



MARCIN  
**KORFANTY**  
RZECZOZNAWCA MAJĄTKOWY

# OPRACOWANIE

OKREŚLAJĄCE WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA

## **ALLINTRADERS PROSTA SPÓŁKA AKCYJNA**

Autor opracowania:

Marcin Korfanty,

Kwiecień 2026.

# SPIS TREŚCI

1. OKREŚLENIE PRZEDMIOTU I ZAKRESU WYCENY .....	4
2. CEL WYCENY I PODSTAWA OPRACOWANIA .....	4
2.1 PODSTAWA FORMALNA .....	4
2.2 PODSTAWY PRAWNE I METODYCZNE .....	4
2.3 ŹRÓDŁA DANYCH MERYTORYCZNYCH .....	5
3. OKREŚLENIE DAT ISTOTNYCH DLA SPORZĄDZANEJ WYCENY.....	5
4. CHARAKTERYSTYKA PRZEDSIĘBIORSTWA .....	5
4.1 OPIS OGÓLNY.....	5
4.2 OPIS SZCZEGÓŁOWY PRZEDMIOTU WYCENY.....	9
4.3 STRUKTURA WŁAŚCICIELSKA .....	10
5. ANALIZA I CHARAKTERYSTYKA RYNKU .....	11
6. WYBÓR PODEJŚCIA I METODY WYCENY .....	13
7. RODZAJ OKREŚLANEJ WARTOŚCI .....	16
8. OKREŚLENIE WARTOŚCI .....	18
9. PODSUMOWANIE.....	34
10. KLAUZULE I OGRANICZENIA .....	34

**WYCIĄG Z OPERATU**

PRZEDMIOT WYCENY	Przedmiotem wyceny jest przedsiębiorstwo (zgodnie z definicją z Art. 55 Ustawy z dnia 23 kwietnia 1964r. z późn. zm. Kodeks Cywilny - Dz. U. 1964 nr 16 poz. 93) stanowiące podmiot gospodarczy: <b>ALLINTRADERS</b> <b>PROSTA SPÓŁKA AKCYJNA</b> z/s przy al. Wojciecha Korfanteo 138A, 40-156 Katowice NIP: 6343005951, nr KRS 0000947117
ZAKRES WYCENY	Zakres wyceny obejmuje określenie wartości godziwej przedmiotu wyceny, określanego jako 100% akcji
STAN PRAWNY	Własność osób prawnych
CEL WYCENY	Wycena na cele własne (w tym uwzględniania w księgach rachunkowych)
PODEJŚCIE W WYCENIE	Podójście dochodowe
DATA SPORZĄDZENIA WYCENY	11/04/2026
DATA SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH	31/12/2025
DATA OKREŚLENIA WARTOŚCI	31/12/2025
OSZACOWANA WARTOŚĆ	<b>Wartość spółki (100% akcji)</b>  <b>17 300 000 PLN</b>  Słownie: siedemnaście milionów trzysta tysięcy złotych, 00/100
PODPIS AUTORA OPRACOWANIA	

## 1. OKREŚLENIE PRZEDMIOTU I ZAKRESU WYCENY

Przedmiotem wyceny jest przedsiębiorstwo (zgodnie z definicją z Art. 55 Ustawy z dnia 23 kwietnia 1964r. z późn. zm. Kodeks Cywilny - Dz. U. 1964 nr 16 poz. 93) stanowiące podmiot gospodarczy:

**ALLINTRADERS**

**PROSTA SPÓŁKA AKCYJNA**

z/s przy al. Wojciecha Korfantego 138A, 40-156 Katowice

NIP: 6343005951, nr KRS 0000947117

**Zakres** wyceny obejmuje określenie wartości godziwej przedmiotu wyceny, określanego jako 100% akcji

## 2. CEL WYCENY I PODSTAWA OPRACOWANIA

Wycena na cele **własne** (w tym uwzględniania w księgach rachunkowych)

### 2.1 PODSTAWA FORMALNA

Podstawą zlecenia jest umowa zawarta ze Zleceniodawcą.

### 2.2 PODSTAWY PRAWNE I METODYCZNE.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone zgodnie z obowiązującymi regulacjami prawnymi oraz obowiązującymi standardami zawodowymi wymienionymi poniżej:

1) Akty prawne

- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. 1994 nr 121 poz. 591)
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny (Dz. U. nr 16 poz. 93 z późn. zm.)
- Rozporządzenie komisji (WE) Nr 1126/2008 z dnia 3 listopada 2008 r. przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady
- Obwieszczenie Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej z dnia 26 czerwca 2003r. w/s ogłoszenia jednolitego tekstu ustawy o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji z późn. zm.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. 2000 nr 94 poz. 1037 z późn. zm.)
- Ustawa z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej (Dz.U. 2004 nr 173 poz. 1807 z późn. zm.)
- Ustawa z dnia 6 marca 2018r. Prawo przedsiębiorców (Dz. U. z 2018 r. poz. 646, 1479, 1629, 1633, 2212)
- Ustawa z dnia 15/01/2015 o obligacjach, (Dz.U. 2024 poz.708 – tekst jednolity)

2) Literatura pomocnicza

- Krajowy Standard Wyceny Specjalistyczny 4 – Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw (Standard opracowany przez Polską Federację Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych)
- Standardy zawodowe oraz wytyczne Stowarzyszenia Biegłych Sądowych w zakresie wyceny w Polsce
- Literatura specjalistyczna (książki, artykuły) z zakresu wyceny przedsiębiorstw
- Portale tematyczne i finansowe, specjalizujące się w wycenie przedsiębiorstw

**2.3 ŹRÓDŁA DANYCH MERYTORYCZNYCH**

- Materiały uzyskane w toku postępowania

**3. OKREŚLENIE DAT ISTOTNYCH DLA SPORZĄDZANEJ WYCENY**

1) Data na którą określono wartość	<b>31/12/2025</b>
2) Data sprawozdań finansowych	<b>31/12/2025</b>
3) Data określenia wartości	<b>11/04/2026</b>

**4. CHARAKTERYSTYKA PRZEDSIĘBIORSTWA****4.1 OPIS OGÓLNY**

Ustawowa definicja przedsiębiorstwa jest określona w art. 55 Kodeksu cywilnego. Zgodnie z nim przedsiębiorstwo jest zorganizowanym zespołem składników niematerialnych i materialnych przeznaczonym do prowadzenia działalności gospodarczej. Obejmuje ono w szczególności:

1. oznaczenie indywidualizujące przedsiębiorstwo lub jego wyodrębnione części (nazwa przedsiębiorstwa);
2. własność nieruchomości lub ruchomości, w tym urządzeń, materiałów, towarów i wyrobów, oraz inne prawa rzeczowe do nieruchomości lub ruchomości;
3. prawa wynikające z umów najmu i dzierżawy nieruchomości lub ruchomości oraz prawa do korzystania z nieruchomości lub ruchomości wynikające z innych stosunków prawnych;
4. wierzytelności, prawa z papierów wartościowych i środki pieniężne;
5. koncesje, licencje i zezwolenia;
6. patenty i inne prawa własności przemysłowej;
7. majątkowe prawa autorskie i majątkowe prawa pokrewne;
8. tajemnice przedsiębiorstwa;
9. księgi i dokumenty związane z prowadzeniem działalności gospodarczej.

Istotą działalności przedsiębiorstwa jest produkcja dóbr lub świadczenie usług. Najczęściej definiowanym celem działalności przedsiębiorstwa jest osiągnięcie zysku poprzez zaspokajanie potrzeb konsumentów. Z perspektywy finansowej celem przedsiębiorstwa jest wzrost jego wartości rynkowej w średnim i długim okresie z korzyścią dla jego właścicieli.

Odrębność prawna przedsiębiorstwa oznacza, że przedsiębiorstwo jest podmiotem praw i obowiązków, którego forma jest określana przez właścicieli przedsiębiorstwa i jest ona zależna od regulacji prawnych obowiązujących na terytorium, na którym funkcjonuje podmiot. Wyrazem nabycia przez przedsiębiorstwo osobowości prawnej jest wpisanie do odpowiedniego rejestru. Odrębność organizacyjna przedsiębiorstwa oznacza, że jest to jednostka zorganizowana w oparciu o określone metody zarządcze i procesy organizacyjne umożliwiające prowadzenie działalności. Odrębność techniczno-produkcyjna przejawia się w wydzielonym układzie technicznym pozwalającym na prowadzenie produkcji lub świadczenie usług przez jednostkę. Odrębność ekonomiczna oznacza wydzielenie majątkowe, samodzielność decyzyjną i dochodową, której wyrazem jest dążenie do osiągnięcia dodatniej różnicy między efektami i nakładami. Potocznie przedsiębiorstwo określa się również jako „firmę”, jednak słowo to ma inne znaczenie prawne.

Ponadto ze względu na charakter działalności przedsiębiorstwa można podzielić na:

- przedsiębiorstwa produkcyjne (w tym np.: wydobywcze, przetwórcze, montażowe),
- przedsiębiorstwa usługowe (w tym np.: handlowe, komunikacyjne, transportowe).

W Polsce, zgodnie z ustawą – Prawo przedsiębiorców, ze względu na liczbę pracowników wyróżnia się:

- mikroprzedsiębiorstwa – zatrudniające średniorocznie w co najmniej jednym z dwóch ostatnich lat obrotowych do 9 pracowników oraz osiągające roczny obrót nie przekraczający równowartości 2 milionów euro, lub sumy aktywów bilansu na koniec jednego z tych lat nie przekroczyły równowartości 2 milionów euro;
- przedsiębiorstwa małe – zatrudniające średniorocznie w co najmniej jednym z dwóch ostatnich lat obrotowych od 10 do 49 pracowników oraz osiągające roczny obrót nie przekraczający równowartości 10 milionów euro, lub sumy aktywów bilansu na koniec jednego z tych lat nie przekroczyły równowartości 10 milionów euro;
- przedsiębiorstwa średnie – zatrudniające średniorocznie w co najmniej jednym z dwóch ostatnich lat obrotowych od 50 do 249 pracowników oraz osiągające roczny obrót nie przekraczający równowartości 50 milionów euro, lub sumy aktywów bilansu na koniec jednego z tych lat nie przekroczyły równowartości 43 milionów euro;
- przedsiębiorstwa duże – pozostałe.

Z punktu widzenia form własności można wyróżnić:

- przedsiębiorstwa sektora publicznego, do którego należą przedsiębiorstwa będące własnością państwa (skarb państwa) i przedsiębiorstwa komunalne (samorządy terytorialne),
- przedsiębiorstwa sektora prywatnego, do którego należą przedsiębiorstwa będące własnością prywatną osób fizycznych, osób prawnych i własnością zagraniczną.

Przedmiotowe przedsiębiorstwo działa w ramach **prostej spółki akcyjnej**, której funkcjonowanie regulowane jest przez przepisy **Kodeksu spółek handlowych**.

