Oszacowanie wartości Zorganizowanej Części Przedsiębiorstwa spółki

„MOSTOSTAL-EXPORT" S.A.

z siedzibą w Warszawie

wg stanu na dzień 30.09.2011 r.

wersja z dnia 15.12.2011 r.

Wykonawca: *PKF Capital Sp. z o.o.*

Warszawa grudzień 2011

Spis treści

1 Wstęp 3

1.1 Wprowadzenie 3

1.2 Wyniki przeprowadzonych wycen 4

2 Wiadomości ogólne o Spółce 5

3 Wycena metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF) 6

3.1 Metodologia wyceny 6

3.2 Założenia ogólne projekcji sprawozdań finansowych ZCP Spółki stanowiących podstawę wyceny metodą DCF 8

3.3 Szczegółowe założenia ekonomiczno-finansowe przyjęte do prognozy na lata 2011-2016 10

3.3.1 Pozostałe założenia przychodowo-kosztowe 12

3.3.2 Założenia w zakresie majątku i źródeł finansowania 13

3.4 Projekcja sprawozdań finansowych stanowiących podstawę wyceny Spółki metodą DCF 15

3.5 Wyniki wyceny ZCP Spółki metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych 18

4 Spis tabel 20

5 Załączniki 21

1 WSTĘP

1.1 WPROWADZENIE

Niniejszy raport dotyczy oszacowania wartości rynkowej Zorganizowanej Części Przedsiębiorstwa (dalej określanej również jako „ZCP") spółki „MOSTOSTAL-EXPORT" S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej określanej również jako „Spółka").

Raport został sporządzony przez firmę PKF Capital Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie na zlecenie Spółki, na potrzeby ustalenia wartości rynkowej części przedsiębiorstwa w związku z planowaną transakcja jej zbycia.

Do wyceny użyto następujących metod:

- Metodę zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych (DCF).

Podczas prac nad wyceną oparto się na następujących danych i dokumentach, które zostały udostępnione przez Spółkę:

1. Bilans Spółki na dzień 30.09.2011 r. i Rachunek zysków i start za okres 01-09.2011 r.
2. Inne materiały analityczne zebrane i przygotowane przez pracowników Spółki.

W trakcie prac nad oszacowaniem wartości Spółki wykorzystano dostępne dane makroekonomiczne oraz informacje uzyskane od Spółki. Założono, że wszystkie te informacje są prawdziwe i rzetelne oraz odzwierciedlają stan faktyczny i najlepszą wiedzę Zarządu co do kształtowania się przyszłych relacji ekonomiczno-finansowych w Spółce.

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

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

Wycenę sporządzono w tysiącach złotych [tys. zł] chyba, że inaczej zaznaczono w treści opracowania.

1.2 WYNIKI PRZEPROWADZONYCH WYCEN

Wyniki wycen przeprowadzonych poszczególnymi metodami przedstawiają się następująco:

Tabela 1 Wyniki wycen przeprowadzonych poszczególnymi metodami

L.p.		Wyszczególnienie	Wartość na dzień 30.09.2011
A.		**Aktywa netto**	
	1	Wartość Spółki wg stanu na dzień 30.09.2011 (tys. zł.)	**6 348**
B.		**Wycena metodą DCF**	
	1	Wartość Spółki wg stanu na dzień 30.09.2011 (tys. zł.)	**12 364**

Źródło: Opracowanie własne

2 WIADOMOŚCI OGÓLNE O SPÓŁCE

FIRMA SPÓŁKI:
Spółka działa pod firmą „MOSTOSTAL-EXPORT" S.A. z siedzibą w Warszawie

ADRES SIEDZIBY SPÓŁKI:
ul. Obrzeżna 5, 02-691 Warszawa

NUMER IDENTYFIKATORA GUS:
Nr REGON 006473751

NUMER IDENTYFIKACJI PODATKOWEJ:
Nr NIP: 526-02-03-961

DATA REJESTRACJI SPÓŁKI:
Spółka została zarejestrowana 30 czerwca 1990 roku w Krajowym Rejestrze Sądowym prowadzonym przez Sąd Rejonowy dla Miasta Stołecznego Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000012899.

KAPITAŁ PODSTAWOWY SPÓŁKI:
Kapitał zakładowy Spółki wynosi 79 610 000 zł i dzieli się na 43 558 803 akcji zwykłych oraz 1 000 000 akcji uprzywilejowanych o wartości nominalnej 1 zł każda.

STRUKTURA WŁASNOŚCI SPÓŁKI:
Według stanu na 30.09.2011 roku struktura własności przedstawia się następująco:

Akcjonariusz	Liczba posiadanych akcji [szt.]	Udział posiadanych akcji [%]	Udział posiadanych głosów [%]
Michał Skipietrow	2 382 044	5,35	6,72
Niels Bonn	780 000	1,75	8,03
Paweł Narkiewicz	3 980 980	8,93	8,20
pozostali	37 415 779	83,97	77,05
Razem	**44 558 803**	**100**	**100**

PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI:

Przedmiotem podstawowej działalności Spółki wg Statutu jest w szczególności:

- Wykonywanie robót i usług budowlano-montażowo-instalacyjnych w kraju i zagranicą,
- Wykonywanie usług projektowych w zakresie budownictwa,
- Działalność deweloperska,
- Handel hurtowy artykułami budowlanymi i konfekcyjnymi.

Podstawowym przedmiotem działalności ZCP Spółki jest pierwsza z wymienionych powyżej, tj.:

- Wykonywanie robót i usług budowlano-montażowo-instalacyjnych w kraju i zagranicą.

