora:	12,5	123,4

10,2 - wartość średnia

Wartość przedsiębiorstwa EV dla okresu aktualnego:

Baza wskaźnika:	P =	5 740	tys.PLN
Mnożnik średni dla sektora:	m =	10,2	
Wartość przedsiębiorstwa brutto:	EV = P x m =	58 738	tys.PLN
Wartość kapitalizacji skorygowana	KAP = EV - Z + G =	38 663	tys.PLN

Wynik wyceny [1]:	EV =	58 700	tys.PLN	*[po zaokr.]*
Wynik wyceny [2]:	KAP_S =	38 700	tys.PLN	*[po zaokr.]*

Skan 37: Konfrontacja wyników metody porównawczej z wynikami 12 metod wyceny zgodnych z koncepcją serwisu StockWatch.pl.

Zestawienie rezultatów zastosowanych metod wyceny spółki Polskie Jadło S.A.:

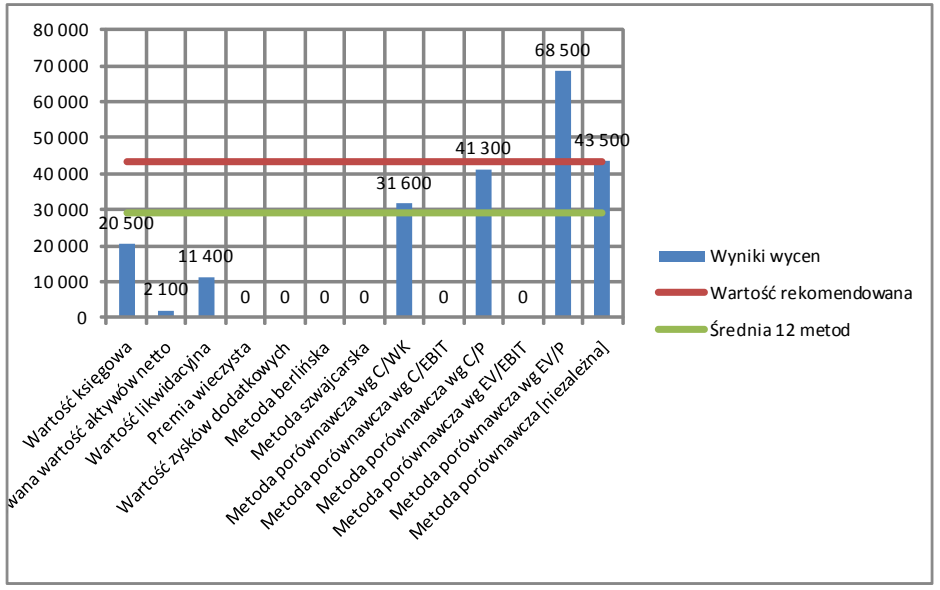
Metoda wyceny:	**Wynik wyceny akcji** *[tys.PLN]*	**Wartość/akcję** *[PLN/szt.]*	**Wartość/akcję skorygowana** *[PLN/szt.]*	**Wartość spółki skorygowana** *[tys.PLN] [wyniki zaokr.]*
Wartość księgowa	20 529	0,94	0,94	20 500
Skorygowana wartość aktywów netto	2 132	0,10	0,10	2 100
Wartość likwidacyjna	11 402	0,52	0,52	11 400
Premia wieczysta	brak możliwości wyceny	-	-	-
Wartość zysków dodatkowych	brak możliwości wyceny	-	-	-
Metoda berlińska	brak możliwości wyceny	-	-	-
Metoda szwajcarska	brak możliwości wyceny	-	-	-
Metoda porównawcza wg C/WK	27 100	1,25	1,45	31 600
Metoda porównawcza wg C/EBIT	brak możliwości wyceny	-	-	-
Metoda porównawcza wg C/P	35 400	1,63	1,90	41 300
Metoda porównawcza wg EV/EBIT	brak możliwości wyceny	-	-	-
Metoda porównawcza wg EV/P	58 700	2,70	3,15	68 500
Metoda porównawcza [niezależna]	37 300	1,71	2,00	43 500
		Liczba akcji:	21 751 059 szt.	
		Liczba głosów:	25 369 955 szt.	
		Iloraz:	1,17	

29 233 tys.PLN, czyli 1,34 PLN/jedn.]

Wartość rekomendowana wyceny [niezależna] jest większa o 49% od wartości średniej z 12 metod według procedury rekomendowanej przez serwis StockWatch.pl.

Źródło: opracowanie własne

Spośród zalecanych 12 metod wyceny wartości Spółki, w praktyce zastosowano połowę. Pozostałe 6 metod nie spełniało kryteriów możliwości ich zastosowania, z uwagi na ujemną wartość głównych parametrów [zysk operacyjny, wartość wieczysta]. Ze swojej natury metody generują bardzo szerokie spektrum wartości Spółki, w przedziale jednostkowego kursu akcji, od 0,10 PLN/szt. do 2,70 PLN/szt. Należy podkreślić, że procedura 12 metod wyceny oparta na koncepcji StockWatch.pl jest zorientowana szczególnie w sferze wartościowania majątku spółek na pragmatyzm, sprowadzając np. do zera wartości niematerialne i prawne [metoda skorygowanych aktywów netto]. Tymczasem w przypadku PLJ pozycja ta stanowi aż 45% wartości aktywów ogółem i trudno przypisać jej wyłącznie symboliczne znaczenie. Obejmuje ona bowiem całą koncepcyjną stronę biznesu Spółki, która pierwotnie poprzez unikatowy na polskim rynku system franchisingu operatorskiego i właścicielskiego, a obecnie poprzez realizację projektów 'gastronomii przydrożnej' [realizowanych przez skonsolidowaną spółkę Ko-Operator] wyróżnia się spośród wielu firm gastronomicznych [w tym sieciowych]. Zatem sferę metody wyceny zorientowanych na samą stronę majątkową odrzucam na rzecz obszaru metod porównawczych, nawiązujących do odniesień rynkowych [GPW]. Ostatecznie, po uwzględnieniu faktu występującego w Spółce parytetu głosów do akcji [część akcji jest uprzywilejowana] rekomenduję wartość Spółki odpowiadającą kwocie 43.400 tys.PLN [wartość kursu 2,0 PLN/akcję], w stosunku do poziomu bieżącego kapitalizacji giełdowej na dzień 01.04.2011r., tj. 26.754 tys.PLN [kurs 1,23 PLN/akcję].



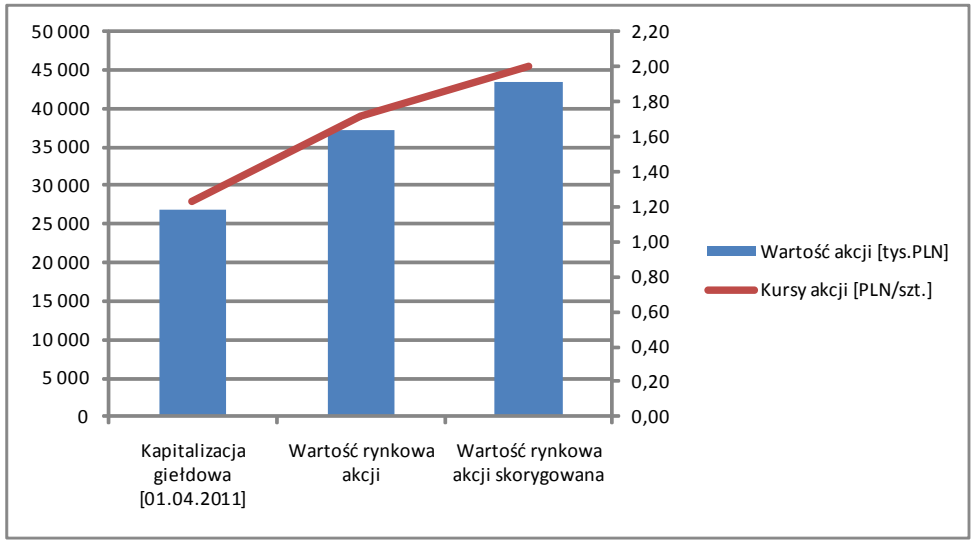
Skan 38: Podsumowanie wyników wyceny wartości rynkowej [metoda porównawcza].

Dane szczegółowe wyceny:

	Wartość wyceny	Liczba akcji *[szt.]*	Liczba głosów *[szt.]*	Kurs akcji *[PLN/szt.]*
Kapitalizacja giełdowa na dzień wyceny [01.04.2011]:	26 754 tys.PLN	21 751 059	25 369 955	1,23
Uzasadniona wartość rynkowa akcji:	37 300 tys.PLN	21 751 059	25 369 955	1,71
Wartość rynkowa akcji skorygowana*:	43 500 tys.PLN	21 751 059	25 369 955	2,00

**) Wartość uwzględniająca akcje uprzywilejowane*

Źródło: opracowanie własne



Analiza skorygowanej wartości kapitalizacji Spółki została przeprowadzona na dzień: 01.04.2011. Wyjściowa wartość kapitalizacji Spółki na dzień wyceny wynosiła: 26 754 tys.PLN . Rekomendowana wartość skorygowanej, uzasadnionej kapitalizacji Spółki została oszacowana przy uwzględnieniu biznesowych i ekonomicznych czynników otoczenia ekonomicznego działalności Spółki, a także uwarunkowań wewnętrznych [formalnych, np. akcje uprzywilejowane]. Uzyskana uzasadniona i rekomendowana rynkowa wartość skorygowana wyceny wynosi 37 300 tys.PLN, co wskazuje na zmianę o 39,4%. W Spółce występują akcje zwykłe i uprzywilejowane [co do głosu]. Ustalona liczba akcji wynosi 21 751 059 szt., a głosów: 25 369 955 szt., co wskazuje na parytet ilości głosów do ilości akcji wynoszący 1,17. Uwzglednienie akcji uprzywilejowanych i parytetu głosy/akcje wskazuje na uzasadnienie podwyższenia wyceny o wartość parytetu, do kwoty 43 500 tys.PLN [ostateczna rekomendowana skorygowana wartość Spółki]. Zgodnie z notowaniem na dzień wyceny kurs zamknięcia akcji Spółki [01.04.2011] wynosił 1,23 PLN/szt. Skorygowana wartość kursu na podstawie wyceny wynosi 1,71 PLN/szt. Po uwzględnieniu akcji uprzywilejowanych ostateczna rekomendowana wartośc kursu Spółki wynosi 2,00 PLN/szt.

Analiza skorygowanych wartości kapitalizacji Spółki została przeprowadzona dla dwóch okresów: 2010 oraz 3'2011. Wyjściowa wartość kapitalizacji Spółki dla analizowanych okresów to odpowiednio: 32 192 tys.PLN i 26 754 tys.PLN. W ramach szacowania skorygowanych wartości kapitalizacji Spółki rekomendowane zostały następujące parametry:

1. Wartość rynkowa/Sprzedaż [WR/S]: wskaźniki sektorowe dla okresów 2010 oraz 3'2011 to odpowiednio: 7,35 i 7,86, dla analizowanej Spółki odpowiednio: 7,59 i 5,61 i w efekcie przeszacowanie 3,2% oraz niedoszacowanie -28,7%. Uzyskana skorygowana wartość kapitalizacji Spółki to odpowiednio: 31 180 tys.PLN i 37 510 tys.PLN. Wartość średnia przy wagach odpowiednio 1 i 2 to 31 180 tys.PLN.
2. Wartość rynkowa/Aktywa [WR/A]: wskaźniki sektorowe dla wskazanych okresów to odpowiednio: 1,05 i 1,13, dla analizowanej Spółki odpowiednio: 0,70 i 0,69 i w efekcie niedoszacowanie -33,1% oraz niedoszacowanie -39,4%. Uzyskana skorygowana wartość kapitalizacji Spółki to odpowiednio: 48 104 tys.PLN i 44 121 tys.PLN. Wartość średnia przy wagach odpowiednio 1 i 2 to 48 104 tys.PLN.
3. Wartość rynkowa/Kapitały własne [WR/KW]: wskaźniki sektorowe dla wskazanych okresów to odpowiednio: 2,03 i 1,96, dla analizowanej Spółki odpowiednio: 1,56 i 1,57 i w efekcie niedoszacowanie -23,2% oraz niedoszacowanie -19,9%. Uzyskana skorygowana wartość kapitalizacji Spółki to odpowiednio: 41 918 tys.PLN i 33 387 tys.PLN. Wartość średnia przy wagach odpowiednio 1 i 2 to 41 918 tys.PLN.

Rekomendowana wartość skorygowanej, uzasadnionej kapitalizacji Spółki została oszacowana jako średnia ważona, uwzględniająca biznesowe i ekonomiczne znaczenie poszczególnych bazowych parametrów przyjętych wskaźników. Wskaźnik Wartość rynkowa/Sprzedaż [WR/S]: parametr 'sprzedaż' posiada podstawowe znaczenie w ujęciu typowo komercyjnym, biznesowym, w kwestii perspektyw rynkowych korporacji, jednocześnie jednak parametr często podlegający istotnym wahaniom [wada] [waga do średniej: 3]. Wskaźnik Wartość rynkowa/Aktywa [WR/A]: parametr 'aktywa' posiada znaczenie w kontekście podstaw do stabilizacji pozycji spółek w biznesie, decydujący o potencjalne wytwórczym czy usługowym, stanowiąc jednocześnie niepodważalną minimalną wartość majątkową korporacji; jednak część aktywów może być pokrywana zadłużeniem [co wpłynie na redukcję oceny wartości bieżącej majątku dla akcjonariuszy] [waga do średniej: 1]. Wskaźnik Wartość rynkowa/Kapitały własne [WR/KW]: kapitały własne posiadają istotne znaczenie w ujęciu oceny siły kapitałowej spółki [nie podlegającej redukcji z uwagi na zadłużenie] oraz utożsamienie z wartością księgową aktywów netto [a zatem już po odjęciu kapitałów obcych] [waga do średniej: 2]. Uzyskana wartość średniej ważonej korekty wyceny kapitalizacji wynosi 37 300 tys.PLN, co wskazuje na zmianę o 16% [2010] i 39% [3'2011].

W Spółce występują akcje zwykłe i uprzywilejowane [co do głosu]. Ustalona liczba akcji wynosi 21 751 059 szt., a głosów: 25 369 955 szt., co wskazuje na parytet ilości głosów do ilości akcji wynoszący 1,17. Uwzględnienie akcji uprzywilejowanych i parytetu głosy/akcje wskazuje na uzasadnienie podwyższenia wyceny o wartość parytetu, do kwoty 43 500 tys.PLN [ostateczna rekomendowana skorygowana wartość Spółki]. Zgodnie z notowaniem na dzień wyceny kurs zamknięcia akcji Spółki [01.04.2011] wynosił 1,23 PLN/szt. Skorygowana wartość kursu na podstawie wyceny wynosi 1,71 PLN/szt. Po uwzględnieniu akcji uprzywilejowanych ostateczna rekomendowana wartość kursu Spółki wynosi 2,00 PLN/szt.

Ostateczna rekomendowana wartość PLJ została oszacowana na kwotę:

43 500 000 PLN

Słownie: czterdzieści trzy miliony pięćset tysięcy złotych

9 Wycena wartości spółki K-O

9.1 Założenia do wyceny K-O

W celu wyceny wartości godziwej K-O przyjąłem następujące założenia:

1. Wycenę podzieliłem na trzy etapy:
   a) wycena spółki w jej bieżącym kształcie i możliwych perspektywach;
   b) wycena projektu inwestycyjnego 'MOPy' jako wycena opcji realizacji tego projektu;
   c) wycena projektu inwestycyjnego 'LOTOS' jako wycena opcji realizacji tego projektu.
   Końcowa wartość wyceny stanowi prostą sumę wyników poszczególnych wycen.
2. Mając na uwadze potrzebę identyfikacji aktywów wnoszonych przez K-O w ramach połączenia podmiotów, dokonałem także wyceny spółki metodą majątkową [skorygowanych aktywów netto].
3. Spółka w kontekście bieżącej działalności została wyceniona dwojako: dla celów bieżących w oparciu o wynik uzyskany z zastosowania metod mieszanych wyceny przedsiębiorstw, wobec istotnej roli majątku w działalności jednostki. Natomiast do celów identyfikacji składników WNIP w ramach wyceny, jak i ustalenia końcowej sumarycznej wartości spółki, przyjąłem wartość dochodową, a nie mieszaną.
4. Projekty inwestycyjne zostały wycenione według wartości dochodowej [parametr NPV z projektu po opodatkowaniu].
5. W metodach dochodowych zastosowałem okres prognozy 10-letni, przy czym pierwszy okres był niepełny i obejmował 9 m-cy roku 2011. Ostatnim rokiem prognozy szczegółowej był zatem rok 2020.
6. W metodzie dochodowej [DCF] zastosowałem wartość rezydualną, bowiem okres działalności spółki nie jest jednoznacznie określony czy ograniczony. Wartość rezydualną oszacowałem na podstawie formuły renty wiecznej, zmodyfikowanej przez f-mę McKinsey.
7. Prognozy finansowe zostały wyrażone w cenach zmiennych [z uwzględnieniem wpływu czynników inflacyjnych].

9.2 Wycena K-O na podstawie metody skorygowanych aktywów netto

Wartość majątkową spółki oszacował en na podstawie weryfikacji sald aktywów i pasywów. Szczegółowa charakterystyka tych pozycji znajduje się w Załączniku 1 i 2 do raportu. Poniżej przedstawiłem podsumowanie końcowe wyceny majątkowej:

Skan 39: Wyniki wyceny majątkowej wartości K-O wg metody skorygowanych aktywów netto.

Wartość majątkowa / PLN			
	Wartość według stanu na dzień: 1-kwi-2011		
Aktywa	**Wartość księgowa**	**Korekty**	**Wartość skorygowana**
Aktywa trwałe	29 299 048,67	-4 177 083,33	25 121 965,34
Aktywa obrotowe	1 027 373,64	-478,51	1 026 895,13
Suma aktywów	**30 326 422,31**	**-4 177 561,84**	**26 148 860,47**
Zobowiązania	**Wartość księgowa**	**Korekty**	**Wartość skorygowana**
Rezerwy	34 057,04	0,00	34 057,04
Zobowiązania długoterminowe	45 245,55	0,00	45 245,55
Zobowiązania krótkoterminowe	2 352 687,06	-83 223,16	2 269 463,90
Rozliczenia międzyokresowe	0,00	0,00	0,00
Suma zadłużenia	**2 431 989,65**	**-83 223,16**	**2 348 766,49**
Zobowiązania poza bilansowe z tytułu leasingu			0,00
Zobowiązania warunkowe	0,00		0,00
Wartość netto [księgowa]			**27 894 432,66**
Wartość netto skorygowana			**23 800 094,00**
Wartość netto skorygowana [zaokr. do 1 tys. PLN]			**23 800 000,00**
Liczba udziałów / akcji [hipotetyczna dla statusu osoby fiz. lub s-ki osobowej]	100	szt.	
Wartość jednostkowa udziału / akcji [metoda skorygowanych aktywów netto]	238 000,00	PLN/szt.	
Wartość jednostkowa udziału / akcji [metoda aktywów netto]	278 944,33	PLN/szt.	

Źródło: opracowanie własne

Ostateczna rekomendowana wartość majątkowa K-O została oszacowana na kwotę:

23 800 000 PLN

Słownie: dwadzieścia trzy miliony osiemset tysięcy złotych

9.3 Wycena K-O w kontekście działalności bieżącej

Do wyceny wartości K-O w aspekcie działalności bieżącej zastosowałem cztery metody wyceny, przy czym trzy niezależne [metoda dochodowa wg modelu DCF, metoda mnożnikowa – mnożnik EBITDA i metoda majątkowa – skorygowane aktywa netto] i wartość mieszaną przedsiębiorstwa, opartą na wartości DCF i metodzie majątkowej.

Skan 40: Zestawienie wyników wyceny K-O.

Rezultaty wyceny wartości rynkowej/godziwej przedsiębiorstwa:	
Metoda majątkowa [aktywa netto]	23 800 tys.PLN
Metoda dochodowa [DCF]	12 800 tys.PLN
Metoda mnożnikowa [mnożnik EBITDA]	14 700 tys.PLN
Metody mieszane	18 700 tys.PLN

Źródło: opracowanie własne

Wszystkie uzyskane rezultaty są zbliżone co do rzędu wielkości, jakkolwiek zastosowane metody są często odległe od siebie merytorycznie. W sytuacji, gdy wartości dochodowa i majątkowa są zbliżone, zaakceptowanie wartości uzyskanej przy zastosowaniu mieszanych metod wyceny przedsiębiorstw wydaje się być uzasadnione. W tym przypadku różnica między nimi jest istotna, jednak nie neguje to zasadności zastosowania metod mieszanych.

Niższa wartość wyceny dochodowej [D] wobec wartości aktywów netto [M] świadczy o tym, iż Spółka w obecnym kształcie ujętym w tym raporcie nie osiągnęła jeszcze zadawalającej rentowności zaangażowanego kapitału. Istotny wpływ na tą sytuację miął kryzys finansowy, którego skutki w Polsce są nadal odczuwalne, także w sektorze gastronomicznym.

Przeprowadzona wycena przedsiębiorstwa winna być uważana za wyceną częściową, co do kompleksowej oceny jego potencjału. Odrębnej wycenie podlegają dwa projekty inwestycyjne związane z gastronomią ukierunkowaną na obsługę ruchu zmotoryzowanego [Projekt MOPy i Projekt LOTOS].

Ostatecznie w ramach niniejszej wyceny wartość mieszana jest rekomendowana jako wartość jednostki w obecnej formie jej działalności. Wartość dochodowa [12.800 tys.PLN] jest rekomendowana jako wartość obecnego potencjału produkcyjno-usługowego jednostki, w kontekście realizacji przez nią planowanych projektów inwestycyjnych. Tym samym sumaryczna wartość jednostki wraz z uwzględnionymi projektami inwestycyjnymi będzie obejmowała wartość kapitalizacji tych projektów i bieżącą wartość dochodową Spółki.

Skan 41: Prognoza finansowa [r-k zysków i strat] dla działalności bieżącej K-O.

Rachunek zysków i strat [wariant porównawczy] / tys.PL	2009	2010	2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi	**6 768**	**7 970**	**9 034**	**10 672**	**10 956**	**11 232**	**11 513**	**11 801**	**12 096**	**12 398**	**12 708**	**13 026**	
Przychody netto ze sprzedaży produktów	786	7 966	9 032	10 670	10 953	11 230	11 511	11 798	12 093	12 396	12 706	13 023	
Zmiana stanu produktów		4	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	
Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki													
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	5 982												
Koszty działalności operacyjnej	**7 264**	**7 901**	**7 975**	**8 927**	**9 241**	**9 364**	**9 594**	**9 882**	**10 149**	**10 440**	**10 734**	**11 033**	
Amortyzacja	736	190	454	617	714	621	633	697	734	789	842	894	
Zużycie materiałów i energii	3 010	3 633	3 623	4 133	4 241	4 348	4 457	4 568	4 682	4 800	4 919	5 042	
Usługi obce	1 798	2 456	2 218	2 375	2 437	2 499	2 561	2 625	2 691	2 758	2 827	2 898	
Podatki i opłaty	113	64	69	72	74	76	78	79	81	84	86	88	
Wynagrodzenia	1 072	1 182	1 249	1 330	1 364	1 399	1 434	1 470	1 506	1 544	1 583	1 622	
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	267	304	231	246	252	258	265	271	278	285	292	300	
Pozostałe koszty rodzajowe	56	72	86	93	95	98	100	103	105	108	111	113	
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	211		46	62	64	66	67	69	71	72	74	76	
Zysk [strata] ze sprzedaży	**-496**	**69**	**1 059**	**1 745**	**1 714**	**1 868**	**1 919**	**1 919**	**1 946**	**1 959**	**1 974**	**1 993**	
Pozostałe przychody operacyjne	15	30	9	12	12	13	13	13	14	14	14	15	
Pozostałe koszty operacyjne	39	56	11	15	16	16	16	17	17	18	18	18	
Zysk [strata] z działalności operacyjnej	**-521**	**44**	**1 056**	**1 742**	**1 711**	**1 865**	**1 916**	**1 915**	**1 943**	**1 955**	**1 970**	**1 989**	
Przychody finansowe	1 095	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
Koszty finansowe	3	16	80	45	20	2							
Zysk [strata] brutto z działalności gospodarczej	**571**	**28**	**977**	**1 699**	**1 692**	**1 864**	**1 917**	**1 917**	**1 944**	**1 956**	**1 972**	**1 991**	
Wyniki zdarzeń nadzwyczajnych	300	-4											
Zysk [strata] brutto	**871**	**24**	**977**	**1 699**	**1 692**	**1 864**	**1 917**	**1 917**	**1 944**	**1 956**	**1 972**	**1 991**	
Podatek dochodowy			211	327	330	331	330	364	369	372	375	378	
Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku [zwiększenia straty]													
Zysk netto	**871**	**24**	**766**	**1 372**	**1 362**	**1 534**	**1 587**	**1 552**	**1 575**	**1 585**	**1 597**	**1 612**	

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

**) wyniki ekstrapolowane do pełnego okresu obrotowego*

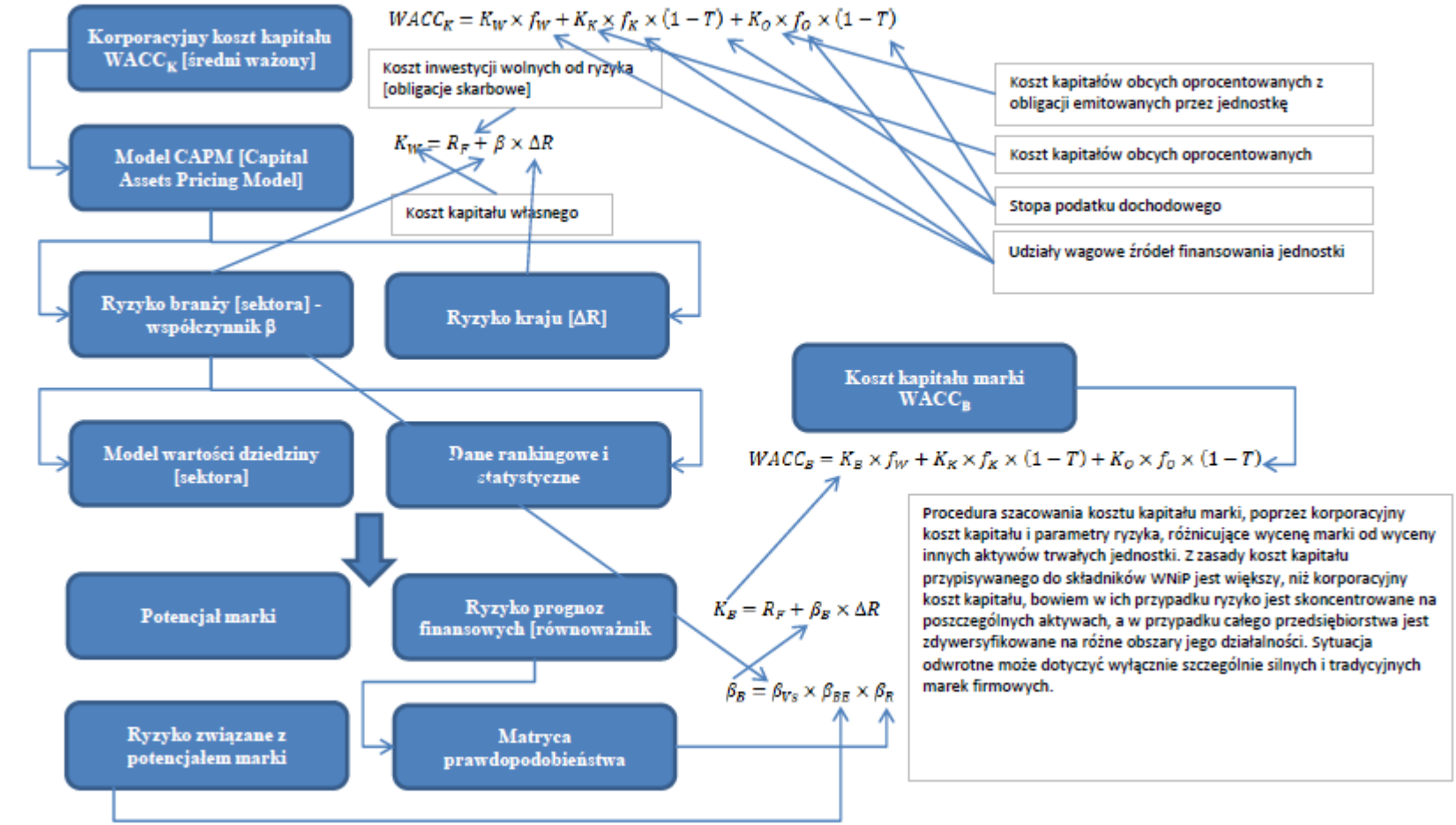
Skan 42: Prognoza przepływów pieniężnych dla bieżącej działalności K-O.

Przepływy pieniężne / tys.PLN	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
STRUMIEŃ OPERACYJNY													
EBIT	-521	44	1 056	1 742	1 711	1 865	1 916	1 915	1 943	1 955	1 970	1 989	
Zysk/strata ze zbycia nie finansowych aktywów trv	24	13											
Amortyzacja	736	190	454	617	714	621	633	697	734	789	842	894	
Zyski/straty nadzwyczajne	300	-4											
Źródła operacyjne brutto	540	243	1 510	2 359	2 425	2 486	2 548	2 612	2 677	2 744	2 813	2 883	
Podatek dochodowy			-211	-327	-330	-331	-330	-364	-369	-372	-375	-378	
Inne obowiązkowe odpisy z zysku													
Źódła operacyjne netto	540	243	1 300	2 032	2 095	2 155	2 219	2 248	2 308	2 372	2 438	2 505	
RUCH KAPITAŁU OBROTOWEGO													
Zmiana stanu zapasów	-102	34	-38	-7	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-4	-4	
Zmiana stanu należności krótkoterminowych	-3 277	3 224	-278	-12	-6	-5	-6	-6	-6	-6	-6	-6	
Zmiana RMK	-1 423	899	36	-30	-14	-14	-14	-14	-15	-15	-16	-16	
Zmiana stanu rezerw na zobowiązania		34											
Zmiana zobowiązań (bez pożyczek i kredytów)	766	84	1 013	121	-119	-14	47	48	49	51	52	53	
Ruch kapitału obrotowego razem	-4 036	4 275	732	72	-142	-36	24	25	25	26	27	27	
Środki z działalności operacyjnej	**-3 496**	**4 518**	**2 032**	**2 105**	**1 953**	**2 118**	**2 243**	**2 272**	**2 333**	**2 398**	**2 465**	**2 532**	
STRUMIEŃ INWESTYCYJNY													
Zmiana stanu WNiP	-39 414	-2 058	-26 544	-26 009	-25 898	-25 786	-25 674	-25 562	-25 451	-25 339	-25 227	112	
Zmiana stanu rzeczowych aktywów trwałych	10 671	1 192	24 577	25 040	24 953	24 866	24 778	24 690	24 601	24 512	24 422	-896	
Zysk/strata ze zbycia nie finansowych aktywów trv	-24	-13											
Zmiana stanu inwestycji długoterminowych		-122	-1										
Zmiana stanu należności długoterminowych				-1 000	-1 000	-1 000	-1 200	-1 500	-1 500	-1 500	-1 500	-1 500	
Przychody finansowe	4	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
Środki z działalności inwestycyjnej	**-28 763**	**-1 001**	**-1 966**	**-1 968**	**-1 943**	**-1 918**	**-2 094**	**-2 371**	**-2 348**	**-2 325**	**-2 304**	**-2 283**	
STRUMIEŃ FINANSOWY													
Zmiana kapitałów własnych [bez wyniku finansow	30 674	-3 804	743	-104	-148	-48	-12	-11	-11	-11	-10	-10	
Zmiana stanu zobowiązań długoterminowych		45	241	-226									
Zmiana stanu kredytów i pożyczek krótkoterminov			592										
Zmiana inwestycji krótkoterminowych [bez środkć	1 091												
Koszty finansowe	-3	-16	-80	-45	-20	-2							
Środki z działalności finansowej	**31 762**	**-3 775**	**1 495**	**-375**	**-168**	**-50**	**-12**	**-11**	**-11**	**-11**	**-10**	**-10**	
Zmiana stanu środków pieniężnych netto	-497	-258	1 561	-238	-159	150	137	-110	-26	62	150	239	
Środki pieniężne na początek roku obrotowego	832	335	77	520	268	197	396	544	446	431	504	665	
Środki pieniężne na koniec roku obrotowego	335	77	1 437	282	109	348	533	435	420	493	654	904	

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

Skan 43: Schemat szacowania kosztu kapitału dla celów wyceny.

Model szacowania kosztu kapitału jednostki gospodarczej i jej marek lub pokrewnych WNiP:



Skan 44: Koszt kapitału własnego [wsp. beta] wg modelu potencjału sektora.

Potencjał dziedziny [sektora]

Kryteria oceny	Skala oceny potencjału			Ocena
	0,0 0,5	1,0 1,5	2,0 2,5 3,0	
Przewidywana stopa wzrostu	< 2%	2-8%	> 8%	1,5
Udział liderów w rynku	> 60%	30-60%	< 30%	3,0
Zmienność technologii	częste zmiany	cykl 5 lat	cykl > 5 lat	2,5
Ryzyko substytucji	wysokie	średnie	niskie	2,0
Bariery wejścia	słabe	średnie	silne	2,5
Poziom cen	wojna cenowa	wysoka elastyczność	duży margines swobody	1,0
Marża zysku	niska	średnia	wysoka	1,5
Źródła wartości dodanej	typowe	know-how	wyjątkowe atuty	2,0
Pewność zaopatrzenia	niepewne	niestabilne	pewne	3,0
Sezonowość sprzedaży	wysoka	średnia	niska	2,5
Szanse opan. nowych umiejętności	małe	możliwe	duże	1,5
Maksymalna nota	33,0		**Suma**	23,0
Nota określona dla sektora	23,0	**70% udziału w ocenie max**		

Źródło: opracowanie własne na podstawie koncepcji opisanej w „STRATEGOR – Strategie, structure, decision, identité. Politique générale d'entreprise", 2e edition, InterEditions, Paris 1993.

Skala procentowa oceny stopnia atrakcyjności rynku:

Zakres oceny:	*min*	*max*
Sektor nieatrakcyjny	*0%*	*30%*
Ograniczona atrakcyjność	*31%*	*45%*
Umiarkowana atrakcyjność	*46%*	*65%*
Sektor atrakcyjny	*66%*	*80%*
Sektor bardzo atrakcyjny	*81%*	*100%*

Proponowana ocena wartości dziedziny [sektora] wg przyjętego kryterium = 70% [punkty przyznane: 23 na 33 punkty możliwe - Sektor atrakcyjny. Najwyższa przyznana nota - 3, najniższa przyznana nota - 1; liczba ocen maksymalnych - 2, liczba ocen minimalnych - 1].

Wskaźnik beta dla oszacowanego potencjału sektora został określony na 0,75.

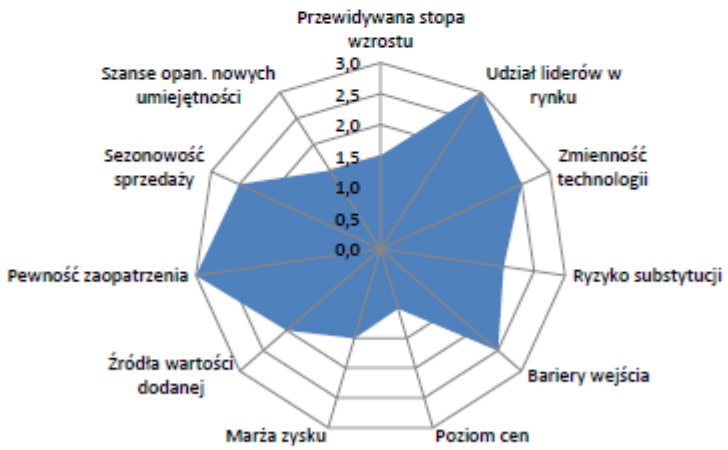
Zaakceptowany wskaźnik beta dla oszacowania korporacyjnego kosztu kapitału wynosi 0,80.

Sektory:	Wagi:	Beta:
Retail/Wholesale Food	1,00	0,62
Restaurant	1,00	1,14
R.E.I.T.	1,00	0,96
Food Processing	1,00	0,69
-		
-		
-		
Wartość średnia ważona		0,85
Wartość sugerowana z zakresu		0,85
Wsk.modelowy		0,75
Wsk.rekomendowany		**0,80**

Rekomendowany wskaźnik beta określony jako odpowiednik wartości średniej wskaźnika branżowego i wskaźnika modelowego.

Ocena potencjału dziedziny [sektora] została przeprowadzona na podstawie konsultacji z przedstawicielami jednostki. Zasadnicze znaczenie z uwagi na wpływ tej oceny na koszt kapitału przedsiębiorstwa i przedmiotu wyceny posiada wymiar procentowego wyniku pomiaru potencjału sektora. Określenia słowne skali atrakcyjności sektora lub jej braku jest kwestią subiektywną. Ocena wartości dziedziny [sektora] jest pośrednim modelem szacowania atrakcyjności inwestycyjnej branży jako takiej. Ocenę potencjału sektora [branży] zastosowano w raporcie do szacowania perspektyw jej rozwoju. Wynik oceny jest brany pod uwagę przy szacowaniu korporacyjnego kosztu kapitału.

Wskaźniki beta nielewarowane wg rankingu sektorów [web: www.pages.stern.nyu.edu, styczeń 2011].



Korporacyjny wskaźnik kosztu kapitału własnego β

Wyznaczenie β_{VS} oparte jest na funkcji liniowej wiążącej ten parametr z pomiarem potencjału sektora V_S:			
Funkcja liniowa opisana formułą ogólną:	$y = ax + b$		
Funkcja liniowa dostosowana do prezentowanej koncepcji:	$\beta_{VS} = aP + b$		
Parametry a i b wyznaczają graniczne wartości wskaźnika β z modelu CAPM dla warunków polskiego rynku kapitałowego:			
- dla potencjału P = 100% parametr beta [Vs] wynosi	0,28	stąd	a = -1,54
- dla potencjału P = 0% parametr beta [Vs] wynosi	1,82	stąd	b = 1,82
Funkcja bazowa przyjmuje postać:	beta [Vs] = -1,54x + 1,82		

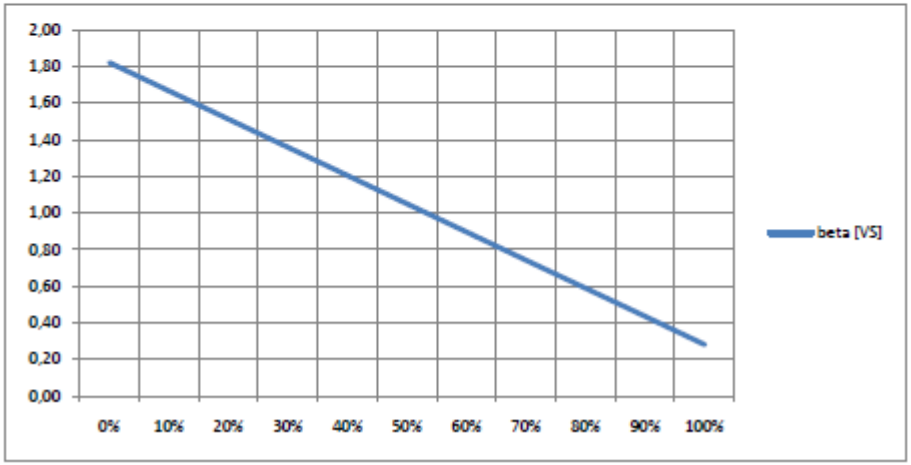
Przesłanki ekonomiczne wskazują na zasadność przyjęcia wskaźnika beta (VS) na poziomie 0,75. Wartość tę obliczono dla zakresu rynkowego krajowego ryzyka branżowego [wskaźnik beta na rynku kapitałowym] od 0,28 do 1,82.

Źródło: opracowanie własne

P =		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
β_{VS} =	1,82	1,67	1,51	1,36	1,20	1,05	0,90	0,74	0,59	0,43	0,28

Dla V_S = 70%	β_{Vs} = 0,75

Wartość zaakceptowana:	β_{VS} = 0,75



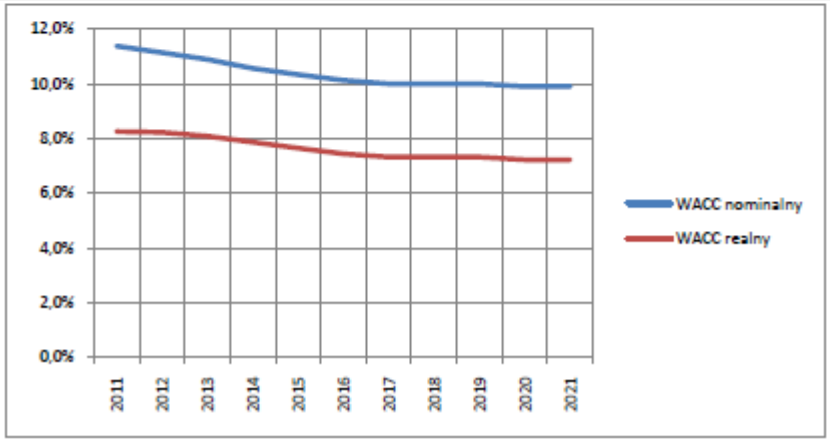
Model CAPM [Capital Assets Pricing Model]:

Lata prognozy	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
L.p.roku prognozy	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Koszt kapitału własnego	**11,42%**	**11,15%**	**10,90%**	**10,57%**	**10,34%**	**10,13%**	**10,01%**	**10,01%**	**10,01%**	**9,91%**	**9,91%**
- stopa inwest.bez ryzyka [obligacje 10-letnie]	6,22%	6,20%	6,20%	6,10%	6,10%	6,10%	6,00%	6,00%	6,00%	5,90%	5,90%
- premia za ryzyko [ryzyko kraju]	6,50%	6,18%	5,87%	5,57%	5,29%	5,03%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
- β [wsp.ryzyka branżowego]	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
Koszt kapitałów obcych [wartość średnia]	**8,42%**	**8,41%**	**8,41%**	**8,22%**	**8,22%**	**8,22%**	**8,04%**	**8,04%**	**8,04%**	**7,85%**	**7,85%**
- stopa depozyt.międzybank. (WIBOR 6 m-cy [PLN])	4,51%	4,50%	4,50%	4,43%	4,43%	4,43%	4,35%	4,35%	4,35%	4,28%	4,28%
- premia za kapitał obcy [np.marża banku]	3,60%	3,60%	3,60%	3,50%	3,50%	3,50%	3,40%	3,40%	3,40%	3,30%	3,30%
- częstotliwość kapitalizacji odsetek	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Wskaźnik zadłużenia	0,8%										
- udział kapitału własnego %	99,2%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Stopa podatkowa %	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Średni ważony koszt kapitału korporac. [WACC]	**11,39%**	**11,15%**	**10,90%**	**10,57%**	**10,34%**	**10,13%**	**10,01%**	**10,01%**	**10,01%**	**9,91%**	**9,91%**
- wskaźnik inflacji średniorocznej	2,90%	2,70%	2,60%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Wartości realne	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Koszt kapitału własnego	8,28%	8,23%	8,09%	7,87%	7,65%	7,44%	7,32%	7,32%	7,32%	7,23%	7,23%
Koszt długu	5,36%	5,56%	5,66%	5,58%	5,58%	5,58%	5,40%	5,40%	5,40%	5,22%	5,22%
Udział kapitału obcego %	0,79%										
Średni ważony koszt kapitału korporac. [WACC]	**8,25%**	**8,23%**	**8,09%**	**7,87%**	**7,65%**	**7,44%**	**7,32%**	**7,32%**	**7,32%**	**7,23%**	**7,23%**

Nominalna średnia geometryczna średniego ważonego kosztu kapitału [WACC] w latach 2012-2021 - 10,28%

Realna średnia geometryczna średniego ważonego kosztu kapitału [WACC] w latach 2012-2021 - 7,56%

Źródło: opracowanie własne



Koszt kapitału dla przedsiębiorstwa został oszacowany na podstawie modelu CAPM, przy zastosowaniu odniesień statystycznych do wskaźników takich, jak ryzyko kraju oraz zakres wskaźników β dla branż reprezentowanych na rynkach kapitałowych. Uwzględnienie wpływu kapitałów obcych poprzez wskaźnik zadłużenia [jeżeli dotyczy] jest związane z dostępem do informacji o wpływie tego zadłużenia na korporacyjny koszt kapitału. W przypadku braku takich informacji zakładany jest brak tego wpływu. Model CAPM został odniesiony do uwarunkowań kraju siedziby analizowanej jednostki gospodarczej.

