

**OSZACOWANIE WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA
GRIFFIN SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ
ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ Z SIEDZIBĄ W KRAKOWIE UL.
LUDMIŁY KORBUTOWEJ, NR 48, LOK.1**

Autor opracowania:

Marek Nawalaniec



KRAKÓW, 12 CZERWCA 2023 r.

*Biuro Wycen Majątkowych
Rzecznawca
inż. Marek Nawalaniec
Kraków, Al. Płk. Beliny
Prażmowskiego 54/4
TEL.: (012) 633-40-94*

SPIS TREŚCI

| | STRONA |
|---------------------------------------------------------|--------|
| I. OŚWIADCZENIE | 3 |
| II. PODSUMOWANIE | 3 |
| 1. WYCENA METODĄ DCF | 3 |
| III. INFORMACJE WSTĘPNE | 4 |
| 1. PRZEDMIOT WYCENY | |
| 2. CEL WYCENY | |
| 3. METODA WYCENY | |
| 4. ŹRÓDŁA INFORMACJI | |
| 5. STOSOWANE SKRÓTY I ZASADY | |
| IV. OPIS PRZEDMIOTU WYCENY | 6 |
| V. SYTUACJA PRAWNA MAJĄTKUY SPÓŁKI | 12 |
| VI. SYTUACJA FINANSOWA SPÓŁKI | 12 |
| VII. PREZENTACJA I UZASADNIENIE PRZYJĘTYCH METOD WYCEN | 16 |
| VIII. PROJEKCJA FINANSOWA DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA | 18 |
| IX. OSZACOWANIE WARTOŚCI SPÓŁKI | 26 |

ZAŁĄCZNIKI

1. ARKUSZ KALKULACYJNY OSZACOWANIA GRIFFIN NA STAN 31.12.2022 R. METODĄ DCF
2. RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT GRIFFIN ZA OKRES 01.01.2022- 31.12.2022 R.
3. SPRAWOZDANIE ZARZĄDU Z DZIAŁALNOŚCI GRIFFIN ZA OKRES 01.01.2022- 31.12.2022 R.

I. OŚWIADCZENIE

Niniejsza wycena została przygotowana przez Biuro Wycen Majątkowych Rzeczoznawca s. c. w Krakowie z zachowaniem należytej staranności zawodowej, przy wykorzystaniu sprawozdań finansowych, materiałów i informacji udostępnionych przez Zleceniodawcę Griffin Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością z siedzibą w Krakowie (w skrócie: Griffin Sp. z o.o., Griffin, Spółka lub przedsiębiorstwo).

Za prawidłowość i kompletność dostarczonych materiałów Biuro Wycen Majątkowych Rzeczoznawca s. c. nie ponosi odpowiedzialności i nie mogą być kierowane przeciwko niemu z tego tytułu jakiegokolwiek roszczenia.

II. PODSUMOWANIE

Celem wyceny jest oszacowanie wartości Griffin Sp. z o.o. na dzień 31.12.2022 r. dla potrzeb przekształceń własnościowych.

1. WYCENA METODĄ DCF

Oszacowanie wartości rynkowej Griffin Sp. z o.o. metodą zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych (DCF) obliczono w Załączniku – Arkusz kalkulacyjny. Zastosowano model wolnych przepływów pieniężnych dla właścicieli (akcjonariuszy, udziałowców).

Wartość rynkowa Griffin Sp. z o.o. sporządzona metodą DCF na stan 31.12.2022 r. wynosi kwotę 3 688 000 zł (słownie: trzy miliony sześćset osiemdziesiąt osiem tysięcy złotych).

Mając na względzie dotychczasowy stan wyników finansowych z działalności w okresie historycznym Spółki, potwierdzających zdolność Spółki do generowania nadwyżki finansowej z jednej strony oraz negatywny wpływ pandemii Covid – 19 na wyniki gospodarcze w świecie i w naszym kraju przyjmuje się założenie kontynuacji działalności Spółki. Potwierdzają to zwłaszcza ostatnie dwa lata, kiedy roczny przychód ze sprzedaży produktu wynosił po około 1 mln zł. Prognoza wyników działalności operacyjnej, pozostałej działalności oraz salda działalności finansowej, że działalność ta przyniesie bardzo dobre wyniki działalności finansowej Spółki. Specyfika obszaru działalności w zakresie usług związanych z umowami bankowych kredytów w walucie obcej, zwłaszcza franka szwajcarskiego. Decyzje co do rozstrzygnięcia sporów stron umów kredytowych hipotecznych dotarły na poziom Unii Europejskiej i jest nadzieja, że problemy związane z rozstrzygnięciem sporów zostaną w ciągu kilku lat w istotnym stopniu zakończone. Oznacza to radykalne zmniejszenie popytu na usługi stanowiące zasadniczy przychód ze sprzedaży Spółki. Stan zapotrzebowania przedmiotowego rynku na usługi prawnicze na tym obszarze ograniczy przychody sprzedaży

Spółki. Ta sytuacja ma istotne znaczenie na wartość rynkową przedmiotowej Spółki. Wyceną Spółki ograniczono do 5 lat działalności operacyjnej, poczynając od końca 2022 r. W oparciu o powyższe uznać należy, że wartość rynkową oszacowania Spółki najlepiej wyraża metoda zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych, zwana w jak metoda DCF. Ostatecznie zatem rekomendowana oszacowana wartość rynkowa przedmiotowego przedsiębiorstwa na stan 31.12.2022 r. wynosi kwotę 3 688 000 zł (słownie: trzy miliony sześćset osiemdziesiąt osiem tysięcy złotych).