3 WYCENA METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZYSZŁYCH STRUMIENI PIENIĘŻNYCH (DCF)

3.1 METODOLOGIA WYCENY

Wycena metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF) opiera się na założeniu, że wartość przedsiębiorstwa/kapitałów własnych uzależniona jest od skali korzyści finansowych, jakie właścicielom przyniesie wyceniane przedsiębiorstwo w trakcie dalszego jego funkcjonowania. Wartość przedsiębiorstwa/kapitałów własnych, może być zdefiniowana jako:

Tabela 2 Procedura wyceny metodą DCF

(+)	suma zdyskontowanych strumieni pieniężnych w okresie szczegółowej prognozy
(+)	wartość rezydualna (stanowiąca wartość bieżącą przyszłych strumieni pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo po okresie szczegółowej prognozy)
(+)	wartość tarczy podatkowej (przy technice APV - w oparciu o strumienie pieniężne dostępne dla właścicieli i wierzycieli oraz nielewarowany koszt kapitału własnego)
(+)	wartość rynkowa aktywów pozaoperacyjnych na początek okresu szczegółowej prognozy
(+)	wartość krótkoterminowych aktywów finansowych na początek okresu szczegółowej prognozy
(-)	wartość długu odsetkowego (w przypadku procedury wyceny bazującej o przepływy pieniężne dla właścicieli i wierzycieli)

Źródło: Opracowanie własne PKF Capital Sp. z o.o.

Procedurę wyznaczenia wartości dochodowej ZCP Spółki przeprowadzono zgodnie z poniższym wzorem:

$$WD = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \ldots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} + \frac{RV}{(1+r)^n} + TP + AP + KAF - DO$$

gdzie:

WD – wartość dochodowa ZCP Spółki,

CF_n – przepływy pieniężne dla roku n prognozy,

r – stopa dyskontowa,

TP – wartość tarczy podatkowej stanowiąca sumę wartości bieżącej z okresu szczegółowej prognozy oraz wartości rezydualnej zmniejszeń podatku dochodowego z tytułu korzystania z odsetkowych zewnętrznych źródeł finansowania,

AP – wartość rynkowa aktywów pozaoperacyjnych na początek okresu szczegółowej prognozy,

KAF – wartość krótkoterminowych aktywów finansowych na początek okresu szczegółowej prognozy,

DO - wartość długu odsetkowego (w przypadku procedury wyceny w oparciu o przepływy pieniężne dla właścicieli i wierzycieli) na początek okresu szczegółowej prognozy,

RV – wartość rezydualna, która wyznaczana jest wg wzoru poniżej:

$$RV = \frac{CF_n * (1+g)}{R_n - g}$$

gdzie:

CF_n – przepływy pieniężne dla ostatniego roku prognozy,

R_n – stopa dyskonta dla ostatniego roku prognozy,

g – długoterminowe średnie tempo zmiany przepływów pieniężnych po okresie szczegółowej prognozy.

Wartość przepływów pieniężnych oraz stóp dyskontowych może być szacowana w oparciu jedną z następujących podstawowych technik wyceny metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych:

- CFE – w oparciu o przepływy pieniężne dostępne dla właścicieli oraz koszt kapitału własnego,
- WACC – w oparciu o przepływy pieniężne dostępne dla właścicieli i wierzycieli oraz średni ważony koszt kapitału własnego,
- APV – w oparciu o przepływy pieniężne dostępne dla właścicieli i wierzycieli oraz nielewarowany koszt kapitału własnego.

Przedmiotową procedurę wyceny ZCP Spółki dokonano w oparciu o przepływy pieniężne dostępne dla właścicieli i wierzycieli oraz lewarowany koszt kapitału własnego (WACC).

3.2 ZAŁOŻENIA OGÓLNE PROJEKCJI SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH ZCP SPÓŁKI STANOWIĄCYCH PODSTAWĘ WYCENY METODĄ DCF

Prognozę sprawozdań finansowych stanowiących podstawę wyceny ZCP Spółki metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych dokonano w oparciu o następujące dokumenty przedstawione przez Spółkę:

1. Bilans ZCP Spółki na dzień 30.09.2011 r. i Rachunek zysków i strat za okres 01-09.2011 r.
2. Inne materiały analityczne zebrane i przygotowane przez pracowników Spółki.

Poniżej przedstawiono podstawowe założenia wyceny dochodowej:

- Prognozy na lata 2011-2016 stanowiące podstawę wyceny zostały sporządzone w cenach bieżących z uwzględnieniem przewidywanego poziomu wzrostu cen (inflacja) oraz innych założeń makroekonomicznych. Informacje na temat rachunków narodowych (inflacja i wzrost PKB) oraz nominalnej dynamiki wynagrodzeń dotyczą kraju, na terenie którego wykonywane jest większość usług zcp Spółki. Założenia makroekonomiczne przyjęte do wyceny przedstawia tabela poniżej.