Skan 45: Wycena dochodowa K-O wg modelu DCF.

Wolne przepływy pieniężne [FCF] / tys.PLN

Okresy kalendarzowe	3m 2011	9m 2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
L.p. okresu	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	-
Strumień operacyjny		**1 623**	**2 075**	**2 115**	**2 178**	**2 243**	**2 273**	**2 333**	**2 398**	**2 465**	**2 532**		
+/- wynik operacyjny skoryg.przed opodatk.[EBIT]		997	1 407	1 378	1 534	1 586	1 551	1 574	1 584	1 596	1 611		
+ amortyzacja		405	617	714	621	633	697	734	789	842	894		
+/- zmiana kapitału obrotowego		222	51	24	24	24	25	25	26	27	27		
w tym: +/- zmiana stanu zapasów		*-54*	*-7*	*-3*	*-3*	*-3*	*-3*	*-3*	*-3*	*-4*	*-4*		
w tym: +/- zmiana stanu należności		*-20*	*-12*	*-6*	*-5*	*-6*	*-6*	*-6*	*-6*	*-6*	*-6*		
w tym: +/- zmiana st.zobow.krótkoterm.nieoproc.		*296*	*100*	*47*	*46*	*47*	*48*	*49*	*51*	*52*	*53*		
w tym: +/- zmiana st.rozl.międzyokre.			*-30*	*-14*	*-14*	*-14*	*-14*	*-15*	*-15*	*-16*	*-16*		
+/- inne korekty													
+ dodatkowe korzyści operac./ - utracone korzyści operac.													
Strumień inwestycyjny		**-929**	**-969**	**-944**	**-920**	**-896**	**-872**	**-849**	**-827**	**-805**	**-784**		
Wpływy													
+ zbycie WNiP oraz rzeczowych akt.trw.													
+ zbycie inwestycji w nieruchomości oraz WNiP													
+ inne wpływy inwestycyjne													
+ dodatkowe korzyści inwestycyjne													
Wypływy		**-929**	**-969**	**-944**	**-920**	**-896**	**-872**	**-849**	**-827**	**-805**	**-784**		
- nabycie WNiP oraz rzecz.akt.trw.		-929	-969	-944	-920	-896	-872	-849	-827	-805	-784		
- inwestycje w nieruchomości oraz WNiP													
- inne wydatki inwestycyjne													
- utracone korzyści inwestycyjne													
Wolne przepływy pieniężne		**694**	**1 106**	**1 171**	**1 259**	**1 347**	**1 401**	**1 484**	**1 572**	**1 660**	**1 748**		
+/- Wartość rezydualna												16 264	

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

Dodatkowe korekty	**-604**
+ wartość długoterminowych aktywów finansowych [wycena jednostki gospodarczej]	
+ wartość innych inwestycji długoterminowych [wycena jednostki gospodarczej]	*122*
+ wartość aktywów płynnych [wycena jednostki gospodarczej]	*279*
- wartość rynkowa kapitałów i quasi-kapitałów obcych [w tym zobowiązań pozabilansowych]	*-1 005*
w tym:	
Rezerwy na zobowiązania	
Zobowiązania długoterminowe	45
Zobowiązania krótkoterminowe - Wobec jednostek powiązanych - Inne	
Kredyty i pożyczki	474
Z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	
Inne zobowiązania finansowe	486
Zaliczki otrzymane na dostawy	
Zobowiązania wekslowe	
Z tytułu podat., ceł, ubezp.i innych świadczeń	
Z tytułu wynagrodzeń	
Inne	
Fundusze specjalne	
Inne rozliczenia międzyokresowe	
Razem	**1 005**

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

W procedurze wyceny zostały uwzględnione wolne przepływy pieniężne netto [FCF]. Zatem wszelkie pozycje, nie uwzględnione w ramach tych sald [głównie o charakterze finansowym] zostały określone w trybie odrębnym, a wycena została skorygowana o ich wartości. W szczególności uwzględniono:
+ in plus: aktywa płynne, długoterminowe należności i inwestycje [jeśli miały zastosowanie];
- in minus: zadłużenie długo i krótkoterminowe oprocentowane [w tym standardowo kredyty i zobowiązania z tytułu umów leasingowych]. W przypadku umów leasingowych [jak zaznaczono w ramach struktury kosztów], opłaty leasingowe zostały uwzględnione w kosztach operacyjnych jako permanentny ich składnik [a zatem nie dokonano ich kapitalizacji], zgodnie bowiem z zapowiedzią przedstawicieli jednostki charakter jej działalności zakłada systematyczne korzystanie ze składników aktywów trwałych na zasadach wynajmu [leasingu].

Wolne przepływy pieniężne [FCF] / tys.PLN

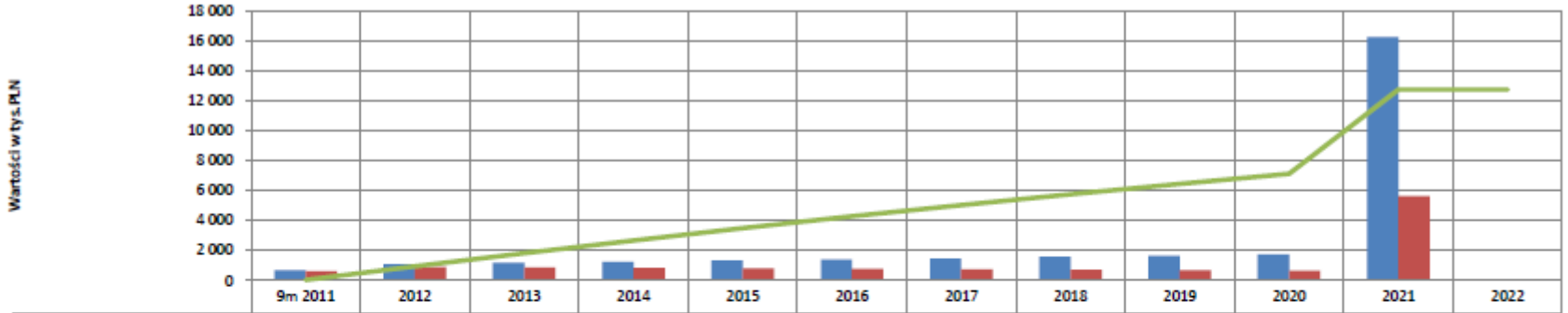
Okresy kalendarzowe	3m 2011	9m 2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
L.p. okresu	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	-
Razem wolne przepl.pieniężne + wart.rezydualna + korekty	-604	694	1 106	1 171	1 259	1 347	1 401	1 484	1 572	1 660	1 748	16 264	
Stopa dyskont. [WACC]	11,39%	11,39%	11,15%	10,90%	10,57%	10,34%	10,13%	10,01%	10,01%	10,01%	9,91%	9,91%	9,91%
Stopa dyskontowa dla wartości rezydualnej												9,91%	
Formuła przeliczeniowa stóp dyskontowych	*$(1+R)^n$ = WACC + 1 gdzie: R - stopa dyskontowa odniesiona do okresu obrotowego; WACC - średni ważony koszt kapitału w skali rocznej*												
Ilość miesięcy okresu obrotowego	3	9	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Mnożnik ilości miesięcy okresu obrotowego		1,33	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Stopa dyskontowa skorygowana	8,42%	8,42%	11,15%	10,90%	10,57%	10,34%	10,13%	10,01%	10,01%	10,01%	9,91%	9,91%	9,91%
Współczynnik dyskontowy dla okresu obrotowego	1,0000	0,9223	0,8298	0,7482	0,6767	0,6133	0,5569	0,5062	0,4602	0,4183	0,3806	0,3463	0,3151
Wartość bieżąca strumieni pieniężnych	-604	640	918	876	852	826	780	751	723	694	665	5 633	
Wartość bieżąca str.pieniężnych - salda skumulowane	-604	36	954	1 830	2 682	3 508	4 288	5 039	5 763	6 457	7 122	12 755	12 755

Wartość zaktualizowana netto (NPV)	**12 800 tys.PLN** →	**12 800 tys.PLN** *[zaokr.]*	**dla r = 10,43%**	**[wartość średnia]**

Stopa przychody/koszty (B/C)	1,49	49% - dopuszczalny wzrost wypływów gotówki
Wskaźnik 1 - C/B	0,33	33% - dopuszczalny spadek wpływów gotówki

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

Prezentacja graficzna procesu wyceny wartości dochodowej przedsiębiorstwa:



	9m 2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
FCF + korekty [nominalnie]	694	1 106	1 171	1 259	1 347	1 401	1 484	1 572	1 660	1 748	16 264	0
FCF + korekty [dyskonto]	640	918	876	852	826	780	751	723	694	665	5 633	0
FCF + korekty [kumulacja]	36	954	1 830	2 682	3 508	4 288	5 039	5 763	6 457	7 122	12 755	12 755

Rekomendowane wyniki metody DCF [nom]:

Rezultat wyceny:	12 800 tys.PLN
Wynik zaokrąglony:	**12 800 tys.PLN**
Wartość jednostkowa udziału*:	128 000,00 PLN/szt.
Wartość nominalna udziału*:	222 830,72 PLN/szt.

**) przy ilości udziałów w wysokości: 100 szt.*

Schemat metody DCF preferuje wpływ na wynik wyceny wartości rezydualnej, która w istotnej mierze determinuje ostateczny rezultat wyceny. W toku procedury wyceny podjęte zostały kroki w celu max ograniczenia wpływu wartości rezydualnej [RV] na ostateczny wynik wartościowania:
- wartość RV została zdyskontowana w roku n+1;
- wartość RV została oszacowana przy zastosowaniu formuły f-my McKinsey, uwzględniającej wpływ na jej szacowanie nakładów rozwojowych.

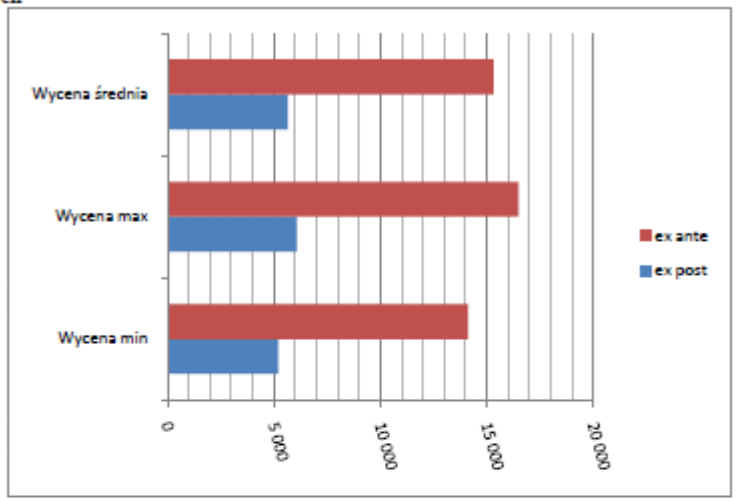
Ujemny przepływ w roku zerowym [jeśli występuje] reprezentuje saldo korekt, uwzględnionych w wycenie [głównie z tytułu aktywów płynnych i zobowiązań oprocentowanych].

Skan 46: Wycena wartości K-O wg metody mnożnikowej [mnożnik EBITDA].

Pomiar szacunkowej wartości przedsiębiorstwa na podstawie metody mnożnikowej opartej na bezpośrednim mnożniku EBITDA: *tys.PLN*

Lata			2009	2010	2011*	Korekta z tyt.zob.leasingowych	Wartość wyceny
EBITDA			**216**	**234**	**1 510**		
w tym: EBIT			*-521*	*44*	*1 056*		
w tym: amortyzacja [bez części leasingowej]			*736*	*190*	*454*		
Wagi			1	2	3		
EBITDA średni ważony [ex post]			216	228	869		
EBITDA średni [ex ante]					2 355		
EBITDA ex ante rekomendowana					2 355		
**) wyniki ekstrapolowane do pełnego okresu obrotowego*							
Wycena mnożnikowa na bazie historycznej/planowanej:					ex post:		
Zakres preferowanych mnożników EBITDA:				EBITDA	869		
min	6	EBITDA x mnożnik [min]			5 214		**5 214 tys.PLN**
max	7	EBITDA x mnożnik [max]			6 083		**6 083 tys.PLN**
				Wartość średnia:	**5 648**		
Wycena mnożnikowa na bazie historycznej/planowanej:					plan:		
Zakres preferowanych mnożników EBITDA:				EBITDA	2 355		
min	6	EBITDA x mnożnik [min]			14 128		**14 128 tys.PLN**
max	7	EBITDA x mnożnik [max]			16 482		**16 482 tys.PLN**
				Wartość średnia:	**15 305**		

Źródło: opracowanie własne **) wyniki ekstrapolowane do pełnego okresu obrotowego*



Rekomendowane wyniki metody mnożnika EBITDA:

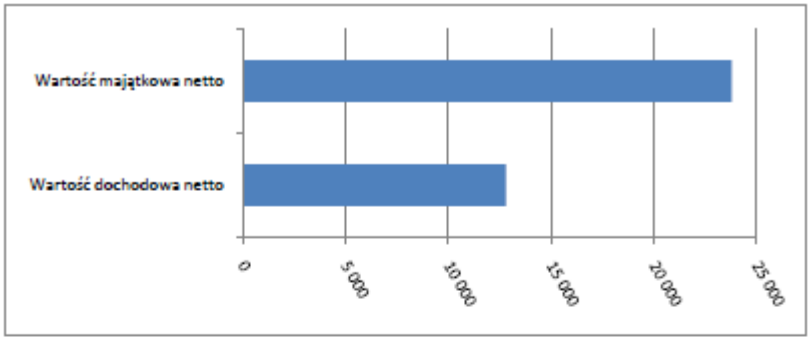
Rezultat wyceny:	15 305	tys.PLN
Wartość korekt na podstawie metody DCF:	-604	tys.PLN
[+ aktywa finansowe; - kapitały obce]		
Rezultat wyceny skorygowany:	14 701	tys.PLN
Wynik zaokrąglony:	**14 700**	**tys.PLN**
Wartość jednostkowa udziału*:	147 000,00	PLN/szt.
Wartość nominalna udziału*:	222 830,72	PLN/szt.

**) przy ilości udziałów w wysokości: 100 szt.*

Metoda mnożnikowa została oparta na relacji wartości przedsiębiorstwa do parametru EBITDA [zysk operacyjny + amortyzacja], jako popularnej metody szacunkowej wyceny przedsiębiorstw w oparciu o rynek kapitałowy. Sugerowane mnożniki zawierają się na ogół w przedziale oscylującym wokół liczb 7-8, jednak z uwagi na specyfikę sektora przyjęty został rekomendowany zakres mnożników: 6-7. Zatem biorąc pod uwagę tak specyfikę sektora jednostki jak i jej parametry rentowności rekomendowany zakres mnożników został ustalony w zalecanym zakresie [6-7]. W warunkach bazowania na rezultatach historycznych zakres wartości zawiera się w przedziale 5 214 - 6 083 tys.PLN, przy wartości średniej 5 648 tys.PLN. W warunkach bazowania na rezultatach planowanych zakres wartości zawiera się w przedziale 14 128 - 16 482 tys.PLN, przy wartości średniej 15 305 tys.PLN. Większa reprezentatywność cechuje w tym przypadku wyniki oparte na planowanych rezultatach jednostki [rezultat wyceny większy o więcej niż 25%]. Zatem uzasadnione wydaje się być przyjęcie wyniku wyceny w odniesieniu do wartości ex ante. W procesie wyceny zostały uwzględnione korekty wartości mnożnikowej [aktywa finansowe i płynne, kapitały obce] takie, jak w przypadku metody DCF Sumaryczna wartość korekt jest reprezentowana przez ujemną liczbę -604 tys.PLN. Ostateczny rekomendowany rezultat wyceny wartości przedsiębiorstwa metodą mnożnikową [mnożnik EBITDA] netto opiewa na wartość 14 701 tys.PLN, a po zaokrągleniu jest to 14 700 tys.PLN .

Skan 47: Wycena wartości mieszanej K-O.

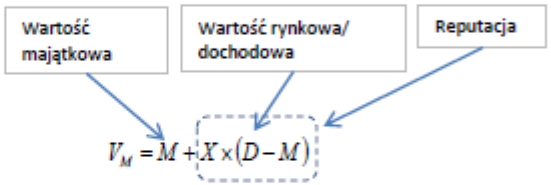
Mieszane metody wyceny przedsiebiorstwa [wymiar netto]		
Bazowe parametry wyceny:		
Wartość majątkowa netto (M) [wartość aktywów materialnych - zadłużenie]	tys.PLN	23 800
Wartość dochodowa netto (D)	tys.PLN	12 800
Bazowa stopa kapitalizacji (r)	%	6,59%
Ekwiwalent max ryzyka dla stopy procentowej podwyższonej	%	50,00%
Podwyższona stopa kapitalizacji dla zysków od wartości reputacji (r')	%	9,89%
Współczynnik kapitalizacji (V)	-	0,9381
Okres amortyzacji wartości reputacji (m)	lata	8
Okres naliczania zysków od wartości reputacji (n)	lata	8
Okres naliczania zysków od wartości reputacji (n) dla metoda zakupu rocznego	lata	8



Metody wyceny wartości mieszanej [netto]	Wsp.X Wzór	Wsp.X -	Wartość tys.PLN	Reputacja tys.PLN
Wartość majątkowa netto (M) [wartość aktywów materialnych - zadłużenie]			23 800	
Wartość dochodowa netto (D)	1	1,0000	12 800	-11 000
Metoda niemiecka (Berliner verfahren, metoda Schmallenbacha)	1/2	0,5000		
Metoda szwajcarska	2/3	0,6667	16 467	-7 333
Metoda UEC	1-Vn	0,4000	19 400	-4 400
Metoda dwóch stóp kapitalizacji:				
- nieograniczony okres naliczania renty od wartości reputacji	r/r'	0,6667	16 467	-7 333
- ograniczony okres naliczania renty od wartości reputacji	(1-Vn) r/r'	0,2667	20 867	-2 934
Metoda zakupu rocznego	nr	0,5275	17 997	-5 803
Metoda stuttgarcka	5r/(1+5r)	0,2480	21 073	-2 728
Metoda ciągłych odpisów od wartości reputacji	rn/(1+rn)	0,3454	20 001	-3 799
Metoda Grefa	rn/[rn+(1-Vn)]	0,5687	17 544	-6 256
Wartość średnia [zaokr.]			18 700	-5 100
Wartość minimalna [zaokr.]			16 500	-7 300
Wartość maksymalna [zaokr.]			21 100	-2 700
Odchylenie wyników od wartości średniej %			27,9%	-63,0%

**) Średnia korporacyjna stopa dyskontowa na podstawie prognozy finansowej przedsiębiorstwa.*

Źródło: opracowanie własne



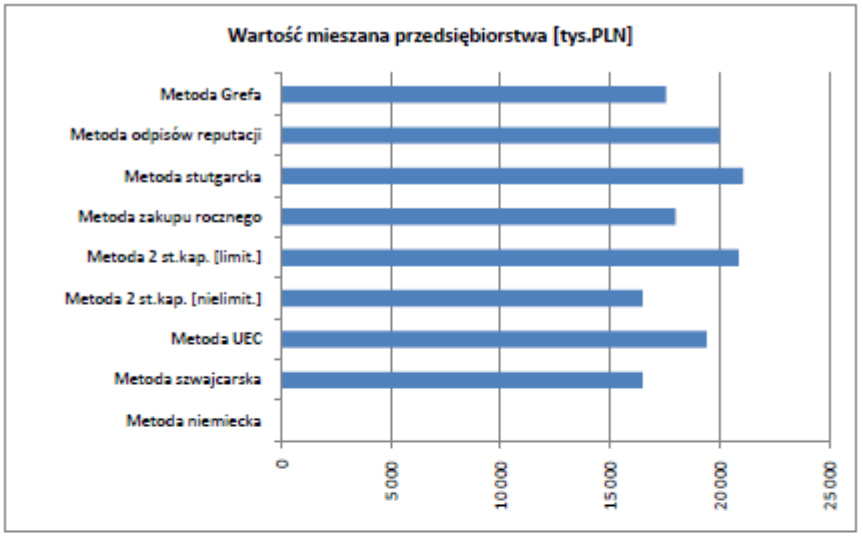
$$V_M = M + X \times (D - M)$$

V_M - *wartość mieszana jednostki*
M - *wartość majątkowa jednostki*
D - *wartość dochodowa jednostki*
X - *współczynnik korygujący*

Wartość dochodowa nie przewyższa wartości majątkowej o więcej niż 50%, co czyni wycenę przedsiębiorstwa metodami mieszanymi relatywnie przydatną i zasługującą na uwzględnienie w projektowaniu ostatecznego pola negocjacji.

Wartość D przyjąłem, jako wartość dochodową wg metody DCF [nom]. Wartość D przewyższa M [Spółka jest rentowana]. Reputacja zatem reprezentuje wartość dodatnią. Rozrzut wartości mieszanej jednostki , stanowiący wynik wszystkich zastosowanych metod jest znaczny, co wynika z faktu dużego rozdźwięku pomiędzy wartościami bazowymi.

Formalna interpretacja reputacji przedsiębiorstwa [goodwill] wg metod mieszanych wyceny, stanowiąca różnicę wartości rynkowej [utożsamianej w przypadku braku innych rekomendacji z wartością dochodową] i majątkowej. Różnica ta podlega korekcie na skutek wpływu różnych czynników zniekształcających reputację, a miarą tych korekt jest wartość współczynnika X [zawierającego się generalnie pomiędzy liczbami 0 i 1].



Metody rekomendowane do ustalenia wartości mieszanej przedsiebiorstwa:

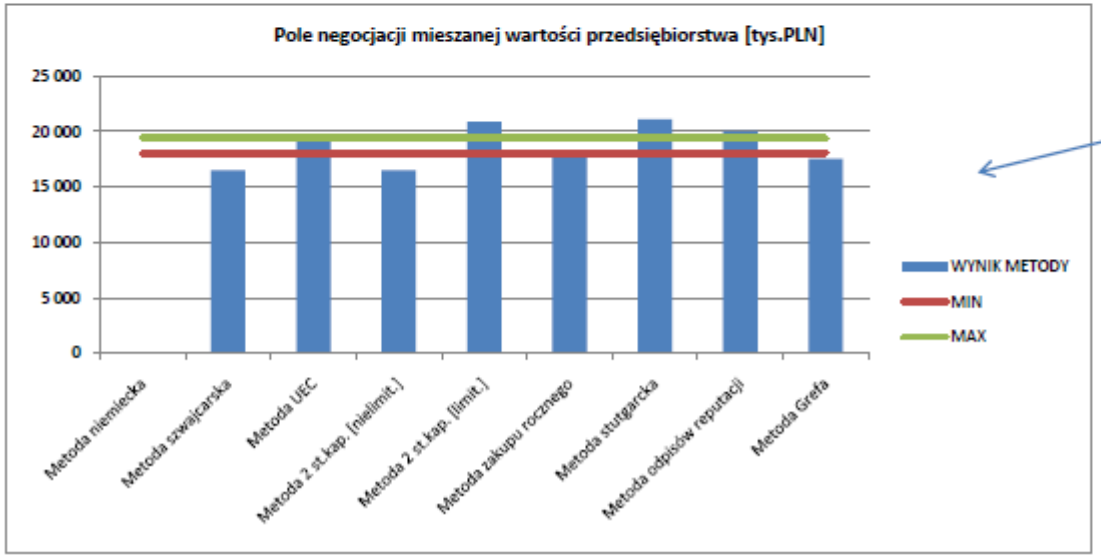
Metoda UEC	19 400	tys.PLN	- zakres MAX
Metoda 2 st.kap. [limit.]	20 867	tys.PLN	
Metoda zakupu rocznego	17 997	tys.PLN	- zakres MIN
Metoda Grefa	17 544	tys.PLN	
Wartość mieszana [średnia]	**18 698**	**tys.PLN**	**- z zakresu rekomendowanego pola**
Zakres MIN	17 997	tys.PLN	
Zakres MAX	19 400	tys.PLN	

Akceptowane są wartości min/max na 2 poziomie [skrajne są odrzucane]. Pozwala to na zacieśnienie pola negocjacji.

Rekomendowane wyniki metod wartości mieszanej:

Rezultat wyceny:	18 698	tys.PLN
Wynik zaokrąglony:	**18 700**	**tys.PLN**
Wartość jednostkowa udziału*:	187 000,00	PLN/szt.
Wartość nominalna udziału*:	222 830,72	PLN/szt.

**) przy ilości udziałów w wysokości: 100 szt.*



Pole negocjacji wartości przedsiębiorstwa w ramach metod mieszanych zostało określone w oparciu o następujące zasady:
1. Nie uwzględniono metod tzw. prostej wartości, nie obejmujących wpływu czynnika czasu [met.niemiecka i szwajcarska].
2. Z pozostałych metod wskazano na cztery, których założenia uznane zostały za najbardziej zaawansowane merytorycznie. Wyniki tych metod utworzyły pole negocjacji, a ich średnia - rekomendowany rezultat [średnia określona po odrzuceniu rezultatów skrajnych]. Rezultaty te zostały zaokrąglone do 10 tys.PLN.

Zakres pola negocjacji wartości mieszanej przedsiębiorstwas został określony na: 18 000 tys.PLN - 19 400 tys.PLN.

9.4 Wycena Projektu 'MOPy'

Projekt zakłada budowę i eksploatację punktów gastronomicznych przy autostradach i drogach szybkiego ruchu. Łącznie w okresie 2011-2014 ma powstać 28 takich punktów [zgodnie z założeniami przyjętymi w projekcie], a szacunkowa sprzedaż roczna w cenach stałych miałaby osiągnąć 40,3 mln PLN. Nakłady inwestycyjne związane z budową sieci punktów MOP określono w założeniach w latach 2011-2014 łącznie na 32,3 mln PLN [nie licząc nakładów o charakterze odtworzeniowym]. Projekt został wyceniony na podstawie wskaźnika dyskontowego NPV [z projektu po opodatkowaniu]. Uwzględniono zwiększone ryzyko realizacji projektu z uwagi na jego aktualne stadium wdrożeniowe.

W analizie projektu zastosowane zostały nominalne stopy procentowe [średnia wartość kosztu kapitału wg formuły WACC została oszacowana na 9,32%]. wartość zaktualizowana netto z projektu przed opodatkowaniem: 24 900 tys.PLN, wartość zaktualizowana netto z projektu po opodatkowaniu: 31 300 tys.PLN, wartość zaktualizowana netto z kapitału własnego: 31 300 tys.PLN, wartość zaktualizowana netto z dywidend: 0 tys.PLN. Wewnętrzna stopa zwrotu [IRR] osiągnęła wartość 54,46%, a zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu [MIRR] wyniosła 24,25%, przy stopie reinwestycji przyjętym na poziomie 12,12%. Wskaźnik B/C osiągnął wartość 1,43, a formuła '1 - 1/B-C' zwróciła wartość 0,30, co może być zinterpretowane z punktu widzenia ramowej analizy wrażliwości projektu w sposób następujący: możliwy wzrost wypływów gotówkowych dla zachowania opłacalności finansowej projektu dochodzi do 42,9%, natomiast możliwy spadek wpływów można oszacować na 30,0%. Dyskontowy okres zwrotu [Payback] został określony na 4 lata oraz 8 miesięcy. Przy średnim ważonym koszcie kapitału [WACC] oszacowanym dla roku 2011 w wymiarze realnym jako 10,25%, prosty rekomendowany okres zwrotu wynosi ok. 9 lat. Dyskontowy okres zwrotu stanowi tylko 19% prostego okresu zwrotu.

Wycena biznesowa przedsięwzięcia jest mierzona wartością wskaźnika dyskontowego NPV [wartość zaktualizowana netto z projektu po opodatkowaniu: 31 300 tys.PLN]. Wartość ta oddaje zdyskontowaną nadwyżkę wpływów gotówkowych nad wypływami, z punktu widzenia koncepcji reputacji stanowi zatem skumulowaną wycenę know-how przypisanego do przedsięwzięcia. Innymi słowy proporcja NPV = 0 świadczyłaby o osiągnięciu przez Inwestora żądanej stopy zwrotu, ale bez kreowania przez projekt dodatkowej wartości ponad zwrot zaangażowanego kapitału. W sytuacji NPV > 0 powstaje nadwyżka finansowa, która ilustruje potencjał intelektualny wykreowany w ramach realizacji przedsięwzięcia.

Ostatecznie wartość projektu oszacowałem na kwotę

31.300.000 PLN

Słownie: trzydzieści jeden milionów trzysta tysięcy złotych.

Skany z procedurą wyceny znajdują się w dalszej części raportu.

Skan 48: Ogólne założenia inwestycyjne Projektu 'MOPy':

Inwestor:
KO-OPERATOR Bronikowski, Górzyński Sp.j., 30-065 Kraków / Piastowska 23

Branża Inwestora [core business]:
EKD/PKD: 5610A [Restauracje i inne stałe placówki gastronomiczne].

Obszar działalności w ramach projektu:
EKD/PKD: 5610A [Restauracje i inne stałe placówki gastronomiczne].

Tytuł projektu:
'Uruchomienie sprzedaży pierogów w przydrożnych punktach gastronomicznych MOP'

Typ projektu:
Projekt otwarty.
**) projekt zamknięty - określony okres realizacji zadania inwestycyjnego;*
**) projekt otwarty [going concern] - projekt tożsamy z kreowaniem działalności perspektywicznej [nowe przedsiębiorstwo].*

Ramowy harmonogram projektu:	Od ...	... do
Faza przedinwestycyjna:	styczeń 10	grudzień 10
Faza inwestycyjna:	grudzień 10	marzec 11
Pełna zdolność produkcyjna [PZP]:	kwiecień 14	-
Faza operacyjna:	kwiecień 11	-
Okres referencyjny [lata]:	9 lat i 3 kwartały.	

Resurs urządzeń technicznych oceniono na 10 lat. Rekomendowaną długość fazy operacyjnej projektu ustalono na 9 lat i 3 kwartały.Pierwszy aktywny rok prognozy to 2011, natomiast zakończenie prognozy przypada na rok 2020. W projekcji finansowej projektu została uwzględniona wartość rezydualna wg formuły dochodowej. Wynika to z faktu przyjęcia rodzaju projektu, jako otwarty [czyli nieograniczony czasowo]. Wartość rezydualna została uwzględniona według modelu 'n+1', czyli w roku 2021.

Opis projektu:
Przedsięwzięcie komercyjne obejmujące rozbudowę sieci usług gastronomicznych dla zmotoryzowanych. Punkty gastronomiczne zwane MOP mają być rozlokowane przy drogach szybkiego ruchu i autostradach w liczbie ok. dwudziestu kilku w ciągu 4 lat. Projekt odznacza się standardową rentownością w sektorze i pociąga za sobą istotne wydatki inwestycyjne, związane z budową i wyposażeniem punktów. W grudniu 2010r. podpisany został pierwszy kontrakt pomiędzy Spółką a Krajowym Zarządem Dróg i Autostrad [na jego mocy Spółka przejęła kontrolę nad dwiema lokalizacjami o powierzchni: MOP Zakrzów – 13700 mkw i MOP Podlęże – 14800 mkw].

Waluta i jednostka projekcji finansowej:
Waluta i jednostka projekcji finansowej: tys.PLN.

Charakter projekcji finansowej:
Prognoza oparta na business planie jednostki, uwzględniającym ceny bieżące, tj. wpływ czynników inflacyjnych i strategii cenowej na poszczególne składniki przychodów i kosztów operacyjnych.

Inwestycje odtworzeniowe:
W ramach prognozy uwzględniona została potrzeba ponoszenia inwestycji odtworzeniowych. Stopa inwestycji brutto dla projektu została oszacowana na 61,7%, przy średnim funduszu amortyzacji na poziomie 537 tys.PLN.

Nakłady inwestycyjne:
Początkowe celowe nakłady inwestycyjne zostały oszacowane na łączną kwotę 3 421 tys.PLN [w tym: nakłady rzeczowe w kwocie netto 2 700 tys.PLN oraz fundusz obrotowy w kwocie 721 tys.PLN, w tym 721 tys.PLN z tytułu VAT]. Łącznie w okresie prognozy zaplanowano wydatki inwestycyjne o charakterze celowym i odtworzeniowym w wysokości 23 089 tys.PLN. Łącznie w okresie prognozy zaplanowano wydatki inwestycyjne o charakterze celowym i odtworzeniowym w wysokości 23 089 tys.PLN.

Skan 49: Założenia inwestycyjne do realizacji koncepcji ekonomicznej Projektu 'MOPy'.

Projekt MOPy - ramowe założenia finansowe:

Dane w PLN / tys.PLN	
Szacowany obrót/jednostkę/rok	1 440 tys.PLN
Nakłady [CAPEX]/jednostkę	450 tys.PLN
Rentowność jednostki	20%
Parytet finansowy: leasing / CAPEX	80%
Parytet finansowy: wkład kap.własn. / CAPEX	20%
Szacunkowa rata leasingu/jedn./rok	42 tys.PLN
Rotacja magazynowa/jedn.	5 dni
Szacunkowe koszty zarządu/sprzedaż	5-10%

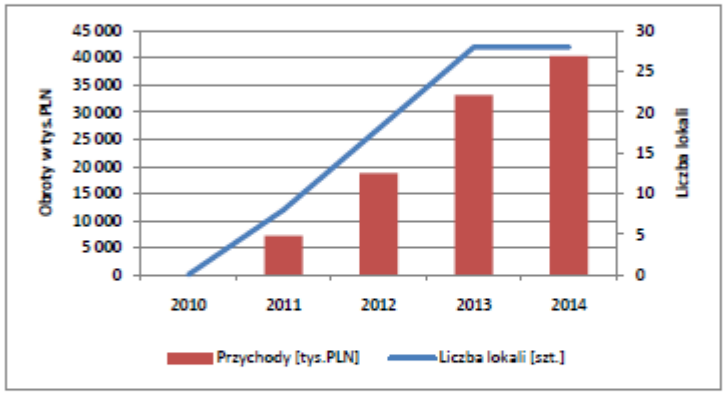
Źródło: KO-OPERATOR

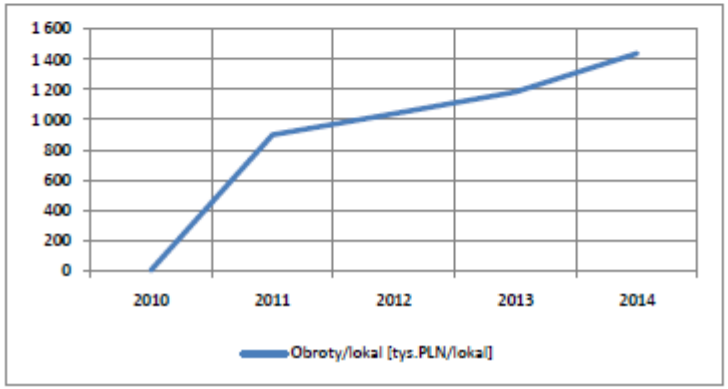
Liczba punktów MOP	Lata	2010	2011	2012	2013	2014
	2010					
	2011		8	8	8	8
	2012			10	10	10
	2013				10	10
	2014					
	Razem		8	18	28	28

Szacunkowa sprzedaż w tys.PLN	Lata	2010	2011	2012	2013	2014
	2010					
	2011		7 200	11 520	11 520	11 520
	2012			7 200	14 400	14 400
	2013				7 200	14 400
	2014					
	Razem		7 200	18 720	33 120	40 320

Nakłady inwestycyjne w tys.PLN	Lata	2010	2011	2012	2013	2014
	2010					
	2011		2 700	2 700	2 700	2 700
	2012			4 500	4 500	4 500
	2013				4 500	4 500
	2014					
	Razem		2 700	7 200	11 700	11 700

Źródło: KO-OPERATOR





Projekcja została skalkulowana przy założeniu, iż punkty będą powstawały systematycznie w ciągu kolejnych lat, zatem jednostkowe średnie obroty roczne na punkt będą niższe od deklarowanych w założeniach. Do zaopatrzenia MOP'ów bedzie głównie wykorzystywana infrastruktura produkcyjna Spółki. Ponadto projekt przewiduje rozwój sieci franchisingowej, przy czym w ciągu 4 lat przyjęto łącznie 20 lokali w tej formule. Opłaty franchisingowe skalkulowano na 4% od lokalu, natomiast Spółka bedzie dodatkowo generować przychody z tytułu zaopatrzenia punktów, na czym ma mieć zapewnioną ok. 20-procentową marżę.

Skan 50: Obszary weryfikacji finansowej realizacji Projektu 'MOPy'.

Dynamika sprzedaży:

$$\Delta S\% = \frac{S_n - S_{n-1}}{S_{n-1}} \times 100\% = \frac{\Delta S}{S_{n-1}} \times 100\%$$

$\Delta S\%$ - *Dynamika sprzedaży %*
ΔS - *Przyrost sprzedaży [tys.PLN]*
S_n - *Sprzedaż w roku n [tys.PLN]*
S_{n-1} - *Sprzedaż w roku n-1 [tys.PLN]*

Wydajność gotówkowa sprzedaży:

$$WG_B\% = \frac{EBIT}{S} \times 100\%$$

$$WG_N\% = \frac{EBIT}{S} \times (1-T) \times 100\% = \frac{NOPLAT}{S} \times 100\%$$

$WG_B\%$ - *Wydajność gotówkowa brutto %*
$WG_N\%$ - *Wydajność gotówkowa netto %*
S - *Sprzedaż [tys.PLN]*
$EBIT$ - *Zysk operacyjny [tys.PLN]*
$NOPLAT$ - *Zysk operacyjny opodatkowany [tys.PLN]*
T - *Stopa podatkowa %*

Dynamika kapitału obrotowego:

$$\Delta WC\% = \frac{WC_n - WC_{n-1}}{\Delta S} = \frac{\Delta WC}{\Delta S}$$

$\Delta WC\%$ - *Przyrost kapitału obrotowego %*
ΔWC - *Przyrost ZFO [tys.PLN]*
ΔS - *Przyrost sprzedaży [tys.PLN]*
WC_{n-1} - *Stan średni kapitału obrotowego w roku n [tys.PLN]*
WC_n - *Stan średni kapitału obrotowego w roku n-1 [tys.PLN]*

Stopa inwestycji brutto:

$$INV_B\% = \frac{CAPEX}{NOPLAT} \times 100\%$$

$INV_B\%$ - *Stopa inwestycji brutto %*
$CAPEX$ - *Wydatki inwestycyjne [tys.PLN]*
$NOPLAT$ - *Zysk operacyjny opodatkowany [tys.PLN]*

Stopa inwestycji netto:

$$INV_N\% = \frac{CAPEX - D\&A}{NOPLAT} \times 100\%$$

$INV_N\%$ - *Stopa inwestycji netto %*
$CAPEX$ - *Wydatki inwestycyjne [tys.PLN]*
$D\&A$ - *Amortyzacja [tys.PLN]*
$NOPLAT$ - *Zysk operacyjny opodatkowany [tys.PLN]*

Rentowność kapitału i stopy procentowe:

$$ROA = \frac{NP + INT}{\sum A}$$

ROA - *zwrot na aktywach %*
NP - *zysk netto [tys.PLN]*
A - *wartość aktywów brutto [suma bilansowa, tys.PLN]*
INT - *koszty finansowe [tys.PLN]*

$$ROE = \frac{NP + INT}{E}$$

ROE - *zwrot z kapitału własnego %*
NP - *zysk netto [tys.PLN]*
E - *wartość kapitału własnego wg bilansu [tys.PLN]*
INT - *koszty finansowe [tys.PLN]*

$$ROIC[ROCE] = \frac{NOPLAT}{CAP_{INV}}$$

$ROIC\ [ROCE]$ - *zwrot z kapitału zainwestowanego %*
$NOPLAT$ - *zysk operacyjny po opodatkowaniu [tys.PLN]*
CAP_{INV} - *kapitał zainwestowany [tys.PLN]*

$$WACC = R_E \times f_E + R_D \times f_D \times (1-T)$$

$WACC$ - *średni ważony koszt kapitału %*
R_E - *koszt kapitału własnego %*
R_D - *koszt kapitału obcego %*
f_E - *udział kapitału własnego %*
f_D - *udział kapitału obcego %*
T - *stopa podatkowa %*

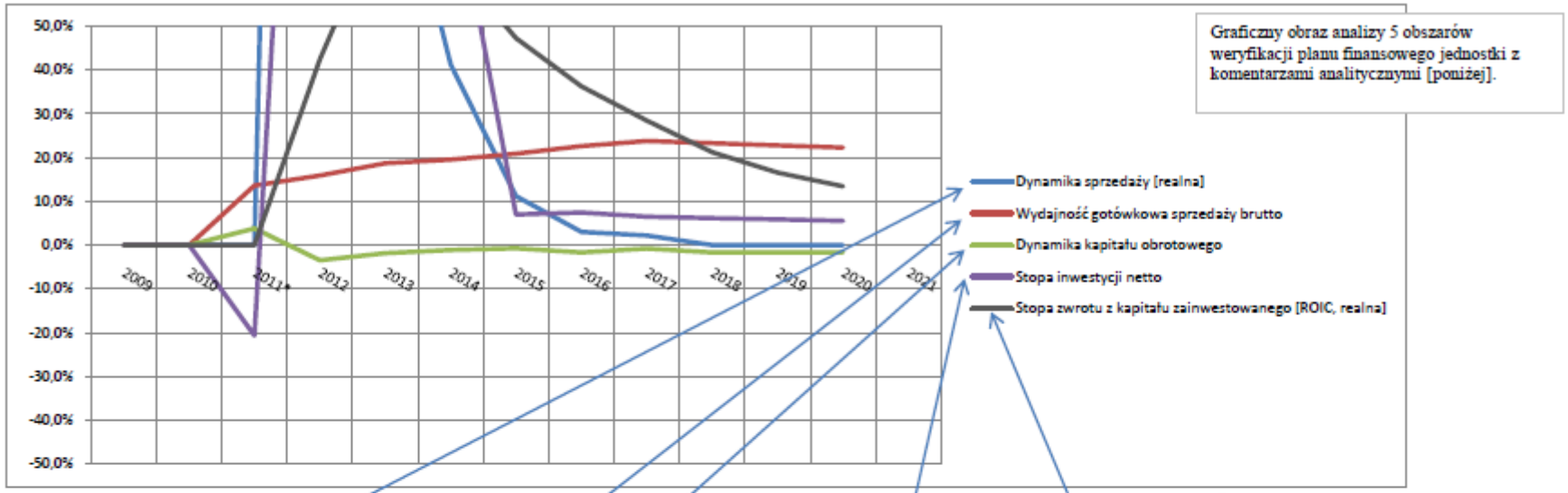
$$EP = CAP_{INV} \times (ROIC - WACC)$$

EP - *zysk ekonomiczny [tys.PLN]*
CAP_{INV} - *kapitał zainwestowany [tys.PLN]*
$ROIC$ - *zwrot z kapitału zainwestowanego %*
$WACC$ - *średni ważony koszt kapitału %*

$$EVA = \frac{EP}{WACC}$$

EVA - *ekonomiczna wartość dodana [tys.PLN]*
EP - *zysk ekonomiczny [tys.PLN]*
$WACC$ - *średni ważony koszt kapitału %*

Wskaźniki wykorzystane dla celów weryfikacyjnych założeń biznesplanu.