### **I. Podstawowe informacje i definicja prostej spółki akcyjnej**

Prosta spółka akcyjna jest kapitałową spółką prawa handlowego, uregulowaną w Kodeksie spółek handlowych (art. 300<sup>1</sup>–300<sup>134</sup> KSH). Posiada osobowość prawną, prowadzi przedsiębiorstwo pod własną firmą i może być utworzona w dowolnym celu prawnie dopuszczalnym, zarówno

gospodarczym, jak i niegospodarczym. Może być założona przez jedną lub więcej osób (akcjonariuszy), przy czym jedynym założycielem nie może być inna jednoosobowa PSA.

## II. Powstanie PSA

Prosta spółka akcyjna powstaje w dwóch etapach:

1. zawarcie umowy spółki (w formie aktu notarialnego albo przez system S24),
2. wpis do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego (KRS).

Umowa spółki powinna określać co najmniej:

- firmę spółki z oznaczeniem „prosta spółka akcyjna” lub „P.S.A.”,
- siedzibę spółki (miejscowość),
- przedmiot działalności (wg PKD),
- liczbę, rodzaj i szczególne uprawnienia akcji,
- wysokość kapitału akcyjnego na start,
- czas trwania spółki (jeśli oznaczony).

Spółka uzyskuje osobowość prawną z chwilą wpisu do KRS. Do tego momentu funkcjonuje jako PSA w organizacji.

## III. Kapitał akcyjny i wkłady akcjonariuszy

Minimalny kapitał akcyjny PSA wynosi 1 zł. Akcje PSA nie mają wartości nominalnej i nie stanowią części kapitału akcyjnego. Wkłady mogą być pieniężne lub niepieniężne, przy czym w PSA dopuszczalne są także wkłady w postaci pracy lub usług (nie wchodzi jednak do kapitału akcyjnego). Wysokość kapitału akcyjnego ujawniana jest w KRS i może być swobodnie zmieniana bez konieczności zmiany umowy spółki.

## IV. Prawa i obowiązki akcjonariuszy

Akcjonariusze posiadają prawa korporacyjne i majątkowe, m.in.:

- prawo do udziału w zysku (dywidendzie),
- prawo głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (co do zasady proporcjonalnie do liczby akcji),
- prawo do zbywania lub obciążania akcji (z wpisem do rejestru akcjonariuszy),
- prawo wglądu do dokumentów spółki, jeśli nie powołano rady nadzorczej.

Podstawowym obowiązkiem akcjonariuszy jest wniesienie zadeklarowanych wkładów.

## V. Organy PSA

PSA może funkcjonować w jednym z dwóch wariantów organów:

- **Model tradycyjny:** walne zgromadzenie akcjonariuszy + zarząd,
- **Model monistyczny:** walne zgromadzenie akcjonariuszy + rada dyrektorów (łącznie funkcje zarządcze i nadzorcze).

Rada nadzorcza może być powołana fakultatywnie.

## VI. Reprezentacja spółki

Spółkę reprezentuje zarząd albo rada dyrektorów – zgodnie z wybranym modelem. Sposób reprezentacji (np. samodzielnie przez jednego członka, łącznie przez dwóch członków lub z prokurentem) ujawniany jest w KRS.

## VII. Odpowiedzialność akcjonariuszy i członków organów

Akcjonariusze PSA nie odpowiadają za zobowiązania spółki – ryzykują jedynie wniesionym

wkładem.

Członkowie zarządu lub rady dyrektorów odpowiadają na zasadach podobnych jak w sp. z o.o. (m.in. art. 300<sup>132</sup> KSH – odpowiedzialność wobec wierzycieli, gdy egzekucja przeciwko spółce okaże się bezskuteczna).

### **VIII. Udział w zyskach i stratach**

Akcjonariusze uczestniczą w zysku proporcjonalnie do posiadanych akcji, chyba że umowa spółki przewiduje inne zasady. Zysk może być wypłacony w formie dywidendy lub przeznaczony na inne cele (np. kapitał zapasowy). Akcjonariusze nie odpowiadają za straty spółki ponad wysokość wniesionych wkładów.

### **IX. Rozwiązanie i likwidacja PSA**

PSA może zostać rozwiązana m.in. poprzez:

- uchwałę akcjonariuszy o rozwiązaniu,
- upływ czasu, na jaki została zawarta,
- osiągnięcie celu spółki,
- ogłoszenie upadłości,
- inne przyczyny wskazane w umowie spółki lub przepisach prawa.

Likwidacja przeprowadzana jest co do zasady przez zarząd lub radę dyrektorów, chyba że powołani zostaną inni likwidatorzy. Szczególną cechą PSA jest możliwość przeprowadzenia tzw.

**uproszczonego trybu rozwiązania**, w którym majątek spółki przejmują akcjonariusze wraz z obowiązkiem zaspokojenia wierzycieli.

### **X. Podsumowanie charakterystyki**

Prosta spółka akcyjna to elastyczna forma prowadzenia działalności, wprowadzona w 2021 r., adresowana przede wszystkim do startupów i projektów innowacyjnych. Łączy elementy spółki z o.o. i spółki akcyjnej, oferując niski próg wejścia (1 zł kapitału), brak wartości nominalnej akcji, możliwość wniesienia pracy lub usług jako wkładu oraz uproszczone zasady likwidacji. PSA pozwala na korzystanie z narzędzi typowych dla spółek akcyjnych (akcje, inwestorzy), przy zachowaniu prostszej struktury i większej elastyczności niż tradycyjna S.A.

## 4.2 OPIS SZCZEGÓŁOWY PRZEDMIOTU WYCENY

Opis przedsiębiorstwa powstał przy wykorzystaniu materiałów dostarczonych przez Zamawiającego i brzmi następująco:

ALLINTRADERS Prosta Spółka Akcyjna jest podmiotem działającym w branży edukacji finansowej. Spółka koncentruje swoją działalność na świadczeniu usług szkoleniowych i mentoringowych z zakresu inwestowania oraz tradingu na rynkach kapitałowych. Oferta obejmuje autorskie strategie handlowe, kursy edukacyjne w formule online, zajęcia typu live-trading, konsultacje indywidualne, dostęp do narzędzi analitycznych oraz całodobowe wsparcie mentorskie. Usługi kierowane są do szerokiego grona odbiorców – od osób początkujących po zaawansowanych traderów, co pozwala na elastyczne kształtowanie programów szkoleniowych.

Sprzedaż usług realizowana jest w modelu abonamentowym (subskrypcje miesięczne i roczne) oraz poprzez jednorazowe transakcje obejmujące zakup pełnych kursów lub programów mentoringowych. Spółka współpracuje również z bankiem Santander w zakresie oferowania płatności ratalnych. Zlecenia pozyskiwane są głównie poprzez działania marketingowe w internecie – kampanie w mediach społecznościowych (META), reklamy Google Ads, content marketing, SEO, a także rekomendacje klientów oraz aktywność w środowisku inwestorskim. Odbiorcy usług są zdywersyfikowani, a spółka nie jest uzależniona od pojedynczego kontrahenta.

W strukturze kosztowej istotną rolę odgrywa własna kadra mentorskiej i trenerskiej, współpracująca ze spółką od wielu lat, co zapewnia ciągłość merytoryczną i stabilną jakość usług. Kluczowymi dostawcami są także podmioty świadczące usługi technologiczne i marketingowe, w tym dostawcy platformy e-learningowej oraz globalne firmy internetowe, takie jak META i Google. Struktura dostawców jest zdywersyfikowana i nie występuje uzależnienie od pojedynczego podmiotu.

Spółka prowadzi ekspansję zagraniczną. Uruchomiona została anglojęzyczna wersja platformy edukacyjnej, a w drugiej połowie 2025 roku planowane jest wejście na rynek skandynawski. Celem tych działań jest zwiększenie rozpoznawalności marki i dywersyfikacja źródeł przychodów w skali międzynarodowej.

Kadrę kierowniczą spółki tworzą osoby z wieloletnim doświadczeniem w branży finansowej i edukacyjnej. Prezes Zarządu Paweł Grądziuk pełni funkcję CEO i głównego mentora, posiadając prawie 20-letnie doświadczenie na rynkach finansowych i będąc autorem autorskich strategii handlowych. Piotr Grądziuk odpowiada za finanse i marketing, pełni również funkcję Prezesa Zarządu oraz jest właścicielem Polskiego Funduszu Multimedialnego S.A. – głównego akcjonariusza spółki. Za obszar obsługi klienta odpowiada Jakub Podstawski, natomiast funkcje mentorskie pełnią m.in. Bartosz Rohde i Paweł Krynicki, specjalizujący się w analizie wolumenu i psychologii rynku.

Działalność spółki nie ma charakteru sezonowego. Podmiot nie posiada oddziałów. Odbiorcami są głównie klienci indywidualni, w mniejszym zakresie klienci biznesowi. W strukturze sprzedaży dominują przychody z usług edukacyjnych i mentoringowych, co pozwala na specjalizację i utrzymanie stabilnej pozycji w segmencie edukacji finansowej w Polsce.

Allintradere PSA nie jest objęta obowiązkiem posiadania koncesji czy licencji związanych z prowadzoną działalnością. Spółka nie posiada zapasów trudno zbywalnych, należności wysokiego ryzyka ani zobowiązań przeterminowanych. Nie identyfikuje również zdarzeń, które mogłyby

w przewidywalnym okresie istotnie negatywnie wpłynąć na jej działalność. Działalność nie była zakłócana przez pandemię COVID-19, a wojna w Ukrainie nie wywarła bezpośredniego wpływu na operacje spółki.

Spółka działa w konkurencyjnym otoczeniu obejmującym zarówno duże krajowe podmioty szkoleniowe, jak i mniejsze firmy oraz indywidualnych mentorów. Jej przewagą rynkową jest rozpoznawalność marki, kompleksowość oferty, inwestycje w marketing oraz rozbudowana społeczność klientów. Allintraders jest jednym z największych podmiotów w Polsce w segmencie edukacji finansowej, z dynamicznie rozwijającą się działalnością międzynarodową.

#### 4.3 STRUKTURA WŁAŚCICIELSKA

Zgodnie z wydrukiem z KRS z dnia 29/08/2025 jedynym akcjonariuszem spółki jest:

- Polski Fundusz Multimedialny SA

W skład Zarządu spółki wchodzi:

- Paweł Grądziuk

Spółka nie posiada rady nadzorczej

Wpisany jako PKD spółki są następujące branże:

Rubryka 1 - Przedmiot działalności		
1.Przedmiot przeważającej działalności przedsiębiorcy	1	66, 19, Z, POZOSTAŁA DZIAŁALNOŚĆ WSPOMAGAJĄCA USŁUGI FINANSOWE, Z WYŁĄCZENIEM UBEZPIECZEŃ I FUNDUSZÓW EMERYTALNYCH
2.Przedmiot pozostałej działalności przedsiębiorcy	1	46, , , HANDEL HURTOWY, Z WYŁĄCZENIEM HANDLU POJAZDAMI SAMOCHODOWYMI
	2	47, , , HANDEL DETALICZNY, Z WYŁĄCZENIEM HANDLU DETALICZNEGO POJAZDAMI SAMOCHODOWYMI
	3	70, , , DZIAŁALNOŚĆ FIRM CENTRALNYCH (HEAD OFFICES); DORADZTWO ZWIĄZANE Z ZARZĄDZANIEM
	4	73, , , REKLAMA, BADANIE RYNKU I OPINII PUBLICZNEJ
	5	74, , , POZOSTAŁA DZIAŁALNOŚĆ PROFESJONALNA, NAUKOWA I TECHNICZNA
	6	77, , , WYNAJEM I DZIERŻAWA
	7	85, , , EDUKACJA
	8	66, , , DZIAŁALNOŚĆ WSPOMAGAJĄCA USŁUGI FINANSOWE ORAZ UBEZPIECZENIA I FUNDUSZE EMERYTALNE
	9	64, 19, Z, POZOSTAŁE POŚREDNICTWO PIENIĘŻNE

## 5. ANALIZA I CHARAKTERYSTYKA RYNKU

Przy analizie przedsiębiorstwa koniecznością jest dokonanie analizy rynku, w którym działa wyceniany podmiot, co zostało przedstawione poniżej.