Kwota powyższa oznacza wartość rynkową całości udziałów należnych udziałowcom .

Wartość rynkowa 1 udziału z spośród 2 000 wyemitowanych udziałów wynosi kwotę 1 844 złotych.

III. INFORMACJE WSTĘPNE

1. PRZEDMIOT WYCENY

Przedmiotem wyceny jest przedsiębiorstwo pod firmą: Griffin Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością z siedzibą w Krakowie.

2. CEL WYCENY

Oszacowanie wartości rynkowej przedmiotowego przedsiębiorstwa dokonane zostało na dzień 31.12.2022 r. dla potrzeb przekształceń własnościowych.

3. METODA WYCENY

Wycena wartości Spółki dokonana została metodą dochodową zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych.

4. ŹRÓDŁA INFORMACJI

- DANE DO OPRACOWANIA UZYSKANE OD GRIFFIN SP. Z O. O.

GRIFFIN PLAN – tabelaryczne zestawienie rachunku zysków i strat wariant porównawczy z wykonania za lata 2019 r. do 2022 r. oraz prognozy na lata od 2023 r. do 2027 r. oraz wykres podstawowych danych.

- Kopie Bilansów oraz Rachunku zysków i strat w wariantcie porównawczym za okresy obrotowe za lata 2019, 2020, 2021, 2022.
- Dane do wyceny: wartości niematerialnych i prawnych/marki/patentu/knowhow.
- Sprawozdania Zarządu Griffin Sp. z o.o. z działalności za 2020 r., 2021 r., 2022 r.
- Sprzedaż – osobne zestawienia za lata 2020 r., 2021 r., 2022 r.
- Wpływy przyszłe – Przewidywane wpływy za umowy CHF.
- Zestawienie danych źródłowych – z objaśnieniami oraz schemat organizacyjny.

INFORMACJE OGÓLNE DOSTĘPNE W INTERNECIE

- KRAJOWY REJESTR SĄDOWY Stan na dzień 23.05.2023 godz. 09:15:46 Numer KRS: 0000665035 Informacja odpowiadająca odpisowi aktualnemu Z REJESTRU PRZEDSIĘBIORCÓW
- Informacje makroekonomiczne NBP i GUS.
 - WIEDZA EKSPERCKA I DOŚWIADCZENIE SPECJALISTÓW B.W.M. RZECZOZNAWCA S.C. W KRAKOWIE.
- Zawartość niniejszego opracowania odzwierciedla informacje dostępne do dnia jej sporządzenia.
- Informacje i analizy przedstawione w niniejszym dokumencie są wykonane na zlecenie i do wyłącznego użytku właściciela przedsiębiorstwa. Dokument ten został wykonany przy założeniu, że będzie analizowany i wykorzystywany wyłącznie do celów w nim określonych.
- Dokument należy czytać w całości, gdyż jakkolwiek oddzielna analiza poszczególnych jego części może prowadzić do niepełnych lub błędnych wniosków.
- Autor przeprowadził ekspercką weryfikację uzyskanych od przedsiębiorstwa danych, informacji i materiałów źródłowych pod względem ich rzetelności i aktualności. Weryfikacja ta polegała na analizie zgodności szczegółowych historycznych danych ekonomiczno – finansowych przekazanych przez przedsiębiorstwo ze sprawozdaniami finansowymi. Zawartość niniejszego opracowania odzwierciedla informacje dostępne do dnia jej sporządzenia.

5. STOSOWANE SKRÓTY I ZASADY

Skróty:

1. Griffin Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością – skrót: Griffin Sp. z o.o., Spółka, przedsiębiorstwo.
2. Biuro Wycen Majątkowych „Rzeczoznawca” s.c. – Rzeczoznawca.

Zasady:

1. Zasada ostrożności. Ostateczne dane do wyceny przedsiębiorstwa szacowano z uwzględnieniem zasady ostrożnej wyceny.
2. Zasada kompletności. W analizowaniu szacunkowej wartości przedsiębiorstwa starano się ująć w miarę możliwości wszystkie składniki mające wpływ na wartość wyceny. Za podstawę przyjęto stan bilansowy na dzień 31.12.2022 r. Do dnia faktycznego sporządzenia raportu z wyceny nie zaszły istotne okoliczności mogące mieć wpływ na wartość przedsiębiorstwa.

IV. OPIS PRZEDMIOTU WYCENY

1. NAZWA I ADRES PRZEDSIĘBIORSTWA

Firma: Griffin Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością.

Siedziba: kraj Polska, woj. małopolskie, powiat Kraków, gmina Kraków, miejscowość Kraków.

Adres: ul. Ludmiły Korbutowej, nr 4B, lok. 1, miejscowość Kraków, kod 30–218, poczta Kraków, kraj Polska.