**) pierwszy rok kalendarzowy prognozy [2011] niepełny* *Źródło: opracowanie własne*

Charakterystyka bazowych wskaźników prognozy finansowej:

Dynamika sprzedaży [realna]:
Dynamika sprzedaży [realna]: wartość średnia w latach 2012-2020 wynosi 83,2% [zakres 0,0-591,1%]. Średni wskaźnik większy od zera, zatem średnia dynamika przewyższa przyjęte dla parametru kryteria zmiany cen. Poziom średniej zmiany parametru poniżej umownej granicy 10%, co można interpretować, jako dynamikę bardzo wysoką.

Wydajność gotówkowa sprzedaży brutto:
Wydajność gotówkowa sprzedaży brutto: wartość średnia w latach 2012-2020 wynosi 21,1% [zakres 15,9-23,7%]. Średni wskaźnik większy od zera, co oznacza wzrostową tendencję rentowności operacyjnej w okresie prognozy. Poziom średniej zmiany parametru poniżej umownej granicy 10%, co można interpretować, jako dynamikę bardzo wysoką.

Dynamika kapitału obrotowego:
Dynamika kapitału obrotowego: wartość średnia w latach 2012-2020 wynosi -1,6% [zakres -3,5--0,7%]. Średni wskaźnik mniejszy od zera, co oznacza spadkowy trend udziału ZFO w zmianach sprzedaży w okresie prognozy. Poziom średniej zmiany parametru powyżej umownej granicy -10%, co można interpretować, jako dynamikę nieznacznie ujemną.

Stopa inwestycji netto:
Stopa inwestycji netto: wartość średnia w latach 2012-2020 wynosi 54,1% [zakres 5,5-228,8%]. Średni wskaźnik większy od zera, co oznacza wzrostową tendencję aktywności inwestycyjnej jednostki w okresie prognozy. Poziom średniej zmiany parametru poniżej umownej granicy 10%, co można interpretować, jako dynamikę bardzo wysoką. Przewidywany średni poziom nakładów inwestycyjnych ma się kształtować powyżej funduszu amortyzacji.

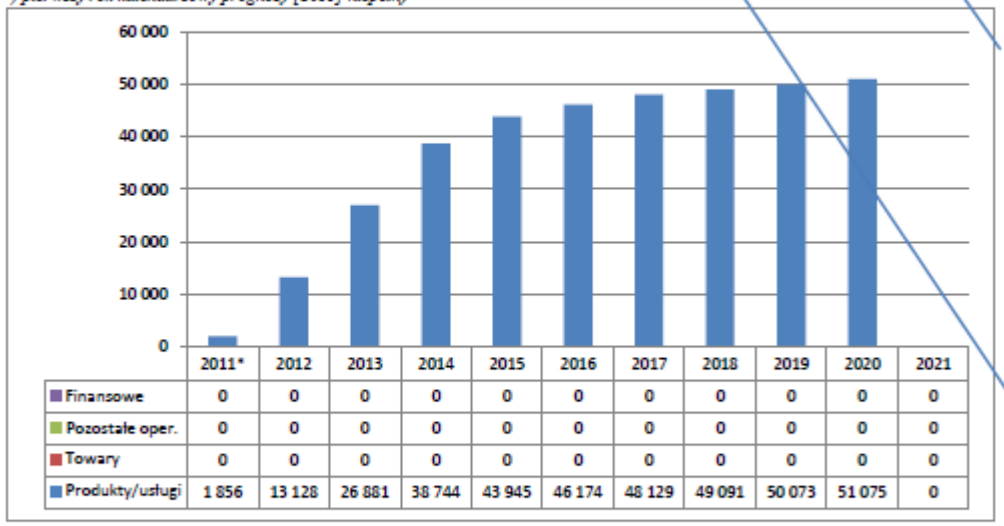
Stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego [ROIC, realna]:
Stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego [ROIC, realna]: wartość średnia w latach 2012-2020 wynosi 38,6% [zakres 13,4-77,0%]. Średni wskaźnik większy od zera, co oznacza wzrostowy trend efektywności zainwestowanego kapitału w okresie prognozy. Poziom średniej zmiany parametru poniżej umownej granicy 20%, co można interpretować, jako dynamikę bardzo wysoką. Przewidywany średni poziom ROIC ma się kształtować powyżej średniego wymaganego kosztu kapitału własnego [określonego wg modelu CAPM dla okresu prognozy].

Skan 51: Projekcja sprzedaży dla Projektu 'MOPy'.

Struktura sprzedaży / tys.PLN	2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Sprzedaż ogółem	1 856	13 128	26 881	38 744	43 945	46 174	48 129	49 091	50 073	51 075	
- w tym: produkty i usługi	*1 856*	*13 128*	*26 881*	*38 744*	*43 945*	*46 174*	*48 129*	*49 091*	*50 073*	*51 075*	
- w tym: towary											
Pozostałe przychody operacyjne											
Przychody finansowe											
Przychody razem	**1 856**	**13 128**	**26 881**	**38 744**	**43 945**	**46 174**	**48 129**	**49 091**	**50 073**	**51 075**	
Średnie miesięczne obroty ze sprzedaży	*155*	*1 094*	*2 240*	*3 229*	*3 662*	*3 848*	*4 011*	*4 091*	*4 173*	*4 256*	
Średnie miesięczne przychody ogółem	*155*	*1 094*	*2 240*	*3 229*	*3 662*	*3 848*	*4 011*	*4 091*	*4 173*	*4 256*	

**) pierwszy rok kalendarzowy prognozy [2011] niepełny*

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne



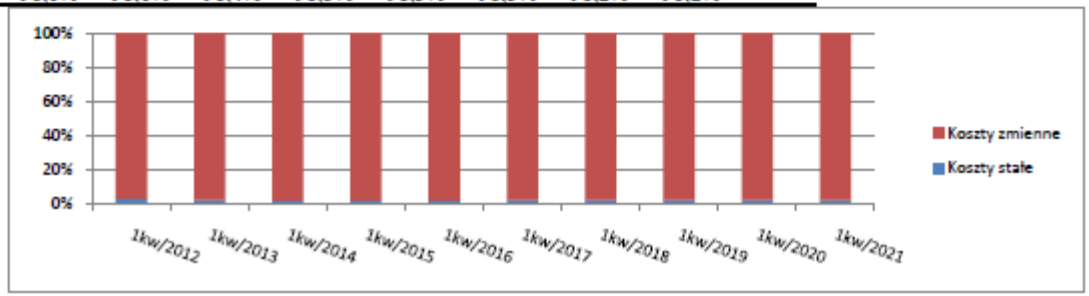
Struktura przychodów ze sprzedaży:
W ramach prognozy finansowej średni poziom rocznego obrotu na sprzedaży produktów i usług jednostki będzie wynosił ok. 40 805 tys.PLN. Obrót na sprzedaży towarów w prognozie nie występuje. W strukturze przychodów ogółem będzie przeważała sprzedaż produktów i usług, stanowiąca w okresie analizy średnio 100,0% przychodów ze sprzedaży. Sprzedaż towarów będzie zerowa lub nie wystąpi na zauważalnym poziomie. Wg prognozy średnia realna dynamika obrotu ze sprzedaży będzie dodatnia i osiągnie 83,2%. Średnia realna dynamika sprzedaży produktów i usług będzie dodatnia i osiągnie 83,2%. Realna dynamika sprzedaży towarów na poziomie zerowym.

Pozostałe przychody:
W ramach prognozy finansowej praktycznie nie uwzględniono żadnych dodatkowych wpływów operacyjnych jednostki z tytułu pozostałych przychodów operacyjnych: w szczególności nie uwzględniono żadnych dezinwestycji obejmujących aktywa trwałe jednostki; nie uwzględniono żadnego obrotu z tytułu zbycia aktywów finansowych jednostki; nie uwzględniono także żadnych wpływów z tytułu dotacji operacyjnych.

Skan 52: Struktura kosztów operacyjnych dla Projektu 'MOPy'.

Okresy obrotowe	2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Amortyzacja	**42**	**194**	**306**	**449**	**563**	**591**	**622**	**652**	**683**	**713**	
- część stała			*306*	*449*	*563*	*591*	*622*	*652*	*683*	*713*	
- część zmienna											
Zużycie materiałów i energii	**860**	**5 977**	**11 891**	**16 967**	**18 918**	**19 449**	**19 991**	**20 536**	**21 097**	**21 673**	
- część stała											
- część zmienna			*11 891*	*16 967*	*18 918*	*19 449*	*19 991*	*20 536*	*21 097*	*21 673*	
Usługi obce	**234**	**1 621**	**3 215**	**4 576**	**5 088**	**5 215**	**5 346**	**5 479**	**5 616**	**5 757**	
- część stała											
- część zmienna			*3 215*	*4 576*	*5 088*	*5 215*	*5 346*	*5 479*	*5 616*	*5 757*	
Podatki i opłaty	**12**	**82**	**162**	**230**	**256**	**262**	**269**	**276**	**283**	**290**	
- część stała											
- część zmienna			*162*	*230*	*256*	*262*	*269*	*276*	*283*	*290*	
Wynagrodzenia/Narzuty na wynagrodzenia	**447**	**3 098**	**6 146**	**8 749**	**9 730**	**9 977**	**10 229**	**10 485**	**10 747**	**11 015**	
- część stała											
- część zmienna			*6 146*	*8 749*	*9 730*	*9 977*	*10 229*	*10 485*	*10 747*	*11 015*	
Pozostałe koszty	**11**	**74**	**146**	**208**	**232**	**237**	**243**	**249**	**256**	**262**	
- część stała											
- część zmienna			*146*	*208*	*232*	*237*	*243*	*249*	*256*	*262*	
Wartość sprzedanych towarów i materiałów											
- część stała											
- część zmienna											
Koszty operacyjne razem	**1 605**	**11 045**	**21 866**	**31 179**	**34 787**	**35 732**	**36 699**	**37 677**	**38 681**	**39 710**	
- część stała			*306*	*449*	*563*	*591*	*622*	*652*	*683*	*713*	
- część zmienna			*21 560*	*30 729*	*34 224*	*35 141*	*36 077*	*37 025*	*37 998*	*38 997*	
Struktura %	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	
- część stała			1,4%	1,4%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	
- część zmienna			98,6%	98,6%	98,4%	98,3%	98,3%	98,3%	98,2%	98,2%	

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

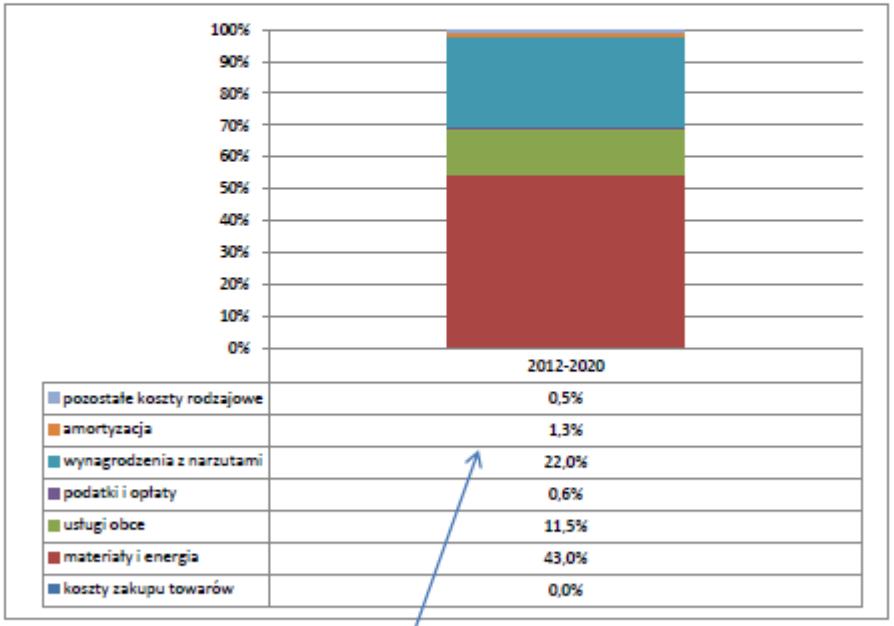


Średnia wartość kosztów operacyjnych w okresie 1kw/2012-1kw/2021 to poziom 28 898 tys.PLN [stałe: 481 tys.PLN i zmienne: 28 417 tys.PLN]. Średni udział kosztów o charakterze stałym to 1,7%, a kosztów o charakterze zmiennym to 98,3%. W okresie 1kw/2012-1kw/2021 średni wskaźnik dynamiki nominalnej kosztów operacyjnych został oszacowany na 101,7% i przewyższał wskaźnik dynamiki przychodów ze sprzedaży [78,5%; oznacza to, iż rentowność operacyjna wykazywała trend spadkowy].

Udział kosztów operacyjnych i finansowych w sprzedaży ogółem [wskaźniki procentowe]:

Okresy obrotowe	2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Materiały+energia	46,3%	45,5%	44,2%	43,8%	43,0%	42,1%	41,5%	41,8%	42,1%	42,4%	
Usługi obce	12,6%	12,3%	12,0%	11,8%	11,6%	11,3%	11,1%	11,2%	11,2%	11,3%	
Podatki i opłaty	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	
Wynagrodzenia+narzuty	24,1%	23,6%	22,9%	22,6%	22,1%	21,6%	21,3%	21,4%	21,5%	21,6%	
Pozostałe koszty rodzajowe	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	
Zakup towarów											
Amortyzacja	2,3%	1,5%	1,1%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	
Razem koszty rodzajowe	**86,4%**	**84,1%**	**81,3%**	**80,5%**	**79,2%**	**77,4%**	**76,3%**	**76,7%**	**77,2%**	**77,7%**	
Obrót kapitałem obcym											
Obrót zapasami ogółem	0,9%	0,1%									

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne



Średni udział kosztów operacyjnych i finansowych w przychodach ze sprzedaży w okresie ex post [historycznym] i ex ante [plan finansowy].

W okresie prognozy szacunkowa gradacja kosztów operacyjnych to: materiały i energia 43,0%, następnie wynagrodzenia z narzutami 22,0%, a potem kolejno usługi obce 11,5%, amortyzacja 1,3%, podatki i opłaty 0,6%, pozostałe koszty rodzajowe 0,5%, koszty zakupu towarów 0,0%.

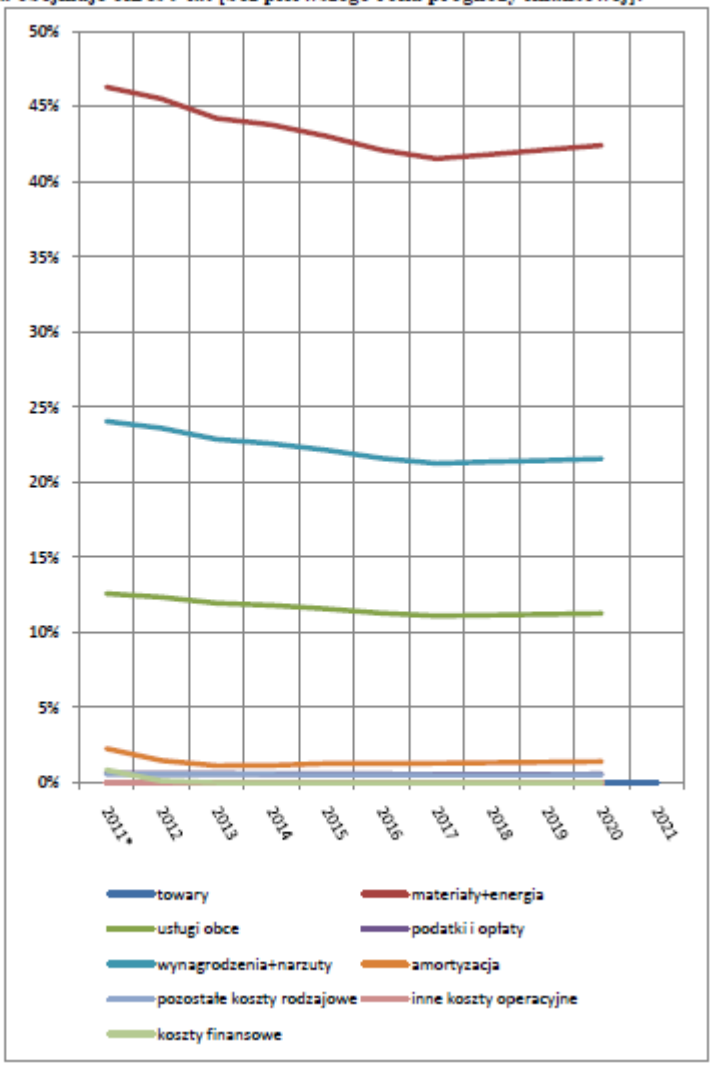
Charakterystyka zmian udziału kosztów operacyjnych i innych w przychodach ze sprzedaży w okresach: 2011* oraz 2020:

Brak zmian udziału kosztów zakupu towarów.
Spadek udziału kosztów materiałów i energii [z ok. 46,3% do 42,4%].
Spadek udziału kosztów usług obcych [z ok. 12,6% do 11,3%].
Brak zmian udziału kosztów podatków i opłat.
Spadek udziału kosztów wynagrodzeń i narzutów [z ok. 24,1% do 21,6%].
Spadek udziału kosztów amortyzacji [z ok. 2,3% do 1,4%].
Spadek udziału kosztów pozostałych kosztów rodzajowych [z ok. 0,6% do 0,5%].
Spadek udziału kosztów ogółu kosztów rodzajowych [z ok. 86,4% do 77,7%].
Brak zmian udziału kosztów pozostałych kosztów operacyjnych.
Spadek udziału kosztów kosztów finansowych [z ok. 0,9% do 0,0%].

Charakterystyka trendów kształtujących udział kosztów operacyjnych i finansowych w sprzedaży [analiza obejmuje okres 9 lat [bez pierwszego roku prognozy finansowej]:

Zakup towarów	Średni bieżący udział kosztów zakupu towarów wynosił 0,0%. Ta pozycja kosztów nie występuje w prognozie finansowej.
Materiały i energia	Średni bieżący udział kosztów materiałów i energii wynosił 23,2%. W okresie planu finansowego średni udział tego wskaźnika wzrósł do poziomu 43,0% [zmiana o 85,3%].
Usługi obce	Średni bieżący udział kosztów usług obcych wynosił 6,3%. W okresie planu finansowego średni udział tego wskaźnika wzrósł do poziomu 11,5% [zmiana o 82,5%].
Podatki i opłaty	Średni bieżący udział podatków i opłat wynosił 0,3%. W okresie planu finansowego średni udział tego wskaźnika wzrósł do poziomu 0,6% [zmiana o 100,0%].
Wynagrodzenia i narzuty	Średni bieżący udział kosztów wynagrodzeń z narzutami wynosił 12,0%. W okresie planu finansowego średni udział tego wskaźnika wzrósł do poziomu 22,0% [zmiana o 83,3%].
w tym: wynagrodzenia	Średni bieżący udział kosztów samych wynagrodzeń wynosił 9,6%. W okresie planu finansowego średni udział tego wskaźnika wzrósł do poziomu 17,5% [zmiana o 82,3%].
w tym: narzuty / wynagrodzenia	Średni bieżący udział narzutów w wynagrodzeniach wynosił 25,9%. W okresie planu finansowego średni udział tego wskaźnika nie zmieni się.
Pozostałe koszty rodzajowe	Średni bieżący udział pozostałych kosztów rodzajowych wynosił 0,0%. W okresie planu finansowego średni udział tego wskaźnika wzrósł do poziomu 0,5% [zmiana o 100,0%].
Amortyzacja	Średni bieżący udział kosztów amortyzacji wynosił 1,1%. W okresie planu finansowego średni udział tego wskaźnika wzrósł do poziomu 1,3% [zmiana o 18,2%].
Koszty rodzajowe razem	Średni bieżący udział kosztów rodzajowych ogółem wynosił 0,0%. W okresie planu finansowego średni udział tego wskaźnika wzrósł do poziomu 78,9% [zmiana o 100,0%].
Pozostałe koszty operacyjne	Średni bieżący udział pozostałych kosztów operacyjnych wynosił 0,0%. Ta pozycja kosztów nie występuje w prognozie finansowej.
Koszty finansowe	Średni bieżący udział kosztów finansowych wynosił 0,0%. Ta pozycja kosztów nie występuje w prognozie finansowej.

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne



Skan 53: Prognoza finansowa dla Projektu 'MOPy' [r-k zysków i strat].

Rachunek zysków i strat [wariant porównawczy] / tys.PLN	2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi	**1 856**	**13 128**	**26 881**	**38 744**	**43 945**	**46 174**	**48 129**	**49 091**	**50 073**	**51 075**	
Przychody netto ze sprzedaży produktów	1 856	13 128	26 881	38 744	43 945	46 174	48 129	49 091	50 073	51 075	
Zmiana stanu produktów											
Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki											
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów											
Koszty działalności operacyjnej	**1 605**	**11 045**	**21 866**	**31 179**	**34 787**	**35 732**	**36 699**	**37 677**	**38 681**	**39 710**	
Amortyzacja	42	194	306	449	563	591	622	652	683	713	
Zużycie materiałów i energii	860	5 977	11 891	16 967	18 918	19 449	19 991	20 536	21 097	21 673	
Usługi obce	234	1 621	3 215	4 576	5 088	5 215	5 346	5 479	5 616	5 757	
Podatki i opłaty	12	82	162	230	256	262	269	276	283	290	
Wynagrodzenia	355	2 460	4 881	6 948	7 728	7 924	8 124	8 327	8 535	8 749	
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	92	637	1 265	1 800	2 002	2 053	2 105	2 158	2 211	2 267	
Pozostałe koszty rodzajowe	11	74	146	208	232	237	243	249	256	262	
Wartość sprzedanych towarów i materiałów											
Zysk [strata] ze sprzedaży	**252**	**2 083**	**5 015**	**7 566**	**9 158**	**10 443**	**11 430**	**11 414**	**11 392**	**11 365**	
Pozostałe przychody operacyjne											
Pozostałe koszty operacyjne											
Zysk [strata] z działalności operacyjnej	**252**	**2 083**	**5 015**	**7 566**	**9 158**	**10 443**	**11 430**	**11 414**	**11 392**	**11 365**	
Przychody finansowe											
Koszty finansowe	16	16									
Zysk [strata] brutto z działalności gospodarczej	**236**	**2 067**	**5 015**	**7 566**	**9 158**	**10 443**	**11 430**	**11 414**	**11 392**	**11 365**	
Wyniki zdarzeń nadzwyczajnych											
Zysk [strata] brutto	**236**	**2 067**	**5 015**	**7 566**	**9 158**	**10 443**	**11 430**	**11 414**	**11 392**	**11 365**	
Podatek dochodowy	45	393	953	1 437	1 740	1 984	2 172	2 169	2 165	2 159	
Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku [zwiększenia straty]											
Zysk netto	**191**	**1 674**	**4 062**	**6 128**	**7 418**	**8 458**	**9 258**	**9 245**	**9 228**	**9 205**	

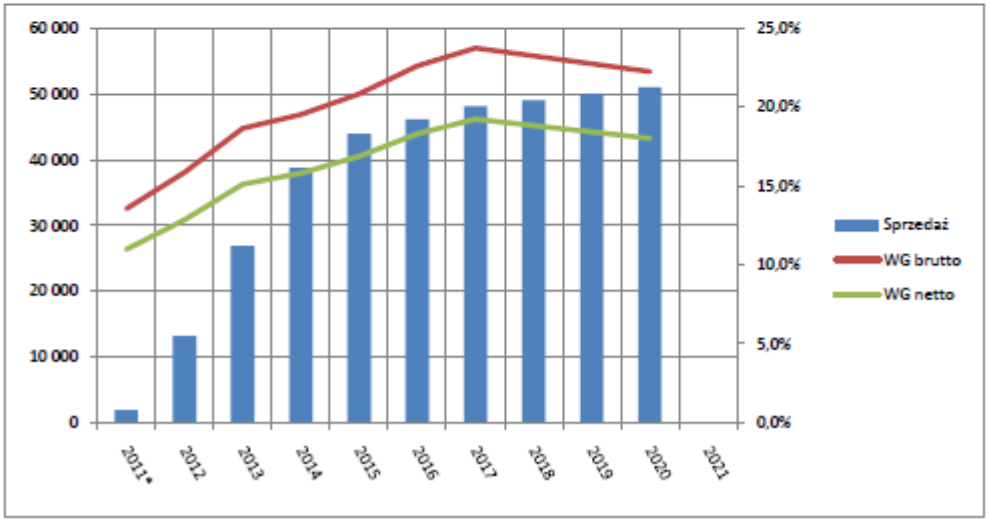
Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

Skan 54: Parametry rentowności projekcji finansowej dla Projektu 'MOPy'.

Wydajność gotówkowa sprzedaży / tys.PLN	2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Zysk/strata ze sprzedaży [wg r-ku wyników]	252	2 083	5 015	7 566	9 158	10 443	11 430	11 414	11 392	11 365	
Korekty											
Saldo zysku/straty ze zby.nie finans.akt.trw.- nie uwzględnione											
Dotacje - nie uwzględnione											
Inne przychody/koszty operacyjne - nie uwzględnione											
Przxychody/koszty finansowe - nie uwzględnione											
Amortyzacja - nie uwzględniona											
Zysk operacyjny skorygowany [EBIT skorygowany]	252	2 083	5 015	7 566	9 158	10 443	11 430	11 414	11 392	11 365	
Stopa podatkowa - dla osób prawnych	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	
Skoryg.wynik operac.po opodatk.[NOPLAT]	204	1 687	4 062	6 128	7 418	8 458	9 258	9 245	9 228	9 205	
Sprzedaż	1 856	13 128	26 881	38 744	43 945	46 174	48 129	49 091	50 073	51 075	
Skorygowana wydajność gotówkowa netto	**11,0%**	**12,8%**	**15,1%**	**15,8%**	**16,9%**	**18,3%**	**19,2%**	**18,8%**	**18,4%**	**18,0%**	
Średnia ważona z kolejnych lat analizy	*11,0%*	*11,9%*	*14,0%*	*14,6%*	*15,2%*	*15,8%*	*17,1%*	*17,8%*	*18,3%*	*18,6%*	*14,9%*
Skorygowana wydajność gotówkowa brutto	**13,6%**	**12,7%**	**12,9%**	**13,5%**	**13,9%**	**14,3%**	**15,3%**	**16,1%**	**16,8%**	**17,5%**	**17,3%**
Średnia ważona z lat analizy	*13,6%*	*13,1%*	*12,8%*	*13,1%*	*13,3%*	*13,5%*	*14,0%*	*14,6%*	*15,3%*	*16,0%*	*16,6%*

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

Średnia wydajność gotówkowa sprzedaży brutto w okresie prognozy 2012-2020 wynosi 21,1% [dynamika dodatnia: 40,3%]. Średnia wydajność gotówkowa sprzedaży netto w okresie prognozy 2012-2020 osiąga 17,1% [dynamika dodatnia: 40,3%]. Jako podstawa do szacowania wartości bazowej, został uwzględniony wynik operacyjny brutto [ale bez salda wyniku na sprzedaży nie finansowych aktywów trwałych] - dla WGbrutto i/lub pomniejszony o skorygowany podatek dochodowy - dla WGnetto. Saldo przychodów i kosztów finansowych nie zostało uwzględnione. W przypadku wydajności gotówkowej sprzedaży brutto średnia wartość tego wskaźnika przekracza poziom progowy 10%, co wskazuje na występowanie korzystnych uwarunkowań rozwoju jednostki [pomimo występowania konkurencji sektorowej].

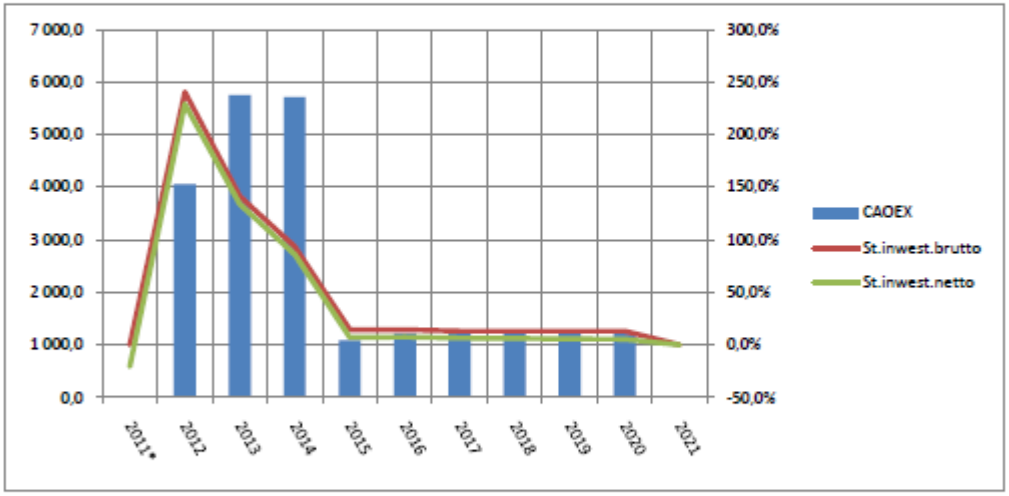


Skan 55: Aktywność inwestycyjna podczas realizacji projektu 'MOPy'.

Stopa inwestycji / tys.PLN	2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Suma korekt											
Nakłady inwestycyjne netto wg dostępnych źródeł		4 054	5 747	5 717	1 083	1 219	1 221	1 222	1 223	1 223	
Skoryg.wynik operac.po opodatk.[NOPLAT]	204	1 687	4 062	6 128	7 418	8 458	9 258	9 245	9 228	9 205	
Stopa inwestycji brutto		**240,3%**	**141,5%**	**93,3%**	**14,6%**	**14,4%**	**13,2%**	**13,2%**	**13,3%**	**13,3%**	
Średnia ważona z lat analizy		*120%*	*190,9%*	*158,4%*	*122,4%*	*100,8%*	*55,4%*	*29,7%*	*13,7%*	*13,5%*	*10,6%*
Amortyzacja	42	194	306	449	563	591	622	652	683	713	
Stopa inwestycji netto	**-21%**	**228,8%**	**134,0%**	**86,0%**	**7,0%**	**7,4%**	**6,5%**	**6,2%**	**5,9%**	**5,5%**	
Średnia ważona z lat analizy	*-21%*	*104,1%*	*181,4%*	*149,6%*	*113,9%*	*92,6%*	*48,2%*	*22,6%*	*6,6%*	*6,3%*	*4,8%*

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

Charakterystyka aktywności inwestycyjnej jednostki:
Średnie nakłady inwestycyjne netto w okresie prognozy 2012-2020 mają średnio kształtować się na poziomie 2 523 tys.PLN [dynamika ujemna: -69,8%]. Średnia stopa inwestycji brutto w okresie prognozy 2012-2020 wynosi 61,9% [dynamika ujemna: -94,5%]. Średnia stopa inwestycji netto w okresie prognozy 2012-2020 wynosi 54,1% [dynamika ujemna: -97,6%]. Jako podstawa do szacowania wartości bazowej, został uwzględniony wynik operacyjny z amortyzacją EBITDA [dla WGbrutto] i/lub pomniejszony o skorygowany podatek dochodowy [dla WGnetto]. Saldo przychodów i kosztów finansowych nie zostało uwzględnione. W przypadku stopy inwestycji netto średnia wartość tego wskaźnika przekracza poziom progowy 10%, co wskazuje na relatywnie wysoką kapitałochłonność biznesu i znaczące obciążenie rozwoju jednostki istotnymi wydatkami inwestycyjnymi. W planie finansowym jednostki zostały uwzględnione inwestycje celowe [poza tymi o charakterze modernizacyjno-odtworzeniowym] w łącznej kwocie nakładów netto o wartości 2 700 tys.PLN.



Plan finansowy uwzględnia nakłady związane z aktywnością inwestycyjną jednostki o charakterze odtworzeniowym i/lub modernizacyjnym.

Domyślnie wykres demonstruje wydatki inwestycyjne zidentyfikowane wg sprawozdania z przepływów pieniężnych. W przypadku braku danych dla określonych okresów obrotowych wydatki te są identyfikowane jako różnica stanu aktywów z określonego okresu obrotów

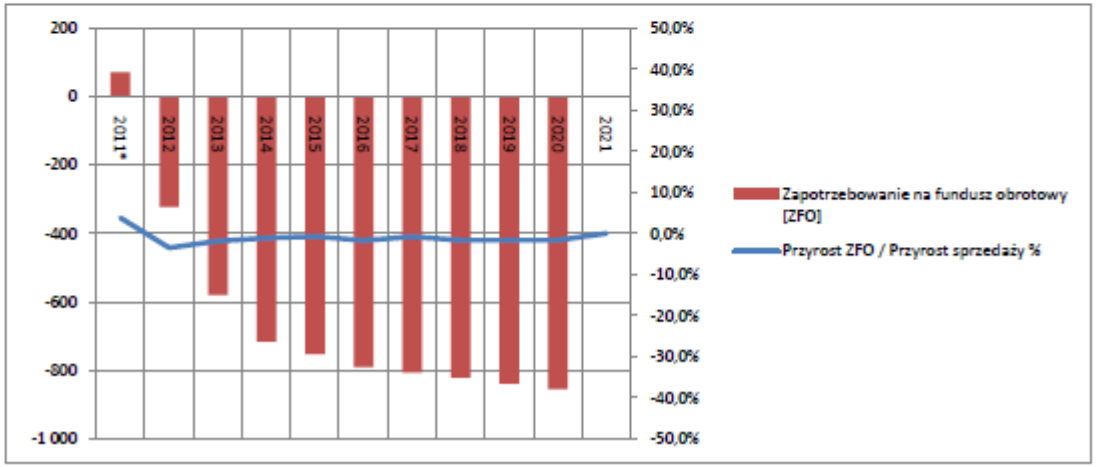
Stopa inwestycji netto jest wskaźnikiem reprezentującym poziom nakładów ponad roczny fundusz amortyzacji w jednostce. Zatem wykres demonstruje stan nadwyżki [lub niedoboru] nakładów inwestycyjnych ponad ten fundusz.

Skan 56: Prognoza zapotrzebowania na fundusz obrotowy dla Projektu 'MOPy'.

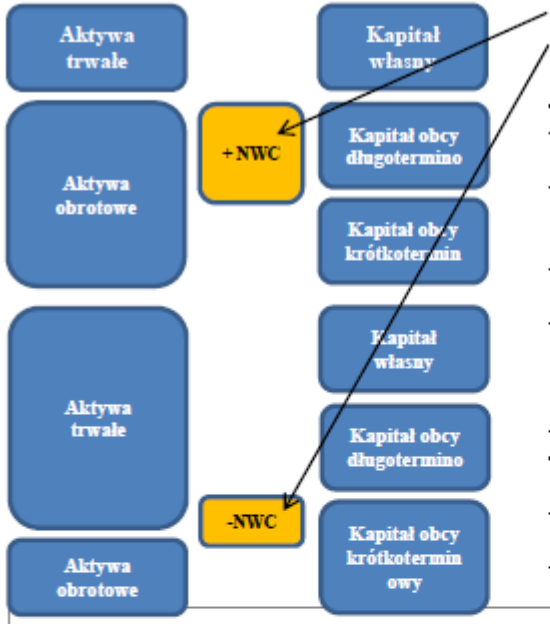
Przyrost funduszu obrotowego / tys.PLN	**2011***	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**
Przychody ze sprzedaży	1 856	13 128	26 881	38 744	43 945	46 174	48 129	49 091	50 073	51 075	
Przyrost sprzedaży	1 856	11 271	13 753	11 863	5 201	2 229	1 955	963	982	1 001	
Majątek obrotowy	**359**	**431**	**774**	**955**	**1 004**	**1 054**	**1 075**	**1 096**	**1 118**	**1 141**	
- Zapasy	103	269	484	597	627	659	672	685	699	713	
- Należności	*256*	*161*	*290*	*358*	*376*	*395*	*403*	*411*	*419*	*428*	
Zobowiązania krótkoterminowe	*289*	*753*	*1 354*	*1 671*	*1 756*	*1 844*	*1 881*	*1 919*	*1 957*	*1 996*	
- wartość bilansowa [bez pożyczek i kredytów]	289	753	1 354	1 671	1 756	1 844	1 881	1 919	1 957	1 996	
Zapotrzebowanie na fundusz obrotowy [ZFO]	*70*	*-323*	*-580*	*-716*	*-753*	*-790*	*-806*	*-822*	*-839*	*-855*	
- suma korekt kapitału obrotowego											
Zapotrzeb.na fundusz obrot. [ZFO] skorygowane	70	-323	-580	-716	-753	-790	-806	-822	-839	-855	
Przyrost ZFO	70	-393	-257	-136	-36	-38	-16	-16	-16	-17	855
Przyrost ZFO / Przyrost sprzedaży %	**4%**	**-3%**	**-2%**	**-1%**	**-1%**	**-2%**	**-1%**	**-2%**	**-2%**	**-2%**	
Średnia ważona z lat analizy		4%									

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

Dynamika zapotrzebowania na fundusz obrotowy [ZFO]: Średnia wartość zapotrzebowania na fundusz obrotowy [ZFO] w okresie prognozy 2012-2020 jest szacowana w wysokości -721 tys.PLN [dynamika zerowa lub bliska zeru]. Średnia wartość wskaźnika dynamiki zapotrzebowania na fundusz obrotowy w okresie prognozy 2012-2020 jest szacowana na -1,6% [dynamika zerowa lub bliska zeru]. Średnia wartość cyklu rotacji zapasów [planowana] to 5 dni [dynamika zerowa lub bliska zeru], średnia wartość cyklu rotacji należności ogółem to 3 dni [dynamika zerowa lub bliska zeru], cykl rotacji należności handlowych to 2 dni [dynamika zerowa lub bliska zeru], cykl rotacji zobowiązań ogółem to 15 dni [dynamika zerowa lub bliska zeru], cykl rotacji zobowiązań handlowych to 14 dni [dynamika zerowa lub bliska zeru], cykl rotacji zobowiązań nieoprocentowanych to 14 dni [dynamika zerowa lub bliska zeru]. Wszystkie cykle rotacji składników aktywów bieżących i zobowiązań zostały obliczone w odniesieniu do bazy sprzedaży netto.



Schematy struktury kapitału obrotowego [pracującego]:



Dodatni kapitał pracujący [+NWC]
Ujemny kapitał pracujący [-NWC]

Definicje:
NWC = Aktywa obrotowe - Zobowiązania krótkoterminowe
NWC = (Kapitał własny + Kapitał obcy długoterminowy) - Aktywa trwałe

Kapitał pracujący netto [NWC] *tys.PLN*

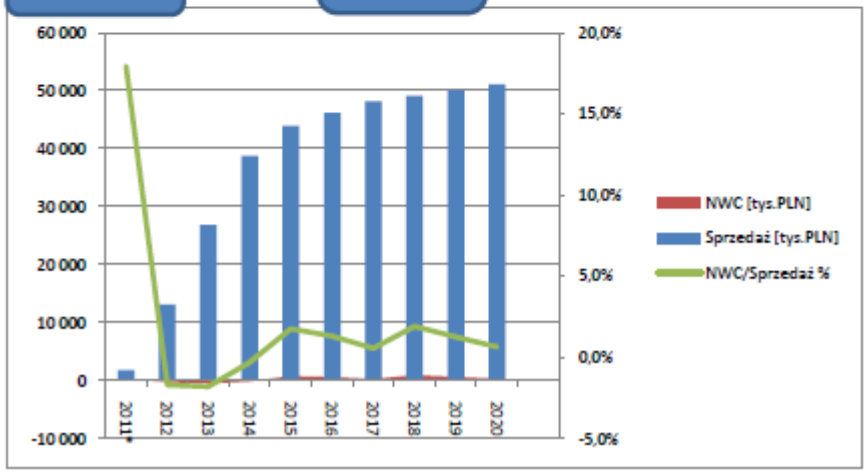
Okresy obrotowe	2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Aktywa trwałe	2 674	6 534	11 975	17 743	24 263	32 890	42 490	51 059	60 600
Aktywa obrotowe	1 243	531	874	1 552	2 535	2 453	2 149	2 862	2 588
Kapitał własny	3 007	10 365	17 242	23 340	26 125	34 719	43 979	53 225	62 454
Kapitały obce długoterminowe									
Kapitały obce krótkoterminowe	910	753	1 354	1 671	1 756	1 844	1 881	1 919	1 957
Kapitał obrotowy netto NWC [1]*	333	-223	-480	-119	778	609	268	944	632
Kapitał obrotowy netto NWC [2]**	333	3 831	5 267	5 597	1 862	1 828	1 489	2 166	1 854

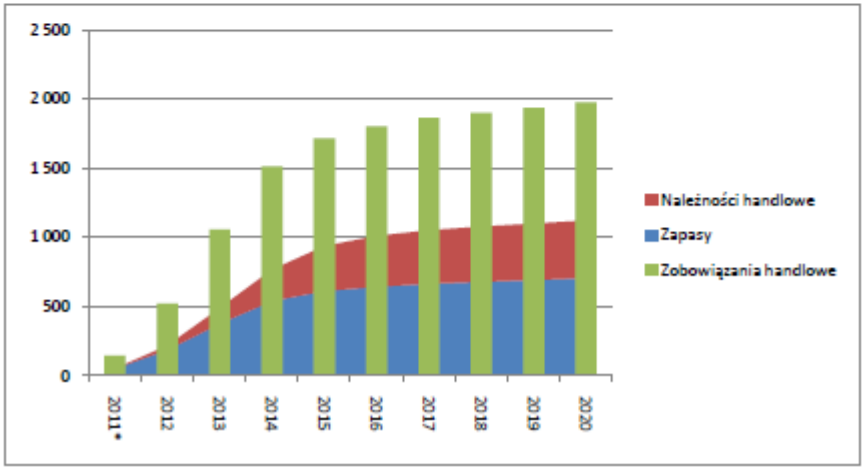
**) NWC = Aktywa obrotowe - Zobowiązania krótkoterminowe*
***) NWC = (Kapitał własny + Kapitał obcy długoterminowy) - Aktywa trwałe*

Kapitał pracujący netto/sprzedaż *tys.PLN*

Okresy obrotowe	2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Kapitał obrotowy netto NWC	333	-223	-480	-119	778	609	268	944	632
Sprzedaż		1 856	13 128	26 881	38 744	43 945	46 174	48 129	49 091
NWC/sprzedaż %		*-12,0%*	*-3,7%*	*-0,4%*	*2,0%*	*1,4%*	*0,6%*	*2,0%*	*1,3%*
Wskaźnik średni		*-6,0%*	*-5,2%*	*-4,0%*	*-2,8%*	*-2,1%*	*-1,7%*	*-1,3%*	*-1,0%*

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne





Skan 57: Prognoza przepływów pieniężnych dla projektu 'MOPy'.