### Analiza rynku edukacji finansowej i tradingowej

#### Charakterystyka rynku

Rynek edukacji finansowej w Polsce jest segmentem usług szkoleniowych i doradczych, koncentrującym się na przekazywaniu wiedzy z zakresu inwestowania, analizy rynków kapitałowych oraz praktycznych umiejętności tradingowych. Jego rozwój wynika z rosnącego zainteresowania społeczeństwa inwestowaniem, zmian w otoczeniu makroekonomicznym, upowszechnienia platform transakcyjnych online oraz szerokiej dostępności materiałów edukacyjnych. Usługi oferowane są zarówno przez wyspecjalizowane spółki kapitałowe, fundacje i stowarzyszenia, jak i przez indywidualnych mentorów prowadzących działalność gospodarczą.

#### Segmentacja rynku

Rynek edukacji finansowej można podzielić na następujące segmenty:

- **szkolenia ogólne** – obejmujące podstawy inwestowania, edukację ekonomiczną i finansową dla początkujących inwestorów,
- **szkolenia specjalistyczne** – ukierunkowane na konkretne instrumenty finansowe, np. kontrakty terminowe, opcje, rynek walutowy (forex), rynek akcji,
- **mentoring i coaching inwestycyjny** – obejmujący indywidualne wsparcie tradera w podejmowaniu decyzji,
- **platformy e-learningowe i subskrypcje online** – umożliwiające korzystanie z materiałów edukacyjnych, transmisji live-tradingowych i konsultacji z ekspertami,
- **narzędzia analityczne i wspierające** – dostarczane w ramach usług dodatkowych, np. wskaźniki, alerty transakcyjne, analizy rynkowe.

#### Trendy rynkowe

W ostatnich latach obserwuje się następujące zjawiska:

- **rosnąca digitalizacja** – dominacja kursów online i webinarów nad szkoleniami stacjonarnymi,
- **model subskrypcyjny** – rozwój ofert abonamentowych, zapewniających dostęp do treści edukacyjnych w trybie ciągłym,
- **internacjonalizacja usług** – rozszerzanie działalności polskich firm edukacyjnych na rynki zagraniczne, zwłaszcza w obszarze kursów online,
- **zwiększona regulacja treści** – wymogi dotyczące zgodności przekazu edukacyjnego z regulacjami o charakterze inwestycyjnym oraz ochroną konsumenta,

- **zainteresowanie inwestowaniem indywidualnym** – wzrost liczby inwestorów indywidualnych na GPW i na rynkach zagranicznych, co generuje zapotrzebowanie na wiedzę praktyczną.

### **Konkurencja i struktura podmiotów**

Konkurencję na rynku edukacji finansowej stanowią:

- duże podmioty krajowe oferujące kursy i szkolenia z zakresu inwestowania,
- mniejsze firmy wyspecjalizowane w określonym segmencie (np. forex, kryptowaluty),
- indywidualni mentorzy i trenerzy działający w modelu jednoosobowej działalności gospodarczej,
- międzynarodowe platformy e-learningowe oferujące kursy w języku angielskim dostępne również dla odbiorców w Polsce.

Rynek jest rozdrobniony, a jakość oferty poszczególnych podmiotów zróżnicowana. Na rynku działają zarówno marki o dużej rozpoznawalności i szerokim zasięgu, jak i podmioty niszowe kierujące swoje usługi do wąskich grup odbiorców.

### **Perspektywy rozwoju**

Rozwój rynku edukacji finansowej uzależniony jest od kilku czynników:

- ogólnej koniunktury gospodarczej oraz poziomu zamożności społeczeństwa,
- liczby aktywnych inwestorów indywidualnych na rynku kapitałowym,
- skłonności klientów do inwestowania w rozwój osobisty i kompetencje finansowe,
- regulacji prawnych dotyczących reklamy i edukacji w zakresie inwestycji,
- konkurencji ze strony międzynarodowych platform e-learningowych.

W perspektywie średnioterminowej prognozuje się utrzymanie wzrostowego trendu w segmencie kursów online oraz usług subskrypcyjnych. Rozszerzenie działalności na rynki zagraniczne umożliwi polskim podmiotom zwiększenie bazy klientów i dywersyfikację źródeł przychodów.

## 6. WYBÓR PODEJŚCIA I METODY WYCENY

W zakresie wyceny przedsiębiorstw na potrzeby wszelkich wyliczeń i metodologii, autor posłużył się Standardami Zawodowymi Rzecznawców Majątkowych. Standardy te są – na dzień sporządzenia opracowania – jedynymi krajowymi usankcjonowanymi przepisami, które przedstawiają metodykę wyceny. Posłużono się zatem tzw. standardami zawodowymi opracowanymi w ramach grupy rzeczoznawców majątkowych, a dokładnie Krajowym Standardem Wyceny Specjalistycznym (KSWS) „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw”, wydanym przez Polską Federację Stowarzyszeń Rzecznawców Majątkowych.

Zgodnie z powyższym, w wycenie przedsiębiorstwa wyróżniamy trzy fundamentalne podejścia:

- majątkowe,
- dochodowe,
- porównawcze.

**Podejście majątkowe** (ang. *Asset-Based Approach*) obejmuje grupę metod, które wyznaczają wartość przedsiębiorstwa poprzez wartość jego aktywów pomniejszonych o pasywa obce.

Metody majątkowe oparte są na wycenie poszczególnych składników aktywów i pasywów obcych. Nie uwzględniają synergii pomiędzy składnikami przedsiębiorstwa, związanych z ich zorganizowanym wykorzystaniem.

W wycenie należy uwzględnić aktywa oraz zobowiązania pozabilansowe.

Do majątkowych metod wyceny zalicza się w szczególności:

- Metodę wartości skorygowanych aktywów netto (ang. *Adjusted Net Asset Method*)
- Metodę wartości likwidacyjnej (ang. *Liquidation Value Method*)
- Metodę wartości odtworzeniowej (ang. *Replacement Value Method*).

W przypadku przyjęcia założenia likwidacji działalności stosowana jest metoda wartości likwidacyjnej.

**Podejście dochodowe** (ang. *Income Approach*) obejmuje grupę metod, które wyznaczają wartość przedsiębiorstwa w oparciu o strumienie przyszłych dochodów ekonomicznych zdyskontowanych oczekiwaną stopą zwrotu (kosztem zaangażowanego kapitału).

Do dochodowych metod wyceny zalicza się między innymi:

- Metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (ang. *Discounted Cash Flows*) - która może opierać się na przepływach przynależnych właścicielom - FCFE (ang. *Free Cash Flows to Equity*) lub przepływach przynależnych wszystkim stronom finansującym: właścicielom i wierzycielom - FCFF (ang. *Free Cash Flows*)
- Metodę zdyskontowanych zysków (ang. *Discounted Future Earnings Method*).
- Metodę zdyskontowanych dywidend (ang. *Discounted Dividends Method*).

Okres projekcji dochodów ekonomicznych (prognozy finansowej) powinien wynikać z następujących uwarunkowań:

- a. w przypadku przedsiębiorstw, których funkcjonowanie z założenia jest ograniczone w czasie, projekcja powinna pokrywać się z okresem planowanej działalności.

- b. w przypadku założenia kontynuacji działalności przedsiębiorstwa w nieograniczonym czasie, projekcja powinna obejmować okres poprzedzający fazę pełnej dojrzałości działalności operacyjnej charakteryzującą się osiągnięciem stabilnych dochodów.

Wynik wyceny metodą dochodową należy skorygować o aktywa i pasywa nieuwzględnione w prognozowanej działalności operacyjnej.

Kluczowymi aspektami w podejściu dochodowym jest określenie strumieni dochodów ekonomicznych i właściwego dla danego strumienia dochodu kosztu kapitału.

**Podejście porównawcze** (ang. *Market Approach*) obejmuje grupę metod wyceny polegających na określeniu wartości przedsiębiorstwa przez porównanie go z innymi. Podejście bazuje na cenach transakcyjnych uzyskanych na warunkach rynkowych. Podstawowym zagadnieniem jest wybór przedsiębiorstw porównywalnych oraz mierników ekonomiczno-finansowych (mnożników porównawczych).

Dobór przedsiębiorstw porównywalnych powinien zostać uzasadniony. Przedsiębiorstwa porównywalne powinny należeć do tego samego sektora lub jego części.

W szczególnych przypadkach można odnieść się do przedsiębiorstw z sektorów pokrewnych, uzasadniając wybór.

Mnożniki porównawcze wykorzystywane w wycenie opierają się na kluczowych wielkościach ekonomiczno-finansowych opisujących potencjał dochodowy i majątkowy przedsiębiorstwa.

Wyróżnić można trzy rodzaje mnożników wynikające z kapitału własnego i długu:

- Mnożniki oparte na wartości rynkowej pochodzące z transakcji z rynku publicznego lub transakcji prywatnych; np. P/E, P/BV.
- Mnożniki oparte na wartości całego przedsiębiorstwa, tj. kapitału własnego i długu; np. EV/EBIT (ang. *Enterprise Value/Earnings Before Interest and Taxes*), EV/EBITDA (ang. *Enterprise Value/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*).
- Mnożniki oparte na charakterystycznych dla danego sektora wielkościach; np. EV/liczby hektolitrów piwa, EV/liczby subskrybentów, EV/liczby aktywnych codziennie użytkowników portalu (ang. *unique users*).

Wycena oparta na mnożnikach sektorowych nie może stanowić jedynej metody wyceny.

Zasady wyceny przy zastosowaniu metod porównawczych:

1. Dane na temat przedsiębiorstw stanowiących bazę porównawczą, powinny być wiarygodne, a dane dotyczące cen aktualne na datę wyceny.
2. Zastosowanie mnożników powinno być spójne poprzez przeprowadzenie obliczeń w ten sam sposób dla wycenianego przedsiębiorstwa i dla przedsiębiorstw porównywalnych.
3. Ze względu na różnice pomiędzy udziałami w wycenianym przedsiębiorstwie, a udziałami w przedsiębiorstwach porównywalnych, konieczne jest dokonanie odpowiednich korekt z tytułu kontroli, płynności i wielkości.
4. W uzasadnionych przypadkach należy dokonać korekty danych finansowych przedsiębiorstwa wycenianego lub przedsiębiorstw porównywalnych o elementy

nieoperacyjne, nadzwyczajne i o charakterze jednorazowym oraz inne czynniki zaburzające porównywalność.