2. POWSTANIE SPÓŁKI ORAZ INFORMACJA O REJESTRACH W KRS:

Umowa Spółki: Umowa o zawarciu spółki Griffin Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością z siedzibą w Krakowie nastąpiła w dniu 18.01.2017 roku. Aktem notarialnym Nr Rep. A 27/2017 z dnia 03.10.2017 roku w Kancelarii Notarialnej Manuel Flach-Chęcińska, Olimpia Dudka Notariusze Spółka Cywilna z siedzibą w Krakowie przez Olimpię Dudka, dokonano zmiany § 2 Umowy Spółki. Dnia 05.03.2021 r. REP. A Nr 2261/2021, Zastępca Notarialny Katarzyna Łęcznar Zastępca Notariusza Marcina Satory, Kancelaria Notarialna w Krakowie przy ul. Królewskiej 57, Zmieniono: § 2.

Data rejestracji w Krajowym Rejestrze Sądowym: 22.02.2017 r.

Numer w KRS: 0000665035

Ostatni wpis: nr wpisu 20, data wpisu 15.10.2021 r., Sygnatura akt: RDF/351378/21/158.

Oznaczenie sądu: SYSTEM

3. REGON, NIP

Numer REGON: 366618890

Numer NIP: 6772455566

4. INNE DANE CHARAKTERYSTYKI PRZEDSIĘBIORSTWA

Przedmiot działalności według kodów PKD:

PRZEDMIOT PRZEWAŻAJĄCEJ DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORCY:

1. 69, 10, Z DZIAŁALNOŚĆ PRAWNICZA.

Dane wspólników:

1. Szafran Joanna Monika – 500 udziałów o łącznej wartości 25 000,00 zł.
2. Sroka Łukasz Jan – 700 udziałów o łącznej wartości 35.000,00 zł.
3. Kacprzak Beata Karolina – 700 udziałów o łącznej wartości 35.000,00 zł.
4. Malinevskyy Tymur – 100 udziałów o łącznej wartości 5.000,00 zł.

Dane uzyskane od udziałowców.

Kapitał Spółki

Wysokość kapitału zakładowego wynosi 100 000,00 zł.

Nazwa organu uprawnionego do reprezentowania podmiotu

Zarząd.

Sposób reprezentacji podmiotu

Do składania oświadczeń w imieniu Spółki uprawniony jest każdy Członek zarządu działający samodzielnie.

Dane osób wchodzących skład organu:

| <i>Nazwisko, imiona</i> | <i>Funkcja w organie reprezentującym</i> |
|-------------------------|------------------------------------------|
| Sroka Łukasz Jan | Prezes Zarządu |
| Kacprzak Beata Karolina | Członek Zarządu |
| Szafran Joanna Monika | Członek Zarządu |
| Malinevskyy Tymur | Członek Zarządu. |

Prognozy rozwojowe Spółki podstawowych wyników na przyszłe 5 lat.

Spółka prowadzi sprawy związane z sporami prawnymi, dotyczącymi zagadnień finansowych i ubezpieczeniowych (kredyty waloryzowane w walutach obcych, kredyty podlegające na mocy ustawy pod sankcję kredytu darmowego, polisolokaty i inne). Największe obecnie wartościowo sprawy dotyczą kredytów waloryzowanych w walutach obcych i podstawowe przesłanki dotyczą tego subsektora, w najbliższych latach uzupełnionego o sankcje kredytu darmowego.

Spółka posiada już zaawansowany portfel spraw związanych z kredytami waloryzowanymi we frankach szwajcarskich, który ma znaczącą wartość opłat końcowych za obsługę (oddzielny plik):

- od 7 lat spółka pozyskuje do obsługi spory związane z takimi kredytami,
- obecnie w obsłudze jest 340 takich kredytów.

W związku z koncentracją działalności w tym obszarze następuje znaczące przyspieszenie pozyskiwania takich spraw:

- 137 nowych umów zostało podpisanych od września ubiegłego roku,
- w kilkudziesięciu „starych” sprawach zapadły już korzystne wyroki pierwszej instancji, pierwsze uprawomocnienia spodziewane są na przełomie tego i następnego roku,
- łączna wartość przedmiotu sporu w tych sprawach to ok. 80 mln. złotych,
- tylko te ostatnie 137 spraw z (92% z ostatniego półrocza) ma potencjalny przychód ok. 4,6 mln zł (ok. 0,39 mln jako opłaty wstępne), zaś po odliczeniu kosztów prawnych szacowanych na 1,17 mln zł, oraz kosztów pozyskania i serwisu dla drugiego konsorcjanta, Spółka odniesie korzyść o wartości 1,7 mln zł minus koszty własne,
- dotychczasowe wyniki liderów (Votum) wskazują na 98 % współczynnik korzystnych rozstrzygnięć (z raportu z końca kwietnia, wynik za ostatnie półrocze to 100 % pozytywnych rozstrzygnięć),
- przyjęty do planu został bardzo ostrożny współczynnik sukcesu 95 %,
- planowany rozwój powinien doprowadzić do osiągnięcia liczby 150 – 200 nowych umów na obsługę kredytów waloryzowanych w walutach obcych miesięcznie. Dla osiągnięcia tego budowana jest obecnie sieć pośredników pozyskujących klientów na terenie całej Polski. W modelu przyjęto bezpieczny wskaźnik w najwyższym okresie 183 umowy,
- umowy pozyskane w ostatnim półroczu pochodzą z dotarcia bezpośredniego metoda telemarketingu (call center). Uruchamiane są nowe kanały: pośrednicy zewnętrzni (kilka podpisanych umów), własna sieć reprezentantów terenowych, kampanie w Internecie,