Przepływy pieniężne / tys.PLN	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
STRUMIEŃ OPERACYJNY											
EBIT	252	2 083	5 015	7 566	9 158	10 443	11 430	11 414	11 392	11 365	
Zysk/strata ze zbycia nie finansowych aktywów trwałych											
Amortyzacja	42	194	306	449	563	591	622	652	683	713	
Zyski/straty nadzwyczajne											
Źródła operacyjne brutto	294	2 276	5 321	8 015	9 721	11 034	12 051	12 066	12 075	12 078	
Podatek dochodowy	-45	-393	-953	-1 437	-1 740	-1 984	-2 172	-2 169	-2 165	-2 159	
Inne obowiązkowe odpisy z zysku											
Źódła operacyjne netto	249	1 884	4 368	6 577	7 981	9 050	9 880	9 897	9 911	9 919	
RUCH KAPITAŁU OBROTOWEGO											
Zmiana stanu zapasów	-103	-166	-215	-113	-30	-31	-13	-13	-14	-14	
Zmiana stanu należności krótkoterminowych	-256	94	-129	-68	-18	-19	-8	-8	-8	-8	
Zmiana RMK											
Zmiana stanu rezerw na zobowiązania											
Zmiana zobowiązań (bez pożyczek i kredytów)	289	465	601	317	85	88	37	38	38	39	
Ruch kapitału obrotowego razem	-70	393	257	136	36	38	16	16	16	17	
Środki z działalności operacyjnej	**179**	**2 277**	**4 625**	**6 713**	**8 018**	**9 087**	**9 896**	**9 914**	**9 927**	**9 936**	
STRUMIEŃ INWESTYCYJNY											
Zmiana stanu WNiP											
Zmiana stanu rzeczowych aktywów trwałych	-2 716	-4 054	-5 747	-5 717	-1 083	-1 219	-1 221	-1 222	-1 223	-1 223	
Zysk/strata ze zbycia nie finansowych aktywów trwałych											
Zmiana stanu inwestycji długoterminowych											
Zmiana stanu należności długoterminowych				-500	-2 500	-12 000	-9 000	-8 000	-9 000	-9 000	
Przychody finansowe											
Środki z działalności inwestycyjnej	**-2 716**	**-4 054**	**-5 747**	**-6 217**	**-3 583**	**-13 219**	**-10 221**	**-9 222**	**-10 223**	**-10 223**	
STRUMIEŃ FINANSOWY											
Zmiana kapitałów własnych [bez wyniku finansowego]	2 816	5 684	2 815	-31	-4 633	135	2	1	1	0	
Zmiana stanu zobowiązań długoterminowych											
Zmiana stanu kredytów i pożyczek krótkoterminowych	621										
Zmiana inwestycji krótkoterminowych [bez środków płynnych]											
Koszty finansowe	-16	-16									
Środki z działalności finansowej	**3 421**	**5 668**	**2 815**	**-31**	**-4 633**	**135**	**2**	**1**	**1**	**0**	
Zmiana stanu środków pieniężnych netto	884	3 891	1 693	466	-199	-3 996	-323	693	-295	-287	
Środki pieniężne na początek roku obrotowego		884	100	100	597	5 031	900	575	1 266	970	
Środki pieniężne na koniec roku obrotowego	884	4 775	1 793	566	398	1 035	576	1 267	971	683	

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

Skan 58: Zasady wyceny ekonomicznej Projektu 'MOPy'.

$$NPV = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{RV_{FCF}}{(1+WACC_n)^n}$$

NPV - wartość zaktualizowana netto z projektu
FCF_t - wolne strumienie pieniężne w roku t
RV_{FCF} - wartość rezydualna przepływów FCF
$WACC_t$ - średni ważony koszt kapitału w roku t
t - nr okresu obrotowego [roku]
n - liczba okresów obrotowych [lat] prognozy

$$B/C = \frac{\sum_{t=0}^{n} \frac{CIF_t}{(1+WACC_t)^t}}{\sum_{t=0}^{n} \frac{COF_t}{(1+WACC_t)^t}}$$

B/C - stopa przychody-koszty [indeks zyskowności]
CIF_t - wpływy gotówkowe do projektu
COF_t - wypływy gotówkowe z projektu
$WACC_t$ - średni ważony koszt kapitału w roku t
t - nr okresu obrotowego [roku]
n - liczba okresów obrotowych [lat] prognozy

$$\sum_{t=0}^{n} \frac{CIF_t}{(1+IRR)^t} = 0 \qquad \sum_{t=0}^{n} \frac{COF_t}{(1+WACC_t)^t} = \frac{\sum_{t=0}^{n} CIF_t \times (1+WACC_t)^{n-t}}{(1+MIRR)^n}$$

IRR - wewnętrzna stopa zwrotu z projektu po opodatkowaniu
MIRR - zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu z projektu po opodatkowaniu
CIF_t - wpływy gotówkowe do projektu
COF_t - wypływy gotówkowe z projektu
$WACC_t$ - średni ważony koszt kapitału w roku t
t - nr okresu obrotowego [roku]
n - liczba okresów obrotowych [lat] prognozy

$$PB = \sum_{t=0}^{n} \frac{INV_t - FCF_{OP_t}}{(1+WACC_t)^t}$$

PB - dyskontowy okres zwrotu [Payback]
INV_t - nakłady inwestycyjne w roku t
FCF_{OPt} - przepływy operacyjne w roku t
$WACC_t$ - średni ważony koszt kapitału w roku t

B/C [Benefits-Costs Rate, stopa przychody-koszty] - wskaźnik oddający iloraz zdyskontowanych wpływów do zdyskontowanych wypływów gotówkowych w ramach projektu. Stanowi modyfikację formuły NPV i dodatkowo - poza oceną opłacalności finansowej projektu - pozwala na ocenę stopnia jego wrażliwości. Warunek opłacalności: B/C > 1 [także B/C = 1].

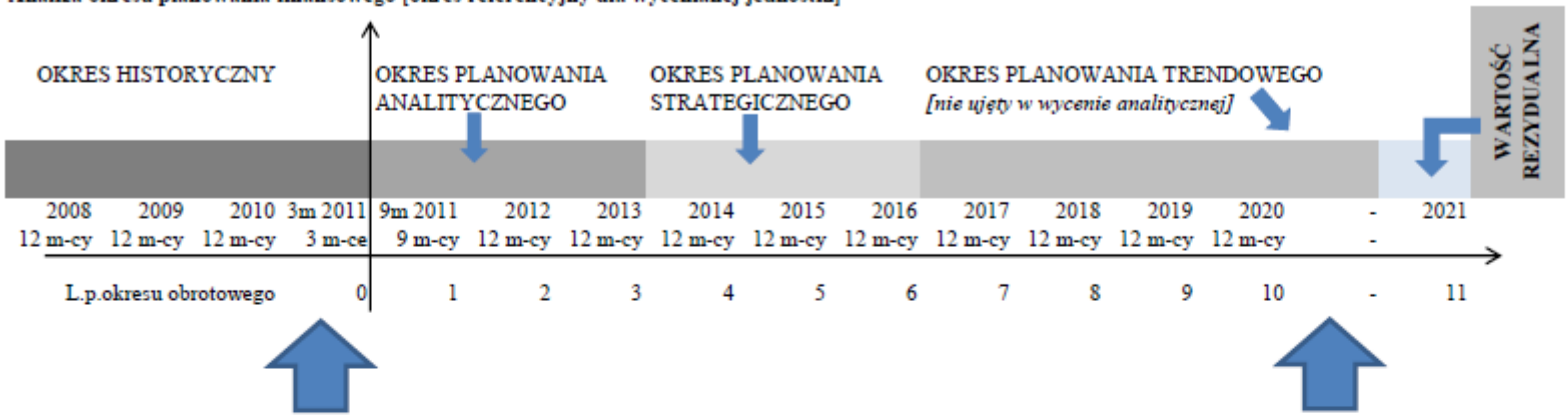
PB [Payback, dyskontowy okres zwrotu] - wskaźnik dyskontowy wyrażony długością okresu realizacji projektu inwestycyjnego w latach. Jest to okres, po którym zdyskontowana wartość strumienia operacyjnego przepływów gotówkowych zrównoważy zdyskontowaną wartość nakładów inwestycyjnych. Warunek opłacalności: PB nie powinno przekroczyć zakładanego przez inwestora okresu, przy czym okres ten najczęściej jest odnoszony do uwarunkowań i statystyk branżowych.

IRR [Internal Rate of Return, wewnętrzna stopa zwrotu] - wskaźnik dyskontowy wyrażony w %, określa wartość stopy zwrotu projektu z nakładów inwestycyjnych. Jest też interpretowany, jako maksymalna stopa dyskontowa, przy której wskaźnik NPV = 0. Warunek opłacalności: IRR > WACC [także IRR = WACC]. Wskaźnik metodologicznie wadliwy, bowiem jest szacowany przy założeniu, że zyski z projektu będą reinwestowane przy takiej samej stopie zwrotu, jak IRR [co w ujęciu ogólnym nie jest możliwe]. Dlatego jest zastępowany formułą MIRR [Modified Internal Rate of Return, zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu]. w której ten mankament usunięto. IRR jest ciągle stosowany z uwagi na swoją prostotę i łatwość interpretacyjną [stąd jego duża popularność].

NPV [Net Present Value, wartość zaktualizowana netto] - wskaźnik dyskontowy wyrażony w jedn.pieniężnych, określa zdyskontowaną nadwyżkę wpływów gotówkowych nad wypływami. Jego dodatnia wartość potwierdza finansową opłacalność projektu inwestycyjnego. Warunek opłacalności: NPV > 0 [także NPV = 0]. Wskaźnik NPV występuje w kilku odmianach:
- NPV z projektu przed opodatkowaniem [tzw. ekonomiczna NPV, stosowana np. przy projektach dotowanych, społecznych, ekologicznych];
- NPV z projektu po opodatkowaniu [najczęściej szacowana NPV, utożsamiana z wyceną wartości biznesu];
- NPV z kapitału własnego [odniesiony wyłącznie do zaangażowania kapitałowego inwestora];
- NPV z dywidend [weryfikuje pokrycie zaangażowania kapitałowego inwestora przez zdyskontowane dywidendy].
Pozostałe wskaźniki dyskontowe [IRR, PIRR, B/C, PB] są najczęściej liczone dla wariantu przepływów charakteryzującego wskaźnik NPV z projektu po opodatkowaniu. Najbardziej uniwersalne znaczenie w kontekście oceny opłacalności projektu inwestycyjnego oraz jednocześnie jego wyceny dochodowej ma wskaźnik NPV z projektu po opodatkowaniu.

Skan 59: Szacowanie okresu dyskontowego Projektu 'MOPy' i lokalizacja wartości rezydualnej na osi czasu.

Analiza okresu planowania finansowego [okres referencyjny dla wycenianej jednostki]



Oficjalne dane ekonomiczne na podstawie kompletu sprawozdań finansowych nie są dostępne, dostępne także informacje dodatkowe (poza sprawozdaniami)]. Brak wyników historycznych jednostki. Interpretacja trendów ukształtowanych przez wyniki historyczne jest tym samym nierealna, a proces wykorzystanie analizy finansowej do planowania finansowego i wyceny wartości godziwej jednostki i/lub jej aktywów wymaga uwzględnienia wielu założeń, nie związanych z faktycznie uzyskiwanymi dotychczas wynikami finansowymi. Datą odniesienia analizy finansowej zawartej w niniejszym raporcie jest: 31.03.2011. Analizę przeprowadzono na podstawie danych analitycznych dostępnych na ten dzień [z zastrzeżeniem uwzględnienia tych zdarzeń występujących po dniu bilansowym, które wg oceny autora raportu miały istotny wpływ na sytuację ekonomiczną przedsiębiorstwa]. Wycena winna być oparta na weryfikowalnych przesłankach [możliwość przypisania zysków do działalności gospodarczej]. W przypadku analizowanego przedsiębiorstwa istnieje możliwość identyfikacji przychodów i kosztów operacyjnych [na podstawie danych analitycznych jednostki]. Zatem jednostka może być wyceniana w podejściu dochodowym.

Jednostka przedłożyła plan finansowy dotyczący perspektyw działalności. Plan ten dotyczy okresu 5-letniego. Zatem prognoza własna jednostki obejmuje lata: 2011-2015. Rekomendowana długość prognozy finansowej dla potrzeb wyceny wynosi 10 lat. Przesłanki do akceptacji takiego okresu planowania to głównie ograniczenie wpływu na wynik wyceny potencjalnej wartości rezydualnej oraz przyjęty pogląd, iż dopuszcza się okres ekonomicznej amortyzacji reputacji jednostki w okresie do 10 lat. W procesie wyceny jednostki została uwzględniona wartość rezydualna. Przemawia za nią ocena potencjału przedsiębiorstwa, który zdaniem autora/autorów wyceny uzasadnia kalkulację ekonomicznych korzyści wynikających z działalności przedsiębiorstwa, wykraczających znacząco poza przyjęty okres referencyjny. Tym samym brak uwzględnienia tej wartości stanowiłby istotne uszczuplenie potencjału ekonomicznego jednostki. Szacowanie wartości rezydualnej zostało oparte na modelu kalkulacyjnym f-my McKinsey, uwzględniającym wpływ perspektywicznych nakładów inwestycyjnych w sferze rozwojowej na docelową wartość jednostki [mowa tu o nakładach ponoszonych ponad standardowe odtworzenie aktywów trwałych]. Model ten - w zależności od przyjętych parametrów brzegowych - dopuszcza istotne ograniczenie wartości rezydualnej, nawet w warunkach jej generalnej akceptacji. Wartość rezydualna została uwzględniona według modelu 'n+1', czyli w roku 2021.

Skan 60: Analiza możliwych do zastosowania formuł wartości rezydualnej dla Projektu 'MOPy'..

Formuła zdyskontowanych przepływów pieniężnych [DCF]:

$$NPV = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{RV_{FCF}}{(1+WACC_n)^n}$$

Formuły polecane do zastosowania

$$RV_{FCF} = \frac{FCF_n}{WACC_n - g_{FCF}}$$

RV_{FCF} -	*wartość rezydualna przepływów FCF*	37 700 tys.PLN
FCF_n -	*wolne strumienie pieniężne w roku n*	7 879 tys.PLN
$WACC_n$ -	*średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa w roku n*	11,53%
g_{FCF} -	*średni wzrost przepływów FCF po okresie prognozy*	-9,4%

$$RV_{NOPLAT} = \frac{NOPLAT_n}{WACC_n - g_{NOPLAT}}$$

RV_{NOPLAT} -	*wartość rezydualna zysków NOPLAT*	78 706 tys.PLN
$NOPLAT_n$ -	*zysk operacyjny po opodatkowaniu w roku n*	9 226 tys.PLN
$WACC_n$ -	*średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa w roku n*	11,53%
g_{NOPLAT} -	*średni wzrost zysków NOPLAT po okresie prognozy*	-0,2%

$$RV_{FCF} = \frac{FCF_n \times \left(1 - g_{FCF}/ROIC\right)}{WACC_n - g_{FCF}}$$

RV_{FCF} -	*wartość rezydualna zysków NOPLAT*	20 039 tys.PLN
FCF_n -	*wolne strumienie pieniężne w roku n*	7 879 tys.PLN
$WACC_n$ -	*średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa w roku n*	11,53%
$ROIC$ -	*zwrot z kapitału zainwestowanego*	19,99%
g_{FCF} -	*średni wzrost przepływów FCF po okresie prognozy*	-9,4%

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

RV_{NOPLAT} -	*wartość rezydualna zysków NOPLAT*	77 958 tys.PLN
$NOPLAT_n$ -	*zysk operacyjny po opodatkowaniu w roku n*	9 226 tys.PLN
$WACC_n$ -	*średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa w roku n*	11,53%
$ROIC$ -	*zwrot z kapitału zainwestowanego*	19,99%
g_{NOPLAT} -	*średni wzrost zysków NOPLAT po okresie prognozy*	-0,2%

Rekomendowana formuła szacowania wartości rezydualnej [RV] to wzór f-my McKinsey, uwzględniający zysk operacyjny po opodatkowaniu [NOPLAT]. Wartość RV projektu wg tej formuły wynosi 77 958 tys.PLN, co stanowi wartość większą o 289,0% od wyniku formuły opartej na przepływach FCF, a jednocześnie stanowi wartość większą o 1,0% od wyniku formuły prostej renty wiecznej opartej na zyskach Uzyskany rezultat jest aktualny dla średniej wartości zysku operacyjnego po opodatkowaniu NOPLAT = 9 226 tys.PLN, wartości średniego ważonego kosztu kapitału WACC = 11,53%, stopy zwrotu kapitału zainwestowanego ROIC = 19,99% i przyjętej dynamiki po okresie prognozy g = -0,2%. Wszystkie wartości składowe formuły zostały oparte na średnich z 3 ostatnich lat planu finansowego.

Wartość rezydualna [RV - Residual Value] jest utożsamiana z wartością tych przepływów gotówkowych [lub zysków], które nie są już objęte prognozą finansową w ramach analityk finansowej projektu. Zatem RV dotyczy tylko tych przedsięwzięć, dla których z założenia nie można zdefiniować wyraźnego terminu zakończenia i teoretycznie mogą być one realizowane trwale [np. projekty deweloperskie]. W zasadzie każdy projekt, w wyniku którego ma powstać biznes nieograniczony czasowo w sensie funkcjonalnym, może być rozpatrywany w kategorii przedsięwzięcia o niezdefiniowanym końcu. W tym miejscu zademonstrowane zostały najpopularniejsze formuły, określające wartość rezydualną w oparciu o wolne przepływy gotówkowe lub zyski i została oszacowana ich wartość z uwzględnieniem konkretnych parametrów finansowych analizowanego projektu inwestycyjnego. Porównanie tych formuł wskazuje, jak istotne różnice pomiędzy nimi mogą występować w ramach tego samego przedsięwzięcia.
Wobec wartości merytorycznej i złożoności samych podstawowych założeń proste formuły renty wiecznej [zademonstrowane po prawej stronie] powinny zostać odrzucone na rzecz formuły, opracowanej i opublikowanej przez pracowników f-my konsultingowej McKinsey [USA] [m.in. w Polsce opisanej w pozycji 'Wycena firmy: mierzenie wartości przedsiębiorstwa', Koller, Murrin]. Formuła ta niweluje istotne mankamenty merytoryczne prostej renty wiecznej, w szczególności uwzględnia konieczność ponoszenia dla efektu uzyskania wzrostu przepływów lub zysków nowych nakładów inwestycyjnych o charakterze rozwojowym w trakcie realizacji projektu [a nie tylko odtworzeniowych].

Skan 61: Szacowanie kosztu kapitału dla Projektu 'MOPy'.

Potencjał dziedziny [sektora]

Kryteria oceny	Skala oceny potencjału 0,0	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	Ocena
Przewidywana stopa wzrostu		< 2%		2-8%		> 8%		1,5
Udział liderów w rynku		> 60%		30-60%		< 30%		3,0
Zmienność technologii		częste zmiany		cykl 5 lat		cykl > 5 lat		2,5
Ryzyko substytucji		wysokie		średnie		niskie		1,0
Bariery wejścia		słabe		średnie		silne		2,5
Poziom cen		wojna cenowa		wysoka elastyczność		duży margines swobody		0,5
Marża zysku		niska		średnia		wysoka		1,5
Źródła wartości dodanej		typowe		know-how		wyjątkowe atuty		2,0
Pewność zaopatrzenia		niepewne		niestabilne		pewne		3,0
Sezonowość sprzedaży		wysoka		średnia		niska		2,5
Szanse opan. nowych umiejętności		małe		możliwe		duże		0,5
Maksymalna nota	33,0						**Suma**	**20,5**
Nota określona dla sektora	**20,5**	**62% udziału w ocenie max**						

Źródło: opracowanie własne na podstawie koncepcji opisanej w „STRATEGOR – Strategie, structure, decision, identité. Politique générale d'entreprise", 2e edition, InterEditions, Paris 1993.

Skala procentowa oceny stopnia atrakcyjności rynku:

Zakres oceny:	*min*	*max*
Sektor nieatrakcyjny	*0%*	*30%*
Ograniczona atrakcyjność	*31%*	*45%*
Umiarkowana atrakcyjność	*46%*	*65%*
Sektor atrakcyjny	*66%*	*80%*
Sektor bardzo atrakcyjny	*81%*	*100%*

Proponowana ocena wartości dziedziny [sektora] wg przyjętego kryterium = 62% [punkty przyznane: 20,5 na 33 punkty możliwe - Umiarkowana atrakcyjność. Najwyższa przyznana nota - 3, najniższa przyznana nota - 0,5; liczba ocen maksymalnych - 2, liczba ocen minimalnych - 2].

Wskaźnik beta dla oszacowanego potencjału sektora został określony na 0,86.

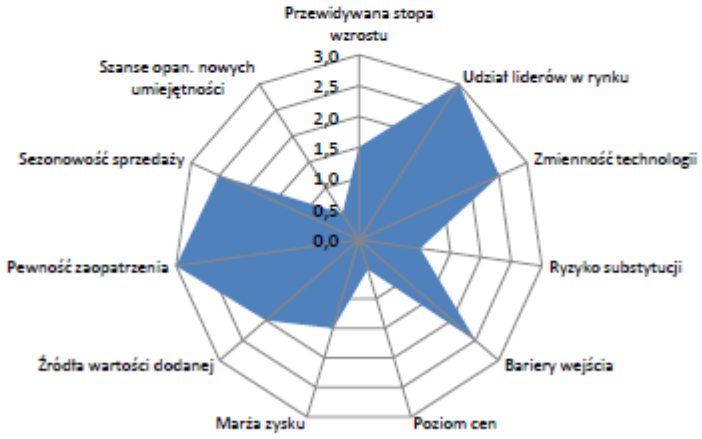
Zaakceptowany wskaźnik beta dla oszacowania korporacyjnego kosztu kapitału wynosi 0,86.

Sektory:	Wagi:	Beta:
Retail/Wholesale Food	1,00	0,62
Restaurant	1,00	1,14
R.E.I.T.	1,00	0,96
Food Processing	1,00	0,69
-		
-		
-		
Wartość średnia ważona		0,85
Wartość sugerowana z zakresu		0,85
Wsk.modelowy		0,86
Wsk.rekomendowany		**0,86**

Rekomendowany wskaźnik beta określony jako odpowiednik wartości średniej wskaźnika branżowego i wskaźnika modelowego.

Ocena potencjału dziedziny [sektora] została przeprowadzona na podstawie konsultacji z przedstawicielami jednostki. Zasadnicze znaczenie z uwagi na wpływ tej oceny na koszt kapitału przedsiębiorstwa i przedmiotu wyceny posiada wymiar procentowego wyniku pomiaru potencjału sektora. Określenia słowne skali atrakcyjności sektora lub jej braku jest kwestią subiektywną. Ocena wartości dziedziny [sektora] jest pośrednim modelem szacowania atrakcyjności inwestycyjnej branży jako takiej. Ocenę potencjału sektora [branży] zastosowano w raporcie do szacowania perspektyw jej rozwoju. Wynik oceny jest brany pod uwagę przy szacowaniu korporacyjnego kosztu kapitału.

Wskaźniki beta nielewarowane wg rankingu sektorów [web: www.pages.stern.nyu.edu, styczeń 2011].



Korporacyjny wskaźnik kosztu kapitału własnego β

Wyznaczenie β_{VS} oparte jest na funkcji liniowej wiążącej ten parametr z pomiarem potencjału sektora V_S:			
Funkcja liniowa opisana formułą ogólną:	y = ax + b		
Funkcja liniowa dostosowana do prezentowanej koncepcji:	β_{VS} = aP + b		
Parametry a i b wyznaczają graniczne wartości wskaźnika β z modelu CAPM dla warunków polskiego rynku kapitałowego:			
- dla potencjału P = 100% parametr beta [Vs] wynosi	0,28	stąd	a = -1,54
- dla potencjału P = 0% parametr beta [Vs] wynosi	1,82	stąd	b = 1,82
Funkcja bazowa przyjmuje postać:	beta [Vs] = -1,54x + 1,82		

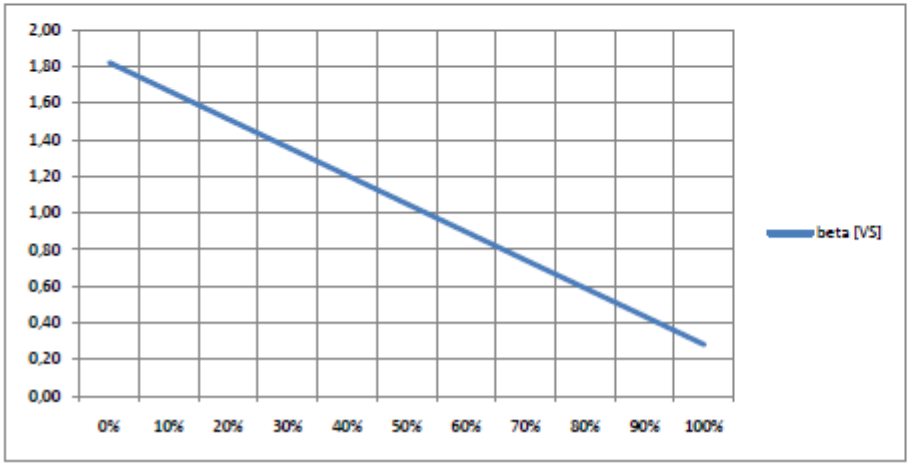
Przesłanki ekonomiczne wskazują na zasadność przyjęcia wskaźnika beta (VS) na poziomie 0,86. Wartość tę obliczono dla zakresu rynkowego krajowego ryzyka branżowego [wskaźnik beta na rynku kapitałowym] od 0,28 do 1,82.

Źródło: opracowanie własne

P =		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
β_{VS} =	1,82	1,67	1,51	1,36	1,20	1,05	0,90	0,74	0,59	0,43	0,28

Dla V_S = 62%	β_{V_S} = 0,86

Wartość zaakceptowana:	β_{VS} = 0,86



Kwantyfikacja prawdopodobieństwa wystąpienia zdarzeń:

Pewność zdarzenia	Prawdopodobieństwo wystąpienia % od …	… do
Zupełnie niemożliwe		
Nadzwyczajnie nieprawdopodobne	1%	10%
Bardzo nieprawdopodobne	5%	20%
Prawie nieprawdopodobne	10%	30%
Nieprawdopodobne	20%	40%
Mimo wszystko możliwe	30%	50%
Całkiem możliwe	40%	60%
Bardzo możliwe	50%	70%
Prawie prawdopodobne	60%	80%
Prawdopodobne	70%	90%
Bardzo prawdopodobne	80%	95%
Nadzwyczajnie prawdopodobne	90%	99%
Całkowicie pewne		100%

Źródło: W.Krelle / Preferenz- und Entscheidungstheorie, Tuebingen 1968

Ekwiwalent ryzyka dla wartości rezydualnej: pewność = 50%, zatem ryzyko wynosi 50%:

50%

Ekwiwalent ryzyka dla prognozy finansowej: pewność = 70%, zatem ryzyko wynosi 30%:

70%

Ocena ryzyka projektu jest oparta na matrycy prawdopodobieństwa i odniesiona zasadniczo do oceny możliwości zrealizowania zakładanych w prognozie finansowej zysków na sprzedaży produktów i usług. Wskaźnik ryzyka może być zatem utożsamiany z klasycznym wskaźnikiem niepewności prognoz finansowych [ekwiwalentem ryzyka, równoważnikiem pewności], stosowanym w metodach wyceny przedsiębiorstw. W tym przypadku zastosowanie tego wskaźnika uwzględnia dodatkowe ryzyka związane z utrzymaniem potencjału marketingowego projektu, który został oceniony częściowo na podstawie wyników historycznych, a częściowo na bazie rezultatów prognozowanych.

Działalność jednostki dotyczy sektora 'Restauracje i inne stałe placówki gastronomiczne'. Rekomendowana długość okresy referencyjnego to 10 lat, a więc relatywnie jest to długi okres prognozy [co wpływa na zwiększenie ryzyka przewidywania perspektyw rozwoju jednostki i/lub jej składników WNiP]. Rekomendowana skala ryzyka w odniesieniu do podstawowej adekwatnej prognozy sprzedaży produktów i usług została oszacowana na 10%. Przedział ryzyka powyżej 15% należy już uznawać za stan podwyższony. W procesie wyceny marki nie została uwzględniona wartość rezydualna. Jest to wyraz oceny ryzyka perspektyw rozwoju jednostki i/lub jej składników WNiP w przyszłości wobec skali niepewności, co do kształtowania się potencjalnych zysków, wynikających z jej potencjału [niepewne perspektywy rynkowe, skala konkurencji, ryzyko dekoniunktury sektora itp.].

Kalkulacja współczynnika beta z uwzględnieniem zwiększonego ryzyka projektu:

$$\beta = \beta_{Vs} \times \beta_R$$

1,11

0,86

1,30

W wyniku przyjętych założeń wskaźnik beta dla kosztu kapitału marki został zaakceptowany w wysokości 1,11.

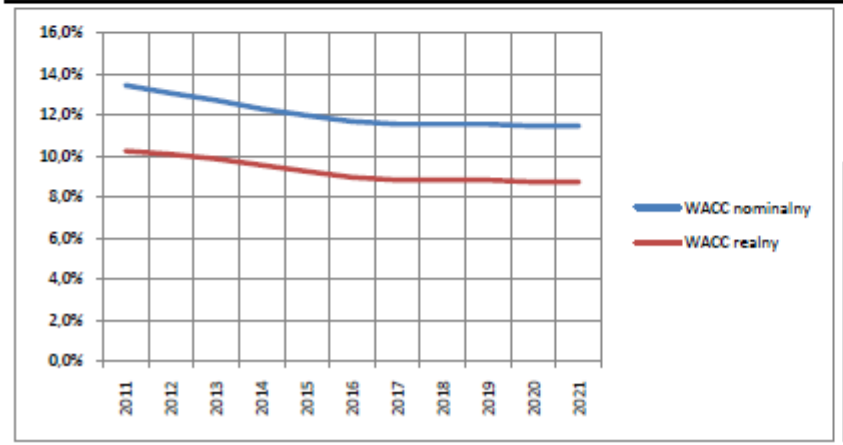
Model CAPM [Capital Assets Pricing Model]:

Lata prognozy	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
L.p.roku prognozy	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Koszt kapitału własnego	**13,45%**	**13,07%**	**12,73%**	**12,30%**	**11,99%**	**11,70%**	**11,57%**	**11,57%**	**11,57%**	**11,47%**	**11,47%**
- stopa inwest.bez ryzyka [obligacje 10-letnie]	6,22%	6,20%	6,20%	6,10%	6,10%	6,10%	6,00%	6,00%	6,00%	5,90%	5,90%
- premia za ryzyko [ryzyko kraju]	6,50%	6,18%	5,87%	5,57%	5,29%	5,03%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
- β [wsp.ryzyka branżowego]	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11
Koszt kapitałów obcych [wartość średnia]	**8,42%**	**8,41%**	**8,41%**	**8,22%**	**8,22%**	**8,22%**	**8,04%**	**8,04%**	**8,04%**	**7,85%**	**7,85%**
- stopa depozyt.międzybank. (WIBOR 6 m-cy [PLN])	4,51%	4,50%	4,50%	4,43%	4,43%	4,43%	4,35%	4,35%	4,35%	4,28%	4,28%
- premia za kapitał obcy [np.marża banku]	3,60%	3,60%	3,60%	3,50%	3,50%	3,50%	3,40%	3,40%	3,40%	3,30%	3,30%
- częstotliwość kapitalizacji odsetek	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Wskaźnik zadłużenia											
- udział kapitału własnego %	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Stopa podatkowa %	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Średni ważony koszt kapitału korporac. [WACC]	**13,45%**	**13,07%**	**12,73%**	**12,30%**	**11,99%**	**11,70%**	**11,57%**	**11,57%**	**11,57%**	**11,47%**	**11,47%**
- wskaźnik inflacji średniorocznej	2,90%	2,70%	2,60%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Wartości realne	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Koszt kapitału własnego	10,25%	10,10%	9,87%	9,56%	9,26%	8,97%	8,84%	8,84%	8,84%	8,75%	8,75%
Koszt długu	5,36%	5,56%	5,66%	5,58%	5,58%	5,58%	5,40%	5,40%	5,40%	5,22%	5,22%
Udział kapitału obcego %											
Średni ważony koszt kapitału korporac. [WACC]	**10,25%**	**10,10%**	**9,87%**	**9,56%**	**9,26%**	**8,97%**	**8,84%**	**8,84%**	**8,84%**	**8,75%**	**8,75%**

Nominalna średnia geometryczna średniego ważonego kosztu kapitału [WACC] w latach 2011-2020 - 12,12%

Realna średnia geometryczna średniego ważonego kosztu kapitału [WACC] w latach 2011-2020 - 9,32%

Źródło: opracowanie własne



Koszt kapitału dla przedsiębiorstwa został oszacowany na podstawie modelu CAPM, przy zastosowaniu odniesień statystycznych do wskaźników takich, jak ryzyko kraju oraz zakres wskaźników β dla branż reprezentowanych na rynkach kapitałowych. Uwzględnienie wpływu kapitałów obcych poprzez wskaźnik zadłużenia [jeżeli dotyczy] jest związane z dostępem do informacji o wpływie tego zadłużenia na korporacyjny koszt kapitału. W przypadku braku takich informacji zakładany jest brak tego wpływu. Model CAPM został odniesiony do uwarunkowań kraju siedziby analizowanej jednostki gospodarczej.

Skan 62: Wycena Projektu 'MOPy' na podstawie parametru NPV.

Wartość zaktualizowana netto z projektu po opodatkowaniu
Wolne przepływy pieniężne [FCF] / tys.PLN

Okresy kalendarzowe	3m 2011	1kw/2012	1kw/2013	1kw/2014	1kw/2015	1kw/2016	1kw/2017	1kw/2018	1kw/2019	1kw/2020	1kw/2021	1kw/2022
L.p. okresu	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Strumień operacyjny		**616**	**2 657**	**5 295**	**7 152**	**8 281**	**9 359**	**9 901**	**9 918**	**9 930**	**7 456**	
+/- wynik operacyjny skoryg.przed opodatk.[EBIT]		408	2 239	4 696	6 531	7 674	8 723	9 256	9 242	9 223	6 903	
+ amortyzacja		84	219	342	485	570	599	629	660	690	537	
+/- zmiana kapitału obrotowego		124	199	257	136	36	38	16	16	16	17	
w tym: +/- zmiana stanu zapasów		-103	-166	-215	-113	-30	-31	-13	-13	-14	-14	
w tym: +/- zmiana stanu należności		-62	-100	-129	-68	-18	-19	-8	-8	-8	-8	
w tym: +/- zmiana st.zobow.krótkoterm.nieoproc.		289	465	601	317	85	88	37	38	38	39	
w tym: +/- zmiana st.rozl.międzyokre.												
+/- inne korekty												
+ dodatkowe korzyści operac./ - utracone korzyści operac.												
Strumień inwestycyjny	**-2 700**		**-4 054**	**-5 747**	**-5 717**	**-1 083**	**-1 219**	**-1 221**	**-1 222**	**-1 223**	**-1 223**	
Wpływy												
+ zbycie WNiP oraz rzeczowych akt.trw.												
+ zbycie inwestycji w nieruchomości oraz WNiP												
+ inne wpływy inwestycyjne												
+ dodatkowe korzyści inwestycyjne												
Wypływy	**-2 700**		**-4 054**	**-5 747**	**-5 717**	**-1 083**	**-1 219**	**-1 221**	**-1 222**	**-1 223**	**-1 223**	
- nabycie WNiP oraz rzecz.akt.trw.	-2 700		-4 054	-5 747	-5 717	-1 083	-1 219	-1 221	-1 222	-1 223	-1 223	
- inwestycje w nieruchomości oraz WNiP												
- inne wydatki inwestycyjne												
- utracone korzyści inwestycyjne												
Wolne przepływy pieniężne	**-2 700**	**616**	**-1 397**	**-452**	**1 435**	**7 197**	**8 141**	**8 680**	**8 696**	**8 707**	**6 233**	
+/- Wartość rezydualna												48 002
Dodatkowe korekty												
Razem wolne przepł.pieniężne + wart.rezydualna + korel	**-2 700**	**616**	**-1 397**	**-452**	**1 435**	**7 197**	**8 141**	**8 680**	**8 696**	**8 707**	**6 233**	**48 002**
Stopa dyskont. [WACC]	13,45%	13,45%	13,07%	12,73%	12,30%	11,99%	11,70%	11,57%	11,57%	11,57%	11,47%	11,47%
Stopa dyskontowa dla wartości rezydualnej												12,39%
Formuła przeliczeniowa stóp dyskontowych	**$(1+R)^n$ = WACC + 1**	gdzie: R - stopa dyskontowa odniesiona do okresu obrotowego; WACC - średni ważony koszt kapitału w skali rocznej										
Ilość miesięcy okresu obrotowego	3	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Mnożnik ilości miesięcy okresu obrotowego		1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Stopa dyskontowa skorygowana	13,45%	13,45%	13,07%	12,73%	12,30%	11,99%	11,70%	11,57%	11,57%	11,57%	11,47%	11,47%
Współczynnik dyskontowy dla okresu obrotowego	1,0000	0,8814	0,7795	0,6915	0,6157	0,5498	0,4922	0,4412	0,3955	0,3545	0,3180	0,2853
Wartość bieżąca strumieni pieniężnych	-2 700	543	-1 089	-313	884	3 957	4 007	3 830	3 439	3 086	1 982	13 695
Wartość bieżąca str.pieniężnych - salda skumulowane	-2 700	-2 157	-3 246	-3 558	-2 675	1 282	5 289	9 119	12 558	15 644	17 626	31 321

Źródło: opracowanie własne

Skan 63: Zestawienie wyników wyceny Projektu 'MOPy'.

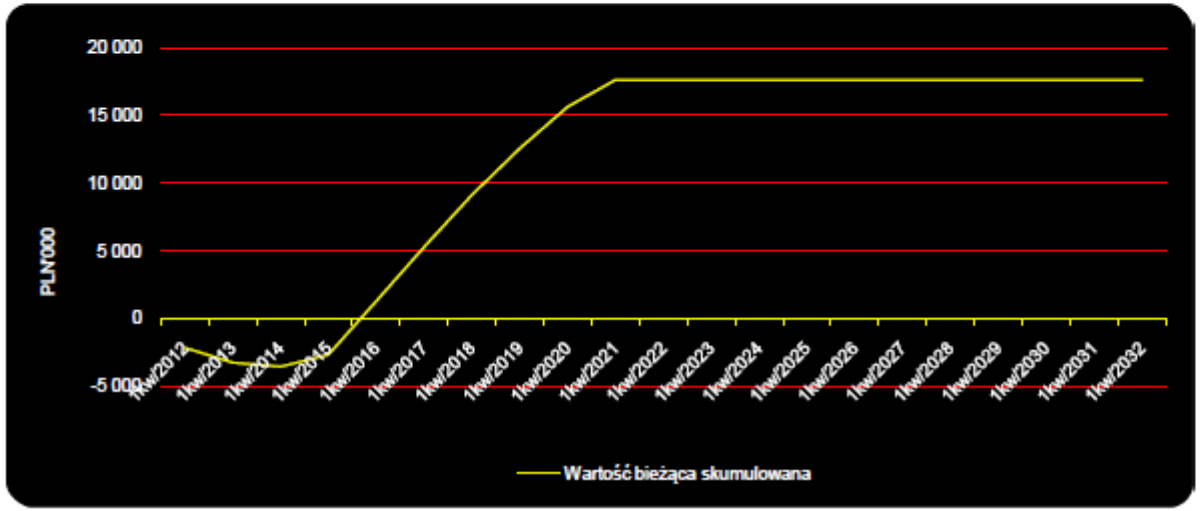
Wartości wskaźników dyskontowych:

NPV z projektu po opodatkowaniu:				
Wartość zaktualizowana netto (NPV)	[tys.PLN]	31 300	dla r = 12,12%	Spełnione kryterium opłacalności: NPV [31 300 tys.PLN] > 0
Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR)		54,46%	dla r = 12,12%	Spełnione kryterium opłacalności: IRR [54,46%] > WACC [12,12%]
Zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu (MIRR)		24,25%	dla r = 12,12%	Spełnione kryterium opłacalności: MIRR [24,25%] > WACC [12,12%]
Stopa zwrotu nakładów (ROI)		190,9%		
Stopa przychody/koszty (B/C)		1,43	42,9% - dopuszczalny wzrost wypływów gotówki	
Wskaźnik 1 - C/B		0,30	30,0% - dopuszczalny spadek wpływów gotówki	

NPV z kapitału własnego:				
Wartość zaktualizowana netto (NPV)	[tys.PLN]	17 600	dla r = 12,12%	Spełnione kryterium opłacalności: NPV [17 600 tys.PLN] > 0
Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR)		51%	dla r = 12,12%	Spełnione kryterium opłacalności: IRR [50,70%] > WACC [12,12%]
Zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu (MIRR)		21,44%	dla r = 12,12%	Spełnione kryterium opłacalności: MIRR [21,44%] > WACC [12,12%]

Źródło: opracowanie własne

Dyskontowy okres zwrotu nakładów inwestycyjnych:



$$PB = \sum_{t=0}^{n} \frac{INV_t - CFO_t}{(1 + WACC_t)^t}$$

Dyskontowy okres zwrotu nakładów inwestycyjnych - PB
Strumienie inwestycyjne przepływów pieniężnych - INV_t
Strumienie operacyjne przepływów pieniężnych - CFO_t
Średni ważony koszt kapitału [WACC] - WACC

Dyskontowy okres zwrotu [Payback] został określony na 4 lata oraz 8 miesięcy. Przy średnim ważonym koszcie kapitału [WACC] oszacowanym dla roku 2011 w wymiarze realnym jako 10,25%, prosty rekomendowany okres zwrotu wynosi ok. 9 lat. Dyskontowy okres zwrotu stanowi tylko 19% prostego okresu zwrotu.