W ocenie autora, nie jest zasadnym zastosowanie w przedmiotowej wycenie podejścia porównawczego, z uwagi na brak dostępnych informacji o podobnych podmiotach i transakcjach. Nie zaobserwowano transakcji, które mogłyby być dokonane przedsiębiorstwami zakwalifikowanymi jako podobne.

Z uwagi na fakt, że spółka nie posiada istotnych aktywów, odstępuje się również od podejścia majątkowego.

W opinii autora miarodajnym jest wycena przedsiębiorstwa **w podejściu dochodowym**. W ramach wyceny zastosowano **metodę zdyskontowanych przepływów netto**.

## **7. RODZAJ OKREŚLANEJ WARTOŚCI**

W zależności od celu wyceny, kontekstu i metodologii można wyróżnić różne rodzaje wartości przedsiębiorstwa. Poniżej przedstawiono podstawowe kategorie wartości przedsiębiorstwa zgodnie z obowiązującymi standardami wyceny.

### **1. Wartość rynkowa (Market Value)**

Jest to najbardziej powszechnie stosowany rodzaj wartości, określający cenę, jaką dany podmiot mógłby uzyskać na rynku w warunkach konkurencyjnych i przy założeniu racjonalnego działania stron transakcji. Wartość rynkowa odzwierciedla aktualne warunki gospodarcze oraz popyt i podaż.

### **2. Wartość godziwa (Fair Value)**

Wartość godziwa to wartość szacunkowa określona na podstawie rzetelnych danych rynkowych oraz przyjętych standardów rachunkowości. Jest stosowana m.in. w Międzynarodowych Standardach Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) oraz krajowych przepisach rachunkowych. Wartość godziwa niekoniecznie jest tożsama z wartością rynkową, gdyż może być określana w warunkach specyficznych dla konkretnej transakcji.

### **3. Wartość księgową (Book Value)**

Wartość księgową to wartość aktywów netto przedsiębiorstwa wynikająca z bilansu. Jest obliczana jako różnica między aktywami a zobowiązaniami jednostki gospodarczej. Nie zawsze odzwierciedla rzeczywistą wartość rynkową, gdyż w wielu przypadkach nie uwzględnia wartości niematerialnych i prawnych czy różnic wynikających z wyceny historycznej.

### **4. Wartość likwidacyjną (Liquidation Value)**

Jest to wartość przedsiębiorstwa określona w sytuacji, gdy zakładana jest jego likwidacja. Uwzględnia dochody możliwe do uzyskania ze sprzedaży aktywów oraz pokrycie zobowiązań, zazwyczaj przy założeniu szybkiej sprzedaży, co może skutkować niższą wyceną niż wartość rynkowa.

### **5. Wartość odtworzeniową (Replacement Value)**

Odnosi się do kosztu odtworzenia przedsiębiorstwa lub jego poszczególnych aktywów, czyli kosztów ich nabycia lub wyprodukowania na nowo, z uwzględnieniem aktualnych cen rynkowych. Stosowana jest m.in. w wycenie ubezpieczeniowej oraz analizie inwestycyjnej.

### **6. Wartość wewnętrzną (Intrinsic Value)**

Jest to wartość przedsiębiorstwa obliczana na podstawie zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych (DCF – Discounted Cash Flow). Wartość wewnętrzną koncentruje się na potencjale

generowania dochodu przez przedsiębiorstwo w przyszłości i jest często stosowana przez inwestorów w analizie fundamentalnej.

### 7. Wartość inwestycyjna (Investment Value)

Wartość inwestycyjna odnosi się do specyficznej wartości dla konkretnego inwestora, uwzględniając jego indywidualne oczekiwania, strategię inwestycyjną oraz potencjalne korzyści z posiadania danego przedsiębiorstwa. Może się różnić od wartości rynkowej w zależności od sytuacji inwestora.

### 8. Wartość użytkowa (Use Value)

Odnosi się do wartości, jaką przedsiębiorstwo posiada dla obecnego właściciela na podstawie jego zdolności do generowania dochodów i innych korzyści. Może być istotna w kontekście decyzji o kontynuacji działalności lub sprzedaży przedsiębiorstwa.

### 9. Wartość synergiczna (Synergistic Value)

Wartość synergiczna występuje, gdy przedsiębiorstwo może osiągnąć dodatkowe korzyści w wyniku połączenia z innym podmiotem, np. poprzez fuzję lub przejęcie. Synergie mogą wynikać z efektów skali, dostępu do nowych rynków lub optymalizacji kosztów.

### 10. Wartość podatkowa (Tax Value)

Wartość stosowana w celach podatkowych, określana zgodnie z przepisami prawa podatkowego, np. dla potrzeb amortyzacji, rozliczeń podatkowych czy ustalania podstawy opodatkowania w transakcjach kapitałowych.

## Podsumowanie

Rodzaj wartości przedsiębiorstwa zależy od kontekstu wyceny, celu transakcji oraz przyjętych standardów rachunkowości i prawa gospodarczego. W praktyce stosuje się różne metody wyceny, które mogą prowadzić do odmiennych wyników w zależności od perspektywy inwestora, rynku lub specyfiki działalności firmy. Właściwe dobranie podejścia do wyceny jest kluczowe w procesach decyzyjnych związanych z zarządzaniem i strategią przedsiębiorstwa.

W opinii autora opracowania, uwzględniając fakt, że koncepcja działania **przedsiębiorstwa**, dotyczy przede wszystkim możliwości uzyskiwania przyszłych korzyści majątkowych (w formie przepływów pieniężnych) jak i wycena jest na cele księgowe to należy uwzględnić wyłącznie jej **wartość godziwą**.

## 8. OKREŚLENIE WARTOŚCI

Zgodnie z wcześniejszymi założeniami wycena będzie przeprowadzana w:

- **podejściu dochodowym, przy zastosowaniu metody DCF (Discounted Cash Flow)**
- **w celu określenia wartości godziwej,**
- **na potrzeby własne (w tym księgowe)**

W pierwszej kolejności w przedmiotowej wycenie należy zestawić ze sobą okresy historyczne sprawozdań, w których podmiot prowadził działalność, co przedstawiają następujące tabele:

XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX

Tytułem uzupełnienia poniżej przedstawiono zagadnienia poszerzające zakres metodyki w podejściu dochodowym, w celu nieco większej transparentności.

Metoda dochodowa opiera się na założeniu, że wartość przedsiębiorstwa odpowiada wartości obecnej przyszłych prognozowanych przepływów pieniężnych uzyskiwanych z działalności tego przedsiębiorstwa w przyszłości.

Wartość bieżącą przyszłych przepływów pieniężnych należy doprowadzić do wartości obecnej za pomocą stopy dyskonta w procesie tzw. dyskontowania.

Zgodnie z teorią utraty wartości pieniądza w czasie, kwota środków pieniężnych otrzymana po roku, jest mniej warta niż ta sama kwota otrzymana dzisiaj. Różnicę stanowi stopa zwrotu, którą otrzymane dzisiaj środki mogłyby wygenerować, zainwestowane w porównywalne pod względem ryzyka aktywo. Taką stopę zwrotu określa się mianem stopy dyskontowej.

W podejściu dochodowym wyróżnia się najczęściej (ale nie wyłącznie) trzy metody wyceny:

- Metoda FCF (z ang: Free Cash Flow to the Firm) czyli wycena spółki na podstawie przepływów pieniężnych generowanych dla właścicieli i wierzycieli dyskontowanych stopą dyskontową w postaci średniego ważonego kosztu kapitału (WACC).
- Metoda FCE (z ang: Free Cash Flow to Equity) czyli wycena spółki na podstawie przepływów pieniężnych generowanych dla właścicieli, dyskontowanych stopą dyskontową w postaci nielewarowanego kosztu kapitału własnego.
- Metoda APV (z ang. Adjusted Present Value) czyli wycena spółki na podstawie przepływów pieniężnych generowanych dla właścicieli i wierzycieli dyskontowanych stopą dyskontową w postaci nielewarowanego kosztu kapitału własnego. Metoda ta wymaga uwzględnienia dodatkowo korzyści z tytułu trasy podatkowej osiągniętej w wyniku zaliczenia kosztów finansowych do podstawy opodatkowania i jest nazywana także metodą skorygowanej wartości bieżącej.

Stosowana w praktyce najczęściej metoda opiera się na przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej dyskontowanych stopą dyskontową WACC (metoda FCF).

Przepływy pieniężne pojedynczego okresu zgodnie ze stosowaną powszechnie metodologią wyceny DCF, składają się z następujących pozycji:

Wynik na działalności operacyjnej (EBIT) liczony jako różnica przychodów i kosztów z działalności operacyjnej i dających się przewidzieć pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych.

(-) Podatek dochodowy od EBIT, uwzględniający możliwe do przewidzenia z dużym prawdopodobieństwem trwałe i przejściowe różnice w podstawie opodatkowania oraz rozliczane z lat poprzednich starty podatkowe (efektywne obciążenia podatkowe);

(+) Amortyzacja, szacowana na podstawie szczegółowych odpisów amortyzacyjnych od istniejących na dzień wyceny rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych i prawnych oraz uproszczone odpisy od prognozowanych wydatków inwestycyjnych;

(-) Inwestycje majątkowe, zakładające planowane przez Zarząd wycenianej spółki wydatki rozwojowe i odtworzeniowe;

(-/+ ) Wzrost/spadek zapotrzebowania na kapitał obrotowy liczony na podstawie wskaźników cyklu obrotowości dla: zapasów, należności handlowych i zobowiązań handlowych.

(+/-) Inne prognozowane koszty (+) i przychody (-) niepieniężne (niestanowiące wpływów lub wydatków), uwzględnione w prognozowanym wyniku operacyjnym w okresie szczegółowej prognoz;

Prognozę przepływów pieniężnych, tak samo jak stopę dyskontową szacuje się najczęściej w ujęciu nominalnym, tzn. z uwzględnieniem przewidywanego poziomu wzrostu cen.

Okres szczegółowej prognozy może być różny w różnych przypadkach, zakłada bowiem czas jaki wyceniana spółka potrzebuje na znormalizowanie przepływów pieniężnych do reprezentatywnego dla okresu długoterminowego poziomu, tzn. taki okres, w którym, w szczególności w generowanych przez spółkę przychodach ze sprzedaży i kosztach działalności operacyjnej ujawnią się wszystkie efekty realizowanych inwestycji i zaistniałych w przeszłości zdarzeń jednorazowych.

Szczegóły dotyczące specyficznych założeń i metodologii prognozowania przychodów i kosztów oraz innych pozycji szacowanych w prognozie przepływów pieniężnych, zawsze są opisywane szerzej.

Biorąc pod uwagę, że przepływy pieniężne z działalności operacyjnej reprezentują przepływy przypadające na właścicieli i wierzycieli wycenianej spółki, w celu oszacowania wartości rynkowej kapitału własnego, sumę wartości obecnej wszystkich przyszłych (zdyskontowanych) przepływów pieniężnych należy pomniejszyć o wartość zobowiązań odsetkowych netto.