Tabela 3 Założenia makroekonomiczne stanowiące podstawę wyceny ZCP Spółki

L.p.	Wyszczególnienie	2010	Prognoza					
			2011	2012	2013	2014	2015	2016
I	Rachunki narodowe							
1	Średnioroczny wzrost cen konsumpcyjnych (CPI) - w Niemczech	1,15%	2,24%	1,30%	1,60%	1,90%	2,00%	2,00%
2	Wzrost PKB - w Niemczech	3,56%	2,73%	1,27%	1,50%	1,50%	1,30%	1,29%
II	Stopy procentowe w Polsce							
1	Średnia rentowność lokowania wolnych środków pieniężnych	3,60%	4,20%	4,43%	4,43%	4,43%	4,43%	4,43%
2	Średnie oprocentowanie kredytów bankowych inwestycyjnych	5,89%	6,49%	6,72%	6,72%	6,72%	6,72%	6,72%
3	Średnie oprocentowanie kredytów krótkoterminowych	6,89%	7,49%	7,72%	7,72%	7,72%	7,72%	7,72%
4	WIBOR 3M	3,89%	4,49%	4,72%	4,72%	4,72%	4,72%	4,72%
III	Podatki w Polsce							
1	PDOP	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
IV	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw							
1	Dynamika przeciętnego wynagrodzenia w Niemczech – nominalna	-1,10%	1,80%	2,10%	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki, Raport o inflacji NBP, Stan i prognozy koniunktury gospodarczej IBnGR, Word Ekonomic Outlook MFW, Komisji Europejskiej oraz innych instytucji finansowych.

- Dla wyliczenia wartości obecnej przyszłych strumieni pieniężnych w prognozie założono stopę dyskonta odzwierciedlającą średni ważony koszt kapitału (WACC), którego poszczególne elementy ustalono w następujący sposób:
  - Stopę oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka przyjęto na poziomie średniej rocznej stopy zwrotu 10-letnich obligacji Skarbu Państwa o stałym oprocentowaniu. Do wyceny przyjęto średnią rentowność obligacji dziesięcioletnich DS1020 z dnia 30.09.2011 roku na rynku wtórnym w wysokości 5,92%,

- Premię ryzyka branży, określającej najniższą możliwą do zaakceptowania przez potencjalnego inwestora rynkowego stopę zwrotu powyżej stopy wynikającej z oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka, oszacowano jako iloczyn długookresowej podstawowej premii za ryzyko rynku kapitałowego oraz współczynnika Beta „lewarowanego" dla branży, w której funkcjonuje Spółka. Nadwyżka stopy zwrotu z portfela rynkowego ponad stopę wzrostu wolną od ryzyka została przyjęta na poziomie 6,70%. Zgodnie ze średnią premią ryzyka finansowego wg *Cost of Capital* Morningstar Inc. 03.2010. Współczynnik beta lewarowany przyjęto na podstawie analiz publikowanych przez Morningstar Inc. oraz analizy własnej.
- Efektywny koszt kapitału obcego przy założeniu 2% premii kredytowej jako nadwyżki nad stopą wolną od ryzyka,
- Ustalono poziom premii za dodatkowe ryzyko specyficzne w wysokości 1% ze względu na wczesny etap działalności ZCP Spółki,
- Udział długu odsetkowego do kapitałów ogółem, przyjęto na poziomie 0% zgodnie ze stanem faktycznym w Spółce,
- Premia za wielkość na poziomie 1,85% zgodnie z *Costo of Capital* Morningstar Inc. 03.2010 dla małych przedsiębiorstw (Low Cap Size Premium).

Biorąc pod uwagę powyższe ustalenia, wielkość stóp dyskontowych (WACC) przyjęto zgodnie z poniższą tabelą.

Tabela 4 Kalkulacja stopy dyskonta (WACC) przyjętej do wyliczenia wartości dochodowej Przedsiębiorstwa

L.p.	Wyszczególnienie	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	Struktura kapitału: Dług/(Dług+Kapitał)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2	Premia kredytowa/nadwyżka oprocentowania długu nad stopą wolną od ryzyka	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
3	Koszt długu	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%
4	Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
5	Efektywny koszt długu	6,42%	6,42%	6,42%	6,42%	6,42%	6,42%
6	Stopa wolna od ryzyka	5,92%	5,92%	5,92%	5,92%	5,92%	5,92%
7	Premia za ryzyko	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%
8	Beta odlewarowana	1,28	1,28	1,28	1,28	1,28	1,28
9	Beta lewarowana	1,28	1,28	1,28	1,28	1,28	1,28
10	Premia ryzyka branży	8,57%	8,57%	8,57%	8,57%	8,57%	8,57%
11	Premia za wielkość	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%
12	Premia za dodatkowe ryzyko specyficzne	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
13	Koszt kapitału własnego	17,34%	17,34%	17,34%	17,34%	17,34%	17,34%
14	**Razem stopa dyskonta (1+2)**	**17,34%**	**17,34%**	**17,34%**	**17,34%**	**17,34%**	**17,34%**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki

Wszystkie dane prezentowane w dalszej części opracowania dotyczące lat 2011-2016 są wielkościami prognozowanymi, przy czym prognoza w dużym stopniu bazuje na informacjach przedstawionych przez Spółkę.

3.3 SZCZEGÓŁOWE ZAŁOŻENIA EKONOMICZNO-FINANSOWE PRZYJĘTE DO PROGNOZY NA LATA 2011-2016

Prognozę przychodów ze sprzedaży na okres 2011-2016 przyjęto na podstawie historycznych wyników finansowych planowanej do wydzielenia części Spółki oraz prognozowanego wzrostu inflacji i PKB w Niemczech.