- zasoby klientów do objęcia obsługą w tych sporach szacowane są na rynku na 500 tys. (źródło: raport 2022 Votum, <https://ri.votum-sa.pl/nawosci/aktualnosci/raport-roczny-2022/>), co powoduje iż najbliższe pięć lat może zostać oparte na pozyskiwaniu takich klientów, zaś najwyższa liczba pozyskanych przyjęta w 2026 roku, później tendencja spadająca,

- kolejnym obszarem obsługi, który został już zostały uruchomiony (kilkanaście umów) to klienci, posiadający spory z instytucjami finansowymi, które udzieliły kredytów i pożyczek złotówkowych, zawierających niedozwolone zapisy wymienione w art. 45 ustawy z dnia 12 maja 2011 roku o kredycie konsumenckim. To sprawy o wartości przedmiotu sporu średnio poniżej 100 tys. zł. Natomiast przewidywany czas procedowania przed sądem jest znacznie krótszy – wynika z zastosowania wprost zapisów wymienionej ustawy i jest szacowany na rok-dwa. Potencjalna ilość klientów wymagających takiej obsługi to kolejne kilkaset tysięcy (znacznie powyżej pół miliona). Będzie to szybkim uzupełnieniem przychodów Spółki, docelowa ilość to pozyskiwanie ok. 200 takich klientów miesięcznie.

5. ZATRUDNIENIE

Zatrudnienie na koniec 2021 r. i 2020 r. wyniosło 7 pracowników. W 2022 r. Spółka zatrudniała o 2 pracowników na umowie o pracę i 1 pracownika na zlecenie.

6. MAJĄTEK I ŹRÓDŁA FINANSOWANIA

W poniższych tabelach zaprezentowano wielkości i struktury aktywów a także źródeł finansowania w postaci kapitału własnego i pasywów obcych za okres od 2019 r. do końca 2022 r. Przedsiębiorstwo Griffin Sp. z o. o. dysponowało na dzień 31.12.2022 r. bilansowym majątkiem trwałym i majątkiem obrotowym o łącznej wartości 1 130 tys. zł. W kwocie tej aktywa trwałe wyniosły 0,00 zł.

Wartość aktywów obrotowych wyniosła kwotę 1 130 tys. zł. W tej kwocie wystąpiły:

- zapasy w wysokości 0,00 zł,
- należności krótkoterminowe w kwocie 807 tys. zł,
- inwestycje krótkoterminowe w kwocie 323 tys. zł,
- krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe 0,00 zł.

Podkreślić należy, że majątek Spółki rósł szybko; w 2022 r. majątek ten wzrósł do 1 822 % w stosunku do 2019 r.

Wartość i struktura aktywów w okresie 31.12.2018 – 31.12.2022 (tys. zł i %)

| Wyszczególnienie | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Aktywa trwałe | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Aktywa obrotowe | 62 | 307 | 537 | 821 | 1 130 |
| Aktywa razem | 62 | 307 | 537 | 821 | 1 130 |
| <i>Aktywa trwałe</i> | <i>0,0</i> | <i>0,0</i> | <i>0,0</i> | <i>0,0</i> | <i>0,0</i> |
| <i>Aktywa obrotowe</i> | <i>100,0</i> | <i>100,0</i> | <i>100,0</i> | <i>100,0</i> | <i>100,0</i> |
| <i>Razem aktywa</i> | <i>100,0</i> | <i>100,0</i> | <i>100,0</i> | <i>100,0</i> | <i>100,00</i> |

W 2022 r. Spółka zwiększyła swoje aktywa obrotowe o 37,6% do roku poprzedniego.

Wartość i struktura aktywów trwałych w okresie 31.12.2018 – 31.12.2022 (tys. zł)

| Wyszczególnienie | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 |
|----------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| I. Wartości niematerialne i prawne | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| II. Rzeczowe aktywa trwałe | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| III. Należności długoterminowe | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| IV. Inwestycje długoterminowe | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Razem aktywa trwałe | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

Wartość i strukturę aktywów obrotowych Spółki zawiera tabela poniżej. W 2022 r. należności krótkoterminowe wzrosły o 57 % do roku poprzedniego. Inwestycje krótkoterminowe wzrosły niewiele bo o 5,6 % tych aktywów obrotowych w stosunku do poziomu na koniec 2021 r. W strukturze aktywów obrotowych nie występują w badanym okresie zarówno zapasy jak również krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe.

Wartość aktywów obrotowych w okresie 31.12.2018 – 31.12.2022 (tys. zł)

| Wyszczególnienie | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 |
|------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| I. Zapasy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| II. Należności krótkoterminowe | 9 | 97 | 238 | 515 | 807 |
| III. Inwestycje krótkoterminowe | 53 | 209 | 299 | 306 | 323 |
| IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe | | | | | |
| Razem aktywa obrotowe | 62 | 307 | 537 | 821 | 1130 |

Źródła finansowania majątku przedsiębiorstwa na dzień 31.12.2022 r. stanowią pasywa w kwocie 1 130 tys. zł. Na pasywa w badanym okresie składają się: kapitał (fundusz) własny oraz zobowiązania i rezerwy na zobowiązania, w 2022 r.