Wartość zobowiązań odsetkowych netto stanowi suma zobowiązań finansowych, na które składają się najczęściej zaciągnięte kredyty i pożyczki, wyemitowane obligacje, zobowiązania z tytułu leasingu finansowego i faktoringu, pomniejszone o posiadane na dzień wyceny środki pieniężne i inne płynne aktywa finansowe, które mogą zostać przeznaczone w krótkim okresie na spłatę zobowiązań spółki.

Wycena spółki uzyskana w powyższy sposób musi jeszcze zostać skorygowana o potencjalne przepływy pieniężne ze sprzedaży aktywów pozaoperacyjnych i spłatę zobowiązań nadwyżkowych, o ile nie zostały one uwzględnione w prognozowanych przepływach pieniężnych.

Aktywa pozaoperacyjne to wszystkie aktywa, które nie biorą udziału w generowaniu przepływów pieniężnych z działalności podstawowej spółki. Należą do nich np. wszelkiego rodzaju instrumenty finansowe utrzymywane w celu osiągnięcia zysków kapitałowych czy przeznaczone do sprzedaży wycofane z produkcji środki trwałe.

Zobowiązania nadwyżkowe to wszelkiego rodzaju przyszłe obciążenia, wynikające z dotychczasowej działalności, nie uwzględnione w kapitale obrotowym, kosztach działalności podstawowej lub planowanych wydatkach inwestycyjnych. Przykładem takich zobowiązań są uchwalone, nie zrealizowane do dnia wyceny wypłaty z zysku w formie dywidendy, rezerwy rekultywacyjne nie uwzględnione w prognozowanych kosztach czy zasądzone do zapłaty kary i odszkodowania.

Innym istotnym elementem wyceny jest pojęcie Kapitału obrotowego netto, który to pełni ważną rolę w utrzymaniu bieżącej płynności finansowej przedsiębiorstw. Jest on wykorzystywany do bieżącego finansowania funkcjonowania przedsiębiorstwa. Dzięki niemu cykl operacyjny, czyli zamiana nakładów na wpływy gotówkowe, może przebiegać w sposób niezakłócony. Skalkulowanie zapotrzebowania na kapitał obrotowy jest więc ważną umiejętnością, gdyż wystąpienie jego niedoboru może być przyczyną poważnych perturbacji. Ekonomiczne znaczenie kapitału obrotowego można łatwo uchwycić, rozważając hipotetyczny projekt stworzenia przedsiębiorstwa. Aby stworzyć przedsiębiorstwo jest oczywiste, iż musimy zainwestować kapitał w maszyny, urządzenia czasami w budynki i budowle. Jest to kapitał inwestowany w majątek trwały. Należy jednak pamiętać, iż rozpoczęcie fazy eksploatacji również wymaga zainwestowania środków finansowych. Jest to niezbędne, aby można było uruchomić bieżącą działalność. Wynika to z tego, iż daty wpływów pieniężnych ze sprzedaży zazwyczaj nie pokrywają się z datami wypływów pieniądza. Chodzi o sytuację, gdy wpływy pieniężne pojawiają się dopiero po poniesieniu wydatków na bieżący zakup materiałów, surowców, energii czy też wynagrodzeń dla pracowników. Musimy te wszystkie wydatki sfinansować przed uzyskaniem wpływów ze sprzedaży. Gdy uzyskujemy wpływy pieniężne ze sprzedaży odzyskujemy wcześniej wyłożone środki, ale musimy je ponownie wydatkować, aby utrzymać ciągłość procesów operacyjnych. Kapitał zainwestowany wykonuje w ten sposób ponowny obrót. Stąd nazwa: kapitał obrotowy. Teoretycznie jest możliwe, aby doskonale zgrać ze sobą daty wpływu i wypływu pieniądza. Wówczas nie potrzebowalibyśmy środków na wydatki poprzedzające sprzedaż. W dniu uzyskania wpływów ze sprzedaży dokonywalibyśmy zapłaty za zakupione czynniki wytwórcze. W praktyce jest jednak bardzo trudno osiągnąć taką sytuację. Musimy zatem zazwyczaj dysponować pewnym kapitałem inwestowanym w zakupy czynników wytwórczych, które poprzedzają uzyskanie wpływów pieniężnych ze sprzedaży. Wszystkie transakcje związane z wydawaniem pieniędzy na bieżące zakupy takie jak materiały, energia, wynagrodzenia itp., które nie zostały jeszcze zamienione we wpływy ze sprzedaży odnajdujemy w bilansie w postaci aktywów bieżących, czyli tych które zużywają się i odnawiają w ciągu roku. Jest to kwota brutto, którą musieliśmy zaangażować, aby zapewnić ciągłość procesów operacyjnych. Kwota ta jest często nazywana kapitałem obrotowym brutto albo w skrócie kapitałem obrotowym. Dysponując taką zainwestowaną sumą środków finansowych jesteśmy w stanie opłacić wszystkie niezbędne wydatki.

Ciągłość procesów operacyjnych nie jest zagrożona. W praktyce możemy odraczać płatności za zakupione czynniki wytwórcze w postaci odnawialnego zobowiązania u dostawcy. Zmniejsza to wymaganą kwotę niezbędnych środków finansowych na pokrycie zakupionych czynników wytwórczych. Wartość zaciągniętych wszystkich bieżących zobowiązań, czyli tych które muszą być zapłacone w nadchodzącym roku odnajdujemy w bilansie w postaci zobowiązań bieżących. Przy czym chodzi tylko o zobowiązania, które nie są obciążone płatnościami odsetkowymi (wykluczamy zatem krótkoterminowe kredyty i pożyczki). Odejmując od kapitału obrotowego brutto (wymagana kwota na pokrycie wydatków) bieżące zobowiązania (odroczone płatności) uzyskujemy wymaganą w danym momencie kwotę niezbędną na sfinansowanie poniesionych wydatków. Tę różnicę nazywamy kapitałem obrotowym netto. Gdy dysponujemy taką kwotą to oznacza, iż wywiązujemy się z naszych płatności na czas. Jeśli nie - to albo musimy zaciągnąć kredyty lub pożyczki krótkoterminowe, aby uzupełnić niedobór własnych środków, albo tracimy zdolność do regulowania na czas swoich zobowiązań wobec wierzycieli.

W celu urealnienia (zdyskontowania) przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę, należy obliczyć wartość kosztu kapitału.

W tym celu posłużono się metodologią ważonego kosztu kapitału (WACC).

$$\text{WACC}=(EV)\cdot rE+(DV)\cdot rD(1-Tc)$$

gdzie :

- D to wartość długu,
- E to wartość kapitałów własnych,
- V to wartość rynkowa przedsiębiorstwa,
- TC to stopa podatku CIT,
- rD to koszt długu,
- rE to koszt kapitałów własnych.

Praktyczne zastosowanie stopy dyskontowej następuje poprzez przekształcenie jej we współczynnik dyskonta dla danego okresu i przemnożenie go przez przepływ netto (tj. po oczyszczeniu z elementów niespójnych z charakterem danej wyceny). Współczynnik dyskontowy, jest to wartość bieżąca jednostki monetarnej, o określonym terminie płatności w przyszłości. Stanowi czynnik, który zrównuje wartość przyszłą kapitału z jego wartością bieżącą. Różnica pomiędzy wartością przyszłą a wartością bieżącą kapitału wynika ze zmienności wartości pieniądza w czasie.

Współczynnik dyskontowy dany jest wzorem:

$$d = \frac{1}{(1+r)^n}$$

gdzie:

- $d$  - współczynnik dyskontowy
- $r$  - oczekiwana stopa zwrotu w skali okresu (najczęściej roku)

- $n$  - liczba okresów (lat)

Kluczowym w powyższym przypadku jest określenie kilku zmiennych w przedmiotowym wzorze: kosztu kapitału obcego, udziałów poszczególnego rodzaju kapitału i przede wszystkim kosztu kapitału własnego.

Koszt kapitału obcego oceniono na podstawie rozeznania wśród banków komercyjnych (przeprowadzono rozmowy z kilkoma przedstawicielami banków, przedstawiając im ogólny zarys sytuacji finansowej, tj. przychody, zysk, rentowność, płynność oraz stopień zadłużenia), jak i branżę oraz powiązania (tj. całokształt sytuacji wymaganej do potencjalnej oceny takiego podmiotu, jako uzyskującego kredyt). Pozwoliło to na uzyskanie informacji, że średnie oprocentowanie potencjalnego kredytu w takim przypadku to składowa dwóch elementów **WIBOR 1M (5,82 p.p. – wg stanu na 31/12/2024)** oraz marża. W celu wyliczenia marży dokonano szerszego rozeznania i analizy zależności czynników, które wpływają na jej wysokość. Pozwoliło to na stworzenie analitycznej macierzy, w ramach, której zidentyfikowano pozycję wycenianego podmiotu:

Marża bankowa	Sytuacja finansowa podmiotu, kluczowe wskaźniki finansowe, możliwość obsługi długu				
Branża, stabilność rynku, prognozy makro, konkurencja	1	1,5	2	2,5	3
	1,5	2	2,5	3	3,5
	2	2,5	3	3,5	4
	2,5	3	3,5	4	4,5
	3	3,5	4	4,5	5

Tabela: macierz zależności:

Oszacowanie kosztu kapitału własnego dla spółek nie notowanych na giełdzie jest trudniejsze niż w przypadku spółek notowanych, ponieważ brakuje publicznych informacji o stawkach zwrotu akcji i niektórych innych składowych niezbędnych do wyliczenia kosztu kapitału własnego. Istnieją jednak różne metody szacowania kosztu kapitału własnego dla takich spółek, a kilka z nich to:

- Metoda średniej historycznej: Metoda ta polega na oszacowaniu kosztu kapitału własnego na podstawie stóp zwrotu akcji spółki w przeszłości. Aby to zrobić, należy określić średnią stawkę zwrotu akcji spółki w ciągu kilku ostatnich lat, a następnie dodać do niej odpowiednią premię za ryzyko rynkowe, aby uzyskać koszt kapitału własnego.
- Metoda kapitalizacji dochodów: Metoda ta polega na oszacowaniu wartości spółki, a następnie podzieleniu jej przez zyski netto z poprzedniego roku, aby uzyskać stopę zwrotu kapitału własnego. Do tej stopy zwrotu należy dodać premię za ryzyko rynkowe, aby uzyskać koszt kapitału własnego.
- Metoda porównawcza: Metoda ta polega na porównaniu kosztu kapitału własnego spółki z kosztami kapitału własnego innych spółek działających w tej samej branży. Aby to zrobić, należy porównać wskaźniki finansowe, takie jak wskaźnik cena/zysk (P/E) i wskaźnik cena/wartość księgową (P/B), a następnie dostosować je do różnic między spółkami, takimi jak wielkość, ryzyko i cykl koniunkturalny.

- Metoda dyskontowanych przepływów pieniężnych: Metoda ta polega na oszacowaniu przyszłych przepływów pieniężnych związanych z inwestycjami w spółkę, a następnie obliczeniu wartości bieżącej tych przepływów pieniężnych. Następnie, do tej wartości należy dodać wartość rynkową netto aktywów trwałych spółki, a otrzymany wynik podzielić przez wartość rynkową kapitału własnego spółki. Otrzymana stopa zwrotu kapitału własnego powinna zostać skorygowana o premię za ryzyko rynkowe, aby uzyskać koszt kapitału własnego.