Prognozę kosztów działalności operacyjnej ustalono w następujący sposób:

- Koszty amortyzacji przyjęto na podstawie stosowanych zasad amortyzacji w Spółce z uwzględnieniem odpisów amortyzacyjnych od prognozowanych inwestycji;
- Koszty materiałów i energii oraz koszty usług obcych na 2011 r. przyjęto proporcjonalnie do okresu 1-09.2011 i indeksowano inflacją w kolejnych latach;
- Koszty podatków i opłat na 2011 r. przyjęto biorąc pod uwagę relację przychodów ze sprzedaży za rok 2010 Spółki „MOSTOSTALU EXPORT S.A." do poniesionych w analogicznym okresie wpłat na podatki i opłaty (wynik 0,36%) i prognozowano kolejne lata na poziomie dynamiki inflacji;
- Koszty płac przyjęto zgodnie z informacjami otrzymanymi ze Spółki na temat dotychczasowego średniego zatrudnienia oraz planowanego zatrudnienia w wydzielanej ZCP Spółki - Spółka zapewniła, iż ma możliwość zwiększania/zmniejszania ilości pracowników w zależności do potrzeb, stąd koszty te prognozowane są w kolejnych latach w korelacji do planowanego wzrostu przychodów ZCP Spółki;
- Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia zostały przyjęte w korelacji do wzrostu kosztów wynagrodzeń;
- Pozostałe koszty rodzajowe na 2011 r. przyjęto proporcjonalnie do okresu 1-09.2011 i indeksowano inflacją w kolejnych latach.

Prognozę przychodów ze sprzedaży oraz kosztów działalności operacyjnej prezentują tabele poniżej:

Tabela 5 Prognoza przychodów ze sprzedaży i zrównanych z nimi na lata 2011-2016 [tys. zł]

Wyszczególnienie	01-09.2011	Prognoza						
		10-12.2011	2011	2012	2013	2014	2015	2016
A. Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:	**11 306**	**3 769**	**15 075**	**15 463**	**15 943**	**16 485**	**17 028**	**17 589**
- od jednostek powiązanych	***0***							
I. Przychód ze sprzedaży produktów	11 306	3 769	15 075	15 463	15 943	16 485	17 028	17 589
II. Zmiana stanu produktów (zwiększenie +; zmniejszenie -)	0							
III. Koszt wytworzenia świadczeń na własne potrzeby jednostki	0							
IV. Przychód ze sprzedaży towarów i materiałów	0							

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Tabela 6. Prognoza kosztów podstawowej działalności operacyjnej na lata 2011 – 2016 [tys. zł]

L.p.	Wyszczególnienie	01-09.2011	Prognoza						
			10-12.2011	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I.	**Koszty sprzedanych produktów**	**10 463**	**3 532**	**13 995**	**14 285**	**14 667**	**15 130**	**15 596**	**16 078**
1	Amortyzacja	56	9	65	40	32	50	66	83
2	Zużycie materiałów i energii	349	116	466	472	479	488	498	508
3	Usługi obce	246	82	329	333	338	345	352	359
4	Podatki i opłaty	0	54	54	54	55	56	57	59
5	Wynagrodzenia	5 513	1 838	7 351	7 540	7 774	8 038	8 303	8 576
6	Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	2 387	796	3 182	3 264	3 365	3 480	3 594	3 713
7	Pozostałe koszty rodzajowe	1 911	637	2 548	2 581	2 623	2 673	2 726	2 781
II.	**Wartość sprzedanych towarów i materiałów**	**0**							
III.	**Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów**	**10 463**	**3 532**	**13 995**	**14 285**	**14 667**	**15 130**	**15 596**	**16 078**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych otrzymanych od Spółki

3.3.1 Pozostałe założenia przychodowo-kosztowe

Poniżej przedstawiono pozostałe założenia przychodowo kosztowe przyjęte do projekcji sprawozdań finansowych ZCP spółki „MOSTOSTAL-EXPORT" S.A. na lata 2011-2016.

3.3.1.1 Pozostałe przychody i koszty operacyjne

Nie prognozowano przychodów i kosztów pozostałej działalności operacyjnej w latach 2012-2016. Przyjęte w roku 2011 w tych pozycjach kwoty wynikają z wartości osiągniętych przez ZPC spółki w okresie styczeń-wrzesień 2011 r.

3.3.1.2 Przychody i koszty finansowe

Przychody finansowe wynikają z wielkości prognozowanych wolnych środków pieniężnych (odsetek od sald wolnych środków pieniężnych) w latach 2011-2016.

Szczegółową projekcję przychodów finansowych przedstawia tabela poniżej.

Tabela 7 Projekcja odsetek od wolnych środków pieniężnych na przestrzeni okresu szczegółowej prognozy [tys. zł]

L.p.	Wyszczególnienie	Średni stan w roku					
		10-12.2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	Średni stan wolnych środków pieniężnych	2 830	3 129	3 377	3 548	3 740	3 964
2	Przyjęte oprocentowanie wolnych środków pieniężnych	4,20%	4,43%	4,43%	4,43%	4,43%	4,43%
3	**Razem odsetki**	**30**	**139**	**150**	**157**	**166**	**176**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki

Powyższa projekcja uwzględnia wypłaty dywidendy w całym okresie prognozy (w wysokości 80% uzyskanego zysku).

3.3.1.3 Zyski i straty nadzwyczajne

Nie prognozowano strat i zysków nadzwyczajnych w całym okresie prognozy.

3.3.1.4 Podatek dochodowych od osób prawnych

Stopa podatku dochodowego w całym okresie prognozy została przyjęta na poziomie 19% liczonych od wynikającego z projekcji zysku brutto. Nie prognozowano trwałych i przejściowych różnic w podstawie opodatkowania.