- kapitał (fundusz) własny w kwocie 581 tys. zł, którego udział wynosi 51,4 %,
- zobowiązania i rezerwy na zobowiązania w kwocie 549 tys. zł i stanowią 48,6 %.

Wartość i struktura pasywów w okresie 31.12.2018 – 31.12.2022 (tys. zł, %)

| Wyszczególnienie | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 |
|-----------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| A. Kapitał (fundusz) własny | 42 | 243 | 355 | 418 | 581 |
| B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania | 20 | 64 | 182 | 403 | 549 |
| Razem pasywa (A+B) | 62 | 307 | 537 | 821 | 1 130 |
| <i>Kapitał (fundusz) własny</i> | <i>67,7</i> | <i>79,2</i> | <i>66,1</i> | <i>50,9</i> | <i>51,4</i> |
| <i>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</i> | <i>32,3</i> | <i>20,8</i> | <i>33,9</i> | <i>49,1</i> | <i>48,6</i> |
| <i>Razem pasywa</i> | <i>100,0</i> | <i>100,0</i> | <i>100,0</i> | <i>100,0</i> | <i>100,0</i> |

Minimalny wzrost odnotowuje w 2022 r. kapitał własny o 0,5 % w stosunku do poziomu w 2021 r.

Wartość i struktura funduszu własnego w okresie 31.12.2018 – 31.12.2022 (tys. zł)

| Wyszczególnienie | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.03.2022 |
|---------------------------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| I. Fundusz statutowy | 5 | 5 | 100 | 100 | 100 |
| II-IV. Pozostałe fundusze | | 37 | 238 | 255 | 317 |
| V. Zysk (strata) z lat ubiegłych | | | | | |
| VI. Zysk (strata) netto | 37 | 201 | 17 | 62 | 164 |
| VII. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna) | | | | | |
| Razem kapitał (fundusz) własny | 42 | 243 | 355 | 417 | 581 |

Wartość i strukturę funduszu własnego Spółki badanym okresie zawarto w tabeli poniżej.

Spadek funduszu własnego w 2021 r. do 2020 r. wyniósł prawie 2 mln zł; połowę z tego za sprawą niższego zysku netto o około 1 mln zł i wyższego odpisu z zysku netto również o około 1 mln zł.

Odpisy z zysku netto w ciągu 2021 roku (wielkość ujemna) rosły w wartości bezwzględnej 2,6 krotnie do odpisów z poprzedniego roku a powtórka następuje w I kwartale 2022 r. Na koniec I kwartału 2022 r. wartość kapitału własnego wzrosła o 9,9 % w stosunku do poziomu uzyskanego w 2021 r.

Wartość i strukturę zobowiązań i rezerw na zobowiązania, stanowiących pasywa obce Spółki zawiera poniższa tabela.

Wartość i struktura pasywów obcych z w okresie 31.12.2018 – 31.12.2022 (tys. zł)

| Wyszczególnienie | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.03.2022 |
|------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| I. Rezerwy na zobowiązania | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| II. Zobowiązania długoterminowe | 0 | 0 | 0 | 7 | 7 |
| III. Zobowiązania krótkoterminowe | 20 | 64 | 182 | 396 | 542 |
| IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Razem pasywa obce | 62 | 64 | 18 | 403 | 549 |

W 2021 r. pasywa obce wzrosły o około 1 mln zł w stosunku do 2020 r. co stanowi przyrost o 4,0 %. Na koniec I kwartału 2022 r. wzrosły w porównaniu do 2021 r. pasywa obce o prawie 2,6 % m.in. z tytułu pojawienia się kwoty ponad 0,5 mln zł w pozycji krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe.

V. SYTUACJA PRAWNA MAJĄTKU PRZEDSIĘBIORSTWA

Stan prawny majątku Griffin Sp. z o. o. jest w pełni uregulowany.

VI. SYTUACJA FINANSOWA PRZEDSIĘBIORSTWA

1. WYBRANE POZYCJE RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

Zysk brutto przedsiębiorstwa jest różnicą wartości netto sprzedaży produktów, towarów i materiałów i kosztów sprzedanych produktów, towarów i materiałów, kosztów sprzedaży, kosztów ogólnego zarządu, plus pozostałe przychody operacyjne i minus pozostałe koszty operacyjne wreszcie różnica przychodów finansowych i kosztów finansowych. Zysk (strata) brutto pomniejszony o podatek dochodowy a także pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty) stanowi zysk netto (stratę netto).