Podstawowe parametry projektu:

Inwestor:	KO-OPERATOR Bronikowski, Górzyński Sp.j., 30-065 Kraków / Piastowska 23			
Nazwa projektu:	'Uruchomienie sprzedaży pierogów w przydrożnych punktach gastronomicznych MOP'			
Wartość nakładów inwestycyjnych [rzeczowych]:	2 700	tys.PLN		
Wartość początkowa kapitału obrotowego:	721	tys.PLN		
Średni ważony koszt kapitału w okresie prognozy [WACC]:	12,12%			
Średni koszt kapitału własnego w okresie prognozy:	12,12%			
Wartość zaktualizowana netto z projektu po opodatkowaniu:	31 300	tys.PLN	> 0	dla r = 12,12%
Wartość zaktualizowana netto z kapitału własnego:	31 300	tys.PLN	> 0	dla r = 12,12%
Wartość zaktualizowana netto z dywidend:	0	tys.PLN		
Wewnętrzna stopa zwrotu:	54%	> 12,12%		
Zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu:	24,25%	> 12,12%		
Prosta stopa zwrotu nakładów:	191%			
Stopa przychody/koszty [B/C; indeks zyskowności]:	1,43	42,9%	- dopuszczalny wzrost wypływów gotówki	
Wskaźnik 1 - C/B	0,30	30,0%	- dopuszczalny spadek wpływów gotówki	
Dyskontowy okres zwrotu nakładów [payback]:	lata = 4		m-ce = 8	

Źródło: opracowanie własne

Skan 64: Analiza wrażliwości Projektu 'MOPy'.

Zmiany parametrów bazowych:		Ceny sprzedaży produktów i usług	
Spadek o -1%	Rent.netto:	17,1%	; spadek o: 3,3%; wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	Śr.przepł.gotówki:	5 826	; spadek o: 4,3%; wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	25 708	; spadek o: 4,2%; wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	ZFO	25 708	; spadek o: 4,2%; wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	NPV:	29 900	; spadek o: 4,5%; wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
Spadek o -5%	Rent.netto:	14,5%	; spadek o: 17,4%; wpływ średni, poniżej poziomu 21% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	Śr.przepł.gotówki:	4 810	; spadek o: 21,5%; wpływ wysoki, poniżej poziomu 32% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	21 189	; spadek o: 21,0%; wpływ wysoki, poniżej poziomu 32% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	ZFO	21 189	; spadek o: 21,0%; wpływ wysoki, poniżej poziomu 32% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	NPV:	24 100	; spadek o: 23,0%; wpływ wysoki, poniżej poziomu 32% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.

Zmiany parametrów bazowych:		Koszty operacyjne	
Wzrost o 1%	Rent.netto:	17,1%	; spadek o: 3,3% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	Śr.przepł.gotówki:	5 886	; spadek o: 3,3% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	25 957	; spadek o: 3,3% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	ZFO	25 957	; spadek o: 3,3% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	NPV:	30 200	; spadek o: 3,5% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
Wzrost o 5%	Rent.netto:	14,7%	; spadek o: 16,5% wpływ średni, poniżej poziomu 21% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	Śr.przepł.gotówki:	5 113	; spadek o: 16,5% wpływ średni, poniżej poziomu 21% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	22 435	; spadek o: 16,4% wpływ średni, poniżej poziomu 21% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	ZFO	22 435	; spadek o: 16,4% wpływ średni, poniżej poziomu 21% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	NPV:	25 800	; spadek o: 17,6% wpływ średni, poniżej poziomu 21% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.

Zmiany parametrów bazowych:		Wolumen sprzedaży	
Spadek o -1%	Rent.netto:	17,7%	; spadek o: 0,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.przepł.gotówki:	6 019	; spadek o: 1,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	26 589	; spadek o: 0,9% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	ZFO	26 589	; spadek o: 0,9% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	NPV:	31 000	; spadek o: 1,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
Spadek o -5%	Rent.netto:	17,7%	; spadek o: 0,1% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.przepł.gotówki:	5 777	; spadek o: 5,0% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	25 593	; spadek o: 4,6% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	ZFO	25 593	; spadek o: 4,6% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	NPV:	29 600	; spadek o: 5,4% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.

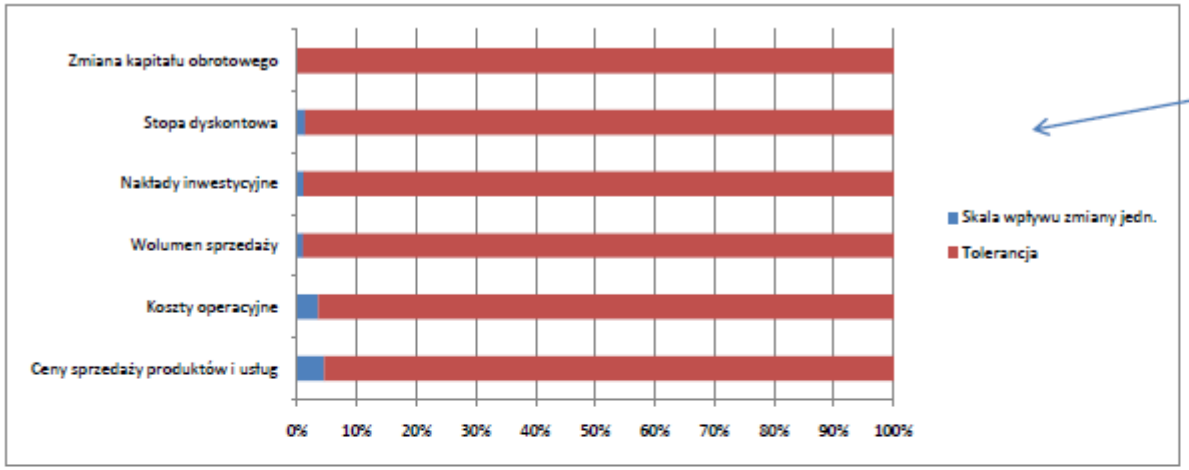
Zmiany parametrów bazowych:		**Nakłady inwestycyjne**	
Wzrost o 1%	Rent.netto:	17,7%	; spadek o: 0,1% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.przepł.gotówki:	6 057	; spadek o: 0,7% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	26 921	; wzrost o: 0,3% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	ZFO	26 921	; wzrost o: 0,3% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	NPV:	31 100	; spadek o: 0,6% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
Wzrost o 5%	Rent.netto:	17,6%	; spadek o: 0,3% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.przepł.gotówki:	5 968	; spadek o: 3,4% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	27 251	; wzrost o: 1,5% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	ZFO	27 251	; wzrost o: 1,5% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	NPV:	30 500	; spadek o: 2,6% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.

Zmiany parametrów bazowych:		**Stopa dyskontowa**	
Wzrost o 1%	Rent.netto:	17,7%	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.przepł.gotówki:	6 080	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	26 838	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	ZFO	26 838	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	NPV:	30 900	; spadek o: 1,3% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
Wzrost o 5%	Rent.netto:	17,7%	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.przepł.gotówki:	6 080	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	26 838	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	ZFO	26 838	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	NPV:	29 100	; spadek o: 7,0% wpływ umiarkowany, poniżej poziomu 11% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.

Zmiany parametrów bazowych:		**Zmiana kapitału obrotowego**	
Wzrost o 1%	Rent.netto:	17,7%	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.przepł.gotówki:	6 079	; spadek o: 0,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	26 844	; wzrost o: 0,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	ZFO	26 844	; wzrost o: 0,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	NPV:	31 300	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
Wzrost o 5%	Rent.netto:	17,7%	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.przepł.gotówki:	6 075	; spadek o: 0,1% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	26 867	; wzrost o: 0,1% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	ZFO	26 867	; wzrost o: 0,1% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	NPV:	31 300	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.

Źródło: opracowanie własne

Podsumowanie analizy wrażliwości planu finansowego:



Graficzna ilustracja maksymalnego wpływu jednostkowych zmian parametrów bazowych prognozy finansowej na wybrane cechy projekcji finansowej. Poziom tego wpływu ilustruje skalę wrażliwości projekcji.

Największe zmiany wskazanych cech projekcji powodują jednostkowe zmiany [+/-1%] następujących parametrów bazoych: Ceny sprzedaży produktów i usług [4,5%], Koszty operacyjne [3,5%], Stopa dyskontowa [1,3%], Nakłady inwestycyjne [1,1%]. Tym samym prognoza finansowa charakteryzuje się największą wrazliwością ze względu na wymienione parametry i w podanej skali.

Ceny sprzedaży produktów i usług W zakresie jednostkowej zmiany parametru 'Ceny sprzedaży produktów i usług' największa zmiana dotyczy cechy 'NPV:' i wynosi 4,5%. Ten poziom wrażliwości jest określony jako niski.	**Koszty operacyjne** W zakresie jednostkowej zmiany parametru 'Koszty operacyjne' największa zmiana dotyczy cechy 'NPV:' i wynosi 3,5%. Ten poziom wrażliwości jest określony jako niski.
Wolumen sprzedaży W zakresie jednostkowej zmiany parametru 'Wolumen sprzedaży' największa zmiana dotyczy cechy 'Śr.przepł.gotówki:' i wynosi 1,0%. Ten poziom wrażliwości jest określony jako praktyczny brak wpływu.	**Nakłady inwestycyjne** W zakresie jednostkowej zmiany parametru 'Nakłady inwestycyjne' największa zmiana dotyczy cechy 'IRR:' i wynosi 1,1%. Ten poziom wrażliwości jest określony jako niski.
Stopa dyskontowa W zakresie jednostkowej zmiany parametru 'Stopa dyskontowa' największa zmiana dotyczy cechy 'NPV:' i wynosi 1,3%. Ten poziom wrażliwości jest określony jako niski.	**Zmiana kapitału obrotowego** W zakresie jednostkowej zmiany parametru 'Zmiana kapitału obrotowego' największa zmiana dotyczy cechy 'IRR:' i wynosi 0,1%. Ten poziom wrażliwości jest określony jako praktyczny brak wpływu.

Źródło: opracowanie własne

9.5 Wycena projektu 'LOTOS'

Projekt zakłada eksploatację punktów gastronomicznych na stacjach paliwowych firmy Lotos Paliwa S.A. na podstawie zawartej umowy. Łącznie w okresie 2011-2014 ma powstać 150 takich punktów [zgodnie z założeniami przyjętymi w projekcie], a szacunkowa sprzedaż roczna w cenach stałych miałaby osiągnąć 4,7 mln PLN. Celowych nakładów inwestycyjnych związanych z tym projektem nie przewidziano [punkty będą lokowane w pomieszczeniach należących do kontrahenta. Projekt został wyceniony na podstawie wskaźnika dyskontowego NPV [z projektu po opodatkowaniu]. Uwzględniono zwiększone ryzyko realizacji projektu z uwagi na jego aktualne stadium wdrożeniowe.

W analizie projektu zastosowane zostały nominalne stopy procentowe [średnia wartość kosztu kapitału wg formuły WACC została oszacowana na 9,19%]. wartość zaktualizowana netto z projektu przed opodatkowaniem: 4 500 tys.PLN, wartość zaktualizowana netto z projektu po opodatkowaniu: 5 900 tys.PLN, wartość zaktualizowana netto z kapitału własnego: 5 900 tys.PLN, wartość zaktualizowana netto z dywidend: 0 tys.PLN. Wewnętrzna stopa zwrotu [IRR] osiągnęła wartość 3 957,62%, a zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu [MIRR] wyniosła 58,55%, przy stopie reinwestycji przyjętym na poziomie 11,99%. Wskaźnik B/C osiągnął wartość 1,37, a formuła '1 - 1/B-C' zwróciła wartość 0,27, co może być zinterpretowane z punktu widzenia ramowej analizy wrażliwości projektu w sposób następujący: możliwy wzrost wypływów gotówkowych dla zachowania opłacalności finansowej projektu dochodzi do 36,6%, natomiast możliwy spadek wpływów można oszacować na 26,8%. Dyskontowy okres zwrotu [Payback] został określony na 1 rok oraz 6 miesięcy. Przy średnim ważonym koszcie kapitału [WACC] oszacowanym dla roku 2011 w wymiarze realnym jako 10,10%, prosty rekomendowany okres zwrotu wynosi ok. 9 lat. Dyskontowy okres zwrotu stanowi tylko 17% prostego okresu zwrotu.

Wycena biznesowa przedsięwzięcia jest mierzona wartością wskaźnika dyskontowego NPV [wartość zaktualizowana netto z projektu po opodatkowaniu: 5 900 tys.PLN]. Wartość ta oddaje zdyskontowaną nadwyżkę wpływów gotówkowych nad wypływami, z punktu widzenia koncepcji reputacji stanowi zatem skumulowaną wycenę know-how przypisanego do przedsięwzięcia. Innymi słowy proporcja NPV = 0 świadczyłaby o osiągnięciu przez Inwestora żądanej stopy zwrotu, ale bez kreowania przez projekt dodatkowej wartości ponad zwrot zaangażowanego kapitału. W sytuacji NPV > 0 powstaje nadwyżka finansowa, która ilustruje potencjał intelektualny wykreowany w ramach realizacji przedsięwzięcia.

Ostatecznie wartość projektu oszacowałem na kwotę

5.900.000 PLN

Słownie: pięć milionów dziewięćset tysięcy złotych.

Na prezentowanych wykresach dane są umieszczane w zakresie lat 2011-2020. Ponieważ projekt formalnie w aspekcie projekcji finansowej obejmuje okres od 2 kwartału 2011r., łączna liczba 10 lat prognozy w kontekście oceny wskaźników dyskontowych kończy się w 1 kwartale 2021r. Tym samym niektóre zestawienia demonstrują dane także do roku 2021.

Skan 65: Ogólne założenia do realizacji Projektu 'LOTOS'.

Inwestor:
KO-OPERATOR Bronikowski, Górzyński Sp.j., 30-065 Kraków / Piastowska 23

Branża Inwestora [core business]:
EKD/PKD: 5610A [Restauracje i inne stałe placówki gastronomiczne].

Obszar działalności w ramach projektu:
EKD/PKD: 5610A [Restauracje i inne stałe placówki gastronomiczne].

Tytuł projektu:
'Uruchomienie sprzedaży pierogów w sieci stacji benzynowych LOTOS'

Typ projektu:
Projekt otwarty.
**) projekt zamknięty - określony okres realizacji zadania inwestycyjnego;*
**) projekt otwarty [going concern] - projekt tożsamy z kreowaniem działalności perspektywicznej [nowe przedsiębiorstwo].*

Ramowy harmonogram projektu:	Od ...	... do
Faza przedinwestycyjna:	styczeń 10	wrzesień 10
Faza inwestycyjna:	wrzesień 10	marzec 10
Pełna zdolność produkcyjna [PZP]:	marzec 14	-
Faza operacyjna:	październik 10	-
Okres referencyjny [lata]:	9 lat i 3 kwartały.	

Resurs urządzeń technicznych oceniono na 10 lat. Rekomendowaną długość fazy operacyjnej projektu ustalono na 9 lat i 3 kwartały.Pierwszy aktywny rok prognozy to 2011, natomiast zakończenie prognozy przypada na rok 2020. W projekcji finansowej projektu została uwzględniona wartość rezydualna wg formuły dochodowej. Wynika to z faktu przyjęcia rodzaju projektu, jako otwarty [czyli nieograniczony czasowo]. Wartość rezydualna została uwzględniona według modelu 'n+1', czyli w roku 2021.

Opis projektu:
Przedsięwzięcie komercyjne obejmujące rozbudowę usług gastronomicznych, polegających na sprzedaży pierogów w różnych formach na sieci stacji benzynowych LOTOS. Inwestor zakłada rozwój tej sieci w wymiarze od 80 punktów w 2011r. do 150 punktów ciągu 4 lat. Projekt odznacza się dużą rentownością i nie pociąga za sobą istotnych wydatków inwestycyjnych, bowiem podstawowa infrastruktura techniczna jest gwarantowana przez kontrahenta [LOTOS].

Waluta i jednostka projekcji finansowej:
Waluta i jednostka projekcji finansowej: tys.PLN.

Charakter projekcji finansowej:
Prognoza oparta na business planie jednostki, uwzględniającym ceny bieżące, tj. wpływ czynników inflacyjnych i strategii cenowej na poszczególne składniki przychodów i kosztów operacyjnych.

Inwestycje odtworzeniowe:
W ramach prognozy uwzględniona została potrzeba ponoszenia inwestycji odtworzeniowych. Stopa inwestycji brutto dla projektu została oszacowana na 2,8%, przy średnim funduszu amortyzacji na poziomie 9 tys.PLN.

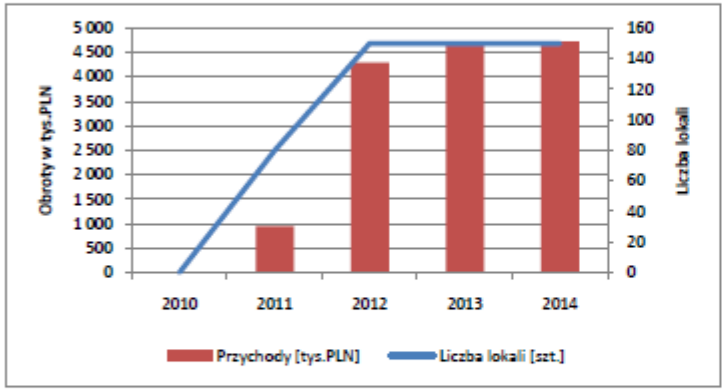
Nakłady inwestycyjne:
Projekt nie wymaga ponoszenia początkowych nakładów inwestycyjnych [opiera się na posiadanej już przez Inwestora infrastrukturze technicznej]. Łącznie w okresie prognozy zaplanowano wydatki inwestycyjne o charakterze celowym i odtworzeniowym w wysokości 193 tys.PLN.

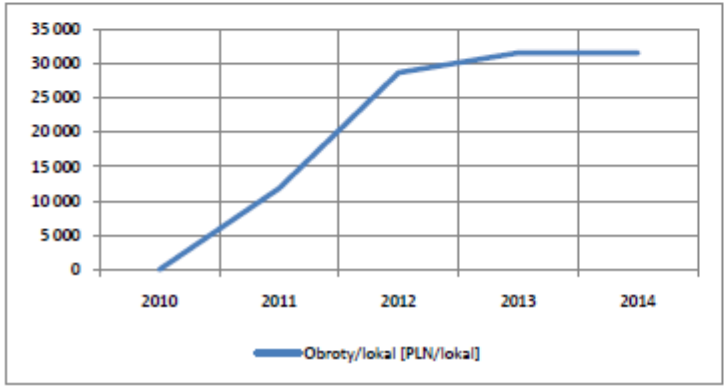
Skan 66: Założenie do analizy finansowej Projektu 'LOTOS'.

Projekt LOTOS - ramowe założenia finansowe:

Dane w PLN / tys.PLN	
Cena pieroga	0,15 PLN
Koszt produkcji [materiały spożywcze, energia]	0,08 PLN
Koszty zarządu [sprzedaży] [10% obrotu]	0,02 PLN
Rata leasingu/jedn./rok	42 PLN
Magazyn/jedn.	5 dni
Rotacja należności	3 dni
Rotacja zobowiązań	14 dni

Źródło: KO-OPERATOR





Liczba punktów w sieci LOTOS	Lata	2010	2011	2012	2013	2014
	2010					
	2011		80	80	80	80
	2012			70	70	70
	2013					
	2014					
	Razem		80	150	150	150

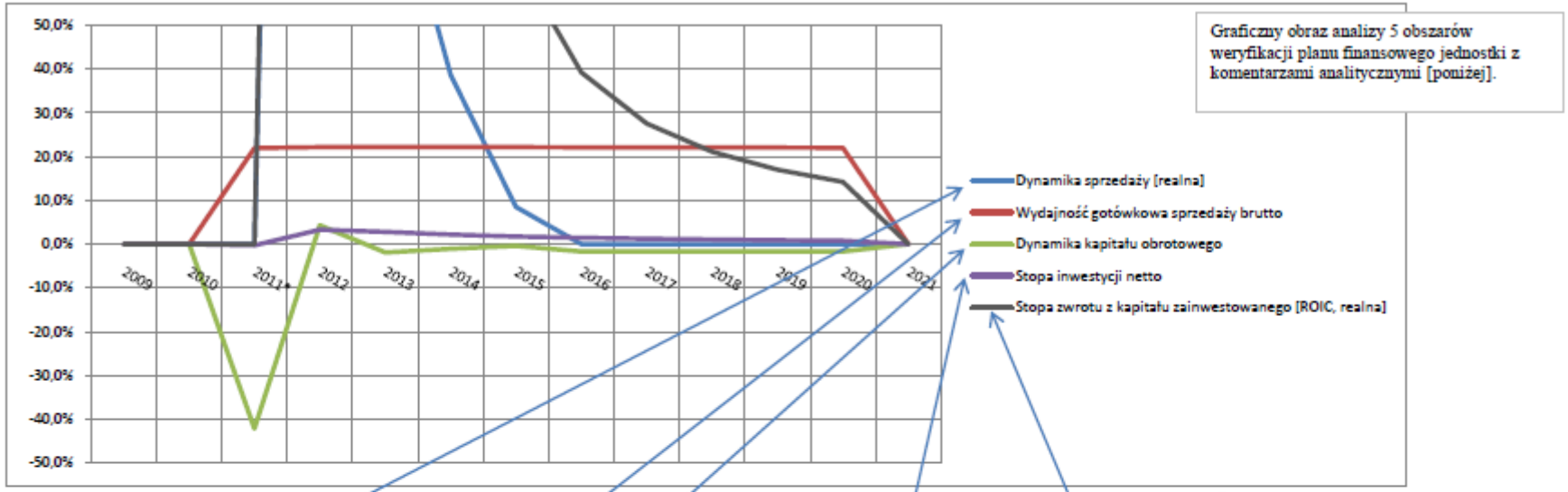
Szacunkowa sprzedaż w tys.PLN	Lata	2010	2011	2012	2013	2014
	2010					
	2011		945	945	1 040	1 040
	2012			3 348	3 683	3 683
	2013					
	2014					
	Razem		945	4 293	4 722	4 722

Nakłady inwestycyjne w tys.PLN	Lata	2010	2011	2012	2013	2014
	2010					
	2011					
	2012					
	2013					
	2014					
	Razem					

Źródło: KO-OPERATOR

Projekt nie angażuje żadnych wydatków finansowych o charakterze nakładów inwestycyjnych, bazuje bowiem na istniejącej infrastrukturze produkcyjnej. Moce produkcyjne pozwalają na obsługę tego zadania komercyjnego bez ponoszenia specjalnych, dodatkowych nakładów. W planie finansowym przewidziano pewne wydatki na pokrycie amortyzacji części infrastruktury przeznaczonej pod tą produkcję, jednak ich wartość nie jest znacząca.

Skan 67: Kryteria oceny i weryfikacji prognozy finansowej Projektu 'LOTOS'.



**) pierwszy rok kalendarzowy prognozy [2011] niepełny*

Źródło: opracowanie własne

ChAQakterystyka bazowych wskaźników prognozy finansowej:

Dynamika sprzedaży [realna]:

Dynamika sprzedaży [realna]: wAQtość średnia w latach 2012-2020 wynosi 79,3% [zakres 0,0-573,5%]. Średni wskaźnik większy od zera, zatem średnia dynamika przewyższa przyjęte dla pAQametru kryteria zmiany cen. Poziom średniej zmiany pAQametru poniżej umownej granicy 10%, co można interpretować, jako dynamikę bAQdzo wysoką.

Wydajność gotówkowa sprzedaży brutto:

Wydajność gotówkowa sprzedaży brutto: wAQtość średnia w latach 2012-2020 wynosi 22,1% [zakres 22,0-22,2%]. Średni wskaźnik większy od zera, co oznacza wzrostową tendencję rentowności operacyjnej w okresie prognozy. Poziom średniej zmiany pAQametru poniżej umownej granicy 10%, co można interpretować, jako dynamikę bAQdzo wysoką.

Dynamika kapitału obrotowego:

Dynamika kapitału obrotowego: wAQtość średnia w latach 2012-2020 wynosi -0,8% [zakres -1,9-4,3%]. Średni wskaźnik mniejszy od zera, co oznacza spadkowy trend udziału ZFO w zmianach sprzedaży w okresie prognozy. Poziom średniej zmiany pAQametru powyżej umownej granicy -10%, co można interpretować, jako dynamikę nieznacznie ujemną.

Stopa inwestycji netto:

Stopa inwestycji netto: wAQtość średnia w latach 2012-2020 wynosi 1,7% [zakres 0,8-3,3%]. Średni wskaźnik większy od zera, co oznacza wzrostową tendencję aktywności inwestycyjnej jednostki w okresie prognozy. Poziom średniej zmiany pAQametru powyżej umownej granicy 0%, ale poniżej granicy 10%, co można interpretować, jako dynamikę wysoką lub relatywnie istotnie wysoką. Przewidywany średni poziom nakładów inwestycyjnych ma się kształtować powyżej funduszu amortyzacji.

Stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego [ROIC, realna]:

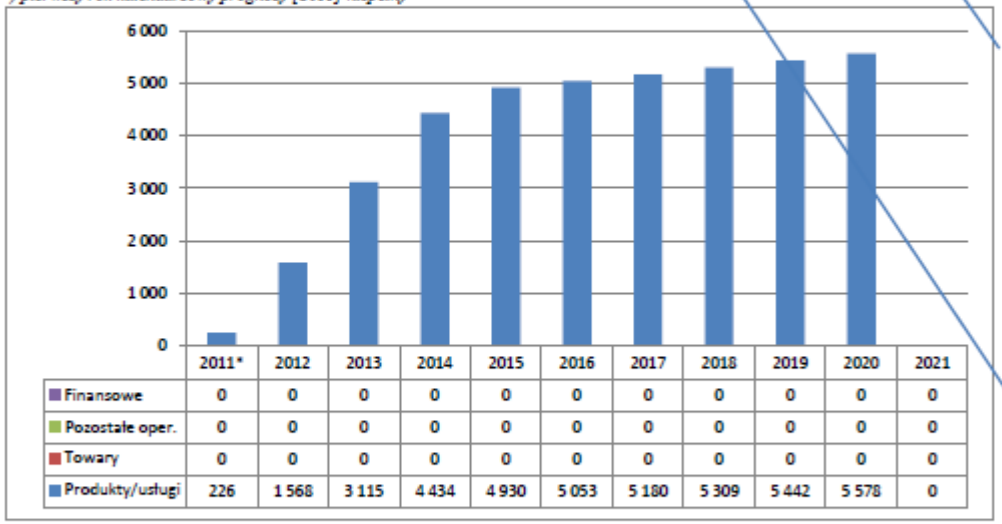
Stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego [ROIC, realna]: wAQtość średnia w latach 2012-2020 wynosi 143,1% [zakres 14,2-678,0%]. Średni wskaźnik większy od zera, co oznacza wzrostowy trend efektywności zainwestowanego kapitału w okresie prognozy. Poziom średniej zmiany pAQametru poniżej umownej granicy 20%, co można interpretować, jako dynamikę bAQdzo wysoką. Przewidywany średni poziom ROIC ma się kształtować powyżej średniego wymaganego kosztu kapitału własnego [określonego wg modelu CAPM dla okresu prognozy].

Skan 68: Struktura przychodów ze sprzedaży dla Projektu 'LOTOS'.

Struktura sprzedaży / tys.PLN	2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Sprzedaż ogółem	226	1 568	3 115	4 434	4 930	5 053	5 180	5 309	5 442	5 578	
- w tym: produkty i usługi	*226*	*1 568*	*3 115*	*4 434*	*4 930*	*5 053*	*5 180*	*5 309*	*5 442*	*5 578*	
- w tym: towary											
Pozostałe przychody operacyjne											
Przychody finansowe											
Przychody razem	**226**	**1 568**	**3 115**	**4 434**	**4 930**	**5 053**	**5 180**	**5 309**	**5 442**	**5 578**	
Średnie miesięczne obroty ze sprzedaży	*19*	*131*	*260*	*369*	*411*	*421*	*432*	*442*	*454*	*465*	
Średnie miesięczne przychody ogółem	*19*	*131*	*260*	*369*	*411*	*421*	*432*	*442*	*454*	*465*	

**) pierwszy rok kalendarzowy prognozy [2011] niepełny*

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne



Struktura przychodów ze sprzedaży:
W ramach prognozy finansowej średni poziom rocznego obrotu na sprzedaży produktów i usług jednostki będzie wynosił ok. 4 512 tys.PLN. Obrót na sprzedaży towarów w prognozie nie występuje. W strukturze przychodów ogółem będzie przeważała sprzedaż produktów i usług, stanowiąca w okresie analizy średnio 100,0% przychodów ze sprzedaży. Sprzedaż towarów będzie zerowa lub nie wystąpi na zauważalnym poziomie. Wg prognozy średnia realna dynamika obrotu ze sprzedaży będzie dodatnia i osiągnie 79,3%. Średnia realna dynamika sprzedaży produktów i usług będzie dodatnia i osiągnie 79,3%. Realna dynamika sprzedaży towarów na poziomie zerowym.

Pozostałe przychody:
W ramach prognozy finansowej praktycznie nie uwzględniono żadnych dodatkowych wpływów operacyjnych jednostki z tytułu pozostałych przychodów operacyjnych: w szczególności nie uwzględniono żadnych dezinwestycji obejmujących aktywa trwałe jednostki; nie uwzględniono żadnego obrotu z tytułu zbycia aktywów finansowych jednostki; nie uwzględniono także żadnych wpływów z tytułu dotacji operacyjnych.

Skan 69: Dynamika sprzedaży dla Projektu 'LOTOS'.

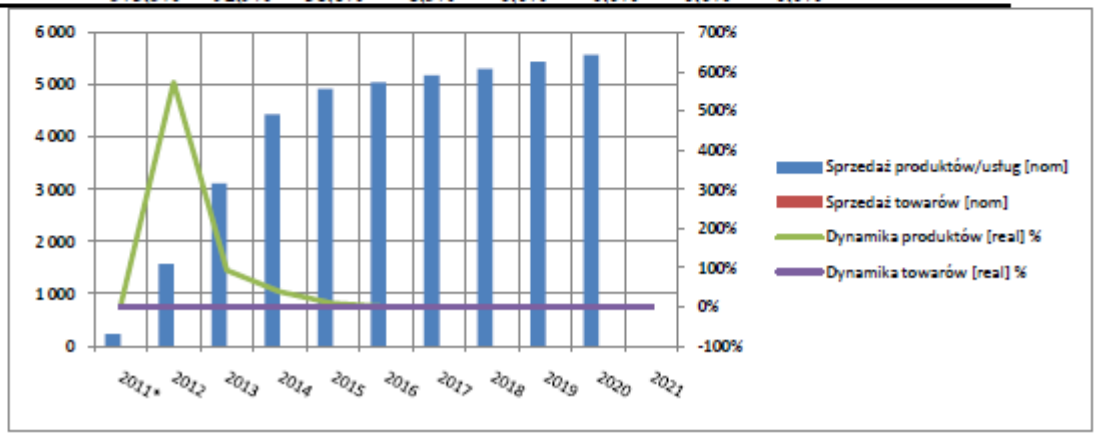
Dynamika wzrostu sprzedaży produktów/usług / PLN'000	**2011***	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**
Nominalne przychody ze sprzedaży prod./usług	226	1 568	3 115	4 434	4 930	5 053	5 180	5 309	5 442	5 578	
Wskaźnik inflacji	*2,9%*	*3,2%*	*3,0%*	*2,7%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*
Mnożnik inflacyjny	100,0%	96,9%	94,1%	91,6%	89,4%	87,2%	85,1%	83,0%	81,0%	79,0%	77,1%
Urealnione przychody ze sprzedaży prod./usług	226	1 520	2 931	4 062	4 407	4 407	4 407	4 407	4 407	4 407	
Nominalna dynamika wzrostu sprzedaży prod./usług			98,6%	42,4%	11,2%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
Realna dynamika wzrostu sprzedaży prod./usług		573,5%	92,9%	38,6%	8,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		

Dynamika wzrostu sprzedaży towarów i materiałów / PLN'000	**2011***	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**
Nominalne przychody ze sprzedaży towarów											
Wskaźnik inflacji	*2,9%*	*2,9%*	*2,7%*	*2,6%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*
Mnożnik inflacyjny	100,0%	97,2%	94,6%	92,2%	90,0%	87,8%	85,6%	83,6%	81,5%	79,5%	77,6%
Urealnione przychody ze sprzedaży towarów											
Nominalna dynamika wzrostu sprzedaży towarów											
Realna dynamika wzrostu sprzedaży towarów											

Dynamika wzrostu przychodów ogółem / PLN'000	**2011***	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**
Nominalne przychody ze sprzedaży ogółem	226	1 568	3 115	4 434	4 930	5 053	5 180	5 309	5 442	5 578	
Wskaźnik inflacji	*2,9%*	*3,2%*	*3,0%*	*2,7%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*
Mnożnik inflacyjny	100,0%	96,9%	94,1%	91,6%	89,4%	87,2%	85,1%	83,0%	81,0%	79,0%	77,1%
Urealnione przychody ze sprzedaży ogółem	226	1 520	2 931	4 062	4 407	4 407	4 407	4 407	4 407	4 407	
Nominalna dynamika wzrostu sprzedaży ogółem		594,9%	98,6%	42,4%	11,2%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
Realna dynamika wzrostu sprzedaży ogółem		573,5%	92,9%	38,6%	8,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

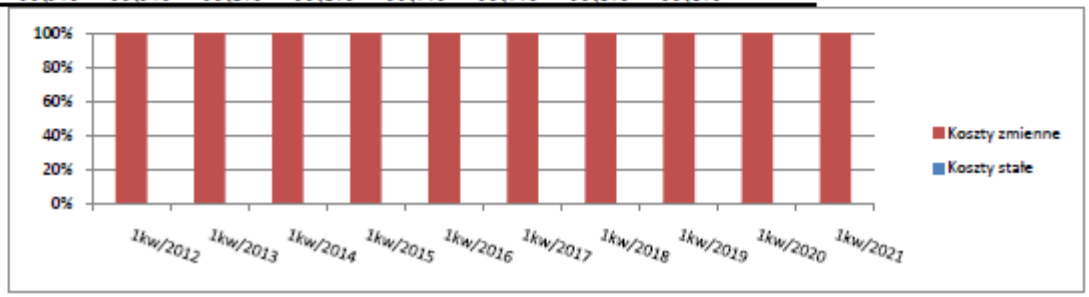
Poziom sprzedaży nominalnej ogółem dla roku 2011* wyniósł 226 tys.PLN. Dla 10-letniego okresu prognozy oczekiwany średni obrót oszacowano na 4 512 tys.PLN [w tym: produkty/usługi: 4 512 tys.PLN, towary: 0 tys.PLN]. W okresie 2012-2020 średnia realna dynamika produktów/usług ma osiągnąć 79,3%, a towarów: 0,0%.



Skan 70: Struktura kosztów operacyjnych dla Projektu 'LOTOS'.

Okresy obrotowe	2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Amortyzacja	**0**	**1**	**2**	**4**	**7**	**10**	**12**	**14**	**16**	**17**	
- część stała			*2*	*4*	*7*	*10*	*12*	*14*	*16*	*17*	
- część zmienna											
Zużycie materiałów i energii	**120**	**832**	**1 650**	**2 349**	**2 612**	**2 677**	**2 744**	**2 813**	**2 883**	**2 955**	
- część stała											
- część zmienna			*1 650*	*2 349*	*2 612*	*2 677*	*2 744*	*2 813*	*2 883*	*2 955*	
Usługi obce	**16**	**114**	**226**	**322**	**357**	**366**	**376**	**385**	**395**	**404**	
- część stała											
- część zmienna			*226*	*322*	*357*	*366*	*376*	*385*	*395*	*404*	
Podatki i opłaty											
- część stała											
- część zmienna											
Wynagrodzenia/Narzuty na wynagrodzenia	**28**	**196**	**390**	**555**	**617**	**632**	**648**	**664**	**681**	**698**	
- część stała											
- część zmienna			*390*	*555*	*617*	*632*	*648*	*664*	*681*	*698*	
Pozostałe koszty	**11**	**78**	**155**	**220**	**245**	**251**	**257**	**264**	**270**	**277**	
- część stała											
- część zmienna			*155*	*220*	*245*	*251*	*257*	*264*	*270*	*277*	
Wartość sprzedanych towarów i materiałów											
- część stała											
- część zmienna											
Koszty operacyjne razem	**176**	**1 221**	**2 423**	**3 450**	**3 838**	**3 936**	**4 037**	**4 140**	**4 245**	**4 352**	
- część stała			*2*	*4*	*7*	*10*	*12*	*14*	*16*	*17*	
- część zmienna			*2 421*	*3 445*	*3 831*	*3 927*	*4 025*	*4 125*	*4 229*	*4 334*	
Struktura %	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	
- część stała			0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	
- część zmienna			99,9%	99,9%	99,8%	99,8%	99,7%	99,7%	99,6%	99,6%	

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

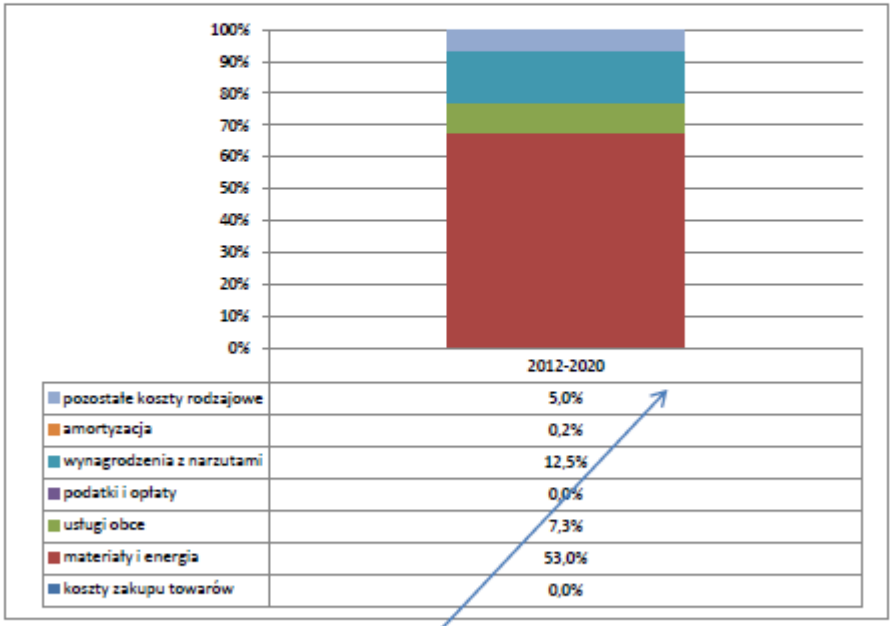


Średnia wartość kosztów operacyjnych w okresie 1kw/2012-1kw/2021 to poziom 3 182 tys.PLN [stałe: 8 tys.PLN i zmienne: 3 173 tys.PLN]. Średni udział kosztów o charakterze stałym to 0,2%, a kosztów o charakterze zmiennym to 99,8%. W okresie 1kw/2012-1kw/2021 średni wskaźnik dynamiki nominalnej kosztów operacyjnych został oszacowany na 102,5% i przewyższał wskaźnik dynamiki przychodów ze sprzedaży [76,0%; oznacza to, iż rentowność operacyjna wykazywała trend spadkowy].

Udział kosztów operacyjnych i finansowych w sprzedaży ogółem [wskaźniki procentowe]:

Okresy obrotowe	2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Materiały+energia	53,2%	53,1%	53,0%	53,0%	53,0%	53,0%	53,0%	53,0%	53,0%	53,0%	
Usługi obce	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	
Podatki i opłaty											
Wynagrodzenia+narzuty	12,6%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	
Pozostałe koszty rodzajowe	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Zakup towarów											
Amortyzacja	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	
Razem koszty rodzajowe	**78,1%**	**77,9%**	**77,8%**	**77,8%**	**77,8%**	**77,9%**	**77,9%**	**78,0%**	**78,0%**	**78,0%**	
Obrót kapitałem obcym											
Obrót zapasami ogółem											

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne



Średni udział kosztów operacyjnych i finansowych w przychodach ze sprzedaży w okresie ex post [historycznym] i ex ante [plan finansowy].

W okresie prognozy szacunkowa gradacja kosztów operacyjnych to: materiały i energia 53,0%, następnie wynagrodzenia z narzutami 12,5%, a potem kolejno usługi obce 7,3%, pozostałe koszty rodzajowe 5,0%, amortyzacja 0,2%, koszty zakupu towarów 0,0%, koszty zakupu towarów 0,0%.