Prognozę podatku dochodowego przedstawia tabela poniżej:

Tabela 8 Przedstawienie kalkulacji podatku dochodowego w poszczególnych latach prognozy [tys. zł]

L.p.	Wyszczególnienie	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I	Zysk brutto	946	1 317	1 425	1 512	1 597	1 686
II	Trwałe i przejściowe różnice w podstawie opodatkowania (III-IV)	0	0	0	0	0	0
III	Koszty nie stanowiące kosztów uzyskania przychodów	0	0	0	0	0	0
IV	Przychody wyłączone z opodatkowania	0	0	0	0	0	0
V	Podstawa opodatkowania (I+II)	946	1 317	1 425	1 512	1 597	1 686
VI	Rozliczenie strat podatkowych z lat poprzednich	0	0	0	0	0	0
VII	**Podatek dochodowy od osób prawnych do zapłacenia (V-VI)*19%**	**180**	**250**	**271**	**287**	**303**	**320**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki

3.3.2 Założenia w zakresie majątku i źródeł finansowania

Poniżej przedstawiono podstawowe założenia w zakresie projekcji bilansu ZCP Spółki na lata 2011-2016.

3.3.2.1 Wartości niematerialne i prawne oraz rzeczowe aktywa trwałe

Tabela poniżej przedstawia prognozowaną wartość nakładów inwestycyjnych na wartości niematerialne i prawne oraz rzeczowe aktywa trwałe.

Dane w zakresie stanu rzeczowych aktywów trwałych oraz wartości niematerialnych w poszczególnych latach prognozy przedstawia poniższe zestawienie.

Tabela 9. Prognoza stanu aktywów trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych w poszczególnych latach prognozy (ceny bieżące, wartości w tys. zł)

Wyszczególnienie	10-12.2011	2012	2013	2014	2015	2016
Wartość bilansowa na początek okresu	**57**	**48**	**148**	**255**	**345**	**419**
Zwiększenie w tym:	0	140	140	140	140	140
inwestycje w wartości niematerialne i prawne	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
inwestycje w rzeczowy majątek trwały	*0*	*140*	*140*	*140*	*140*	*140*
Zmniejszenia	9	40	32	50	66	83
amortyzacja majątku dotychczasowego	*9*	*30*	*4*	*3*	*1*	*0*
amortyzacja majątku z inwestycji	*0*	*10*	*29*	*47*	*65*	*83*
Wartość bilansowa na koniec okresu	**48**	**148**	**255**	**345**	**419**	**476**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki.

Zmiany wielkości rzeczowych aktywów trwałych przyjęte w prognozie wynikają z:

- prognozy wydatków inwestycyjnych na zakupy zapewniającej odtworzenie majątku w wartości przyjętych na podstawie amortyzacji wykazanej w ZCP Spółki w roku 2010.

W prognozie na lata 2011-2016 nie planowano zbycia lub likwidacji środków trwałych posiadających wartość bilansową (nieplanowe odpisy amortyzacyjne).

3.3.2.2 Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.

Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy określono na podstawie:

- cyklu obrotowości w dniach liczonego do przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów w przypadku należności handlowych,
- cyklu obrotowości w dniach liczonego do kosztów działalności operacyjnej pomniejszonych o amortyzację w przypadku zobowiązań handlowych i zapasów.

Wskaźniki cyklu przyjęto na poziomie wynikającym z okresu pierwszych 9 miesięcy 2011 r., tj. 47 dni dla należności i 5 dni dla zobowiązań handlowych. Nie prognozowano zapotrzebowania na zapasy w całym okresie prognozy.

Tabela 10 Cykle rotacji kapitału obrotowego w dniach w latach 2011-2016

L.p.	Wyszczególnienie	01-09.2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	Wskaźnik obrotowości zapasami	0	0	0	0	0	0
2	Wskaźnik obrotowości należności z tytułu dostaw i usług	47	47	47	47	47	47
3	Wskaźnik obrotowości zobowiązań krótkoterminowych z tytułu dostaw i usług	5	5	5	5	5	5

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki

Tabela 11 Projekcja zmiany kapitału obrotowego w latach 2011-2016 [tys. zł]

L.p.	Wyszczególnienie	01-09.2011	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	Stan zapasów	0	0	0	0	0	0	0
2	Stan należności z tytułu dostaw i usług	1 931	1 925	1 975	2 036	2 105	2 175	2 246
3	Stan zobowiązań z tytułu dostaw i usług	209	209	214	220	227	234	241
I	**Razem kapitał obrotowy**	**1 721**	**1 716**	**1 761**	**1 816**	**1 879**	**1 941**	**2 006**
II	**Zmiana stanu kapitału obrotowego**		**-6**	**45**	**55**	**63**	**63**	**65**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki

3.3.2.3 Kapitały własne

Zmiany wielkości kapitałów własnych w prognozie na lata 2011-2016 wynikają ze zmian w poziomie wyniku finansowego roku obrotowego w efekcie przedstawionych wyżej założeń przychodowo-kosztowych.

W całym okresie prognozy przewidziano, jak wspomniano powyżej w raporcie, dokonywanie wypłat z zysku (począwszy od dywidendy za rok 2011).