Rachunek zysków i strat w okresie od 01.01.2018 do 31.12.2022 (tys. zł) Wariant kalkulacyjny

| Wyszczególnienie | 01.01 – 31.12.2018 | 01.01 – 31.12.2019 | 01.01 – 31.12.2020 | 01.01 – 31.12.2021 | 01.01 – 31.12.2022 |
|------------------------------------------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| A. Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym: | 97 | 376 | 535 | 933 | 922 |
| I. Przychody netto ze sprzedaży produktów | 97 | 376 | 535 | 933 | 922 |
| II. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów | | | | | |
| B. Koszty działalności operacyjnej | 52 | 151 | 520 | 896 | 756 |
| I. Amortyzacja | | | | | |
| II. Zużycie materiałów i energii | | 11 | 9 | 29 | 6 |
| III. Usługi obce | | 138 | 179 | 378 | 429 |
| IV. Podatki i opłaty | | | 2 | 29 | 18 |
| V. Wynagrodzenia | | 2 | 294 | 427 | 292 |
| VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia, w tym: | | | 34 | 32 | 12 |

| | | | | | |
|-------------------------------------------------------------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|
| - emerytury | | | | | |
| VII. Pozostałe koszty rodzajowe | | | 1 | 1 | |
| VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów | | | | | |
| C. Zysk (strata) ze sprzedaży (A-B) | 45 | 225 | 16 | 38 | 166 |
| D. Pozostałe przychody operacyjne | 34 | | 13 | 32 | 18 |
| I. Zysk z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych | | | | | |
| II. Dotacje | | | | | |
| III. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych | | | | | |
| IV. Inne przychody operacyjne | 34 | | 13 | 32 | 18 |
| E. Pozostałe koszty operacyjne | | 3 | 6 | | |
| I. Strata z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych | | | | | |
| II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych | | | | | |
| III. Inne koszty operacyjne | | 3 | 6 | | |
| F. Zysk (strata) z działalności operacyjnej (C+G-E) | 45 | 222 | 23 | 70 | 184 |
| G. Przychody finansowe | | | | | |
| I Dywidendy i udziały w zyskach | | | | | |
| II. Odsetki | | | | | |
| III. Zysk z tytułu rozchodu aktywów finansowych | | | | | |
| IV. Aktualizacja wartości aktywów finansowych | | | | | |
| V. Inne | | | | | |
| H. Koszty finansowe | | 1 | 1 | 1 | 4 |
| I. Odsetki | | | 1 | 1 | 4 |
| II. Strata z tytułu rozchodu aktywów finansowych | | | | | |
| III. Aktualizacja wartości aktywów finansowych | | | | | |
| IV. Inne | | | | | |
| I. Zysk (strata) brutto (F+G-H) | 44 | 221 | 22 | 69 | 180 |
| J. Podatek dochodowy | 7 | 20 | 5 | 6 | 16 |
| K. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku | | | | | |

| | | | | | |
|---------------------------------------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|
| (zwiększenia straty) | | | | | |
| L. Zysk (strata) netto (I-J-K) | 38 | 201 | 17 | 63 | 164 |

W 2022 r. przychody ze sprzedaży produktów były niższe od uzyskanych za 2021 r. o około 1,2%.

Koszty działalności operacyjnej w 2022 r. były niższe o 140 tys. zł. zł, co oznacza spadek tych kosztów o około 18,5 % 2020 r. w wysokości 18 %.

Pozostałe przychody operacyjne w 2022 r. stanowią zaledwie 56 % podobnych przychodów za 2021 r. W skali bezwzględnych kwot oznacza to zmniejszenie tych przychodów o 14 tys. zł.

Pozostałe koszty operacyjne występują w śladowych wielkościach.

Zysk z działalności operacyjnej za 2022 r. jest dużo wyższy niż osiągnięty w 2021 r. bo o około 114 tys. zł, co stanowi wzrost o około 248,5 % od uzyskanego za 2021 r.

Przychody finansowe wartościowo wynoszą w tych 2 latach 0 zł.

Koszty finansowe są także mało znaczące; w 2021 r. 1 tys. zł a w 2022 r. niewiele ponad 3,5 tys. zł.

Zysk brutto za 2021 r. wyniósł 69 tys. zł a w 2022 r. 180 tys. zł. i podobnie zysk netto w 2021 r. wyniósł 63 tys. zł a w 2022 r. 164 tys. zł.

Strumień pieniężny w Spółce w badanym okresie

Z punktu widzenia wyceny wartości przedsiębiorstwa szczególnie istotny jest strumień pieniężny na poziomie operacyjnym zwany EBIT a zwłaszcza zysk operacyjny powiększony o amortyzację – EBITDA, albowiem ta właśnie wielkość ekonomiczna w zasadniczy sposób kształtuje wartość dochodową przedsiębiorstwa. Wartość EBITDA za poszczególne lata badanego okresu działalności (bez uwzględnienia inflacji) wykazuje wartość dodatnią. Oznacza to, że Spółka w badanym okresie historycznym miała zdolność generowania dochodów.

EBIT i EBITDA w układzie historycznym (zł)

| Wyszczególnienie | 2020 01.01-31.12 | 2021 01.01-31.12 | 2022 01.01-31.12 |
|-------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| 1. EBIT | 22 990,21 | 69 887,31 | 183 725,19 |
| 2. Amortyzacja | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 3. EBITDA | 22 990,21 | 69 887,31 | 183 725,19 |

Podkreślić należy, że latach 2020, 2021 i 2022 r. EBITDA jest dodatni i wykazuje wielką tendencję malejącą.; wzrosły przychody przedsiębiorstwa i nieco wolniej koszty uzyskania przychodów.