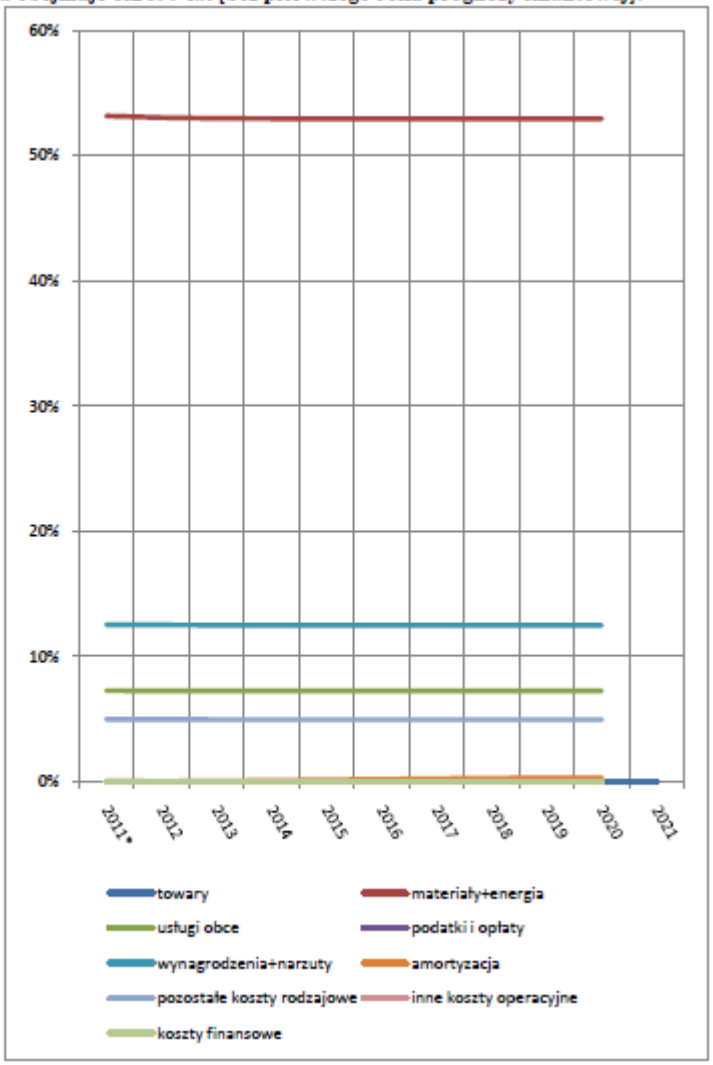
Charakterystyka zmian udziału kosztów operacyjnych i innych w przychodach ze sprzedaży w okresach: 2011* oraz 2020:

Brak zmian udziału kosztów zakupu towarów.
Spadek udziału kosztów materiałów i energii [z ok. 53,2% do 53,0%].
Brak zmian udziału kosztów usług obcych.
Brak zmian udziału kosztów podatków i opłat.
Spadek udziału kosztów wynagrodzeń i narzutów [z ok. 12,6% do 12,5%].
Wzrost udziału kosztów amortyzacji [z ok. 0,1% do 0,3%].
Brak zmian udziału kosztów pozostałych kosztów rodzajowych.
Spadek udziału kosztów ogółu kosztów rodzajowych [z ok. 78,1% do 78,0%].
Brak zmian udziału kosztów pozostałych kosztów operacyjnych.
Brak zmian udziału kosztów kosztów finansowych.

Charakterystyka trendów kształtujących udział kosztów operacyjnych i finansowych w sprzedaży [analiza obejmuje okres 9 lat [bez pierwszego roku prognozy finansowej]:

Zakup towarów	Średni bieżący udział kosztów zakupu towarów wynosił 0,0%. Ta pozycja kosztów nie występuje w prognozie finansowej.
Materiały i energia	Średni bieżący udział kosztów materiałów i energii wynosił 26,6%. W okresie planu finansowego średni udział tego wskaźnika wzrósł do poziomu 53,0% [zmiana o 99,2%].
Usługi obce	Średni bieżący udział kosztów usług obcych wynosił 3,6%. W okresie planu finansowego średni udział tego wskaźnika wzrósł do poziomu 7,3% [zmiana o 102,8%].
Podatki i opłaty	Średni bieżący udział podatków i opłat wynosił 0,0%. Ta pozycja kosztów nie występuje w prognozie finansowej.
Wynagrodzenia i narzuty	Średni bieżący udział kosztów wynagrodzeń z narzutami wynosił 6,3%. W okresie planu finansowego średni udział tego wskaźnika wzrósł do poziomu 12,5% [zmiana o 98,4%].
w tym: wynagrodzenia	Średni bieżący udział kosztów samych wynagrodzeń wynosił 5,0%. W okresie planu finansowego średni udział tego wskaźnika wzrósł do poziomu 9,9% [zmiana o 98,0%].
w tym: narzuty / wynagrodzenia	Średni bieżący udział narzutów w wynagrodzeniach wynosił 25,9%. W okresie planu finansowego średni udział tego wskaźnika nie zmieni się.
Pozostałe koszty rodzajowe	Średni bieżący udział pozostałych kosztów rodzajowych wynosił 0,0%. W okresie planu finansowego średni udział tego wskaźnika wzrósł do poziomu 5,0% [zmiana o 100,0%].
Amortyzacja	Średni bieżący udział kosztów amortyzacji wynosił 0,0%. W okresie planu finansowego średni udział tego wskaźnika wzrósł do poziomu 0,2% [zmiana o 100,0%].
Koszty rodzajowe razem	Średni bieżący udział kosztów rodzajowych ogółem wynosił 0,0%. W okresie planu finansowego średni udział tego wskaźnika wzrósł do poziomu 77,9% [zmiana o 100,0%].
Pozostałe koszty operacyjne	Średni bieżący udział pozostałych kosztów operacyjnych wynosił 0,0%. Ta pozycja kosztów nie występuje w prognozie finansowej.
Koszty finansowe	Średni bieżący udział kosztów finansowych wynosił 0,0%. Ta pozycja kosztów nie występuje w prognozie finansowej.

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne



Skan 71: Prognoza finansowa dla Projektu 'LOTOS' [r-k zysków i strat].

Rachunek zysków i strat [wariant porównawczy] / tys.PLN	2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi	**226**	**1 568**	**3 115**	**4 434**	**4 930**	**5 053**	**5 180**	**5 309**	**5 442**	**5 578**	
Przychody netto ze sprzedaży produktów	226	1 568	3 115	4 434	4 930	5 053	5 180	5 309	5 442	5 578	
Zmiana stanu produktów											
Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki											
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów											
Koszty działalności operacyjnej	**176**	**1 221**	**2 423**	**3 450**	**3 838**	**3 936**	**4 037**	**4 140**	**4 245**	**4 352**	
Amortyzacja	0	1	2	4	7	10	12	14	16	17	
Zużycie materiałów i energii	120	832	1 650	2 349	2 612	2 677	2 744	2 813	2 883	2 955	
Usługi obce	16	114	226	322	357	366	376	385	395	404	
Podatki i opłaty											
Wynagrodzenia	23	156	309	440	490	502	515	527	541	554	
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	6	40	80	114	127	130	133	137	140	144	
Pozostałe koszty rodzajowe	11	78	155	220	245	251	257	264	270	277	
Wartość sprzedanych towarów i materiałów											
Zysk [strata] ze sprzedaży	**50**	**347**	**692**	**984**	**1 092**	**1 117**	**1 143**	**1 170**	**1 197**	**1 226**	
Pozostałe przychody operacyjne											
Pozostałe koszty operacyjne											
Zysk [strata] z działalności operacyjnej	**50**	**347**	**692**	**984**	**1 092**	**1 117**	**1 143**	**1 170**	**1 197**	**1 226**	
Przychody finansowe											
Koszty finansowe											
Zysk [strata] brutto z działalności gospodarczej	**50**	**347**	**692**	**984**	**1 092**	**1 117**	**1 143**	**1 170**	**1 197**	**1 226**	
Wyniki zdarzeń nadzwyczajnych											
Zysk [strata] brutto	**50**	**347**	**692**	**984**	**1 092**	**1 117**	**1 143**	**1 170**	**1 197**	**1 226**	
Podatek dochodowy	9	66	131	187	208	212	217	222	228	233	
Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku [zwiększenia straty]											
Zysk netto	**40**	**281**	**560**	**797**	**885**	**905**	**926**	**947**	**970**	**993**	

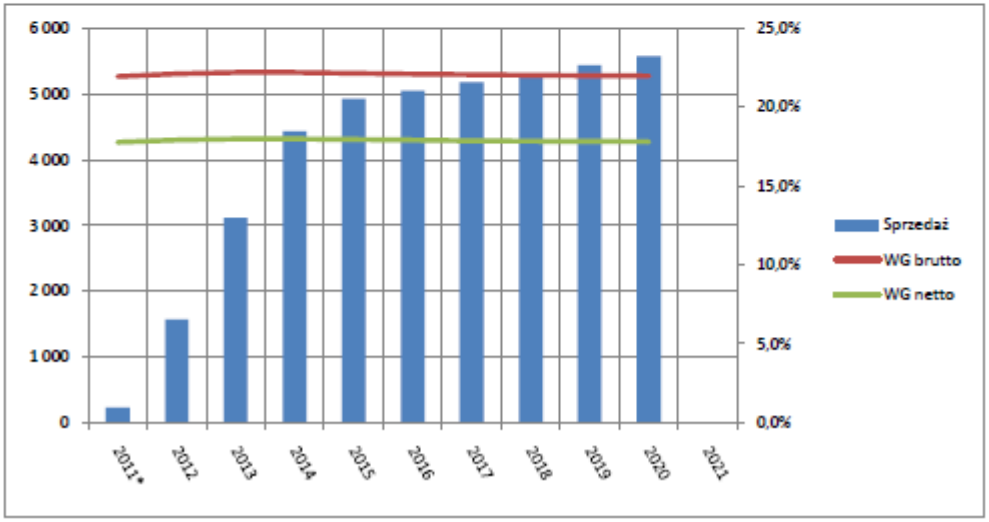
Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

Skan 72: Ocena parametrów rentowności operacyjnej dla Projektu 'LOTOS'.

Wydajność gotówkowa sprzedaży / tys.PLN	2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Zysk/strata ze sprzedaży [wg r-ku wyników]	50	347	692	984	1 092	1 117	1 143	1 170	1 197	1 226	
Korekty											
Saldo zysku/straty ze zby.nie finans.akt.trw.- nie uwzględnione											
Dotacje - nie uwzględnione											
Inne przychody/koszty operacyjne - nie uwzględnione											
Przychody/koszty finansowe - nie uwzględnione											
Amortyzacja - nie uwzględniona											
Zysk operacyjny skorygowany [EBIT skorygowany]	50	347	692	984	1 092	1 117	1 143	1 170	1 197	1 226	
Stopa podatkowa - dla osób prawnych	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	
Skoryg.wynik operac.po opodatk.[NOPLAT]	40	281	560	797	885	905	926	947	970	993	
Sprzedaż	226	1 568	3 115	4 434	4 930	5 053	5 180	5 309	5 442	5 578	
Skorygowana wydajność gotówkowa netto	**17,8%**	**17,9%**	**18,0%**	**18,0%**	**17,9%**	**17,9%**	**17,9%**	**17,8%**	**17,8%**	**17,8%**	
Średnia ważona z kolejnych lat analizy	*17,8%*	*17,8%*	*18,0%*	*18,0%*	*18,0%*	*17,9%*	*17,9%*	*17,9%*	*17,9%*	*17,9%*	*14,3%*
Skorygowana wydajność gotówkowa brutto	**21,9%**	**19,9%**	**17,9%**	**17,9%**	**17,9%**	**17,9%**	**18,0%**	**17,9%**	**17,9%**	**17,9%**	**17,2%**
Średnia ważona z lat analizy	*21,9%*	*20,9%*	*18,9%*	*18,6%*	*18,4%*	*18,3%*	*17,9%*	*17,9%*	*17,9%*	*17,9%*	*17,8%*

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

Średnia wydajność gotówkowa sprzedaży brutto w okresie prognozy 2012-2020 wynosi 22,1% [dynamika ujemna: -0,6%]. Średnia wydajność gotówkowa sprzedaży netto w okresie prognozy 2012-2020 osiąga 17,9% [dynamika ujemna: -0,6%]. Jako podstawa do szacowania wartości bazowej, został uwzględniony wynik operacyjny brutto [ale bez salda wyniku na sprzedaży nie finansowych aktywów trwałych] - dla WGbrutto i/lub pomniejszony o skorygowany podatek dochodowy - dla WGnetto. Saldo przychodów i kosztów finansowych nie zostało uwzględnione. W przypadku wydajności gotówkowej sprzedaży brutto średnia wartość tego wskaźnika przekracza poziom progowy 10%, co wskazuje na występowanie korzystnych uwarunkowań rozwoju jednostki [pomimo występowania konkurencji sektorowej].

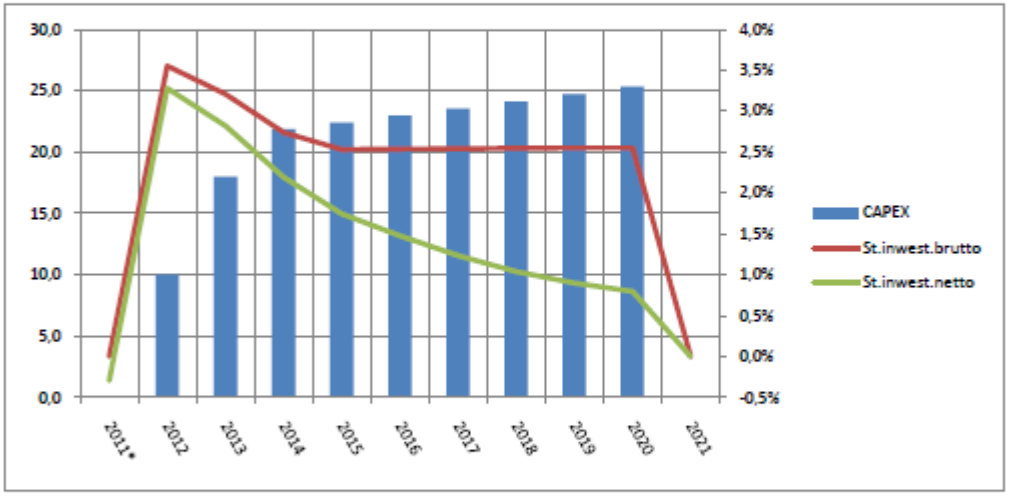


Skan 73: Ocena aktywności inwestycyjnej w ramach realizacji Projektu 'LOTOS'.

Stopa inwestycji / tys.PLN	2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Suma korekt											
Nakłady inwestycyjne netto wg dostępnych źródeł		10	18	22	22	23	24	24	25	25	
Skoryg.wynik operac.po opodatk.[NOPLAT]	40	281	560	797	885	905	926	947	970	993	
Stopa inwestycji brutto		**3,6%**	**3,2%**	**2,7%**	**2,5%**	**2,5%**	**2,5%**	**2,5%**	**2,5%**	**2,6%**	
Średnia ważona z lat analizy		*2%*	*3,4%*	*3,2%*	*3,0%*	*2,9%*	*2,7%*	*2,6%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,0%*
Amortyzacja	0	1	2	4	7	10	12	14	16	17	
Stopa inwestycji netto	**0%**	**3,3%**	**2,8%**	**2,2%**	**1,7%**	**1,5%**	**1,2%**	**1,0%**	**0,9%**	**0,8%**	
Średnia ważona z lat analizy	*0%*	*1,5%*	*3,1%*	*2,8%*	*2,5%*	*2,3%*	*1,9%*	*1,5%*	*1,3%*	*1,1%*	*0,8%*

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

Charakterystyka aktywności inwestycyjnej jednostki:
Średnie nakłady inwestycyjne netto w okresie prognozy 2012-2021 mają średnio kształtować się na poziomie 19 tys.PLN [dynamika dodatnia: 153,9%]. Średnia stopa inwestycji brutto w okresie prognozy 2012-2021 wynosi 2,5% [dynamika ujemna: -28,2%]. Średnia stopa inwestycji netto w okresie prognozy 2012-2021 wynosi 1,5% [dynamika ujemna: -75,7%]. Jako podstawa do szacowania wartości bazowej, został uwzględniony wynik operacyjny z amortyzacją EBITDA [dla WGbrutto] i/lub pomniejszony o skorygowany podatek dochodowy [dla WGnetto]. Saldo przychodów i kosztów finansowych nie zostało uwzględnione. W przypadku stopy inwestycji netto średnia wartość tego wskaźnika nie przekracza poziomu progowego 10%, co wskazuje na występowanie umiarkowanego zapotrzebowania jednostki na finansowanie nakładów inwestycyjnych. W planie finansowym jednostki nie zostały uwzględnione żadne inwestycje celowe [poza tymi o charakterze modernizacyjno-odtworzeniowym].



Plan finansowy uwzględnia nakłady związane z aktywnością inwestycyjną jednostki o charakterze odtworzeniowym i/lub modernizacyjnym.

Domyślnie wykres demonstruje wydatki inwestycyjne zidentyfikowane wg sprawozdania z przepływów pieniężnych. W przypadku braku danych dla określonych okresów obrotowych wydatki te są identyfikowane jako różnica stanu aktywów z określonego okresu obrotów

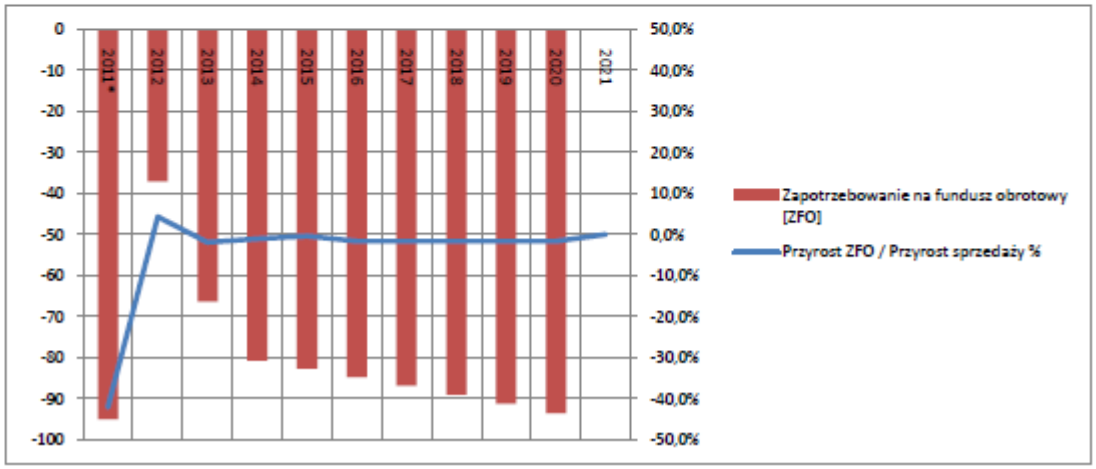
Stopa inwestycji netto jest wskaźnikiem reprezentującym poziom nakładów ponad roczny fundusz amortyzacji w jednostce. Zatem wykres demonstruje stan nadwyżki [lub niedoboru] nakładów inwestycyjnych ponad ten fundusz.

Skan 74: Ocena zapotrzebowania na fundusz obrotowy w ramach realizacji Projektu 'LOTOS'.

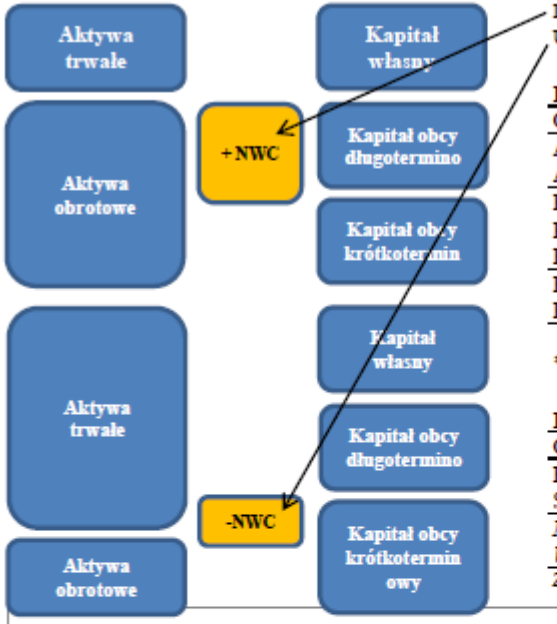
Przyrost funduszu obrotowego / tys.PLN	**2011***	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**
Przychody ze sprzedaży	226	1 568	3 115	4 434	4 930	5 053	5 180	5 309	5 442	5 578	
Przyrost sprzedaży	226	1 343	1 546	1 319	496	123	126	129	133	136	
Majątek obrotowy	**20**	**49**	**88**	**108**	**110**	**113**	**116**	**119**	**122**	**125**	
- Zapasy	13	31	55	67	69	71	72	74	76	78	
- Należności	*8*	*19*	*33*	*40*	*41*	*42*	*43*	*45*	*46*	*47*	
Zobowiązania krótkoterminowe	*115*	*86*	*155*	*188*	*193*	*198*	*203*	*208*	*213*	*218*	
- wartość bilansowa [bez pożyczek i kredytów]	115	86	155	188	193	198	203	208	213	218	
Zapotrzebowanie na fundusz obrotowy [ZFO]	*-95*	*-37*	*-66*	*-81*	*-83*	*-85*	*-87*	*-89*	*-91*	*-94*	
- suma korekt kapitału obrotowego											
Zapotrzeb.na fundusz obrot. [ZFO] skorygowane	-95	-37	-66	-81	-83	-85	-87	-89	-91	-94	
Przyrost ZFO	-95	58	-29	-14	-2	-2	-2	-2	-2	-2	94
Przyrost ZFO / Przyrost sprzedaży %	**-42%**	**4%**	**-2%**	**-1%**	**0%**	**-2%**	**-2%**	**-2%**	**-2%**	**-2%**	
Średnia ważona z lat analizy		-42%									

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

Dynamika zapotrzebowania na fundusz obrotowy [ZFO]: Średnia wartość zapotrzebowania na fundusz obrotowy [ZFO] w okresie prognozy 2012-2021 jest szacowana w wysokości -71 tys.PLN [dynamika zerowa lub bliska zeru]. Średnia wartość wskaźnika dynamiki zapotrzebowania na fundusz obrotowy w okresie prognozy 2012-2021 jest szacowana na -0,7% [dynamika zerowa lub bliska zeru]. Średnia wartość cyklu rotacji zapasów [planowana] to 4 dni [dynamika zerowa lub bliska zeru], średnia wartość cyklu rotacji należności ogółem to 3 dni [dynamika zerowa lub bliska zeru], cykl rotacji należności handlowych to 2 dni [dynamika zerowa lub bliska zeru], cykl rotacji zobowiązań ogółem to 13 dni [dynamika zerowa lub bliska zeru], cykl rotacji zobowiązań handlowych to 13 dni [dynamika zerowa lub bliska zeru], cykl rotacji zobowiązań nieoprocentowanych to 13 dni [dynamika zerowa lub bliska zeru]. Wszystkie cykle rotacji składników aktywów bieżących i zobowiązań zostały obliczone w odniesieniu do bazy sprzedaży netto.



Schematy struktury kapitału obrotowego [pracującego]:



Dodatni kapitał pracujący [+NWC]
Ujemny kapitał pracujący [-NWC]

Definicje:

NWC = Aktywa obrotowe - Zobowiązania krótkoterminowe

NWC = (Kapitał własny + Kapitał obcy długoterminowy) - Aktywa trwałe

Kapitał pracujący netto [NWC] *tys.PLN*

Okresy obrotowe	2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Aktywa trwałe	4	13	829	1 646	2 462	3 275	4 087	4 897	5 705
Aktywa obrotowe	151	394	207	221	295	391	510	653	819
Kapitał własny	44	331	899	1 701	2 586	3 492	4 418	5 366	6 336
Kapitały obce długoterminowe									
Kapitały obce krótkoterminowe	115	86	155	188	193	198	203	208	213
Kapitał obrotowy netto NWC [1]*	36	308	53	32	102	193	308	445	607
Kapitał obrotowy netto NWC [2]**	40	318	71	54	124	216	331	469	631

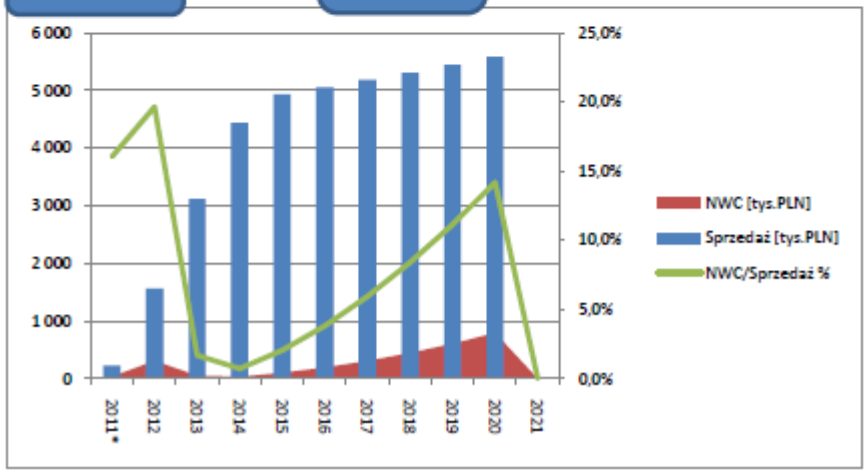
**) NWC = Aktywa obrotowe - Zobowiązania krótkoterminowe*

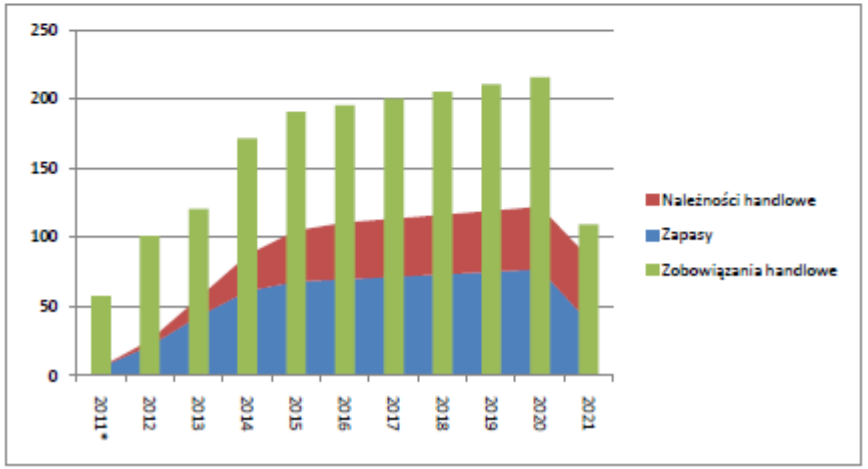
***) NWC = (Kapitał własny + Kapitał obcy długoterminowy) - Aktywa trwałe*

Kapitał pracujący netto/sprzedaż *tys.PLN*

Okresy obrotowe	2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Kapitał obrotowy netto NWC	36	308	53	32	102	193	308	445	607
Sprzedaż		226	1 568	3 115	4 434	4 930	5 053	5 180	5 309
NWC/sprzedaż %		*136,5%*	*3,4%*	*1,0%*	*2,3%*	*3,9%*	*6,1%*	*8,6%*	*11,4%*
Wskaźnik średni		*68,2%*	*46,6%*	*35,2%*	*28,6%*	*24,5%*	*21,9%*	*20,2%*	*19,2%*

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne





Skan 75: Prognoza przepływów pieniężnych dla Projektu 'LOTOS'.

Przepływy pieniężne / tys.PLN	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
STRUMIEN OPERACYJNY											
EBIT	50	347	692	984	1 092	1 117	1 143	1 170	1 197	1 226	
Zysk/strata ze zbycia nie finansowych aktywów trwałych											
Amortyzacja	0	1	2	4	7	10	12	14	16	17	
Zyski/straty nadzwyczajne											
Źródła operacyjne brutto	50	348	694	989	1 099	1 127	1 155	1 184	1 213	1 244	
Podatek dochodowy	-9	-66	-131	-187	-208	-212	-217	-222	-228	-233	
Inne obowiązkowe odpisy z zysku											
Źódła operacyjne netto	40	282	563	802	892	915	938	962	986	1 011	
RUCH KAPITAŁU OBROTOWEGO											
Zmiana stanu zapasów	-13	-18	-24	-12	-2	-2	-2	-2	-2	-2	
Zmiana stanu należności krótkoterminowych	-8	-11	-15	-7	-1	-1	-1	-1	-1	-1	
Zmiana RMK											
Zmiana stanu rezerw na zobowiązania											
Zmiana zobowiązań (bez pożyczek i kredytów)	115	-29	68	33	5	5	5	5	5	5	
Ruch kapitału obrotowego razem	95	-58	29	14	2	2	2	2	2	2	
Środki z działalności operacyjnej	**135**	**224**	**592**	**816**	**894**	**917**	**940**	**964**	**988**	**1 013**	
STRUMIEN INWESTYCYJNY											
Zmiana stanu WNiP											
Zmiana stanu rzeczowych aktywów trwałych	-4	-10	-18	-22	-22	-23	-24	-24	-25	-25	
Zysk/strata ze zbycia nie finansowych aktywów trwałych											
Zmiana stanu inwestycji długoterminowych											
Zmiana stanu należności długoterminowych			-800	-800	-800	-800	-800	-800	-800	-800	
Przychody finansowe											
Środki z działalności inwestycyjnej	**-4**	**-10**	**-818**	**-822**	**-822**	**-823**	**-824**	**-824**	**-825**	**-825**	
STRUMIEN FINANSOWY											
Zmiana kapitałów własnych [bez wyniku finansowego]	4	6	8	4	1	1	1	1	1	1	
Zmiana stanu zobowiązań długoterminowych											
Zmiana stanu kredytów i pożyczek krótkoterminowych											
Zmiana inwestycji krótkoterminowych [bez środków płynnych]											
Koszty finansowe											
Środki z działalności finansowej	**4**	**6**	**8**	**4**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	
Zmiana stanu środków pieniężnych netto	135	220	-218	-2	72	94	117	140	164	188	
Środki pieniężne na początek roku obrotowego		131	345	119	113	185	278	395	534	698	
Środki pieniężne na koniec roku obrotowego	135	351	127	117	185	279	395	535	698	886	

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

Skan 76: Identyfikacja i analiza wartości rezydualnej w ramach Projektu 'LOTOS'.

Formuła zdyskontowanych przepływów pieniężnych [DCF]:

$$NPV = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{RV_{FCF}}{(1+WACC_n)^n}$$

Formuły polecane do zastosowania

$$RV_{FCF} = \frac{FCF_n}{WACC_n - g_{FCF}}$$

RV_{FCF} -	*wartość rezydualna przepływów FCF*	5 020 tys.PLN
FCF_n -	*wolne strumienie pieniężne w roku n*	885 tys.PLN
$WACC_n$ -	*średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa w roku n*	11,41%
g_{FCF} -	*średni wzrost przepływów FCF po okresie prognozy*	-6,2%

$$RV_{NOPLAT} = \frac{NOPLAT_n}{WACC_n - g_{NOPLAT}}$$

RV_{NOPLAT} -	*wartość rezydualna zysków NOPLAT*	10 740 tys.PLN
$NOPLAT_n$ -	*zysk operacyjny po opodatkowaniu w roku n*	970 tys.PLN
$WACC_n$ -	*średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa w roku n*	11,41%
g_{NOPLAT} -	*średni wzrost zysków NOPLAT po okresie prognozy*	2,4%

$$RV_{FCF} = \frac{FCF_n \times \left(1 - g_{FCF}/ROIC\right)}{WACC_n - g_{FCF}}$$

RV_{FCF} -	*wartość rezydualna zysków NOPLAT*	3 487 tys.PLN
FCF_n -	*wolne strumienie pieniężne w roku n*	885 tys.PLN
$WACC_n$ -	*średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa w roku n*	11,41%
$ROIC$ -	*zwrot z kapitału zainwestowanego*	20,36%
g_{FCF} -	*średni wzrost przepływów FCF po okresie prognozy*	-6,2%

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

RV_{NOPLAT} -	*wartość rezydualna zysków NOPLAT*	9 485 tys.PLN
$NOPLAT_n$ -	*zysk operacyjny po opodatkowaniu w roku n*	970 tys.PLN
$WACC_n$ -	*średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa w roku n*	11,41%
$ROIC$ -	*zwrot z kapitału zainwestowanego*	20,36%
g_{NOPLAT} -	*średni wzrost zysków NOPLAT po okresie prognozy*	2,4%

Rekomendowana formuła szacowania wartości rezydualnej [RV] to wzór f-my McKinsey, uwzględniający zysk operacyjny po opodatkowaniu [NOPLAT]. Wartość RV projektu wg tej formuły wynosi 9 485 tys.PLN, co stanowi wartość większą o 172,0% od wyniku formuły opartej na przepływach FCF, a jednocześnie stanowi wartość większą o 11,7% od wyniku formuły prostej renty wiecznej opartej na zyskach Uzyskany rezultat jest aktualny dla średniej wartości zysku operacyjnego po opodatkowaniu NOPLAT = 970 tys.PLN, wartości średniego ważonego kosztu kapitału WACC = 11,41%, stopy zwrotu kapitału zainwestowanego ROIC = 20,36% i przyjętej dynamiki po okresie prognozy g = 2,4%. Wszystkie wartości składowe formuły zostały oparte na średnich z 3 ostatnich lat planu finansowego.

Wartość rezydualna [RV - Residual Value] jest utożsamiana z wartością tych przepływów gotówkowych [lub zysków], które nie są już objęte prognozą finansową w ramach analityk finansowej projektu. Zatem RV dotyczy tylko tych przedsięwzięć, dla których z założenia nie można zdefiniować wyraźnego terminu zakończenia i teoretycznie mogą być one realizowane trwale [np. projekty deweloperskie]. W zasadzie każdy projekt, w wyniku którego ma powstać biznes nieograniczony czasowo w sensie funkcjonalnym, może być rozpatrywany w kategorii przedsięwzięcia o niezdefiniowanym końcu. W tym miejscu zademonstrowane zostały najpopularniejsze formuły, określające wartość rezydualną w oparciu o wolne przepływy gotówkowe lub zyski i została oszacowana ich wartość z uwzględnieniem konkretnych parametrów finansowych analizowanego projektu inwestycyjnego. Porównanie tych formuł wskazuje, jak istotne różnice pomiędzy nimi mogą występować w ramach tego samego przedsięwzięcia.
Wobec wartości merytorycznej i złożoności samych podstawowych założeń proste formuły renty wiecznej [zademonstrowane po prawej stronie] powinny zostać odrzucone na rzecz formuły, opracowanej i opublikowanej przez pracowników f-my konsultingowej McKinsey [USA] [m.in. w Polsce opisanej w pozycji 'Wycena firmy: mierzenie wartości przedsiębiorstwa', Koller, Murrin]. Formuła ta niweluje istotne mankamenty merytoryczne prostej renty wiecznej, w szczególności uwzględnia konieczność ponoszenia dla efektu uzyskania wzrostu przepływów lub zysków nowych nakładów inwestycyjnych o charakterze rozwojowym w trakcie realizacji projektu [a nie tylko odtworzeniowych].

Skan 77: Szacowanie kosztu kapitału dla Projektu 'LOTOS'.

Potencjał dziedziny [sektora]

Kryteria oceny	Skala oceny potencjału 0,0	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	Ocena
Przewidywana stopa wzrostu		< 2%		2-8%		> 8%		1,5
Udział liderów w rynku		> 60%		30-60%		< 30%		3,0
Zmienność technologii		częste zmiany		cykl 5 lat		cykl > 5 lat		2,0
Ryzyko substytucji		wysokie		średnie		niskie		1,5
Bariery wejścia		słabe		średnie		silne		1,5
Poziom cen	wojna cenowa		wysoka elastyczność			duży margines swobody		1,0
Marża zysku		niska		średnia		wysoka		1,5
Źródła wartości dodanej		typowe		know-how		wyjątkowe atuty		2,0
Pewność zaopatrzenia		niepewne		niestabilne		pewne		3,0
Sezonowość sprzedaży		wysoka		średnia		niska		2,5
Szanse opan. nowych umiejętności		małe		możliwe		duże		0,5
Maksymalna nota	**33,0**						**Suma**	**20,0**
Nota określona dla sektora	**20,0**	**61% udziału w ocenie max**						

Źródło: opracowanie własne na podstawie koncepcji opisanej w „STRATEGOR – Strategie, structure, decision, identité. Politique générale d'entreprise", 2e edition, InterEditions, Paris 1993.

Skala procentowa oceny stopnia atrakcyjności rynku:

Zakres oceny:	*min*	*max*
Sektor nieatrakcyjny	*0%*	*30%*
Ograniczona atrakcyjność	*31%*	*45%*
Umiarkowana atrakcyjność	*46%*	*65%*
Sektor atrakcyjny	*66%*	*80%*
Sektor bardzo atrakcyjny	*81%*	*100%*

Proponowana ocena wartości dziedziny [sektora] wg przyjętego kryterium = 61% [punkty przyznane: 20 na 33 punkty możliwe - Umiarkowana atrakcyjność. Najwyższa przyznana nota - 3, najniższa przyznana nota - 0,5; liczba ocen maksymalnych - 2, liczba ocen minimalnych - 1].

Wskaźnik beta dla oszacowanego potencjału sektora został określony na 0,89.

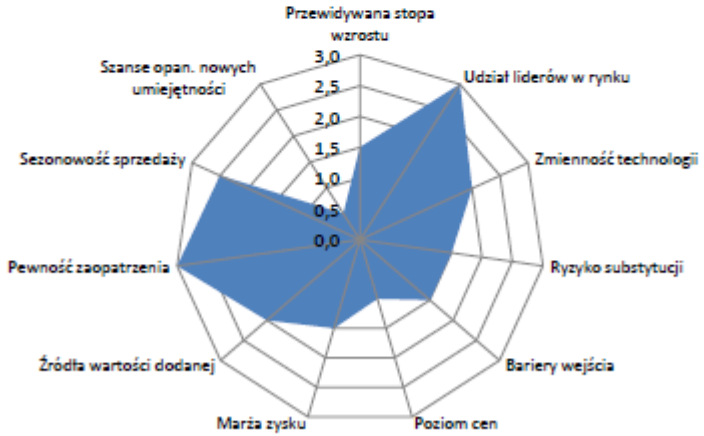
Zaakceptowany wskaźnik beta dla oszacowania korporacyjnego kosztu kapitału wynosi 0,87.

Sektory:	Wagi:	Beta:
Retail/Wholesale Food	1,00	0,62
Restaurant	1,00	1,14
R.E.I.T.	1,00	0,96
Food Processing	1,00	0,69
-		
-		
-		
Wartość średnia ważona		0,85
Wartość sugerowana z zakresu		0,85
Wsk.modelowy		0,89
Wsk.rekomendowany		**0,87**

Rekomendowany wskaźnik beta określony jako odpowiednik wartości średniej wskaźnika branżowego i wskaźnika modelowego.

Ocena potencjału dziedziny [sektora] została przeprowadzona na podstawie konsultacji z przedstawicielami jednostki. Zasadnicze znaczenie z uwagi na wpływ tej oceny na koszt kapitału przedsiębiorstwa i przedmiotu wyceny posiada wymiar procentowego wyniku pomiaru potencjału sektora. Określenia słowne skali atrakcyjności sektora lub jej braku jest kwestią subiektywną. Ocena wartości dziedziny [sektora] jest pośrednim modelem szacowania atrakcyjności inwestycyjnej branży jako takiej. Ocenę potencjału sektora [branży] zastosowano w raporcie do szacowania perspektyw jej rozwoju. Wynik oceny jest brany pod uwagę przy szacowaniu korporacyjnego kosztu kapitału.

Wskaźniki beta nielewarowane wg rankingu sektorów [web: www.pages.stern.nyu.edu, styczeń 2011].



Korporacyjny wskaźnik kosztu kapitału własnego β

Wyznaczenie β_{VS} oparte jest na funkcji liniowej wiążącej ten parametr z pomiarem potencjału sektora V_S:			
Funkcja liniowa opisana formułą ogólną:	y = ax + b		
Funkcja liniowa dostosowana do prezentowanej koncepcji:	β_{VS} = aP + b		
Parametry a i b wyznaczają graniczne wartości wskaźnika β z modelu CAPM dla warunków polskiego rynku kapitałowego:			
- dla potencjału P = 100% parametr beta [Vs] wynosi	0,28	stąd	a = -1,54
- dla potencjału P = 0% parametr beta [Vs] wynosi	1,82	stąd	b = 1,82
Funkcja bazowa przyjmuje postać:	beta [Vs] = -1,54x + 1,82		

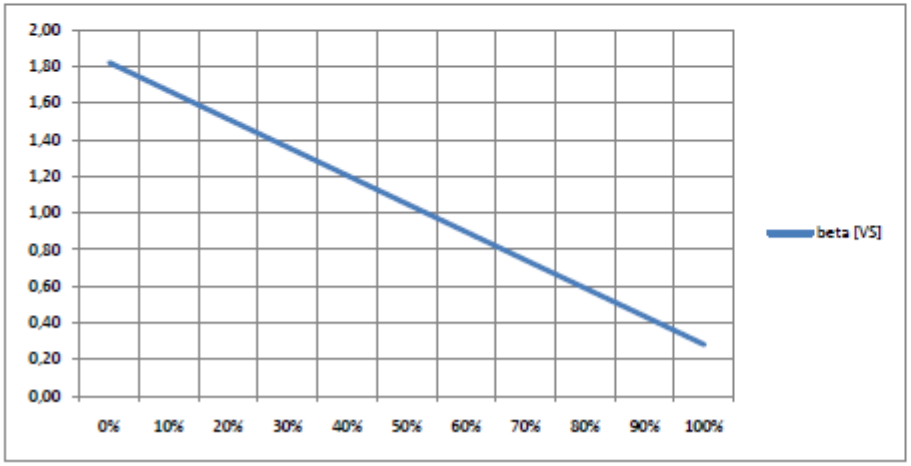
Przesłanki ekonomiczne wskazują na zasadność przyjęcia wskaźnika beta (VS) na poziomie 0,89. Wartość tę obliczono dla zakresu rynkowego krajowego ryzyka branżowego [wskaźnik beta na rynku kapitałowym] od 0,28 do 1,82.

Źródło: opracowanie własne

P =		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
β_{VS} =	1,82	1,67	1,51	1,36	1,20	1,05	0,90	0,74	0,59	0,43	0,28

Dla V_S = 61%	β_{VS} = 0,89

Wartość zaakceptowana:	β_{VS} = 0,89



Kwantyfikacja prawdopodobieństwa wystąpienia zdarzeń:

Pewność zdarzenia	Prawdopodobieństwo wystąpienia % od …	… do
Zupełnie niemożliwe		
Nadzwyczajnie nieprawdopodobne	1%	10%
Bardzo nieprawdopodobne	5%	20%
Prawie nieprawdopodobne	10%	30%
Nieprawdopodobne	20%	40%
Mimo wszystko możliwe	30%	50%
Całkiem możliwe	40%	60%
Bardzo możliwe	50%	70%
Prawie prawdopodobne	60%	80%
Prawdopodobne	70%	90%
Bardzo prawdopodobne	80%	95%
Nadzwyczajnie prawdopodobne	90%	99%
Całkowicie pewne		100%

Źródło: W.Krelle / Preferenz- und Entscheidungstheorie, Tuebingen 1968

Ekwiwalent ryzyka dla wartości rezydualnej: pewność = 70%, zatem ryzyko wynosi 30%:

70%

Ekwiwalent ryzyka dla prognozy finansowej: pewność = 75%, zatem ryzyko wynosi 25%:

75%

Ocena ryzyka projektu jest oparta na matrycy prawdopodobieństwa i odniesiona zasadniczo do oceny możliwości zrealizowania zakładanych w prognozie finansowej zysków na sprzedaży produktów i usług. Wskaźnik ryzyka może być zatem utożsamiany z klasycznym wskaźnikiem niepewności prognoz finansowych [ekwiwalentem ryzyka, równoważnikiem pewności], stosowanym w metodach wyceny przedsiębiorstw. W tym przypadku zastosowanie tego wskaźnika uwzględnia dodatkowe ryzyka związane z utrzymaniem potencjału marketingowego projektu, który został oceniony częściowo na podstawie wyników historycznych, a częściowo na bazie rezultatów prognozowanych.