3.4 PROJEKCJA SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH STANOWIĄCYCH PODSTAWĘ WYCENY SPÓŁKI METODĄ DCF

Tabela 12 Projekcja rachunku zysków i strat ZCP Spółki w okresie 2011-2016 [tys. zł]

Wyszczególnienie	*01-09.2011*	*LATA OBROTOWE*					
		2011	*2012*	*2013*	*2014*	*2015*	*2016*
A. Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:	**11 306**	**15 075**	**15 463**	**15 943**	**16 485**	**17 028**	**17 589**
I. Przychód ze sprzedaży produktów	11 306	15 075	15 463	15 943	16 485	17 028	17 589
II. Zmiana stanu produktów (zwiększenie +;zmniejszenie-)	0	0	0	0	0	0	0
III. Koszt wytworzenia świadczeń na własne potrzeby jednostki	0	0	0	0	0	0	0
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	0	0	0	0	0	0	0
B. Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów, w tym:	**10 463**	**13 995**	**14 285**	**14 667**	**15 130**	**15 596**	**16 078**
Amortyzacja	56	65	40	32	50	66	83
Zużycie materiałów i energii	349	466	472	479	488	498	508
Usługi obce	246	329	333	338	345	352	359
Podatki i opłaty	0	54	54	55	56	57	59
Wynagrodzenia	5 513	7 351	7 540	7 774	8 038	8 303	8 576
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	2 387	3 182	3 264	3 365	3 480	3 594	3 713
Pozostałe koszty rodzajowe	1 911	2 548	2 581	2 623	2 673	2 726	2 781
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0	0	0	0	0	0	0
C. Zysk (strata) ze sprzedaży (C-D-E)	***843***	***1 080***	***1 178***	***1 276***	***1 355***	***1 431***	***1 510***
D. Pozostałe przychody operacyjne	**9**	**9**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	0	0					
II. Dotacje	0	0					
III. Inne przychody operacyjne	9	9					
E. Pozostałe koszty operacyjne	**172**	**172**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	0	0					
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	0	0					
III. Inne koszty operacyjne	172	172					
F. Zysk (strata) z działalności operacyjnej (F+G-H)	***680***	***917***	***1 178***	***1 276***	***1 355***	***1 431***	***1 510***
G. Przychody finansowe	**0**	**30**	**139**	**150**	**157**	**166**	**176**
I. Dywidendy i udziały w zyskach	0	0					
II. Odsetki	0	30	139	150	157	166	176
III. Zysk ze zbycia inwestycji	0	0					
IV. Aktualizacja wartości inwestycji	0	0					
V. Inne	0	0					
H. Koszty finansowe	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
I. Odsetki	0	0	0	0	0	0	0
II. Strata ze zbycia inwestycji	0	0					
III. Aktualizacja wartości inwestycji	0	0					
IV. Inne	0	0					
I. Zysk (strata) z działalności gospodarczej (I+J-K)	***680***	***946***	***1 317***	***1 425***	***1 512***	***1 597***	***1 686***
J. Wynik zdarzeń nadzwyczajnych (M.I. - M.II.)	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
I. Zyski nadzwyczajne	0	0					
II. Straty nadzwyczajne	0	0					
K. Zysk (strata) brutto	***680***	***946***	***1 317***	***1 425***	***1 512***	***1 597***	***1 686***
L. Podatek dochodowy	**0**	**180**	**250**	**271**	**287**	**303**	**320**
I. bieżący podatek	0	180	250	271	287	303	320
II. odroczony podatek		0	0	0	0	0	0
M. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
N. Zysk (strata) netto	**680**	**767**	**1 067**	**1 155**	**1 225**	**1 294**	**1 366**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Tabela 13 Projekcja aktywów ZCP Spółki w okresie 2011-2016 [tys. zł]

Pozycja	Stan na 30.09.2011r.	Stan na 31.12.2011r.	Stan na 31.12.2012r.	Stan na 31.12.2013r.	Stan na 31.12.2014r.	Stan na 31.12.2015r.	Stan na 31.12.2016r.
A. Aktywa Trwałe	**3 438**	**3 428**	**3 528**	**3 636**	**3 726**	**3 800**	**3 857**
I. Wartości niematerialne i prawne	0	0	0	0	0	0	0
II. Rzeczowe aktywa trwałe	57	48	148	255	345	419	476
III. Należności długoterminowe	3 381	3 381	3 381	3 381	3 381	3 381	3 381
IV. Inwestycje długoterminowe	0	0	0	0	0	0	0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0	0	0	0	0	0	0
B. Aktywa obrotowe	**4 889**	**5 148**	**5 532**	**5 754**	**6 005**	**6 277**	**6 593**
I. Zapasy	0	0	0	0	0	0	0
II. Należności krótkoterminowe	2 191	2 186	2 235	2 297	2 366	2 435	2 507
III. Inwestycje krótkoterminowe	2 698	2 962	3 297	3 457	3 639	3 841	4 086
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0	0	0	0	0	0	0
Razem Aktywa	**8 327**	**8 576**	**9 060**	**9 390**	**9 731**	**10 077**	**10 449**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Tabela 14 Projekcja pasywów ZCP Spółki w okresie 2011-2016 [tys. zł]

Pozycja	Stan na 30.09.2011r.	Stan na 31.12.2011r.	Stan na 31.12.2012r.	Stan na 31.12.2013r.	Stan na 31.12.2014r.	Stan na 31.12.2015r.	Stan na 31.12.2016r.
A. Kapitał (fundusz) własny	**6 348**	**6 435**	**6 888**	**7 189**	**7 490**	**7 804**	**8 135**
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	5 668	5 668	5 668	5 668	5 668	5 668	5 668
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)	0	0	0	0	0	0	0
III. Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)	0	0	0	0	0	0	0
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	0	0	0	0	0	0	0
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	0	0	0	0	0	0	0
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	0	0	0	0	0	0	0
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	0	0	153	367	598	843	1 101
VIII. Zysk (strata) netto	680	767	1 067	1 155	1 225	1 294	1 366
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)	0	0	0	0	0	0	0
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	**1 979**	**2 142**	**2 172**	**2 201**	**2 241**	**2 273**	**2 314**
I. Rezerwy na zobowiązania	934	934	934	934	934	934	934
II. Zobowiązania długoterminowe	0	0	0	0	0	0	0
III. Zobowiązania krótkoterminowe	1 045	1 208	1 238	1 267	1 307	1 338	1 380
IV. Rozliczenia międzyokresowe	0	0	0	0	0	0	0
Razem Pasywa	**8 327**	**8 576**	**9 060**	**9 390**	**9 731**	**10 077**	**10 449**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych otrzymanych od Spółki