Powyższe pozwala przyjąć, że przedsiębiorstwo posiada trwałą zdolność generowania przychodów. Właściwą metodą oszacowania wartości rynkowej tego przedsiębiorstwa jest metoda zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych, zwana w skrócie metodą DCF (w j. angielskim: discounted cash flow).

1. ANALIZA WSKAŹNIKOWA

Wskaźniki rentowności w okresie od 01.01.2019 – 31.12.2022 r.

| Wyszczególnienie | Definicja wskaźnika | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Marża ze sprzedaży (%) | zysk ze sprzedaży x 100 % / przychody ze sprzedaży netto | 59,8% | 2,8% | 4,0% | 18,0% |
| Marża operacyjna (%) | zysk operacyjny x 100 % / przychody ze sprzedaży netto | 58,8% | 3,9% | 7,3% | 19,5% |
| Rentowność sprzedaży netto (%) | zysk netto x 100 % / przychody ze sprzedaży netto | 53,5% | 3,0% | 6,6% | 17,8% |
| Rentowność netto kapitałów własnych ROE (%) | zysk netto x 100 % / kapitały własne | 82,7% | 4,5% | 14,9% | 28,2% |
| Rentowność netto aktywów ogółem ROA (%) | zysk netto x 100 % / aktywa ogółem | 65,7% | 3,0% | 7,6% | 14,5% |

Z zaprezentowanych wskaźników rentowności wynika jednoznacznie, że przedsiębiorstwo posiadało wysoką rentowność na poziomie sprzedaży, operacyjnym i na poziomie zysku netto a także rentowność kapitałów własnych i podobnie rentowność aktywów ogółem.

Wskaźniki płynności w okresie 01.01.2019 – 31.12.2022 r.

| Wyszczególnienie | Definicja wskaźnika | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Płynność bieżąca | aktywa obrotowe netto/zobowiązania krótkoterminowe | 4,78 | 2,95 | 2,10 | 2,08 |
| Płynność szybka | (aktywa obrotowe netto – zapasy)/zobowiązania krótkoterminowe | 4,78 | 2,95 | 2,10 | 2,08 |
| Płynność gotówkowa | (środki pieniężne + krótkoterminowe papiery wartościowe) / zobowiązania krótkoterminowe | 3,27 | 1,64 | 0,78 | 0,60 |

Wskaźniki płynności bieżącej, szybkiej i gotówkowej osiągają poziom uznawany za bezpieczny.

Wskaźniki trwałości finansowania w okresie 01.01.2019 – 31.12.2022 r.

| Wyszczególnienie | Definicja wskaźnika | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Trwałość struktury finansowania - I złota reguła finansowania | (kapitały własne + rezerwy + zobowiązania długoterminowe) / aktywa trwałe | DZIEL/0 = 0 | DZIEL/0 = 0 | DZIEL/0 = 0 | DZIEL/0 = 0 |
| Trwałość struktury finansowania - II złota reguła finansowa | aktywa obrotowe / zobowiązania krótkoterminowe | 0,79 | 0,66 | 0,52 | 0,52 |

Wskaźniki trwałości struktury finansowania w badanym okresie od 2019 r. do 2022 r. spełniają warunki objęte I złotą regułą finansowania, w myśl której aktywa trwałe powinny być sfinansowane całkowicie kapitałem własnym i długoterminowymi zobowiązaniami. W badanym okresie Spółka nie dysponowała aktywami trwałymi i wartość w mianowniku wynosiła 0 zł stąd taki zapis powszechnie stosowany, gdy nie można wyliczyć wartości wskaźnika.

Wskaźniki w okresie od 2019 r. do 2022 r. w ramach II złotej reguły finansowania, w myśl której aktywa obrotowe przewyższają zobowiązania krótkoterminowe i mieszczą się na poziomie uznanym za finansowo bezpieczny. Osiągnięte wskaźniki w okresie pandemii były nieco gorsze niż w roku poprzednim.

Sytuacja finansowa Spółki w badanym okresie spełnia warunki dla kontynuacji działalności przedsiębiorstwa.

VII. PREZENTACJA I UZASADNIENIE PRZYJĘTYCH METOD WYCENY

O wyborze metody wyceny decyduje przede wszystkim cel i przedmiot wyceny. Celem wyceny jest oszacowanie wartości rynkowej Griffin Sp. z o.o. na dzień 31.12.2022 r. dla potrzeb restrukturyzacji własności kapitałowej Spółki.

Generalnie zaleca się, aby przeprowadzać oszacowanie wartości przedsiębiorstwa przy użyciu co najmniej dwóch metod wyceny, w szczególności spośród następujących:

- zdyskontowanych strumieni pieniężnych,
- wartości odtworzeniowej,
- wartości skorygowanej aktywów netto,
- rynkowej wartości likwidacyjnej,
- przy zastosowaniu metody rynkowej (mnożnikowej).

W literaturze przedmiotu często prezentuje się pogląd, iż rzeczywista wartość przedsiębiorstwa nie jest nigdy znana przed realizacją transakcji jego kupna i sprzedaży. Równie często podkreśla się, iż tak naprawdę to rzeczywistą i uchwytaną wartość spółki można ustalić dokładnie jedynie w dwóch momentach w jej historii tj. w momencie jej powstania oraz w momencie jej likwidacji. Zatem przyjmując powyższe poglądy można stwierdzić, że wszelkie inne próby ustalenia wartości spółki między tymi skrajnymi momentami w historii można traktować jako mniej lub bardziej trafne szacunki.