Działalność jednostki dotyczy sektora 'Restauracje i inne stałe placówki gastronomiczne'. Rekomendowana długość okresy referencyjnego to 10 lat, a więc relatywnie jest to długi okres prognozy [co wpływa na zwiększenie ryzyka przewidywania perspektyw rozwoju jednostki i/lub jej składników WNiP]. Rekomendowana skala ryzyka w odniesieniu do podstawowej adekwatnej prognozy sprzedaży produktów i usług została oszacowana na 10%. Przedział ryzyka powyżej 15% należy już uznawać za stan podwyższony. W procesie wyceny marki nie została uwzględniona wartość rezydualna. Jest to wyraz oceny ryzyka perspektyw rozwoju jednostki i/lub jej składników WNiP w przyszłości wobec skali niepewności, co do kształtowania się potencjalnych zysków, wynikających z jej potencjału [niepewne perspektywy rynkowe, skala konkurencji, ryzyko dekoniunktury sektora itp.].

Kalkulacja współczynnika beta z uwzględnieniem zwiększonego ryzyka projektu:

$$\beta = \beta_{Vs} \times \beta_R$$

1,09 × 0,87 × 1,25

W wyniku przyjętych założeń wskaźnik beta dla kosztu kapitału marki został zaakceptowany w wysokości 1,09.

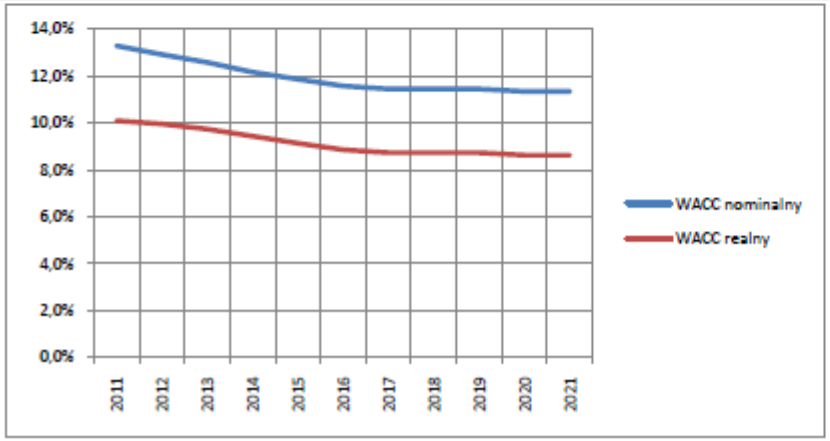
Model CAPM [Capital Assets Pricing Model]:

Lata prognozy	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
L.p.roku prognozy	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Koszt kapitału własnego	**13,29%**	**12,92%**	**12,59%**	**12,17%**	**11,87%**	**11,58%**	**11,45%**	**11,45%**	**11,45%**	**11,35%**	**11,35%**
- stopa inwest.bez ryzyka [obligacje 10-letnie]	6,22%	6,20%	6,20%	6,10%	6,10%	6,10%	6,00%	6,00%	6,00%	5,90%	5,90%
- premia za ryzyko [ryzyko kraju]	6,50%	6,18%	5,87%	5,57%	5,29%	5,03%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
- β [wsp.ryzyka branżowego]	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09
Koszt kapitałów obcych [wartość średnia]	**8,42%**	**8,41%**	**8,41%**	**8,22%**	**8,22%**	**8,22%**	**8,04%**	**8,04%**	**8,04%**	**7,85%**	**7,85%**
- stopa depozyt.międzybank. (WIBOR 6 m-cy [PLN])	4,51%	4,50%	4,50%	4,43%	4,43%	4,43%	4,35%	4,35%	4,35%	4,28%	4,28%
- premia za kapitał obcy [np.marża banku]	3,60%	3,60%	3,60%	3,50%	3,50%	3,50%	3,40%	3,40%	3,40%	3,30%	3,30%
- częstotliwość kapitalizacji odsetek	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Wskaźnik zadłużenia											
- udział kapitału własnego %	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Stopa podatkowa %	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Średni ważony koszt kapitału korporac. [WACC]	**13,29%**	**12,92%**	**12,59%**	**12,17%**	**11,87%**	**11,58%**	**11,45%**	**11,45%**	**11,45%**	**11,35%**	**11,35%**
- wskaźnik inflacji średniorocznej	2,90%	2,70%	2,60%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Wartości realne	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Koszt kapitału własnego	10,10%	9,96%	9,74%	9,43%	9,14%	8,86%	8,73%	8,73%	8,73%	8,63%	8,63%
Koszt długu	5,36%	5,56%	5,66%	5,58%	5,58%	5,58%	5,40%	5,40%	5,40%	5,22%	5,22%
Udział kapitału obcego %											
Średni ważony koszt kapitału korporac. [WACC]	**10,10%**	**9,96%**	**9,74%**	**9,43%**	**9,14%**	**8,86%**	**8,73%**	**8,73%**	**8,73%**	**8,63%**	**8,63%**

Nominalna średnia geometryczna średniego ważonego kosztu kapitału [WACC] w latach 2011-2020 - 11,99%

Realna średnia geometryczna średniego ważonego kosztu kapitału [WACC] w latach 2011-2020 - 9,19%

Źródło: opracowanie własne



Koszt kapitału dla przedsiębiorstwa został oszacowany na podstawie modelu CAPM, przy zastosowaniu odniesień statystycznych do wskaźników takich, jak ryzyko kraju oraz zakres wskaźników β dla branż reprezentowanych na rynkach kapitałowych. Uwzględnienie wpływu kapitałów obcych poprzez wskaźnik zadłużenia [jeżeli dotyczy] jest związane z dostępem do informacji o wpływie tego zadłużenia na korporacyjny koszt kapitału. W przypadku braku takich informacji zakładany jest brak tego wpływu. Model CAPM został odniesiony do uwarunkowań kraju siedziby analizowanej jednostki gospodarczej.

Skan 78: Szacowanie wartości NPV dla Projektu 'LOTOS'.

Wartość zaktualizowana netto z projektu po opodatkowaniu
Wolne przepływy pieniężne [FCF] / tys.PLN

Okresy kalendarzowe	3m 2011	1kw/2012	1kw/2013	1kw/2014	1kw/2015	1kw/2016	1kw/2017	1kw/2018	1kw/2019	1kw/2020	1kw/2021	1kw/2022	1kw/2023
L.p. okresu	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	-
Strumień operacyjny		**156**	**303**	**672**	**855**	**899**	**922**	**946**	**970**	**994**	**765**		
+/- wynik operacyjny skoryg.przed opodatk.[EBIT]		80	340	640	836	890	910	931	953	976	750		
+ amortyzacja		0	1	3	5	8	10	13	15	16	13		
+/- zmiana kapitału obrotowego		75	-38	29	14	2	2	2	2	2	2		
w tym: +/- zmiana stanu zapasów		-13	-18	-24	-12	-2	-2	-2	-2	-2	-2		
w tym: +/- zmiana stanu należności		-8	-11	-15	-7	-1	-1	-1	-1	-1	-1		
w tym: +/- zmiana st.zobow.krótkoterm.nieoproc.		95	-9	68	33	5	5	5	5	5	5		
w tym: +/- zmiana st.rozl.międzyokre.													
+/- inne korekty													
+ dodatkowe korzyści operac./ - utracone korzyści operac.													
Strumień inwestycyjny	**-4**		**-10**	**-18**	**-22**	**-22**	**-23**	**-24**	**-24**	**-25**	**-25**		
Wpływy													
+ zbycie WNiP oraz rzeczowych akt.trw.													
+ zbycie inwestycji w nieruchomości oraz WNiP													
+ inne wpływy inwestycyjne													
+ dodatkowe korzyści inwestycyjne													
Wypływy	**-4**		**-10**	**-18**	**-22**	**-22**	**-23**	**-24**	**-24**	**-25**	**-25**		
- nabycie WNiP oraz rzecz.akt.trw.	-4		-10	-18	-22	-22	-23	-24	-24	-25	-25		
- inwestycje w nieruchomości oraz WNiP													
- inne wydatki inwestycyjne													
- utracone korzyści inwestycyjne													
Wolne przepływy pieniężne	**-4**	**156**	**293**	**654**	**833**	**877**	**899**	**922**	**946**	**970**	**740**		
+/- Wartość rezydualna												7 806	
Dodatkowe korekty													
Razem wolne przepł.pieniężne + wart.rezydualna + korel	**-4**	**156**	**293**	**654**	**833**	**877**	**899**	**922**	**946**	**970**	**740**	**7 806**	
Stopa dyskont. [WACC]	13,29%	13,29%	12,92%	12,59%	12,17%	11,87%	11,58%	11,45%	11,45%	11,45%	11,35%	11,35%	11,35%
Stopa dyskontowa dla wartości rezydualnej												8,35%	
Formuła przeliczeniowa stóp dyskontowych	**$(1+R)^n$ = WACC + 1**	gdzie: R - stopa dyskontowa odniesiona do okresu obrotowego; WACC - średni ważony koszt kapitału w skali rocznej											
Ilość miesięcy okresu obrotowego	3	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Mnożnik ilości miesięcy okresu obrotowego		1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Stopa dyskontowa skorygowana	13,29%	13,29%	12,92%	12,59%	12,17%	11,87%	11,58%	11,45%	11,45%	11,45%	11,35%	11,35%	11,35%
Współczynnik dyskontowy dla okresu obrotowego	1,0000	0,8827	0,7816	0,6942	0,6189	0,5533	0,4959	0,4449	0,3992	0,3582	0,3217	0,2890	0,2595
Wartość bieżąca strumieni pieniężnych	-4	137	229	454	516	485	446	410	378	347	238	2 256	
Wartość bieżąca str.pieniężnych - salda skumulowane	-4	133	363	817	1 332	1 817	2 263	2 674	3 051	3 399	3 637	5 892	5 892

Źródło: opracowanie własne

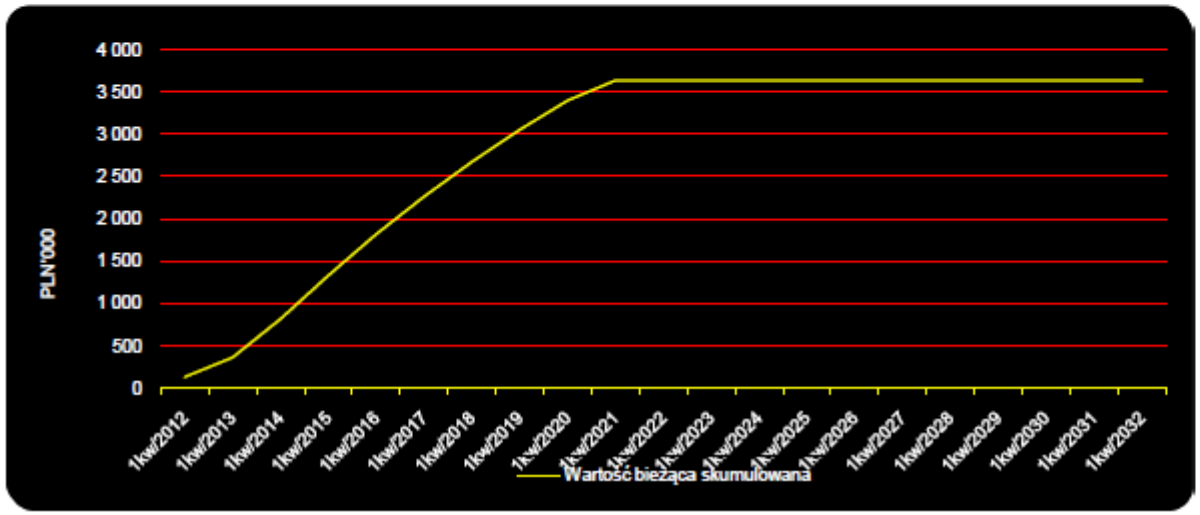
Skan 79: Zestawienie wyników wyceny Projektu 'LOTOS'.

Wartości wskaźników dyskontowych:

NPV z projektu po opodatkowaniu:				
Wartość zaktualizowana netto (NPV)	[tys.PLN]	5 900	dla r = 11,99%	Spełnione kryterium opłacalności: NPV [5 900 tys.PLN] > 0
Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR)		3958%	dla r = 11,99%	Spełnione kryterium opłacalności: IRR [3 957,62%] > WACC [11,99%]
Zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu (MIRR)		58,55%	dla r = 11,99%	Spełnione kryterium opłacalności: MIRR [58,55%] > WACC [11,99%]
Stopa zwrotu nakładów (ROI)		5977%		
Stopa przychody/koszty (B/C)		1,37	36,6% - dopuszczalny wzrost wypływów gotówki	
Wskaźnik 1 - C/B		0,27	26,8% - dopuszczalny spadek wpływów gotówki	

NPV z kapitału własnego:				
Wartość zaktualizowana netto (NPV)	[tys.PLN]	3 600	dla r = 11,99%	Spełnione kryterium opłacalności: NPV [3 600 tys.PLN] > 0
Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR)		3958%	dla r = 11,99%	Spełnione kryterium opłacalności: IRR [3 957,62%] > WACC [11,99%]
Zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu (MIRR)		55,02%	dla r = 11,99%	Spełnione kryterium opłacalności: MIRR [55,02%] > WACC [11,99%]

Dyskontowy okres zwrotu nakładów inwestycyjnych:



$$PB = \sum_{t=0}^{n} \frac{INV_t - CFO_t}{(1 + WACC_t)^t}$$

Dyskontowy okres zwrotu nakładów inwestycyjnych - PB
Strumienie inwestycyjne przepływów pieniężnych - INV_t
Strumienie operacyjne przepływów pieniężnych - CFO_t
Średni ważony koszt kapitału [WACC] - WACC

Dyskontowy okres zwrotu [Payback] został określony na 1 rok oraz 6 miesięcy. Przy średnim ważonym koszcie kapitału [WACC] oszacowanym dla roku 2011 w wymiarze realnym jako 10,10%, prosty rekomendowany okres zwrotu wynosi ok. 9 lat. Dyskontowy okres zwrotu stanowi tylko 17% prostego okresu zwrotu.

Podstawowe parametry projektu:

Inwestor:	KO-OPERATOR Bronikowski, Górzyński Sp.j., 30-065 Kraków / Piastowska 23			
Nazwa projektu:	'Uruchomienie sprzedaży pierogów w sieci stacji benzynowych LOTOS'			
Wartość nakładów inwestycyjnych [rzeczowych]:		tys.PLN		
Wartość początkowa kapitału obrotowego:		tys.PLN		
Średni ważony koszt kapitału w okresie prognozy [WACC]:	11,99%			
Średni koszt kapitału własnego w okresie prognozy:	11,99%			
Wartość zaktualizowana netto z projektu po opodatkowaniu:	5 900	tys.PLN	> 0	dla r = 11,99%
Wartość zaktualizowana netto z kapitału własnego:	5 900	tys.PLN	> 0	dla r = 11,99%
Wartość zaktualizowana netto z dywidend:	0	tys.PLN		
Wewnętrzna stopa zwrotu:	3958%	> 11,99%		
Zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu:	58,55%	> 11,99%		
Prosta stopa zwrotu nakładów:	5977%			
Stopa przychody/koszty [B/C; indeks zyskowności]:	1,37	36,6%	- dopuszczalny wzrost wypływów gotówki	
Wskaźnik 1 - C/B	0,27	26,8%	- dopuszczalny spadek wpływów gotówki	
Dyskontowy okres zwrotu nakładów [payback]:	lata = 1		m-ce = 6	

Źródło: opracowanie własne

Skan 80: Analiza wrażliwości Projektu 'LOTOS'.

Zmiany parametrów bazowych:		Ceny sprzedaży produktów i usług	
Spadek o -1%	Rent.netto:	17,3%	; spadek o: 3,5%; wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	Śr.przepł.gotówki:	821	; spadek o: 4,4%; wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	2 573	; spadek o: 4,3%; wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	ZFO	2 573	; spadek o: 4,3%; wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	NPV:	5 600	; spadek o: 5,1%; wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
Spadek o -5%	Rent.netto:	14,7%	; spadek o: 18,2%; wpływ średni, poniżej poziomu 21% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	Śr.przepł.gotówki:	668	; spadek o: 22,2%; wpływ wysoki, poniżej poziomu 32% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	2 106	; spadek o: 21,7%; wpływ wysoki, poniżej poziomu 32% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	ZFO	2 106	; spadek o: 21,7%; wpływ wysoki, poniżej poziomu 32% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	NPV:	4 600	; spadek o: 22,0%; wpływ wysoki, poniżej poziomu 32% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.

Zmiany parametrów bazowych:		Koszty operacyjne	
Wzrost o 1%	Rent.netto:	17,3%	; spadek o: 3,5% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	Śr.przepł.gotówki:	829	; spadek o: 3,4% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	2 599	; spadek o: 3,4% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	ZFO	2 599	; spadek o: 3,4% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	NPV:	5 700	; spadek o: 3,4% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
Wzrost o 5%	Rent.netto:	14,9%	; spadek o: 17,3% wpływ średni, poniżej poziomu 21% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	Śr.przepł.gotówki:	711	; spadek o: 17,2% wpływ średni, poniżej poziomu 21% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	2 236	; spadek o: 16,8% wpływ średni, poniżej poziomu 21% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	ZFO	2 236	; spadek o: 16,8% wpływ średni, poniżej poziomu 21% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	NPV:	4 900	; spadek o: 16,9% wpływ średni, poniżej poziomu 21% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.

Zmiany parametrów bazowych:		Wolumen sprzedaży	
Spadek o -1%	Rent.netto:	18,0%	; wzrost o: 0,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.przepł.gotówki:	850	; spadek o: 1,0% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	2 663	; spadek o: 1,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	ZFO	2 663	; spadek o: 1,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	NPV:	5 900	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
Spadek o -5%	Rent.netto:	18,0%	; spadek o: 0,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.przepł.gotówki:	816	; spadek o: 5,0% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	2 559	; spadek o: 4,8% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	ZFO	2 559	; spadek o: 4,8% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
	NPV:	5 600	; spadek o: 5,1% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.

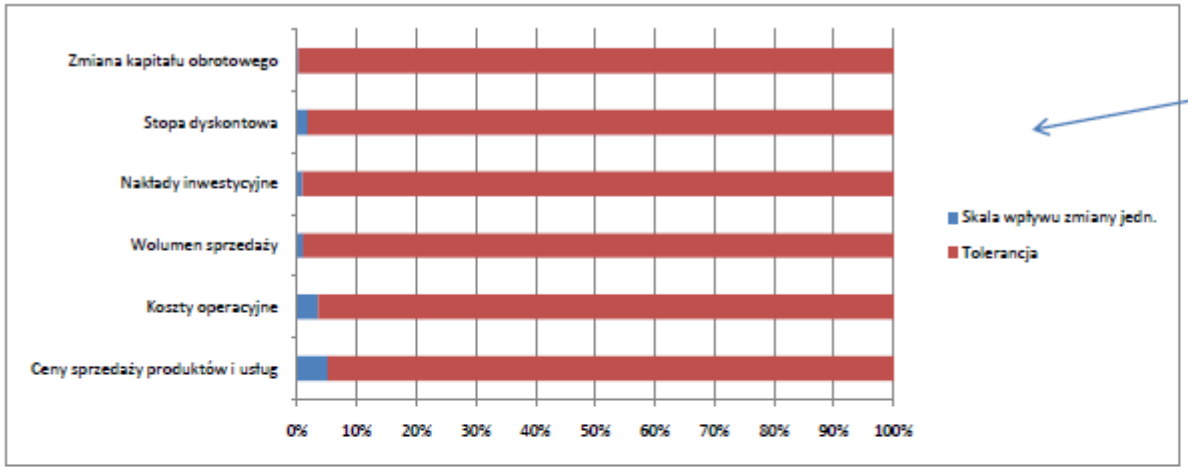
Zmiany parametrów bazowych:		Nakłady inwestycyjne	
Wzrost o 1%	Rent.netto:	18,0%	; spadek o: 0,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.przepł.gotówki:	859	; spadek o: 0,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	2 689	; spadek o: 0,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	ZFO	2 689	; spadek o: 0,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	NPV:	5 900	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
Wzrost o 5%	Rent.netto:	18,0%	; spadek o: 0,1% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.przepł.gotówki:	858	; spadek o: 0,1% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	2 689	; spadek o: 0,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	ZFO	2 689	; spadek o: 0,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	NPV:	5 900	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.

Zmiany parametrów bazowych:		Stopa dyskontowa	
Wzrost o 1%	Rent.netto:	18,0%	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.przepł.gotówki:	859	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	2 689	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	ZFO	2 689	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	NPV:	5 800	; spadek o: 1,7% wpływ niski, poniżej poziomu 6% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.
Wzrost o 5%	Rent.netto:	18,0%	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.przepł.gotówki:	859	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	2 689	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	ZFO	2 689	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	NPV:	5 500	; spadek o: 6,8% wpływ umiarkowany, poniżej poziomu 11% zmiany cechy przy jednostkowej zmianie parametru bazowego.

Zmiany parametrów bazowych:		Zmiana kapitału obrotowego	
Wzrost o 1%	Rent.netto:	18,0%	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.przepł.gotówki:	859	; spadek o: 0,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	2 690	; wzrost o: 0,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	ZFO	2 690	; wzrost o: 0,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	NPV:	5 900	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
Wzrost o 5%	Rent.netto:	18,0%	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.przepł.gotówki:	858	; spadek o: 0,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	Śr.roczne zapotrz.na kap.własne:	2 690	; wzrost o: 0,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	ZFO	2 690	; wzrost o: 0,0% zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.
	NPV:	5 900	; brak zmiany zmiana zerowa lub bliska zeru, brak wpływu na cechę projekcji.

Źródło: opracowanie własne

Podsumowanie analizy wrażliwości planu finansowego:



Graficzna ilustracja maksymalnego wpływu jednostkowych zmian parametrów bazowych prognozy finansowej na wybrane cechy projekcji finansowej. Poziom tego wpływu ilustruje skalę wrażliwości projekcji.

Największe zmiany wskazanych cech projekcji powodują jednostkowe zmiany [+/-1%] następujących parametrów bazoych: Ceny sprzedaży produktów i usług [5,1%], Koszty operacyjne [3,5%], Stopa dyskontowa [1,7%], Wolumen sprzedaży [1,0%]. Tym samym prognoza finansowa charakteryzuje się największą wrazliwością ze względu na wymienione parametry i w podanej skali.

Ceny sprzedaży produktów i usług W zakresie jednostkowej zmiany parametru 'Ceny sprzedaży produktów i usług' największa zmiana dotyczy cechy 'NPV:' i wynosi 5,1%. Ten poziom wrażliwości jest określony jako niski.	**Koszty operacyjne** W zakresie jednostkowej zmiany parametru 'Koszty operacyjne' największa zmiana dotyczy cechy 'Rent.netto:' i wynosi 3,5%. Ten poziom wrażliwości jest określony jako niski.
Wolumen sprzedaży W zakresie jednostkowej zmiany parametru 'Wolumen sprzedaży' największa zmiana dotyczy cechy 'Śr.przepł.gotówki:' i wynosi 1,0%. Ten poziom wrażliwości jest określony jako niski.	**Nakłady inwestycyjne** W zakresie jednostkowej zmiany parametru 'Nakłady inwestycyjne' największa zmiana dotyczy cechy 'IRR:' i wynosi 0,9%. Ten poziom wrażliwości jest określony jako praktyczny brak wpływu.
Stopa dyskontowa W zakresie jednostkowej zmiany parametru 'Stopa dyskontowa' największa zmiana dotyczy cechy 'NPV:' i wynosi 1,7%. Ten poziom wrażliwości jest określony jako niski.	**Zmiana kapitału obrotowego** W zakresie jednostkowej zmiany parametru 'Zmiana kapitału obrotowego' największa zmiana dotyczy cechy 'IRR:' i wynosi 0,2%. Ten poziom wrażliwości jest określony jako praktyczny brak wpływu.

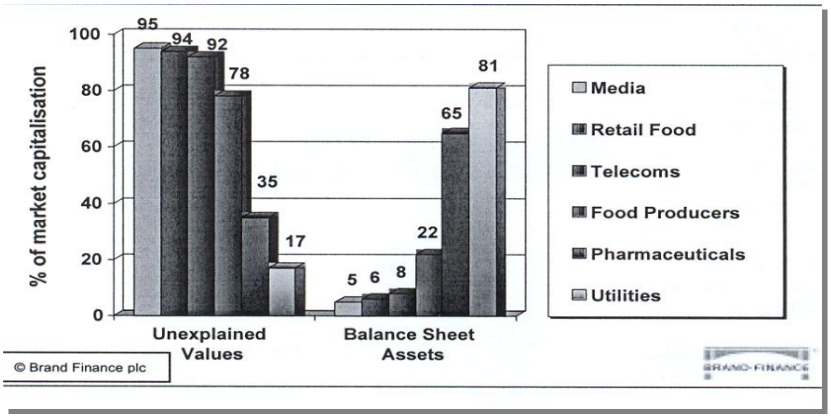
Źródło: opracowanie własne

9.6 Wycena łączna spółki Ko-Operator

Zgodnie z przyjętymi założeniami w wycenie łącznej K-O zastosowanie znalazły: metoda dochodowa dla bieżącej wartości K-O oraz wartości wskaźników NPV dla projektów inwestycyjnych. Jednocześnie przeprowadziłem identyfikację wartości intelektualnych, które stanowią istotną cześć reputacji jednostki [goodwill].

Koncepcja reputacji [goodwill] została oparta na klasycznej formule różnicy pomiędzy wartością rynkową [dochodową] biznesu, a wartością zainwestowanego kapitału [utożsamianą z wartością majątkową spółki].

Skan 81: Proporcje wartości aktywów materialnych i niematerialnych dla różnych sektorów na przykładzie rynku brytyjskiego.



- *Media - media*
- *Retail Food - sprzedaż detaliczna żywności*
- *Telecoms - telekomunikacja*
- *Food Producers - produkcja żywności*
- *Pharmaceuticals - branża farmaceutyczna*
- *Utilities - usługi*

Źródło: "Current Practice in Brand Valuation", A Gee Bulletin, Brand Finance, czerwiec 2000.

Charakterowi Spółki najbliższy byłby niewątpliwie sektor producentów żywności – chociażby poprzez powiązania biznesowe. Wyniki badań przeprowadzonych przez Brand Finance na rynku brytyjskim na podstawie wskaźników 344 firm [wg rankingu FTSE 350 przedsiębiorstw z roku 1998] dowodziły, iż średnio 72% wartości badanych przedsiębiorstw wynikającej z kapitalizacji rynkowej ["market capitalization"] nie znajdowało odbicia w publikowanych sprawozdaniach finansowych [bilansach]. Zdaniem Brand Finance ta ukryta - "niezidentyfikowana w sposób jednoznaczny część wartości" ["Unexplained Values"] stanowiła odpowiednik wyceny rynkowej ogółu wartości niematerialnych, na które składały się wartości takich elementów, jak: patents [patenty], customer lists [bazy danych klientów], licenses [licencje], know-how [wiedza techniczna i marketingowa] oraz major contracts [umowy z kontrahentami, kontrakty handlowe].

Z kolei według danych opublikowanych przez Michaela Kviatkowsky z Grupy Mazars średni wskaźnik P/BV [Price to Book Value] dla przedsiębiorstw europejskich notowanych na giełdach kształtuje się współcześnie w granicach 2-6, co oznacza, że wartość kapitalizacji giełdowej przewyższa wartość księgową aktywów brutto 2-6 razy. Również ta okoliczność jest wiązana przez ekonomistów z wartościami "niewidzialnymi", czyli ogólnie rzecz ujmując - niematerialnymi. Według dokonanych analiz każda dziedzina gospodarki pozwala zaobserwować znaczenie kapitału niematerialnego, a nie tylko nowa ekonomia, której sektory [technologie informatyczne, telekomunikacja, media] są tu modelowym przykładem [dla nich wskaźnik P/BV przyjmuje wartości z górnego przedziału]. W obrębie tego samego sektora istnieją często znaczne różnice, co oznacza, że niektóre przedsiębiorstwa mają większą zdolność do zwiększania udziału w rynku niż ich konkurencja.

W rezultacie do celów wyceny można przyjąć następującą formułę:

$$V_{REP} = V_{DCF} - K$$

gdzie:
V_{REP} – wartość reputacji biznesu,
V_{DCF} – wartość dochodowa biznesu,
K – koszty wdrożenia nowej technologii w zakładzie produkcyjnym opakowań [tak nakłady celowe jak i nakłady odtworzeniowe].

$$V_{DCF} = \sum_{n=1}^{t} \frac{FCF_n}{(1+WACC)^n} + \frac{RV_{t+1}}{(1+WACC)^{t+1}}$$

gdzie:
V_{DCF} – wartość dochodowa biznesu,
FCF_n – wolne strumienie pieniężne związane z efektami gospodarczego zastosowania K-H,
RV_{t+1} – wartość rezydualna biznesu w roku t+1,
WACC – średni ważony koszt kapitału przedsiębiorcy odniesiony do przedmiotu wyceny,
n – ilość lat prognozy,
t – l.p.ostatniego roku prognozy finansowej.

Niniejszy raport stanowi podsumowanie wszystkich przeprowadzonych wcześniej wycen spółki Ko-Operator. Działalność Spółki przypadła na okres silnych bodźców zewnętrznych, stymulowanych głównie przez zjawiska ekonomiczne o szerokiej, nawet światowej skali. Spółka prowadzi działalność praktycznie od 2008r., przy czym działa w ścisłej współpracy ze spółką giełdową Polskie Jadło S.A., z którą jest powiązana m.in. umowami operatorskimi w ramach prowadzenia działalności restauratorskiej w formie sieciowej. Dynamiczne plany rozwojowe Spółki zostały zasadniczo zredukowane przez kryzys finansowy, który zapoczątkowany został jeszcze pod koniec 2008r. Wskutek tego ekspansja Spółki na kierunkach poza krakowskich [Warszawa] nie przyniosła oczekiwanych rezultatów, a nawet zakończyła się niepowodzeniem. Spółka w poszukiwaniu niszy rynkowych zwróciła swoje starania w stronę rozwijającego się rynku tzw. 'gastronomii drogowej', reprezentowanej głównie przez punkty gastronomiczne typu MOP przy drogach ekspresowych i autostradach oraz punkty gastronomiczne na stacjach benzynowych. W wyniku tych działań nawiązane zostały więzi gospodarcze z kontrahentami, także zawodowo związanymi z drogownictwem, jakkolwiek od innej - usługowej lub zarządczej strony. W rezultacie powstały dwa projektu inwestycyjne, które dla potrzeb opracowań finansowych na rzecz Spółki nazwano umownie: Projekt MOPy oraz Projekt LOTOS [opisane w innych raportach, obejmujących wyceny składowe Spółki]. Należy podkreślić jednak, iż w momencie wyceny obydwa projekty reprezentują przedsięwzięcia rozwojowe, o bardzo perspektywicznym lecz jeszcze nieustabilizowanym potencjale. To powoduje, iż ich wycenę biznesową potraktowałem raczej w charakterze wyceny opcji, co znalazło szczególne uzasadnienie w uwzględnieniu w wycenie dochodowej odpowiednio zwiększonych stóp dyskontowych z uwagi na podwyższone ryzyko tego typu wycen.

Ostateczna koncepcja identyfikacji biznesowego potencjału Spółki sprowadza się zatem do następującego schematu, który tak z przyczyn komunikatywności jak i samej techniki wyceny wydawał się najlepszym rozwiązaniem:

- W ramach procedury dokonałem wyceny bieżącej działalności Spółki, bez uwzględniania opcji realizacji wspomnianych projektów inwestycyjnych. Nastąpiło to z pełną świadomością, że w obecnej chwili z uwagi na przeszłe uwarunkowania wartość dochodowa samej Spółki jest zauważalnie niższa od jej wartości majątkowej.
- W trybie odrębnym wyceniłem Projekt MOPy, który wydaje się stanowić najpoważniejszą biznesowo opcję dalszego rozwoju przedsiębiorstwa.
- W trybie odrębnym wyceniłem Projekt LOTOS, który związany jest z kontraktem podpisanym z firmą LOTOS [co daje Spółce prawo wyłączności do świadczenia usług gastronomicznych na rzecz klientów stacji benzynowych LOTOS i na terenie tych stacji.

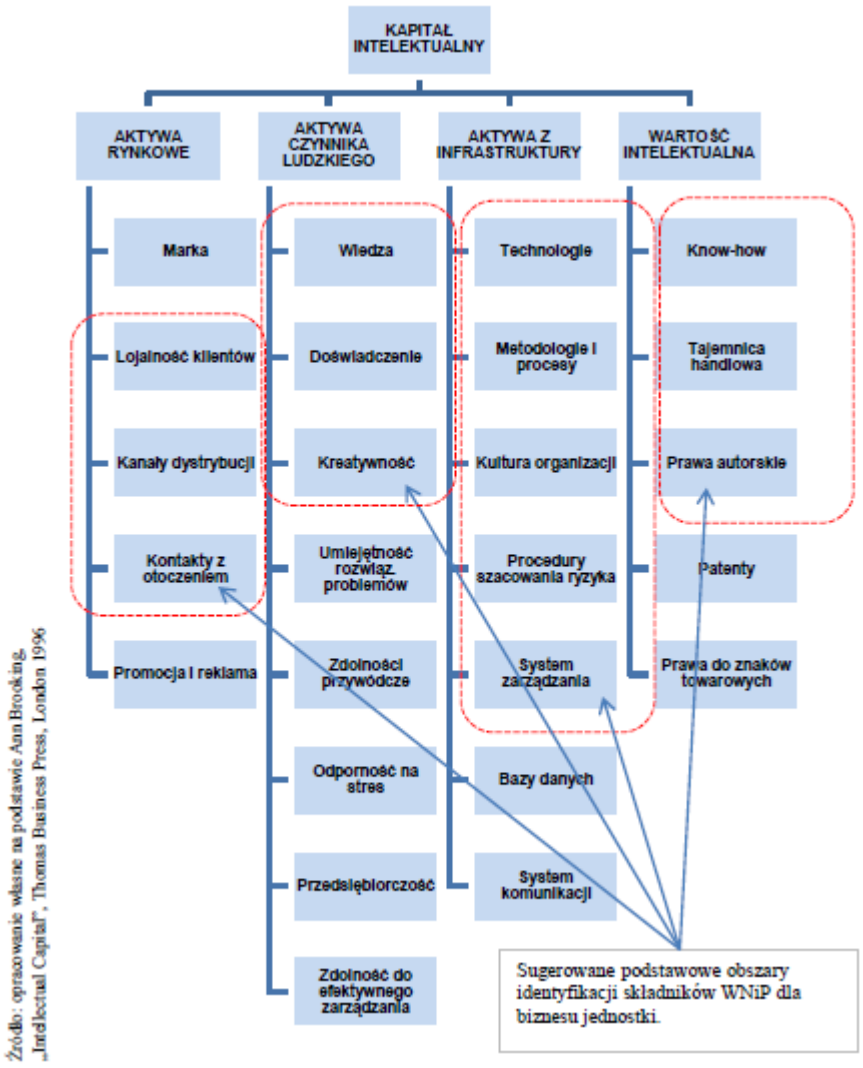
Obydwa projekty zostały wycenione w standardowym trybie wyceny projektu inwestycyjnego, a zatem bezpośredni odpowiednik wyniku wyceny stanowiła wartość NPV z projektu po opodatkowaniu.

Ostatecznie na bazie przeprowadzonej wyceny wyróżniłem 5 grup metod, których wyniki można sumować jako składające się na całość perspektywicznej wartości biznesu spółki Ko-Operator:

- Metoda mnożnika EBITDA nie jest kompletna, ponieważ nie została określona w kontekście wyceny projektów inwestycyjnych i dlatego została odrzucona.
- Metoda skorygowanych aktywów netto nie generuje rezultatów adekwatnych do przyjętych perspektyw rozwojowych Spółki i także została odrzucona.
- Metoda mieszana [na której de facto oparto wycenę Spółki w kontekście jej bieżącej działalności [bez nowych projektów], w ujęciu sumarycznym nie spełnia do końca kryteriów biznesowych [głównie jako zbyt schematyczna].
- Metoda rynkowa w odniesieniu do bieżącej działalności Spółki została oparta na kapitalizacji giełdowej, natomiast za substytut rynkowej wyceny projektów uznano ich wartość dochodową [opartą na kryterium NPV z projektu po opodatkowaniu]. Metoda tak ujęta generuje najwyższy wynik wyceny.
- Metoda DCF odniesiona do poszczególnych składników potencjału Spółki jest najbardziej jednolita merytorycznie i metodologicznie, a przy tym najbardziej interesująca z punktu widzenia oczekiwanych perspektyw rozwojowych. Z tego też względu uznaję ją za najbardziej reprezentatywną z tytułu możliwości oszacowania reputacji przedsiębiorstwa, ujmującej w zasadzie opcyjnie dwa rozwojowe projektu inwestycyjne, znajdujące się w okresie rozruchu.

W dalszym ciągu raportu dokonałem kwantyfikacji składników wartości niematerialnych Spółki [WNiP], włączając w to perspektywiczny potencjał Projektu MOPy i Projektu LOTOS.

Skan 82: Schemat identyfikujący charakter wartości intelektualnych w spółce K-O.



W celu efektywnej identyfikacji zasadniczych składników WNiP, tworzących wartość reputacji przedsiębiorstwa wykorzystałem dwa podstawowe modele:

- Model struktury kapitału intelektualnego, pozwalający zidentyfikować obszar, w którym lokują się główne składniki WNiP jednostki i jego charakter.
- Model struktury reputacji odniesionej do kompleksowego know-how biznesowego, w ramach którego można wskazać 4 podstawowe obszary, decydujące o pozycji rynkowej jednostki.

Zgodnie z modelem wypracowanym przez teorię i praktykę ekonomiczną ogół wiedzy gospodarczej dzieli się na następujące, zasadnicze obszary:

1. **Know-how technologiczny** – związany z pomysłem biznesowym, ukierunkowanym na techniczną i technologiczną stronę produktu/usługi.
2. **Know-how naukowo-badawczy** – związany z wiedzą pochodzącą ze sfery badań i rozwoju w przedsiębiorstwie [B&R].
3. **Know-how w zakresie zarządzania** – związany z procesami biznesowymi i kulturą organizacyjna w przedsiębiorstwie.
4. **Know-how marketingowy** – związany z wiedzą w zakresie technik promocji i sprzedaży, najbardziej efektywnych kanałów dystrybucji [na ogół najważniejszy].

W typowym modelu dystrybucji dóbr przemysłowych końcowy zysk jest na ogół pochodną powyższych czynników. Ustalenie ich wag w modelu, a tym samym ich wpływu na wysokość zysku jest najbardziej subiektywnym elementem wyceny składników WNiP. W raporcie wykorzystałem do tego celu autorski model, oparty na klasyfikacji składników kapitału niematerialnego p.Ann Brooking [skan na kolejnej stronie].

Jakkolwiek cena nadal nosi cechu subiektywnej, możliwość znaczącej dywersyfikacji ocen cząstkowych eliminuje w istotnym stopniu ryzyko znaczących błędów.

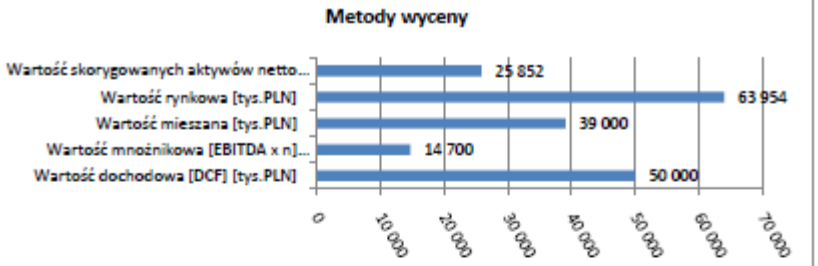
Biorąc pod uwagę charakter działalności przedsiębiorstwa - produkcję żywności oraz kreowanie i prowadzenie lokali gastronomicznych o strukturze sieciowej, wydaje się iż główne składniki WNiP biznesu jednostki lokują się w zaznaczonych na schemacie obszarach. Zasadnicze znaczenie przypisywałbym wartości koncepcji rozwoju biznesu, a zatem takim cechom, jak know-how branżowy i technologia, w dalszej kolejności kanały dystrybucji. Marka wydaje się tu mieć mniejsze znaczenie, bowiem w rozważanej klasie lokali [oraz przy ich obecnej ilości] o powodzeniu decyduje przede wszystkim lokalizacja oraz przyzwyczajenia żywieniowe konsumentów [a także ich możliwości finansowe]. W tego typu działalności zasadniczym czynnikiem, jak wspomniałem, wydaje się być lokalizacja [lokale gastronomiczne to siła rzeczy nieruchomości]. Lokalizacja jest więc podstawowym czynnikiem rzutującym na przewagę konkurencyjną przedsiębiorstwa. Przy względnie niedługim czasie egzystencji rynkowej jednostki i jej ograniczonego potencjału majątkowego, bodźcem do szczególnie szybkiego rozwoju mogą być tylko okoliczności, które w zasadniczym stopniu wyróżniają działalność jednostki spośród wielu innych podobnych podmiotów. Takim elementem jest perspektywa kontraktu z siecią stacji benzynowych [konkretnie Lotos], w szczególności lokowanych na nowo budowanych drogach szybkiego ruchu [w tym głównie autostradach]. Lokalizacja lokali gastronomicznych w tego typu miejscach nie jest ogólnie dostępna, a uzyskanie dostępu do prowadzenia tam biznesu gastronomicznego jest zadaniem generalnie bardzo trudnym. Podjęte przez jednostkę przygotowania i starania o współpracę z Grupą Lotos, poparte przeprowadzonymi konsultacjami wskazują na perspektywiczną wartość, którą można określić terminem 'opcji kontraktu'.

Reasumując w ramach poszczególnych grup składników intelektualnych na schemacie sugeruję następujące przełożenie jego charakteru na realia rynkowe przedsiębiorstwa:

- Aktywa rynkowe: kanały dystrybucji w postaci opcji kontraktu na zaopatrywanie sieci stacji benzynowych Lotos w usługi gastronomiczne, oparte na technologii i know-how organizacyjnym jednostki. Lojalność klientów zostanie wsparta poprzez naturalny stan reglamentacji lokalizacji na działalność gastronomiczną na autostradach i drogach szybkiego ruchu. Tajemnica handlowa wynikać bedzie tak z podpisanego kontraktu, jak i stosowanej technologii produkcji żywności.
- Aktywa z infrastruktury będą reprezentowane głównie przez wspomnianą już technologię oraz procesy dystrybucji produktów, a także przez stosowany system zarządzania.
- Wartość intelektualna bedzie w tym przypadku reprezentowała formalne gwarancje wyłączności jednostki na obsługę prowadzonej sieci gastronomicznej [kontrakt z Lotosem, receptury produkcyjne].
- Aktywa czynnika ludzkiego będą związane głównie z posiadanym doświadczeniem i wiedzą osób zarządzających oraz ich kreatywnością w pozyskiwaniu kontraktów.