Tabela 15 Projekcja rachunku przepływów pieniężnych (przepływy całkowite) ZCP Spółki w okresie 2011-2016 [tys. zł]

Lp.	Wyszczególnienie	10-12.2011	2012	2013	2014	2015	2016
I	**Wpływy**	**3 975**	**15 623**	**16 092**	**16 663**	**17 222**	**17 817**
1	Przychody ze sprzedaży produktów	3 769	15 463	15 943	16 485	17 028	17 589
2	Pozostałe przychody operacyjne	0	0	0	0	0	0
3	Wartość księgowa sprzedanych aktywów trwałych/wpływy na sprzedaży aktywów trwałych						
4	Przychody finansowe	30	139	150	157	166	176
5	Zyski nadzwyczajne	0	0	0	0	0	0
6	Amortyzacja	9	40	32	50	66	83
7	Zmiana stanu zapasów	0	0	0	0	0	0
8	Zmiana stanu należności z tyt. dostaw i usług	5	-50	-61	-69	-69	-72
9	Zmiana stanu pozostałych należności krótkoterminowych	0	0	0	0	0	0
10	Zmiana stanu kredytów długoterminowych	0	0	0	0	0	0
11	Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych z tytułu dostaw i usług	0	5	6	7	7	7
12	Zmiana stanu pożyczek i kredytów krótkoterminowych	0	0	0	0	0	0
13	Zmiana stanu pozostałych zobowiązań krótkoterminowych	162	26	22	34	25	35
14	Zmiana stanu pozostałych aktywów	0	0	0	0	0	0
II	**Wydatki**	**3 712**	**15 288**	**15 931**	**16 481**	**17 020**	**17 573**
1	Koszty działalności operacyjnej	3 532	14 285	14 667	15 130	15 596	16 078
2	Pozostałe koszty operacyjne stanowiące wydatek	0	0	0	0	0	0
3	Koszty finansowe	0	0	0	0	0	0
4	Straty nadzwyczajne	0	0	0	0	0	0
5	Podatek dochodowy	180	250	271	287	303	320
6	Wydatki inwestycyjne majątkowe	0	140	140	140	140	140
7	Wydatki inwestycyjne kapitałowe						
8	Wypłaty z zysku(+)/Dokapitalizowanie(-)		613	853	924	980	1 035
9	Zmiana stanu pozostałych pasywów	0	0	0	0	0	0
III	**Różnica I-II**	**264**	**335**	**161**	**182**	**202**	**244**
1	Środki pieniężne na początek okresu	2 698	2 962	3 297	3 457	3 639	3 841
2	Saldo pieniężne okresu	264	335	161	182	202	244
3	Środki pieniężne na koniec okresu	2 962	3 297	3 457	3 639	3 841	4 086

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki

3.5 WYNIKI WYCENY ZCP SPÓŁKI METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZYSZŁYCH STRUMIENI PIENIĘŻNYCH

Wyniki wyceny Spółki metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych przedstawiają poniższe zestawienia.

Tabela 16 Oszacowanie wartości dochodowej kapitałów własnych ZCP Spółki na bazie zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych za okres 11.2011-2016 [tys. zł]

L.p.	Wyszczególnienie	LATA PROGNOZY					
		10-12.2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	EBIT w tys. PLN	237	1 178	1 276	1 355	1 431	1 510
2	Podatek od EBIT w tys. PLN	-45	-224	-242	-257	-272	-287
3	EBIT pomniejszony o podatek CIT w tys. PLN	192	955	1 033	1 098	1 159	1 223
4	Amortyzacja w tys. PLN	9	40	32	50	66	83
5	Nakłady inwestycyjne w tys. PLN	0	-140	-140	-140	-140	-140
6	Zmiana kapitału obrotowego w tys. PLN	6	-45	-55	-63	-63	-65
7	Razem przepływy pieniężne w tys. PLN	207	810	870	945	1 023	1 102
I	Razem stopa dyskonta	17,34%	17,34%	17,34%	17,34%	17,34%	17,34%
II	Współczynnik dyskonta dla poszczególnych lat	0,9802	0,9049	0,8522	0,8522	0,8522	0,8522
III	Składany współczynnik dyskonta dla poszczególnych lat	0,9802	0,8870	0,7559	0,6442	0,5490	0,4679
IV	Zdyskontowane strumienie pieniężne w tys. PLN	203	718	658	609	562	516
V	Razem zdyskontowane strumienie z działalności operacyjnej w tys. PLN						3 265
VI	Wartość rezydualna przyszłych strumieni z działalności operacyjnej w tys. PLN						3 954
VII	**Razem zdyskontowane strumienie w okresie szczegółowej prognozy oraz wartość rezydualna przyszłych strumieni z działalności operacyjnej w tys. PLN**						**7 219**
VIII	***Aktywa pozaoperacyjne***						***3 381***
IX	***Zobowiązania pozaoperacyjne***						***934***
X	***Środki pieniężne na początek okresu prognozy w tys. PLN***						***2 698***
XII	***Wartość bieżąca (zdyskontowana) długu odsetkowego na początek okresu szczegółowej prognozy***						***0***
XIII	**Wartość Spółki w tys. PLN**						**12 364**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Spółki