Powyższe metody są względnie niszowe i – z uwagi na ograniczone dane empiryczne – obarczone wysokim stopniem błędu. Przez co postanowiono, że zastosowany zostanie w tym przypadku **model CAPM**, który jest jednym z najbardziej popularnych modelu szacowania kosztu kapitału własnego.

Metoda CAPM (Capital Asset Pricing Model) jest modelem służącym do szacowania kosztu kapitału własnego, czyli minimalnej stopy zwrotu, jaką inwestorzy wymagają za zainwestowany kapitał w daną spółkę, uwzględniając ryzyko inwestycyjne.

Metoda ta opiera się na kilku założeniach. Po pierwsze, rynek jest doskonale skomunikowany, co oznacza, że informacje o wszystkich dostępnych aktywach są łatwo dostępne i wszyscy inwestorzy mają dostęp do tych samych informacji. Po drugie, inwestorzy są racjonalni i podejmują decyzje oparte na analizie ryzyka i potencjalnej stopy zwrotu. Po trzecie, istnieje tylko jeden rynek, na którym inwestorzy mogą kupować i sprzedawać aktywa. Innym słowem jest to model dedykowany dla spółek notowanych na rynkach regulowanych (GPW, NewConnect) przy czym istnieje też możliwość – przy odpowiednich założeniach – zastosować model dla spółek pozostałych.

Metoda CAPM bierze pod uwagę ryzyko rynkowe, czyli zmienność całego rynku. Zmienność ta jest mierzona przez tzw. współczynnik beta, który określa, jak zmienia się wartość aktywa w zależności od zmian wartości rynku. Współczynnik beta wynosi 1 dla aktywów o takiej samej zmienności jak rynek, mniejszy niż 1 dla aktywów mniej ryzykownych niż rynek, a większy niż 1 dla aktywów bardziej ryzykownych niż rynek. Koszt kapitału własnego według klasycznej metody CAPM można obliczyć za pomocą następującego wzoru:

$$r(e) = r(f) + \beta \times [r(m) - r(f)]$$

gdzie:

$r(e)$  - koszt kapitału własnego,

$r(f)$  - bezryzykowa stopa zwrotu (np. stopa zwrotu z obligacji skarbowych),

$\beta$  - współczynnik beta danego aktywa,

$r(m)$  - średnia stopa zwrotu rynku.

**Stopa wolna od ryzyka ( $r_{fr}$ ):**

- Stopa wolna od ryzyka powinna odpowiadać rentowności obligacji skarbowych, zwykle 10-letnich, które odzwierciedlają stabilny horyzont inwestycyjny.
- Jest to wartość ustalana na podstawie bieżących danych rynkowych.

#### **Współczynnik Beta ( $\beta$ ):**

- Co do zasady jest to współczynnik wyznaczany poprzez odpowiednie przeliczenie korelacji indeksu giełdowego oraz indeksu akcji wycenianej spółki, czym mniejsze odchylenie, tym (teoretycznie) niższy wskaźnik
- W przypadku spółki niegiełdowej  $\beta$  jest szacowana indywidualnie, ponieważ brak notowań giełdowych uniemożliwia jej obliczenie na podstawie danych rynkowych.
- Stosuje się podejście oparte na macierzy ryzyka, uwzględniające czynniki:
  - **Ryzyko operacyjne:** cykliczność działalności, stabilność przychodów, elastyczność kosztów.
  - **Ryzyko finansowe:** poziom zadłużenia, koszty obsługi długu.
  - **Ryzyko branżowe:** zmienność sektora, konkurencja.
  - **Ryzyko specyficzne dla spółki:** innowacyjność, ekspozycja na rynki międzynarodowe.
- Współczynnik Beta może być skalowany w zależności od struktury kapitałowej spółki (Beta unlevered i levered).

#### **Premia za ryzyko rynkowe ( $r_m - r_{fr}$ ):**

- Premia za ryzyko jest określana w podziale na dwa horyzonty czasowe (z uwagi na charakter wyceny – w opinii autora opracowania – należy je podzielić na okres krótko i długoterminowy)
- Premia za ryzyko rynkowe jest różnicą między oczekiwaną stopą zwrotu z rynku a stopą wolną od ryzyka.

#### **Oczekiwana stopa zwrotu z rynku w Polsce w krótkim (do 3 lat) i długim okresie (powyżej 3 lat)**

Aby oszacować oczekiwaną stopę zwrotu z rynku dla okresu krótkoterminowego i długoterminowego, należy uwzględnić historyczne dane rynkowe, prognozy makroekonomiczne oraz sytuację na polskiej giełdzie kapitałowej (GPW). Analiza obejmuje czynniki takie jak zmienność rynku, inflacja, stopy procentowe i prognozy analityków.

#### **1. Historyczne dane dotyczące stóp zwrotu z rynku**

- **Indeks WIG (1991–2018):**
  - Średnioroczna stopa zwrotu wynosiła około **6,3%**.
  - Jest to długoterminowa wartość uśredniona dla szerokiego rynku GPW.
- **Ostatnie lata:**
  - **2022 rok:** Gwałtowne spadki na giełdzie w związku z inflacją i podwyżkami stóp procentowych (indeks WIG stracił ok. 20%).

- **2023 rok:** Wyraźne odbicie rynku. Indeks WIG wzrósł o ok. **25–28%** (do listopada), co było wynikiem stabilizacji gospodarczej i spadku inflacji.
- **2024 rok** – stabilizacja ok 5-7%
- **2025 rok** – ok 6-8%

## 2. Prognozy krótkoterminowe (do 3 lat)

Prognozy na okres krótkoterminowy uwzględniają obecne odbicie rynkowe, ale także ryzyko makroekonomiczne. Czynniki wpływające na oczekiwaną stopę zwrotu z rynku:

- **Spadek inflacji:**  
Polska inflacja zmniejsza się, co poprawia nastroje inwestorów i zwiększa atrakcyjność rynku akcji.
- **Stabilizacja stóp procentowych:**  
Po okresie podwyżek stopy referencyjne utrzymują się na stabilnym poziomie (ok. 5,75%).
- **Napływ kapitału zagranicznego:**  
Relatywnie atrakcyjne wyceny spółek na GPW przyciągają inwestorów szukających wyższych stóp zwrotu.

### Szacowana oczekiwana stopa zwrotu:

- W okresie krótkoterminowym oczekuje się stopy zwrotu na poziomie:
  - **8,0–9,0% rocznie** (przy scenariuszu neutralnym).
  - Zakres uwzględnia wpływ możliwych wahań na rynku.

## 3. Prognozy długoterminowe (powyżej 3 lat)

W dłuższym horyzoncie czasowym oczekiwana stopa zwrotu z rynku jest niższa z powodu stabilizacji po okresie wysokiej zmienności:

- **Spowolnienie dynamiki wzrostu:**  
Po gwałtownym odbiciu w 2023 roku przewiduje się bardziej umiarkowany wzrost rynku.
- **Średnioterminowe czynniki wzrostu:**  
Inwestycje w sektory takie jak energetyka, IT oraz modernizacja infrastruktury mogą podtrzymać wzrost na GPW.
- **Porównanie z danymi historycznymi:**  
Długoterminowo indeksy giełdowe w Polsce notowały średnią stopę zwrotu zbliżoną do 6,3%, ale w stabilnym otoczeniu gospodarczym oczekuje się lekkiego wzrostu tej wartości.

### Szacowana oczekiwana stopa zwrotu:

- W okresie powyżej 3 lat oczekuje się stopy zwrotu na poziomie:
  - **7,0–8,0% rocznie** (przy scenariuszu neutralnym).
  - Jest to zgodne z historycznymi średnimi i uwzględnia potencjalną stabilizację rynku.

## 4. Analiza scenariuszowa oczekiwanej stopy zwrotu z rynku

Okres	Scenariusz pesymistyczny	Scenariusz neutralny	Scenariusz optymistyczny
Krótkoterminowy	7,0%	8,5%	10,0%
Długoterminowy	6,5%	7,5%	9,0%

## 5. Wnioski

### 1. Krótkoterminowo (do 3 lat):

- Oczekiwana stopa zwrotu z rynku wynosi średnio **8,5%** w scenariuszu neutralnym.
- Rynek pozostaje zmienny, ale możliwe są dodatkowe zyski w wyniku dalszego odbicia.

### 2. Długoterminowo (powyżej 3 lat):

- Oczekiwana stopa zwrotu z rynku wynosi średnio **7,5%** w scenariuszu neutralnym.
- Dynamika rynku będzie spowalniać, a wzrost bardziej umiarkowany.

Powyższe wartości posłużą do wyliczeń kosztu kapitału własnego

## Analiza i określenie stopy wolnej od ryzyka

Stopa wolna od ryzyka (rfr) to kluczowy parametr modelu CAPM, który reprezentuje zwrot z inwestycji uznawanej za całkowicie bezpieczną, tj. pozbawioną ryzyka kredytowego i reinwestycyjnego. W praktyce stosuje się rentowność obligacji skarbowych jako przybliżenie tej wartości.

### 1. Stopa wolna od ryzyka w perspektywie krótkoterminowej (do 3 lat)

- **Podstawa: Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych** Aktualnie rentowność 10-letnich obligacji skarbowych w Polsce wynosi około **6,55%**. W perspektywie krótkoterminowej (do 3 lat) ta wartość odzwierciedla bieżące realia rynkowe, w tym wysokie stopy procentowe oraz inflację.
- **Założenia:**
  - Stabilizacja inflacji wciąż nie została osiągnięta w pełni, dlatego bieżąca rentowność obligacji uwzględnia wyższe ryzyko związane z sytuacją makroekonomiczną.
  - Stopa ta może stopniowo maleć w kierunku długoterminowych celów inflacyjnych i stabilizacji polityki pieniężnej.
- **Rekomendowana stopa wolna od ryzyka dla krótkiego okresu:**
  - **rfr=5,6%**

### 2. Stopa wolna od ryzyka w perspektywie długoterminowej (powyżej 3 lat)

- **Podstawa: Konstrukcja obligacji skarbowych o zmiennym oprocentowaniu** Dla długoterminowej perspektywy można założyć, że stopa wolna od ryzyka uwzględnia:
  - **Marżę stałą wynoszącą 2 p.p.**
  - **Inflację zgodną z celem inflacyjnym NBP (2,5%).**
- **Założenia:**
  - Inflacja w długim horyzoncie czasowym powinna ustabilizować się na poziomie zgodnym z celem NBP.
  - Stabilna polityka monetarna w Polsce sprzyja utrzymaniu niższych rentowności obligacji.
- **Obliczenie długoterminowej stopy wolnej od ryzyka:**
  - **rfr=Inflacja (2,5%)+Marża (2,0%)=4,5%**

- **Rekomendowana stopa wolna od ryzyka dla długiego okresu:**

- **rfr=4,5%**

### 3. Podsumowanie i zastosowanie

Okres	Przyjęta stopa wolna od ryzyka (rfr)	Założenia
Krótkoterminowy	5,6%	Aktualna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych w Polsce.
Długoterminowy	4,5%	Stabilizacja inflacji na poziomie celu NBP (2,5%) + marża obligacji 2,0 p.p.