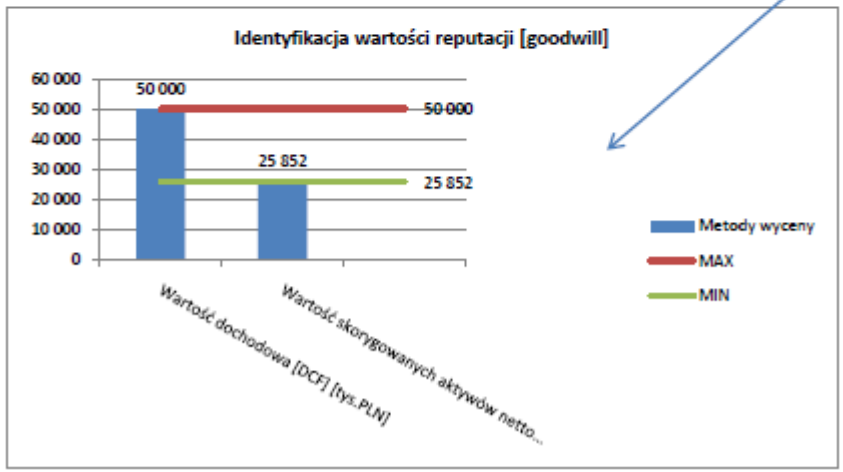
W określonych proporcjach w/w elementy odnoszą się także do bieżącej działalności Spółki.

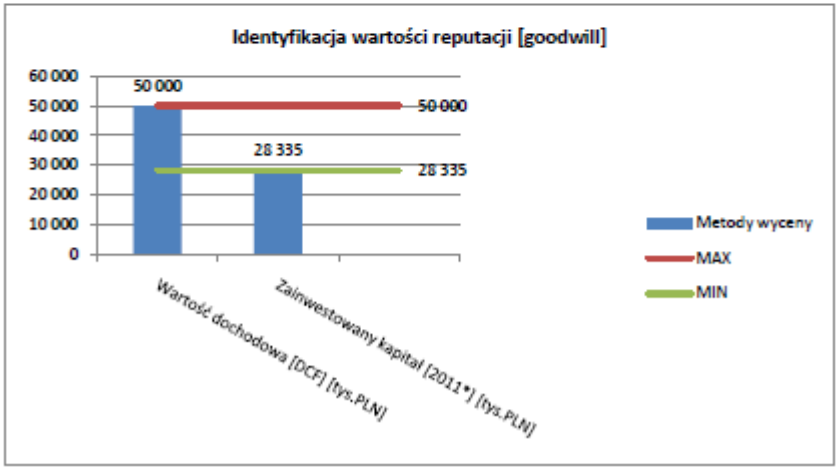
Skan 83: Wyjściowe wartości wyceny spółki K-O i szacowanie wartości reputacji.



	Wartość dochodowa [DCF] [tys.PLN]	Wartość mnożnikowa [EBITDA x n] [tys.PLN]	Wartość mieszana [tys.PLN]	Wartość rynkowa [tys.PLN]	Wartość skorygowanych aktywów netto [tys.PLN]
Metody wyceny	50 000	14 700	39 000	63 954	25 852

Do celów zgodnych z zadaniem wyceny reputacji [goodwill] przyjąłem zasadę utożsamienia jej z wartością wynikającą z różnicy pomiędzy wycenami reprezentującymi aspekt rynkowy [lub zamiennie dochodowy] i majątkowy. Zaprezentowane wykresy demonstrują jednocześnie, że istnieje relatywnie niewielka różnica pomiędzy utożsamianiem aspektu majątkowego z wartością aktywów lub wartością kapitału zainwestowanego. Z punktu widzenia pragmatyki w korygowaniu aktywów w metodzie skorygowanych aktywów netto istnieje szerszy wachlarz możliwości, niż to ma miejsce w stosunkowo zautomatyzowanym procesie szacowania kapiatału zainwestowanego. Dlatego też rekomenduję wartość reputacji wyznaczoną za pomocą porównania wyników wyceny DCF i wyceny majątkowej.





Skan 84: Model identyfikacyjny wag składników intelektualnych w reputacji spółki K-O.

Identyfikacja istotnych składników niematerialnych biznesu w powiązaniu ze strukturą know-how [reputacji]:

Kapitał intelektualny

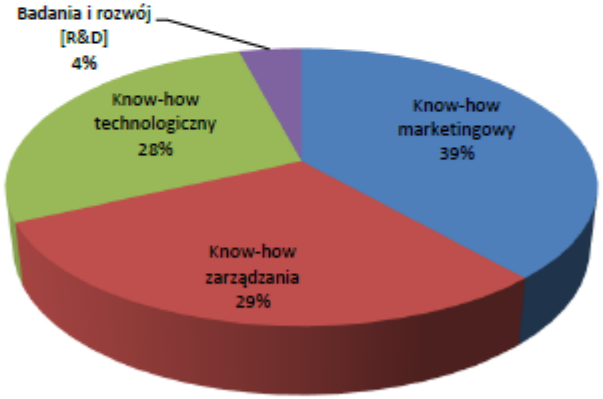
Aktywa rynkowe		Aktywa czynnika ludzkiego		Aktywa z infrastruktury		Wartość intelektualna	
Marka	M 3	Wiedza	T 5	Technologia	T 8	Know-how	T 8
Lojalność klientów	M 10	Doświadczenie	B 5	Metodologie i procesy	T 6	Tajemnica handlowa	M 10
Kanały dystrybucji	M 10	Kreatywność	T 5	Kultura organizacji	Z 4	Prawa autorskie	T 2
Kontakty z otoczeniem	M 6	Umiejętność rozwiązywania problemów	Z 4	Procedury szacowania ryzyka	Z 3	Patenty	T
Promocja i reklama	M 3	Zdolności przywódcze	Z 3	System zarządzania	Z 8	Prawa do znaków towarowych	M 5
		Odporność na stres	Z 3	Bazy danych	M		
		Przedsiębiorczość	Z 5	System komunikacji	Z		
		Zdolność do efektywnego zarządzania	Z 6				

System oznaczeń:
- cecha kwalifikacji
- ocena w zakresie 0-10 pkt.

Zastosowane oznaczenia:

Know-how marketingowy:	M =	47	39%
Know-how zarządzania:	Z =	36	30%
Know-how technologiczny:	T =	34	28%
Badania i rozwój [R&D]:	B =	5	4%
	Suma =	122	100%

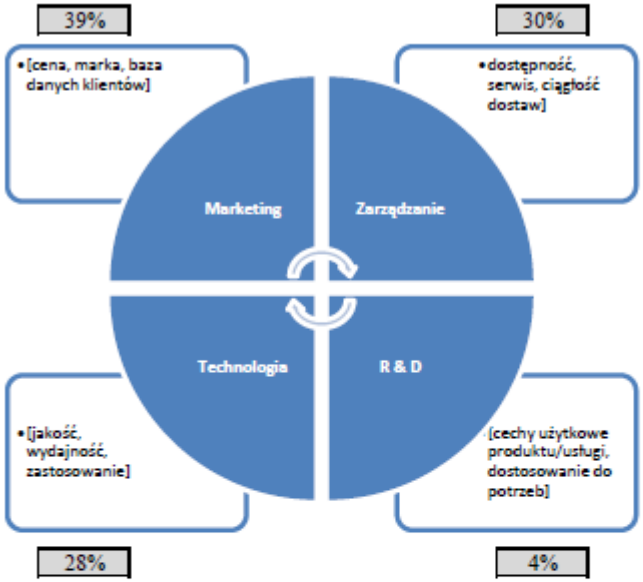
Źródło: opracowanie własne



Ustalenie kryteriów podziału całego pola know-how jest zadaniem trudnym i prowokuje bardzo subiektywne oceny. Z tego względu zastosowałem autorski model, który nakłada pewne ograniczenia na subiektywizm wyboru i generalnie ułatwia identyfikację czynników kształtujących poszczególne pola know-how. Dokonana ocena wskazuje na dominującą rolę obszaru marketingu, jakkolwiek zarządzanie i technologia są także silnie reprezentowane na schemacie.

Skan 85: Struktura know-how spółki K-O jako struktura jej reputacji.

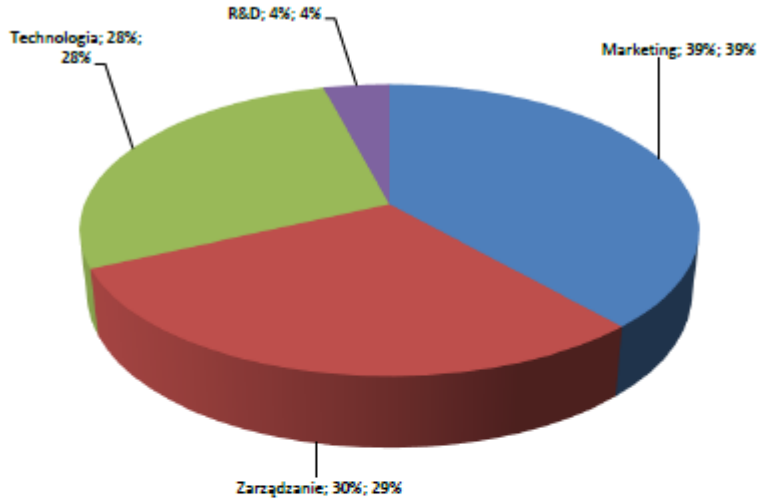
Model struktury reputacji [know-how]:



Model bazuje na strukturze reputacji, składającej się z 4 filarów:
1. Know-how marketingowy [sprowadzony do strategii cenowej i siły marki].
2. Know-how organizacyjny [utożsamiany z cechami związanymi z dystrybucją, jak dostępność do produktu/usługi, ciągłość dostaw, poza tym zaś z kulturą organizacji, systemem zarządzania itp.].
3. Know-how techniczny [utożsamiony z terminem 'produkt/usługa', rozumianym głównie jako technologia, metodologie i procesy].
4. R & D [Research & Development, utożsamiany z funkcjonalnością produktu i jego cechami użytkowymi, szczególnie w aspekcie dostosowania produktu do potrzeb odbiorców w wyniku badań rozwojowych].

Do każdego 'filaru' można przypisać szczegółowe składniki WNiP przedsiębiorstwa, których wydzielenie w aspekcie identyfikacji finansowej jest możliwe. Dzięki temu możliwa jest kompleksowa wycena głównych zidentyfikowanych i określonych co do roli i znaczenia w biznesie składników kapitału intelektualnego, przy jednoczesnej kompatybilności procedury wyceny z formalnymi aspektami wynikającymi z ustawy o rachunkowości lub innych norm [standardów] księgowych.

Rekomendowany podział składników know-how równoważnych reputacji organizacji gospodarczej:



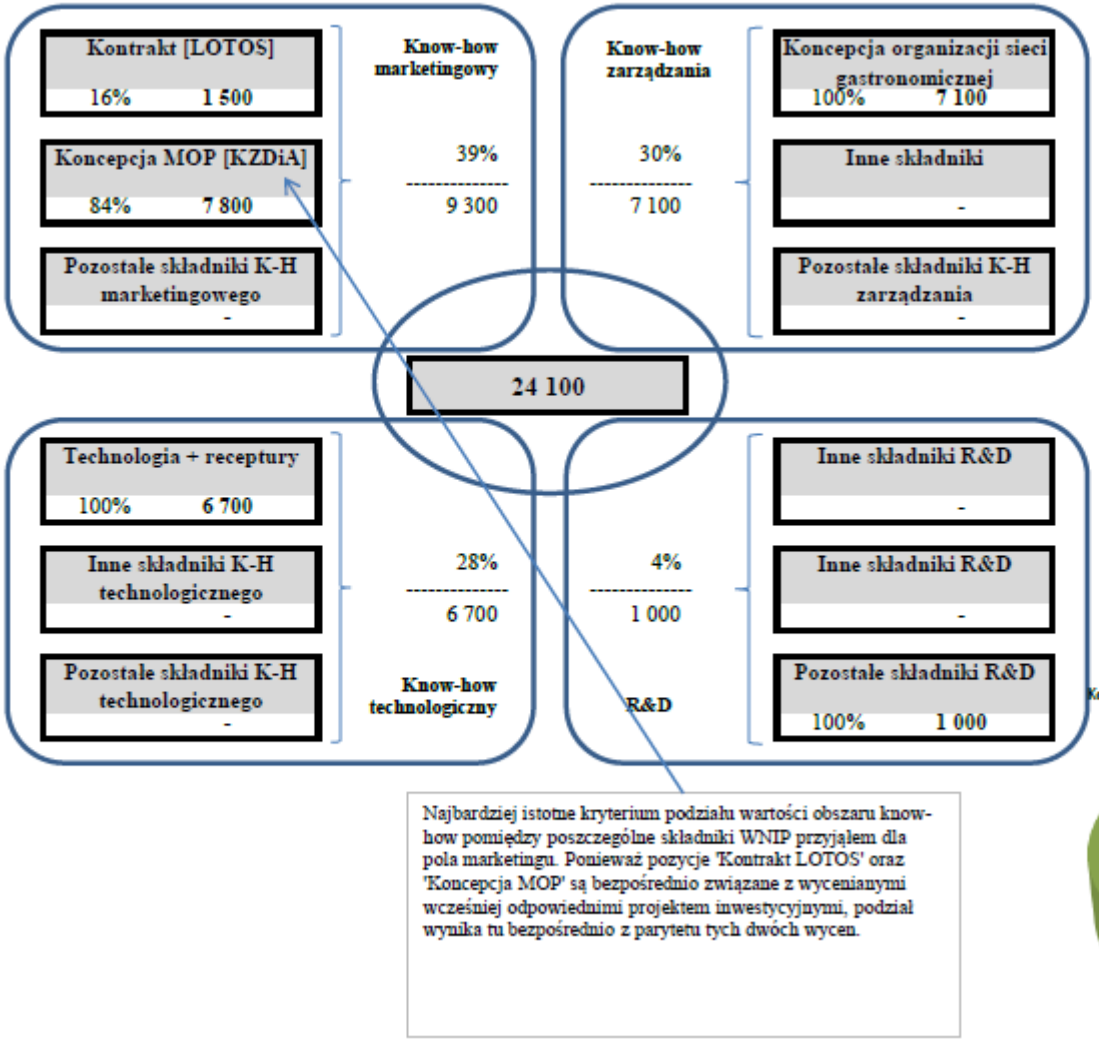
Rekomendowana wartość reputacji organizacji biznesowej:	24 148	tys.PLN	
w tym:			
- Know-how marketingowy:	9 303	tys.PLN	39%
- Know-how w dziedzinie zarządzania:	7 126	tys.PLN	30%
- Know-how technologiczny:	6 730	tys.PLN	28%
- Know-how wynikający z badań rozwojowych [R&D]:	990	tys.PLN	4%
Razem reputacja na dzień pomiaru [31.03.2011]:	24 149	tys.PLN	100%
Wartość zaokrąglona:	24 100	tys.PLN	

Źródło: opracowanie własne

Zademonstrowane proporcje zostały dobrane na podstawie modelu przedstawionego na kolejnej stronie raportu.

Skan 86: Identyfikacja i wycena głównych składników kapitału intelektualnego spółki K-O.

Mapa wartości niematerialnych [identyfikacja składników know-how jednostki:

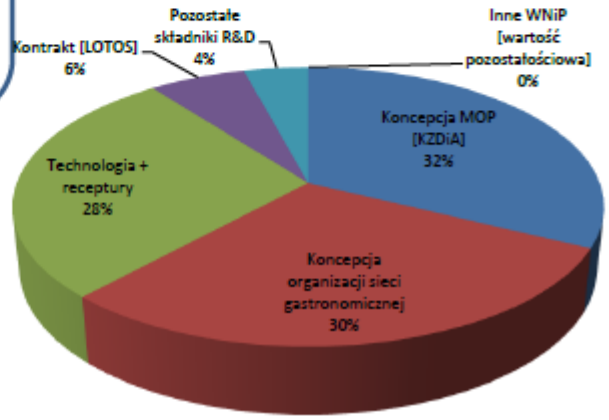


Najbardziej istotne kryterium podziału wartości obszaru know-how pomiędzy poszczególne składniki WNIP przyjąłem dla pola marketingu. Ponieważ pozycje 'Kontrakt LOTOS' oraz 'Koncepcja MOP' są bezpośrednio związane z wycenianymi wcześniej odpowiednimi projektem inwestycyjnymi, podział wynika tu bezpośrednio z parytetu tych dwóch wycen.

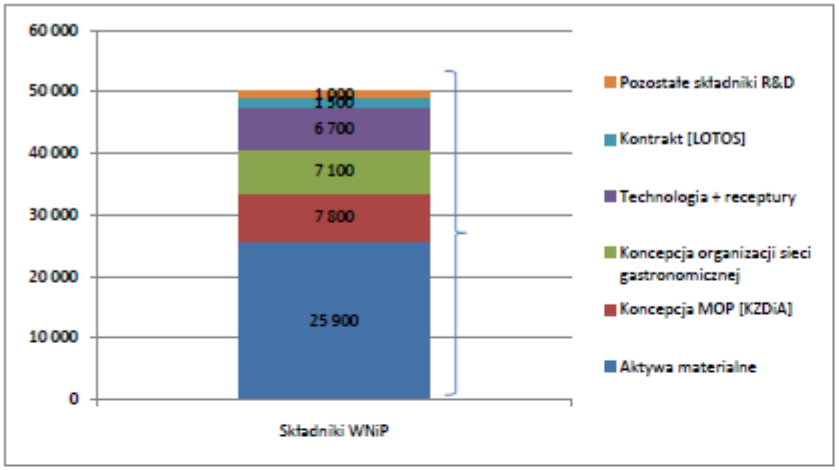
Wyniki identyfikacji składników WNIP:	*tys.PLN*
Koncepcja MOP [KZDiA]	7 800
Koncepcja organizacji sieci gastronomicznej	7 100
Technologia + receptury	6 700
Kontrakt [LOTOS]	1 500
Pozostałe składniki R&D	1 000
Inne WNiP [wartość pozostałościowa]	
Razem składniki niematerialne	24 100

Źródło: opracowanie własne

Według zastosowanewj procedury wyceny najcenniejsze składniki WNiP jednostki to kolejno: 'Koncepcja MOP [KZDiA]' [7 800 tys.PLN], 'Koncepcja organizacji sieci gastronomicznej' [7 100 tys.PLN], 'Technologia + receptury' [6 700 tys.PLN], 'Kontrakt [LOTOS]' [1 500 tys.PLN], 'Pozostałe składniki R&D' [1 000 tys.PLN]. Inne WNiP [wartość pozostałościowa] zostały oszacowane na 0 tys.PLN. Razem składniki niematerialne uzyskały łączną wartość 24 100 tys.PLN, co w analizowanej metodzie stanowi 100% ustalonej sumy wszystkich składników WNiP. Oryginalna wartość sumy składników jest równoważna sumie wartosci składowych poszczególnych WNiP.

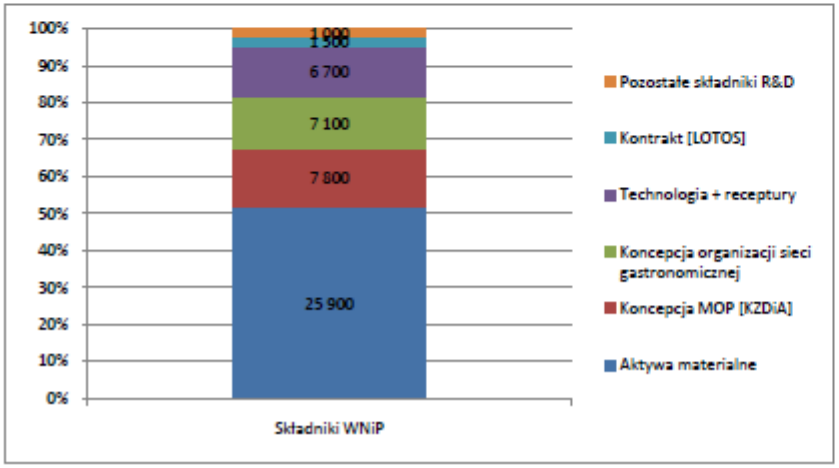


Skan 87: Podsumowanie wyceny spółki K-O.



Zgodnie z przeprowadzoną wyceną sugerowana wartość spółki Ko-Operator, uwzględniająca jej bieżącą wartość dochodową oraz wartość jej zainicjowanych projektów inwestycyjnych, wynosi nieco ponad 50 mln PLN. Z tej kwoty suma 25,8 mln PLN [nieco ponad 50%] została przypisana do aktywów materialnych, natomiast pozostała kwota - do aktywów niematerialnych, zidentyfikowanych co do rodzaju i funkcji.

Struktura wartościowa



Struktura procentowa

Skan 88: Skonsolidowany rachunek zysków i strat K-O, uwzględniajacy wyniki realizowanych projektów inwestycyjnych.

Rachunek zysków i strat [wariant porównawczy] / tys.PL	2009	2010	2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi	**6 768**	**7 970**	**11 116**	**25 368**	**40 951**	**54 411**	**60 389**	**63 029**	**65 405**	**66 799**	**68 224**	**69 679**
Przychody netto ze sprzedaży produktów	786	7 966	11 114	25 366	40 949	54 408	60 386	63 026	65 402	66 796	68 221	69 676
Zmiana stanu produktów		4	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3
Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki												
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	5 982											
Koszty działalności operacyjnej	**7 264**	**7 901**	**9 756**	**21 193**	**33 530**	**43 993**	**48 219**	**49 550**	**50 885**	**52 257**	**53 659**	**55 095**
Amortyzacja	736	190	496	812	1 022	1 075	1 203	1 297	1 368	1 455	1 541	1 624
Zużycie materiałów i energii	3 010	3 633	4 603	10 942	17 782	23 664	25 987	26 694	27 417	28 149	28 900	29 671
Usługi obce	1 798	2 456	2 468	4 110	5 878	7 396	8 007	8 207	8 412	8 622	8 838	9 059
Podatki i opłaty	113	64	81	153	236	306	334	342	350	359	368	377
Wynagrodzenia	1 072	1 182	1 627	3 946	6 555	8 788	9 652	9 896	10 145	10 399	10 659	10 925
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	267	304	329	923	1 597	2 173	2 394	2 455	2 516	2 579	2 644	2 710
Pozostałe koszty rodzajowe	56	72	108	245	396	526	577	591	606	621	636	652
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	211		46	62	64	66	67	69	71	72	74	76
Zysk [strata] ze sprzedaży	**-496**	**69**	**1 360**	**4 175**	**7 421**	**10 418**	**12 170**	**13 479**	**14 519**	**14 542**	**14 564**	**14 584**
Pozostałe przychody operacyjne	15	30	9	12	12	13	13	13	14	14	14	15
Pozostałe koszty operacyjne	39	56	11	15	16	16	16	17	17	18	18	18
Zysk [strata] z działalności operacyjnej	**-521**	**44**	**1 357**	**4 171**	**7 418**	**10 415**	**12 166**	**13 475**	**14 516**	**14 539**	**14 560**	**14 580**
Przychody finansowe	1 095	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Koszty finansowe	3	16	96	60	20	2						
Zysk [strata] brutto z działalności gospodarczej	**571**	**28**	**1 262**	**4 112**	**7 399**	**10 414**	**12 168**	**13 476**	**14 517**	**14 540**	**14 562**	**14 582**
Wyniki zdarzeń nadzwyczajnych	300	-4										
Zysk [strata] brutto	**871**	**24**	**1 262**	**4 112**	**7 399**	**10 414**	**12 168**	**13 476**	**14 517**	**14 540**	**14 562**	**14 582**
Podatek dochodowy			265	786	1 414	1 955	2 277	2 561	2 758	2 763	2 767	2 771
Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku [zwiększenia straty]												
Zysk netto	**871**	**24**	**997**	**3 327**	**5 985**	**8 459**	**9 890**	**10 916**	**11 759**	**11 777**	**11 795**	**11 811**

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

**) wyniki ekstrapolowane do pełnego okresu obrotowego*

Skan 89: Skonsolidowane przepływy pieniężne K-O, uwzględniające wyniki realizowanych projektów inwestycyjnych.

Przepływy pieniężne / tys.PLN	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
STRUMIEŃ OPERACYJNY												
EBIT	-521	44	1 357	4 171	7 418	10 415	12 166	13 475	14 516	14 539	14 560	14 580
Zysk/strata ze zbycia nie finansowych aktywów trv	24	13										
Amortyzacja	736	190	496	812	1 022	1 075	1 203	1 297	1 368	1 455	1 541	1 624
Zyski/straty nadzwyczajne	300	-4										
Źródła operacyjne brutto	540	243	1 854	4 983	8 439	11 490	13 369	14 772	15 884	15 994	16 101	16 205
Podatek dochodowy			-265	-786	-1 414	-1 955	-2 277	-2 561	-2 758	-2 763	-2 767	-2 771
Inne obowiązkowe odpisy z zysku												
Źódła operacyjne netto	540	243	1 589	4 198	7 025	9 534	11 092	12 212	13 125	13 231	13 334	13 434
RUCH KAPITAŁU OBROTOWEGO												
Zmiana stanu zapasów	-102	34	-154	-191	-242	-128	-35	-36	-18	-19	-19	-19
Zmiana stanu należności krótkoterminowych	-3 277	3 224	-542	71	-149	-81	-25	-26	-15	-15	-16	-16
Zmiana RMK	-1 423	899	36	-30	-14	-14	-14	-14	-15	-15	-16	-16
Zmiana stanu rezerw na zobowiązania		34										
Zmiana zobowiązań (bez pożyczek i kredytów)	766	84	1 417	557	550	336	137	141	91	93	95	98
Ruch kapitału obrotowego razem	-4 036	4 275	757	407	145	114	63	64	43	44	45	46
Środki z działalności operacyjnej	**-3 496**	**4 518**	**2 346**	**4 605**	**7 170**	**9 648**	**11 154**	**12 276**	**13 169**	**13 276**	**13 380**	**13 481**
STRUMIEŃ INWESTYCYJNY												
Zmiana stanu WNiP	-39 414	-2 058	-26 544	-26 009	-25 898	-25 786	-25 674	-25 562	-25 451	-25 339	-25 227	112
Zmiana stanu rzeczowych aktywów trwałych	10 671	1 192	21 857	20 976	19 188	19 128	23 673	23 449	23 357	23 266	23 174	-2 144
Zysk/strata ze zbycia nie finansowych aktywów trv	-24	-13										
Zmiana stanu inwestycji długoterminowych		-122	-1									
Zmiana stanu należności długoterminowych				-1 000	-1 800	-2 300	-4 500	-14 300	-11 300	-10 300	-11 300	-11 300
Przychody finansowe	4	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Środki z działalności inwestycyjnej	**-28 763**	**-1 001**	**-4 686**	**-6 032**	**-8 508**	**-8 957**	**-6 500**	**-16 412**	**-13 392**	**-12 372**	**-13 351**	**-13 331**
STRUMIEŃ FINANSOWY												
Zmiana kapitałów własnych [bez wyniku finansow	30 674	-3 804	3 563	5 586	2 675	-75	-4 644	125	-9	-9	-9	-9
Zmiana stanu zobowiązań długoterminowych		45	241	-226								
Zmiana stanu kredytów i pożyczek krótkoterminov			1 213									
Zmiana inwestycji krótkoterminowych [bez środkć	1 091											
Koszty finansowe	-3	-16	-96	-60	-20	-2						
Środki z działalności finansowej	**31 762**	**-3 775**	**4 920**	**5 299**	**2 654**	**-76**	**-4 644**	**125**	**-9**	**-9**	**-9**	**-9**
Zmiana stanu środków pieniężnych netto	-497	-258	2 580	3 873	1 316	615	10	-4 012	-232	895	19	140
Środki pieniężne na początek roku obrotowego	832	335	77	1 535	713	416	1 106	5 760	1 624	1 400	2 304	2 333
Środki pieniężne na koniec roku obrotowego	335	77	2 456	5 408	2 029	1 031	1 116	1 748	1 392	2 296	2 324	2 473

Źródło: KO-OPERATOR + opracowanie własne

10 Podsumowanie wyceny

10.1 Szacunek wartości spółek PLJ i K-O przed polaczeniem

W wyniku przeprowadzonych wycen rekomenduję akceptację następujących wartości spółek:

- Wartość spółki PLJ została oszacowana na kwotę 43.500.000 PLN;
- Wartość spółki K-O została oszacowana na kwotę 50.000.000 PLN [wliczając w to wartość realizowanych projektów inwestycyjnych 'MOPy' i 'LOTOS'].

Łączna wartość spółek w momencie polaczenia generuje zatem kwotę 93.500.000 PLN.

Rekomendowana łączna wartość godziwa spółek PLJ i K-O na dzień 01.04.2011r.:

93 500 000 PLN

[słownie: dziewięćdziesiąt trzy miliony pięćset tysięcy złotych].

10.2 Sugerowany parytet akcji/udziałów spółek do celów polaczenia

Sugerowany podział akcji w połączonej strukturze dwóch spółek został oparty na liczbie akcji. Nowe akcje winny być wyemitowane i przekazane wspólnikom K-O adekwatnie do wycenionej wartości ich przedsiębiorstwa. W stosunku do ustalonych proporcji ilość tych akcji została określona na 25.001.220 sztuk. W łącznej ilości 46.752.279 sztuk akcji udział nowych akcjonariuszy wyniesie 53,48% [co do liczby akcji] oraz 49,63% - co do liczby głosów [emisja nie zakłada akcji uprzywilejowanych, takich jakie już znajdują się w strukturze akcjonariatu PLJ i gwarantują liczbę głosów na WZA, w stosunku 2:1. Poniżej przedstawiono możliwy podział akcji wynikający z przeprowadzonej wyceny:

Skan 90: Sugerowany parytet akcji po polaczeniu spółek PLJ i K-O, oparty na liczbie akcji.

Parytety [podział wg liczby akcji]:

Spółka	Wartość godziwa	Ilość akcji	Udział %	Ilość głosów	Udział %
PLJ	43 500	21 751 059	46,52%	25 369 955	50,37%
K-O	50 000	25 001 220	53,48%	25 001 220	49,63%
Suma	93 500	46 752 279	100,00%	50 371 175	100,00%
Wartość jednostkowa [PLN/szt.]		2,00		1,86	

Źródło: opracowanie własne

10.3 Dyskusja wyników i uwagi końcowe

Przeprowadzona wycena mających ulec połączeniu spółek PLJ i K-O prowadzi do następujących podstawowych konkluzji:

- Spółki dysponują porównywalna sumą aktywów, przy czym zasadniczą rolę w tych aktywach odgrywa kapitał intelektualny, na który składają się: know-how rynkowy i w dziedzinie technologii [domena PLJ] oraz prawa do zarządzania nieruchomościami stanowiącymi obiekty o przeznaczeniu gastronomicznym i podpisanych kontraktów [domena K-O]. Należy podkreślić, że w tym przypadku te wartości intelektualne mogą i powinny być rozważane, jako posiadające istotne znaczenie dla perspektyw prowadzonej działalności biznesowej.
- Koncepcja działalności obydwu spółek uzupełnia się, co wynika z ich powiązań funkcjonalnych, datujących się od momentu powstania K-O, a formalnie ustanowionych w okresie konsolidacji, we wrześniu 2010r.
- Perspektywy finansowe obydwu spółek są zdeterminowane przez wdrażanie nowej strategii rynkowej PLJ, sprowadzającej się do ekspansji w obszarach niszowych rynku, gdzie działalność konkurencji z zasady jest ściśle ograniczona. Dotyczy to szczególnie rynku tzw. 'gastronomii przydrożnej', który z takim potencjałem jest kreowany relatywnie od niedawna, c związane jest z programami modernizacji i rozbudowy sieci krajowych dróg dla ruchu kołowego.
- Ustalone w tym raporcie perspektywy realizacji projektów inwestycyjnych 'MOPy' i 'LOTOS' są uprawdopodobnione przez fakt podpisania stosownych umów z kontrahentami oraz fakt, iż w przypadku obu projektów spółka K-O przeszła już z fazy przedinwestycyjnej do fazy realizacyjnej.

- Ciężar funkcjonalny działalności obydwu spółek różni się: PLJ pełni rolę bardziej koncepcyjną i podejmuje kluczowe wysiłki w zakresie planowania strategicznego, podczas gdy K-O jest bardziej spółką o charakterze operatorskim. Wyceny obydwu spółek [PLJ: 43,4 mln PLN; K-O: 50,0 mln PLN] są kwotowo zbliżone co do skali wartości i w połączonej spółce giełdowej K-O będzie z tego tytułu dysponowało większością akcji ponad 50%]. Jednak większość głosów z tytułu posiadania akcji uprzywilejowanych pozostanie po stronie dotychczasowych akcjonariuszy.
- Należy podkreślić, że projekty inwestycyjne, na których w istotnej mierze bazuje przyszłość biznesu analizowanych przedsiębiorstw, charakteryzują się stosunkowo niską wrażliwością na wpływ niekorzystnych tendencji w zakresie realizacji tych projektów, zwłaszcza zmian cen sprzedaży, kosztów operacyjnych lub poziomu inwestycji. Projekt te były wyceniane przy szacowaniu istotnie wysokich stóp dyskontowych, co uzasadnia przypisane do nich ryzyko, jako projektów, które znajdują się w początkowym stadium fazy operacyjnej. Planowana rentowność operacyjna tych projektów nie odbiega od poziomu właściwego dla bieżącej działalności K-O oraz adekwatnego do standardów sektorowych.

Na powyższym raport zakończono.

Kancelaria OPTIMAS

32-080 Zabierzów / Krakowska 259a
tel. 12-378 48 64 / fax 12-378 48 66
web: kancelaria-optimas.pl / e-mail: biuro@kancelaria-optimas.pl Autor:

Autor: mgr inż. Andrzej Półkoszek

Kraków, 10.05.2011

Spis tabel, wykresów i schematów:

Skan 1: Struktura akcjonariatu PLJ. ... 11
Skan 2: Rachunek zysków i strat PLJ. ... 12
Skan 3: Analiza wskaźnikowa [wskaźniki zyskowności] dla PLJ.. ... 12
Skan 4: Bilans przetworzony dla PLJ. ... 13
Skan 5: Kapitał zainwestowany w PLJ obliczony na podstawie pasywnej i aktywnej strony bilansu. ... 13
Skan 6: Rachunek zysków i strat K-O w latach 2009-2011 [ostatni rok ekstrapolowany na podstawie danych za 1 kwartał]. ... 15
Skan 7: Analiza dynamiki sprzedaży K-O. ... 16
Skan 8: Dynamika przychodów i kosztów operacyjnych i rentowność dla K-O. ... 16
Skan 9: Struktura aktywów i inwestycje dla K-O. ... 17
Skan 10: Rentowność kapitału zainwestowanego dla K-O. ... 18
Skan 11: Dynamika zapotrzebowania na fundusz obrotowy w K-O. ... 18
Skan 12: Zarządzanie kapitałem obrotowym w K-O [wskaźnik dynamiki kapitału obrotowego]. ... 19
Skan 13: Analiza wskaźnikowa [wskaźniki zyskowności] dla K-O. ... 19
Skan 14: Bilans przetworzony dla K-O. ... 20
Skan 15: Kapitał zainwestowany dla K-O, obliczony po pasywnej i aktywnej stronie bilansu. ... 21
Skan 16: Koszt kapitału dla K-O. ... 22
Skan 17: Analiza finansowa dla K-O [wskaźniki struktury finansowania i płynności]. ... 23
Skan 18: Mapa biznesu PLJ w powiązaniu ze skonsolidowaną spółką K-O. ... 26
Skan 19: Wartość rynku gastronomicznego w Polsce [lata 2006-2009]. ... 28
Skan 20: Największe sieci gastronomiczne w Polsce ... 28
Skan 21: Zależność przychodów lokalu gastronomicznego od lokalizacji. ... 30
Skan 22: Zależność dynamiki sprzedaży od lokalizacji punktu gastronomicznego. ... 31
Skan 23: Zależność oczekiwań poziomu sprzedaży w zależności od lokalizacji punktu gastronomicznego. ... 31
Skan 24:Najważniejsze czynniki rozwoju dla firm obecnych na rynku gastronomicznym w Polsce. ... 32
Skan 25: Największe bariery rozwoju dla firm obecnych na rynku gastronomicznym w Polsce. ... 33
Skan 26: Analiza rynku sektorowego wg koncepcji 5 sił konkurencji M.Portera. ... 34
Skan 27: Charakterystyka notowań giełdowych PLJ. ... 39
Skan 28: Charakterystyka notowań giełdowych spółki Polrest [POL]. ... 42
Skan 29: Charakterystyka notowań giełdowych spółki Amrest [EAT]. ... 45
Skan 30: Charakterystyka notowań giełdowych spółki Sfinks [SFS]. ... 48
Skan 31: Ocena trendów indeksów giełdowych, z którymi powiązane są notowania wybranych spółek sektorowych. ... 51
Skan 32: Analiza porównawcza wskaźników giełdowych dla roku 2010. ... 52
Skan 33: Analiza porównawcza wskaźników giełdowych dla 1 kwartału 2011r. ... 53
Skan 34: Rezultaty analizy porównawczej w zakresie wyceny PLJ. ... 54
Skan 35: Szacowanie kosztu kapitału dla PLJ. ... 55
Skan 36: Procedura szacowania kanału fundamentalnego wartości PLJ według koncepcji 12 metod StockWatch.pl. 59
Skan 37: Konfrontacja wyników metody porównawczej z wynikami 12 metod wyceny zgodnych z koncepcją serwisu StockWatch.pl. ... 64
Skan 38: Podsumowanie wyników wyceny wartości rynkowej [metoda porównawcza]. ... 65

Skan 39: Wyniki wyceny majątkowej wartości K-O wg metody skorygowanych aktywów netto. 67
Skan 40: Zestawienie wyników wyceny K-O. 68
Skan 41: Prognoza finansowa [r-k zysków i strat] dla działalności bieżącej K-O. 69
Skan 42: Prognoza przepływów pieniężnych dla bieżącej działalności K-O. 70
Skan 43: Schemat szacowania kosztu kapitału dla celów wyceny. 71
Skan 44: Koszt kapitału własnego [wsp. beta] wg modelu potencjału sektora. 72
Skan 45: Wycena dochodowa K-O wg modelu DCF. 75
Skan 46: Wycena wartości K-O wg metody mnożnikowej [mnożnik EBITDA]. 78
Skan 47: Wycena wartości mieszanej K-O. 79
Skan 48: Ogólne założenia inwestycyjne Projektu 'MOPy': 82
Skan 49: Założenia inwestycyjne do realizacji koncepcji ekonomicznej Projektu 'MOPy'. 83
Skan 50: Obszary weryfikacji finansowej realizacji Projektu 'MOPy'. 84
Skan 51: Projekcja sprzedaży dla Projektu 'MOPy'. 86
Skan 52: Struktura kosztów operacyjnych dla Projektu 'MOPy'. 87
Skan 53: Prognoza finansowa dla Projektu 'MOPy' [r-k zysków i strat]. 90
Skan 54: Parametry rentowności projekcji finansowej dla Projektu 'MOPy'. 91
Skan 55: Aktywność inwestycyjna podczas realizacji projektu 'MOPy'. 92
Skan 56: Prognoza zapotrzebowania na fundusz obrotowy dla Projektu 'MOPy'. 93
Skan 57: Prognoza przepływów pieniężnych dla projektu 'MOPy'. 95
Skan 58: Zasady wyceny ekonomicznej Projektu 'MOPy'. 96
Skan 59: Szacowanie okresu dyskontowego Projektu 'MOPy' i lokalizacja wartości rezydualnej na osi czasu. 97
Skan 60: Analiza możliwych do zastosowania formuł wartości rezydualnej dla Projektu 'MOPy'.. 98
Skan 61: Szacowanie kosztu kapitału dla Projektu 'MOPy'. 99
Skan 62: Wycena Projektu 'MOPy' na podstawie parametru NPV. 103
Skan 63: Zestawienie wyników wyceny Projektu 'MOPy'. 104
Skan 64: Analiza wrażliwości Projektu 'MOPy'. 106
Skan 65: Ogólne założenia do realizacji Projektu 'LOTOS'. 110
Skan 66: Założenie do analizy finansowej Projektu 'LOTOS'. 111
Skan 67: Kryteria oceny i weryfikacji prognozy finansowej Projektu 'LOTOS'. 112
Skan 68: Struktura przychodów ze sprzedaży dla Projektu 'LOTOS'. 113
Skan 69: Dynamika sprzedaży dla Projektu 'LOTOS'. 114
Skan 70: Struktura kosztów operacyjnych dla Projektu 'LOTOS'. 115
Skan 71: Prognoza finansowa dla Projektu 'LOTOS' [r-k zysków i strat]. 118
Skan 72: Ocena parametrów rentowności operacyjnej dla Projektu 'LOTOS'. 119
Skan 73: Ocena aktywności inwestycyjnej w ramach realizacji Projektu 'LOTOS'. 120
Skan 74: Ocena zapotrzebowania na fundusz obrotowy w ramach realizacji Projektu 'LOTOS'. 121
Skan 75: Prognoza przepływów pieniężnych dla Projektu 'LOTOS'. 123
Skan 76: Identyfikacja i analiza wartości rezydualnej w ramach Projektu 'LOTOS'. 124
Skan 77: Szacowanie kosztu kapitału dla Projektu 'LOTOS'. 125
Skan 78: Szacowanie wartości NPV dla Projektu 'LOTOS'. 129
Skan 79: Zestawienie wyników wyceny Projektu 'LOTOS'. 130

Skan 80: Analiza wrażliwości Projektu 'LOTOS'. 132

Skan 81: Proporcje wartości aktywów materialnych i niematerialnych dla różnych sektorów na przykładzie rynku brytyjskiego. 135

Skan 82: Schemat identyfikujący charakter wartości intelektualnych w spółce K-O. 137

Skan 83: Wyjściowe wartości wyceny spółki K-O i szacowanie wartości reputacji. 139

Skan 84: Model identyfikacyjny wag składników intelektualnych w reputacji spółki K-O. 140

Skan 85: Struktura know-how spółki K-O jako struktura jej reputacji. 141

Skan 86: Identyfikacja i wycena głównych składników kapitału intelektualnego spółki K-O. 142

Skan 87: Podsumowanie wyceny spółki K-O. 143

Skan 88: Skonsolidowany rachunek zysków i strat K-O, uwzględniajacy wyniki realizowanych projektów inwestycyjnych. 144

Skan 89: Skonsolidowane przepływy pieniężne K-O, uwzględniające wyniki realizowanych projektów inwestycyjnych. 145

Skan 90: Sugerowany parytet akcji po polaczeniu spółek PLJ i K-O, oparty na liczbie akcji. 146

Załączniki do raportu

- Załącznik nr 1: Weryfikacja sald księgowych spółki Ko-Operator [Aktywa].
- Załącznik nr 2: Weryfikacja sald księgowych spółki Ko-Operator [Pasywa].