** Składany współczynnik dyskonta dla poszczególnych lat uwzględnia zastosowanie współczynnika środka okresu.*

Na wartość dochodową kapitałów własnych Spółki w kwocie **12 364 tys. zł.** składają się:

- Zdyskontowane saldo przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej w okresie 01.11.2011-31.12.2016 w kwocie **3 265 tys. zł.**,
- Zdyskontowana wartość rezydualna wyliczona metodą kapitalizacji dochodu w kwocie **3 954 tys. zł.,** wyznaczona na podstawie wzoru:

$$RV = \frac{CF_n \ x \ (1+g)}{R_n - g} = \frac{587 \ tys. \ zł.}{17{,}34\% - 2{,}5\%} = 3\,954 \ tys. \ zł.$$

gdzie:

CF_n – jako zdyskontowane przepływy z ostatniego roku prognozy przyjęto zdyskontowany EBIT pomniejszony o 19% podatek dochodowy: 1 223 tys. zł x (1+0,025) x 0,4679 = 587 tys. zł.,

R_n – stopa dyskonta dla ostatniego roku prognozy: 17,34%,

g – długoterminowe średnie tempo zmiany strumieni pieniężnych z działalności operacyjnej po okresie szczegółowej prognozy: 2,5 p.p., (2,0 - długoterminowa inflacja oraz 0,5% długoterminowa stopa wzrostu realnego),

Przyjęcie za bazę do wyliczenia wartości rezydualnej EBIT pomniejszony o podatek dochodowy dla ostatniego roku prognozy wynika z następujących faktów:

- W długim okresie czasu wartość nakładów inwestycyjnych powinna odpowiadać wartości amortyzacji, aby zapewnić odtworzenie majątku produkcyjnego,
- Wpływ zapotrzebowania na kapitał obrotowy na przepływy przyjęte do wyliczenia wartości rezydualnej powinien wynosić „0" (na potrzeby kalkulacji wartości rezydualnej przyjmuje się, że w długim okresie czasu zmiana stanu zapasów i należności krótkoterminowych jest równa kwotowo zmianie stanu zobowiązań krótkoterminowych),

- Aktywa pozaoperacyjne w kwocie **3 265 tys. zł.,** stanowiące nieoprocentowane kaucje wpłacone kontrahentom przez Spółkę na poczet wykonywanych usług,
- Zobowiązania pozaoperacyjne w kwocie **934 tys. zł**., stanowiące założone przez Spółkę rezerwy z tytułu napraw gwarancyjnych,
- Wartość bieżąca długu odsetkowego na początek okresu szczegółowej prognozy w kwocie **0 tys. zł.**
- Wartość środków pieniężnych na początek okresu prognozy w kwocie **2 698 tys. zł.**

4 SPIS TABEL

Tabela 1 Wyniki wycen przeprowadzonych poszczególnymi metodami 4
Tabela 2 Procedura wyceny metodą DCF 6
Tabela 3 Założenia makroekonomiczne stanowiące podstawę wyceny ZCP Spółki 8
Tabela 4 Kalkulacja stopy dyskonta (WACC) przyjętej do wyliczenia wartości dochodowej Przedsiębiorstwa 9
Tabela 5 Prognoza przychodów ze sprzedaży i zrównanych z nimi na lata 2011-2016 [tys. zł] ... 11
Tabela 6. Prognoza kosztów podstawowej działalności operacyjnej na lata 2011 – 2016 [tys. zł] 11
Tabela 7 Projekcja odsetek od wolnych środków pieniężnych na przestrzeni okresu szczegółowej prognozy [tys. zł] 12
Tabela 8 Przedstawienie kalkulacji podatku dochodowego w poszczególnych latach prognozy [tys. zł] 12
Tabela 9. Prognoza stanu aktywów trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych w poszczególnych latach prognozy (ceny bieżące, wartości w tys. zł) 13
Tabela 10 Cykle rotacji kapitału obrotowego w dniach w latach 2011-2016 14
Tabela 11 Projekcja zmiany kapitału obrotowego w latach 2011-2016 [tys. zł] 14
Tabela 12 Projekcja rachunku zysków i strat ZCP Spółki w okresie 2011-2016 [tys. zł] 15
Tabela 13 Projekcja aktywów ZCP Spółki w okresie 2011-2016 [tys. zł] 16
Tabela 14 Projekcja pasywów ZCP Spółki w okresie 2011-2016 [tys. zł] 16
Tabela 15 Projekcja rachunku przepływów pieniężnych (przepływy całkowite) ZCP Spółki w okresie 2011-2016 [tys. zł] 17
Tabela 16 Oszacowanie wartości dochodowej kapitałów własnych ZCP Spółki na bazie zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych za okres 11.2011-2016 [tys. zł] 18

5 ZAŁĄCZNIKI

Na następnych stronach przedstawiono następujące załączniki:

1. Bilans Spółki na dzień 30.09.2011 r. i rachunek zysków i start za okres 01-09.2011 r.,
2. Prognozy przychodów ze sprzedaży oraz nakładów inwestycyjnych przedstawione przez Zarząd Spółki wycenianej.