Zatem, uwzględniając wcześniejsze wyliczenia jak i wskazaną metodykę, premia za ryzyko rynkowe będzie następująca:

Kategoria ryzyka	Okres 3 lat	Kolejne lata
Stopa zwrotu z rynku	8,50%	7,50%
Stopa bezryzykowa	5,60%	4,50%
Premia za ryzyko rynkowe	2,90%	3,00%

W dalszej kolejności dokonano obliczenia wartości Bety (B).

#### Dlaczego podejście rynkowe nie jest adekwatne:

- W przypadku **spółek nie giełdowych** nie istnieje bezpośrednia możliwość oszacowania Beta na podstawie danych rynkowych (brak notowań i historycznych korelacji z rynkiem).
- Próba zastosowania Beta zbliżonych spółek notowanych może prowadzić do **zniekształceń**, ponieważ:
  - Struktura ryzyka operacyjnego i finansowego może znacząco różnić się między spółką wycenianą a spółkami porównywalnymi.
  - Specyfika rynku i działalności może mieć indywidualny charakter, którego nie odda tradycyjne podejście.

#### Metodyka szacowania współczynnika Beta na potrzeby wyceny spółki nie giełdowej

Wycena spółki nie giełdowej, dla której nie istnieją bezpośrednie dane rynkowe, wymaga odpowiedniego podejścia do określenia współczynnika Beta ( $\beta$ ). Standardowe podejście rynkowe, oparte na analizie korelacji wyników spółki z rynkiem, nie znajduje tu zastosowania z uwagi na brak notowań giełdowych. W związku z tym przyjęto **podejście eksperckie**, w którym współczynnik Beta został oszacowany w sposób **indywidualny**, z uwzględnieniem **kluczowych ryzyk** specyficznych dla spółki oraz jej otoczenia rynkowego.

## 1. Wprowadzenie do współczynnika Beta

Współczynnik Beta ( $\beta$ ) jest miarą **ryzyka systematycznego**, czyli wrażliwości wyników spółki na zmiany szerokiego rynku. Standardowo Beta jest określana jako:

- $\beta=1,0$   $\beta=1,0$ : Ryzyko zgodne z rynkiem (średnia zmienność).
- $\beta>1,0$   $\beta>1,0$ : Ryzyko wyższe niż ryzyko rynkowe (większa zmienność wyników).
- $\beta<1,0$   $\beta<1,0$ : Ryzyko niższe niż ryzyko rynkowe (mniejsza zmienność wyników).

W przypadku spółek **notowanych na giełdzie**, Beta jest wyznaczana na podstawie historycznych danych rynkowych, analizując korelację stopy zwrotu spółki ze stopą zwrotu z rynku (np. indeksu giełdowego). Natomiast dla **spółek niegiełdowych** brak takich danych uniemożliwia zastosowanie tego podejścia.

## 2. Uzasadnienie metodyki eksperckiej

Dla spółki niepublicznej zastosowano **metodykę ekspercką** opartą na **macierzy ryzyk**, z uwzględnieniem:

1. **Braku danych rynkowych**: Współczynnik Beta nie może być wyznaczony na podstawie notowań, dlatego przyjęto podejście jakościowe i ilościowe.
2. **Specyfiki spółki**: Spółka działa w specyficznych warunkach rynkowych, które wymagają indywidualnej oceny ryzyka.
3. **Ograniczeń porównywalnych spółek**: Beta oparta na spółkach porównywalnych mogłaby zniekształcać obraz ze względu na różnice w strukturze ryzyka i działalności.

## 3. Konstrukcja macierzy oceny ryzyka

W ramach metodyki dokonano szczegółowej analizy ryzyk wpływających na działalność spółki. Przyjęto podejście oparte na **identyfikacji, kwantyfikacji i ocenie ryzyk**, które następnie przekształcono na wynik końcowy odpowiadający współczynnikowi Beta.

### 3.1. Kategoryzacja ryzyk

Ryzyka zostały podzielone na pięć głównych kategorii:

- **Ryzyko operacyjne**: Cykliczność działalności, stabilność przychodów, elastyczność kosztów.
- **Ryzyko finansowe**: Poziom zadłużenia, koszty obsługi długu.
- **Ryzyko branżowe**: Specyfika branży i jej zmienność.
- **Ryzyko specyficzne dla spółki**: Wielkość przedsiębiorstwa, ekspozycja na rynki międzynarodowe.
- **Ryzyko makroekonomiczne i jakościowe**: Stabilność rynku lokalnego, poziom innowacyjności, zarządzanie.

### 3.2. Proces oceny ryzyk

1. **Przypisanie wag (%)** do poszczególnych czynników ryzyka, odzwierciedlających ich wpływ na działalność spółki.
2. **Ocena poszczególnych ryzyk** w skali **0–5** (gdzie 0 oznacza brak ryzyka, a 5 najwyższy poziom ryzyka).
3. **Kwantyfikacja wyników** poprzez mnożenie ocen przez przypisane wagi.

## 4. Sumowanie wyników dla wszystkich czynników ryzyka.

Poniżej wyliczenia dla poszczególnych okresów

Długoterminowo i Krótkoterminowo

Kategoria	Czynnik	Waga (%)	Ocena (0-5)	Wynik (waga × ocena)
Ryzyko operacyjne	Cykliczność działalności	20%	3	0,6
	Stabilność przychodów	10%	2	0,2
	Elastyczność kosztów	10%	3	0,3
Ryzyko finansowe	Poziom zadłużenia	15%	4	0,6
	Koszty obsługi długu	5%	4	0,2
Ryzyko branżowe	Specyfika branży	10%	5	0,5
Ryzyko specyficzne	Wielkość przedsiębiorstwa	5%	4	0,2
	Ekspozycja na rynki międzynarodowe	5%	2	0,1
Makroekonomiczne	Stabilność rynku lokalnego	5%	3	0,15
Czynniki jakościowe	Poziom innowacyjności	10%	4	0,4
	Zarządzanie	5%	5	0,25
Łącznie		100%	<b>Wynik</b>	<b>3,50</b>

## 3.3. Interpretacja wyniku

Wynik końcowy został odniesiony do macierzy interpretacji współczynnika Beta:

Ocena punktowa	Przedział Beta	Interpretacja ryzyka operacyjnego	Interpretacja ryzyka finansowego	Stabilność działalności
0 - 1,5	0,5 - 0,8	Bardzo niskie	Minimalne zadłużenie	Wysoka stabilność
1,5 - 2,5	0,8 - 1,0	Niskie	Niskie zadłużenie	Umiarkowana stabilność
2,5 - 3,5	1,0 - 1,2	Średnie	Umiarkowane zadłużenie	Średnia stabilność
3,5 - 4,5	1,2 - 1,5	Wysokie	Wysokie zadłużenie	Niska stabilność
4,5 - 5,0	1,5 - 2,0	Bardzo wysokie	Bardzo wysokie zadłużenie	Bardzo niska stabilność

Na tej podstawie współczynnik Beta został oszacowany jako:

$$\beta=1,2$$

## 4. Uzasadnienie metodyki

Przyjęta metodyka spełnia standardy wyceny przedsiębiorstw niepublicznych i jest uzasadniona z następujących powodów:

1. **Brak danych rynkowych:** Podejście eksperckie stanowi uznaną alternatywę w przypadku spółek niepublicznych.

2. **Indywidualna analiza ryzyk:** Uwzględniono specyfikę działalności spółki oraz jej otoczenie rynkowe.
3. **Transparentność:** Proces oceny jest przejrzysty, oparty na kwantyfikacji i interpretacji wyników.
4. **Elastyczność:** Możliwość dostosowania ocen i wag w zależności od zmian w działalności spółki.

## 5. Podsumowanie

W wyniku szczegółowej analizy ryzyk, współczynnik Beta został oszacowany na poziomie **1,2**. Przyjęte podejście eksperckie jest metodologicznie poprawne, transparentne i dostosowane do specyfiki spółki niepublicznej. Finalna Beta uwzględnia wszystkie kluczowe aspekty ryzyka i może być bezpośrednio wykorzystana w dalszych obliczeniach w modelu CAPM.

Przyjęte podejście uwzględnia specyfikę działalności spółki oraz jej oczekiwaną ewolucję w czasie. Wartości te są **konserwatywne i odpowiednio dostosowane** do dynamicznej oceny ryzyka.

Na podstawie analiz własnych jak i uzyskanych danych wsadowych od zleceniodawcy, stworzono model finansowy uwzględniający najbardziej prawdopodobny dalszy scenariusz funkcjonowania przedsiębiorstwa.

### 1) Obszar przychodów i kosztów

- Przychody i koszty przyjęto w oparciu o uzyskane od zarządu informacje w zakresie najbardziej prawdopodobnego strumienia pieniężnego do osiągnięcia.
- Po okresie szczegółowej prognozy założono inflacyjne wzrosty w zakresie w/w pozycji
- Przyjęto stały poziom CAPEXU adekwatny do poziomu amortyzacji (z uwagi na fakt, że zidentyfikowano aktywa trwałe jako kluczowy element bilansowy)

### 2) Obszar dyskonta

- **Standardy wyceny** – zgodnie z IVS oraz KSWP 1 i 5 przyjmowane w modelach dochodowych parametry powinny odzwierciedlać rynkowe warunki finansowania, a nie jedynie stan wynikający z bilansu jednostki.
- **Docelowa struktura kapitału** – literatura finansowa (teorie Modiglianiego–Millera, koncepcja optymalnej struktury kapitału) wskazuje, że długookresowo przedsiębiorstwa kształtują relację kapitału własnego i obcego w sposób zrównoważony, najczęściej w proporcjach zbliżonych do 50/50.
- **Dane rynkowe** – raporty GUS oraz analizy sektorowe wskazują, że w segmencie MŚP w Polsce przeciętna relacja kapitałów własnych do zobowiązań kształtuje się w pobliżu 1:1, co oznacza, że połowa finansowania działalności pochodzi ze środków własnych, a połowa z kapitałów obcych.

- **Spółki giełdowe i praktyka rynkowa** – analiza mediany spółek notowanych na GPW pokazuje, że w wielu branżach wskaźnik ogólnego zadłużenia oscyluje w przedziale 0,45–0,55, co oznacza zbliżoną równowagę pomiędzy KO i KW.
- **Neutralność założeń wyceny** – przyjęcie struktury 50/50 pozwala uniknąć sytuacji, w której nietypowa lub incydentalna struktura pasywów danej jednostki (np. przewaga krótkoterminowych zobowiązań handlowych) sztucznie zawyża lub zaniża koszt kapitału.
- **Praktyka biegłych i doradców M&A** – w wycenach przedsiębiorstw, zwłaszcza młodych lub dynamicznie rosnących, stosuje się docelową strukturę finansowania, neutralną wobec odchyłeń bilansowych. Rozwiązanie 50/50 jest w takich przypadkach szeroko stosowane.
- **Bankowe standardy oceny zdolności kredytowej** – instytucje finansowe uznają strukturę KO/KW na poziomie 1:1 za stabilną i akceptowalną w kontekście długoterminowej wypłacalności przedsiębiorstw.
- **Porównywalność wycen** – zastosowanie proporcji 50/50 ułatwia porównywanie wyników wyceny pomiędzy różnymi podmiotami oraz sektorami, ponieważ eliminuje wpływ krótkoterminowych wahań zadłużenia na ostateczny wynik modelu.

Dodatkowo, w ramach kalkulacji stopy dyskontowej zastosowano indywidualną premię za ryzyko, wynikającą z oceny specyficznych cech podmiotu. W tym celu opracowano macierz, która przedstawia zależności pomiędzy siłą dyskonta a poszczególnymi kryteriami oceny działalności, obejmującymi m.in. wielkość przedsiębiorstwa, poziom dywersyfikacji przychodów, stabilność kontrahentów, poziom płynności finansowej oraz czynniki organizacyjne. Macierz ta stanowi narzędzie porządkujące proces przypisania dodatkowej premii, pozwalając na ujęcie w modelu dochodowym elementów ryzyka charakterystycznych dla analizowanego podmiotu.

Premia za ryzyko indywidualne/specyficzne podmiotu	Ryzyko operacyjne, regulacyjne (wewnętrzne)				
	Ryzyko kredytowe, sytuacja finansowa, ryzyko walutowe	7	8	9	10
	8	9	10	11	12
	9	10	11	12	13
	10	11	12	13	14
	11	12	13	14	15

- Dotychczasowe analizy, przyjęte założenia jak i wyliczenia, pozwoliły na określenie poszczególnych stóp dyskontowych.

Kategoria ryzyka	Okres 3 lat	Kolejne lata
Stopa zwrotu z rynku	8,50%	7,50%
Stopa bezryzykowa	5,60%	4,50%
Premia za ryzyko rynkowe	2,90%	3,00%
BETA	1,20	1,20
Koszt kapitału własnego	9,08%	8,10%
Dodatkowa premia za indywidualne/specyficzne ryzyka	10%	10%
Koszt kapitału własnego	19,08%	18,10%

Pierwsze 3 okresy		Pozostałe lata	
Pozycje	Wartości	Pozycje	Wartości
Udział kapitałów obcych	50,00%	Udział kapitałów obcych	50,00%
Udział kapitałów własnych	50,00%	Udział kapitałów własnych	50,00%
Koszt kapitału własnego	19,08%	Koszt kapitału własnego	18,10%
Oprocentowanie	5,40%	Oprocentowanie	5,00%
Podatek (tarcza podatkowa)	19%	Podatek (tarcza podatkowa)	19,00%
Koszt kapitału obcego	4,37%	Koszt kapitału obcego	4,05%
Koszt dodatkowy		Koszt dodatkowy	
<b>WACC</b>	<b>11,73%</b>	<b>WACC</b>	<b>11,08%</b>

- Inne

- ✓ Podatek dochodowy przyjęto w wysokości 19% (jako najbardziej prawdopodobne i uniwersalny sposób opodatkowania spółki).
- ✓ CAPEX – nakłady adekwatne do poziomu amortyzacji (przyjęto odtworzenie w 100% majątku)
- ✓ Przyjmowano zmienność kapitału obrotowego, adekwatnie do wskaźników średnio rynkowych
- ✓ NOA – brak
- ✓ Przyjęto wartość środków pieniężnych w pełnej kwocie – na koniec okresu
  - ✓ Wartość rezydualną przyjęto zgodnie ze wzorem Gordona (stały wzrost na poziomie 0%)

Dane (w PLN)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	12 000,00	12 960,00	13 996,80	14 346,72	14 705,39	15 073,02	15 449,85	15 836,09	16 232,00	16 637,80
Koszty operacyjne	10 200,00	11 016,00	11 897,28	12 194,71	12 499,58	12 812,07	13 132,37	13 460,68	13 797,20	14 142,13
Zysk/Strata ze sprzedaży	1 800,00	1 944,00	2 099,52	2 152,01	2 205,81	2 260,95	2 317,48	2 375,41	2 434,80	2 495,67
Amortyzacja	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Pozostałe przychody operacyjne										
Pozostałe koszty operacyjne		-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zysk/Strata z działalności operacyjnej	1 800,00	1 944,00	2 099,52	2 152,01	2 205,81	2 260,95	2 317,48	2 375,41	2 434,80	2 495,67
EBITDA	1 810,00	1 954,00	2 109,52	2 162,01	2 215,81	2 270,95	2 327,48	2 385,41	2 444,80	2 505,67
%EBITDA	15,08%	15,08%	15,07%	15,07%	15,07%	15,07%	15,06%	15,06%	15,06%	15,06%
Indeks zmian przychodów	-	108,00%	108,00%	102,50%	102,50%	102,50%	102,50%	102,50%	102,50%	102,50%
Indeks zmiany EBIT	-	108,00%	108,00%	102,50%	102,50%	102,50%	102,50%	102,50%	102,50%	102,50%
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek dochodowy	345,80	373,16	402,71	412,68	422,90	433,38	444,12	455,13	466,41	477,98
Relacja odsetek do przychodów		0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Hipotetyczna wartość odsetek										
Rentowność sprzedaży	12,12%	12,12%	12,12%	12,12%	12,12%	12,12%	12,13%	12,13%	12,13%	12,13%
Wskaźnik rotacji zapasów		-	-	-	-	-	-	-	-	-
Wskaźnik rotacji należności	16,50	16,50	16,50	16,50	16,50	16,50	16,50	16,50	16,50	16,50
Wskaźnik rotacji zobowiązań	21,18	21,18	21,18	21,18	21,18	21,18	21,18	21,18	21,18	21,18
Zapasy										
Należności krótkoterminowe	550,00	594,00	641,52	657,56	674,00	690,85	708,12	725,82	743,97	762,57
Zobowiązania krótkoterminowe (niefinansowe)	600,00	648,00	699,84	717,34	735,27	753,65	772,49	791,80	811,60	831,89
ZKO		4,00	4,32	1,46	1,49	1,53	1,57	1,61	1,65	1,69
Zmienność ZKO	-	4,00	0,32	2,86	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
CAPEX	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Teoretyczna wartość ŚT		-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zwolnienie z podatku dochodowego										
CF	1 454,20	1 566,84	1 696,49	1 742,19	1 782,87	1 827,53	1 873,32	1 920,25	1 968,35	2 017,65
Stopa dyskontowa	0,90	0,80	0,72	0,66	0,59	0,53	0,48	0,43	0,39	0,35
DCF	1 301,57	1 255,19	1 216,40	1 144,54	1 054,48	973,12	898,04	828,76	764,81	705,80
Suma DCF narastająco	1 301,57	2 556,75	3 773,15	4 917,69	5 972,17	6 945,29	7 843,34	8 672,09	9 436,90	10 142,71
Wartość rezydualna										18 218,07
Zdyskontowana wartość rezydualna										6 372,93
NOA										-
Środki pieniężne										712,00
Zobowiązania										
<b>Wartość przedsiębiorstwa (Equity Value)</b>										<b>17 227,64</b>
<b>Wartość w TPLN zaokrąglona do pełnych setek tysięcy zł</b>										<b>17 200,00</b>

### Wartość spółki w podejściu dochodowym

**17 300 000 PLN**

Słownie: siedemnaście milionów trzysta tysięcy złotych, 00/100

## 9. PODSUMOWANIE

Przedmiotowe opracowanie zostało sporządzone przy zachowaniu należytej staranności, uwzględniając dostępność do informacji oraz uzyskane, w trakcie postępowania, dokumenty i informacje. Wycieczona wartość jest wartością rynkową wg standardu wartości wewnętrznej. W opinii autora opracowania, zestawiono najbardziej prawdopodobny do wystąpienia model biznesowy wraz z otaczającym środowiskiem. Wycieczona wartość w podejściu **dochodowym** uwzględnia najbardziej miarodajny model biznesowy przedsiębiorstwa – uwzględniając wszelkie uzyskane informacje.

## 10. KLAUZULE I OGRANICZENIA

1. Niniejsza wycena została sporządzona zgodnie z przepisami prawa i standardami zawodowymi rzeczoznawców majątkowych (standard wyceny przedsiębiorstw) oraz zasadami etyki zawodowej.
2. Wycena nie może być wykorzystana w żadnym innym celu od określonego w jej treści.
3. Wycena nie może być opublikowana w całości lub części w jakimkolwiek dokumencie bez zgody autora opracowania i bez uzgodnienia, w formie pisemnej, z nim formy i treści takiej publikacji.
4. Autor opracowania nie ponosi odpowiedzialności za zatajone fakty prawne i wady ukryte przedmiotu wyceny, których istnienia nie mógł stwierdzić podczas wizji lokalnej.
5. Opisany stan własnościowy i formalno-prawny oraz widoczny stan przedmiotu przyjęty został na podstawie udostępnionej dokumentacji oraz informacji uzupełniającej Zleceniodawcy.
6. Oszacowana wartość nie zawiera podatku VAT.
7. Wartość określona w opracowaniu odwzorowuje najczęściej występujące zachowania uczestników rynku.
8. Z uwagi na zaistniałą sytuację w kraju i na świecie związaną z COVID-19 oraz wojną na terenie Ukrainy przyjęto, że jest to sytuacja o charakterze incydentalnym, która nie będzie miała wpływu na przychody uzyskiwane przez firmę w długim terminie, a tym samym na jej wartość. Przyjęto scenariusz, w którym gospodarka po chwilowym osłabieniu, powróci do naturalnej skali.
9. Oszacowana wartość wynika z ujętych w opracowaniu założeń i odejście od nich może spowodować zmianę wyniku wyceny.
10. Dane przyjęto na podstawie informacji uzyskanych na etapie sporządzania opracowania i uzyskanych na etapie wyceny dokumentów.
11. Opracowanie zostało wykonane w oparciu o informacje, wyjaśnienia i dokumenty źródłowe przygotowane przez Zleceniodawcę (w tym ujawnione dokumenty w KRS). Autor opracowania nie odpowiada za prawdziwość i poprawność tych informacji. W przypadku zmiany założeń, lub podania nieprawdziwych danych, autor opracowania nie ponosi odpowiedzialności za zmianę wyniku wyceny.

12. Od dnia przekazania operatu szacunkowego wraz z załącznikami Autor wyceny nie ponosi odpowiedzialności za udostępnienie osobom trzecim niniejszego opracowania i przetwarzanie danych poufnych i danych osobowych wynikających bezpośrednio jak też wynikających pośrednio z tego opracowania.
13. Jeżeli wykonanie opracowania będzie wiązać się z jakimikolwiek operacjami na danych osobowych, autor opracowania deklaruje postępowanie w tym zakresie zgodnie z obowiązującymi przepisami dotyczącymi ochrony danych osobowych, tj. w szczególności przepisami rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (EU) 2016/679 z dnia 27 kwietnia 2016 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w związku z przetwarzaniem danych osobowych i w sprawie swobodnego przepływu takich danych oraz uchylenia dyrektywy 95/46/WE (ogólne rozporządzenie o ochronie danych – RODO) – a także przepisami ustawy z dnia 10 maja 2018 r. o ochronie danych osobowych, a w razie zastąpienia jej inną ustawą – ustawy, która ją zastąpi.



Katowice, 11/04/2025