Podkreślić należy fakt, iż wynik oszacowania wartości firmy nie jest tożsamy z jej ceną, która zostaje określona dopiero w procesie negocjacji pomiędzy nabywcą i sprzedającym.

Przedmiotem wyceny może być przedsiębiorstwo rozumiane jako podmiot biznesowy lub też jako zorganizowane składniki majątku. Pierwsze podejście jest właściwe dla firm mających dobre perspektywy funkcjonowania i rozwoju, drugie natomiast wobec firm, które nie przynoszą właścicielowi korzyści z tytułu działalności gospodarczej (odpowiednio wysokiego zwrotu z kapitału) i zasadniczo nie mają perspektyw rynkowych.

Jako podstawową metodę wyceny firm mających perspektywy uzyskiwania dodatnich wyników ekonomicznych uznaje się powszechnie metody dochodowe, z których najczęściej stosowaną jest metoda zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych – zwana w skrócie metodą DCF. Metoda ta, ze względu na podstawowe kryterium szacowania wartości przedsiębiorstwa, jakim jest dochód z inwestycji (lub prowadzenia działalności biznesowej) najlepiej oddaje wartość rynkową działającego przedsiębiorstwa oraz pozwala na określenie oczekiwania potencjalnych inwestorów, dzięki właściwemu oszacowaniu stopy dyskontowej, która jest miernikiem oczekiwanej stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału przy określonym ryzyku przedsięwzięcia.

Powszechnie w literaturze wyróżnia się dwa rodzaje przepływów pieniężnych i odpowiadające im warianty metody DCF:

- Model przepływów pieniężnych dla właścicieli (akcjonariuszy, udziałowców) *Free Cash Flow to Equity* – ECFE lub *Equity Cash Flow* – ECF,
- Model przepływów pieniężnych dla całego przedsiębiorstwa *Free Cash Flow for the Firm* – FCFF lub *Free Cash Flow* - FCF .

Model ECFE pozwala wyznaczyć wartość fundamentalną kapitału własnego przedsiębiorstwa na podstawie przepływów pieniężnych przynależnych właścicielom.

Wobec przedmiotowego przedsiębiorstwa zastosowano metodę zdyskontowanych przyszłych przepływów, bowiem Spółka charakteryzuje się zdolnością do generowania zysku i dodatnich strumieni pieniężnych z całokształtu działalności, czyli na poziomie wyników netto.

Innym podejściem wyceny przedsiębiorstwa może być podejście majątkowe, oparte na wartości poszczególnych elementów aktywów i pasywów. Niestety, wycena według wartości

księgowej jest oderwana od dochodowości przedsiębiorstwa. W związku z tym, jak twierdzą teoretycy i liczni praktycy, może zostać wykorzystana wyłącznie do wyceny majątku przedsiębiorstwa, ale nie do wyceny przedsiębiorstwa jako podmiotu gospodarczego.

Odpowiedzią na zastrzeżenia, wysuwane w literaturze przedmiotu, wobec wyceny przedsiębiorstwa na poziomie jego wartości księgowej, było sformułowanie metody wartości skorygowanej aktywów netto, czyli wartości aktywów pomniejszonych o wszelkie zobowiązania, rezerwy bilansowe, rozliczenia międzyokresowe bierne i przychody przyszłych okresów.

Podstawą wyznaczenia wartości aktywów i zobowiązań mogą być bezpośrednio wielkości ujęte w księgach przedsiębiorstwa (wartość księgowa) lub poddane korekcie uwzględniającej sprowadzenie odpowiednich wartości do poziomu rynkowego i realnego.

Wycena typowego przedsiębiorstwa sektora niefinansowego przez obliczenie wartości skorygowanych aktywów netto wymaga:

1. oszacowania wartości poszczególnych składników aktywów;
2. określenia poziomu pozycji pasywów, oprócz kapitałów własnych. W większości wycen przyjmuje się je według wartości księgowej, nie poddając korekcie. Celowe (ale w polskiej praktyce rzadko spotykane) jest także uwzględnienie zobowiązań pozabilansowych, oszacowanych z uwzględnieniem prawdopodobieństwa ich wymagalności;
3. obliczenia skorygowanych aktywów netto przez wyznaczenie różnicy wielkości z punktów 1 i 2.

Przedmiotowa Spółka nie posiada majątku w postaci aktywów trwałych. Jej atutem jest relatywnie niewielki kapitał w relacji do generowanych dochodów z działalności.

Powyższe uzasadnia, że właściwą metodą oszacowania wartości rynkowej przedsiębiorstwa jest omówiona wyżej metoda dochodowa DCF.

VIII. PROJEKCJA FINANSOWA DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

1. MODEL FINANSOWY

Model finansowy wykorzystany do stworzenia projekcji finansowych jest oparty na dogłębnie sprawdzonej metodologii wypracowanej przez ekspertów w trakcie przygotowywania wielu projekcji, biznes planów, strategii rozwoju, wycen etc. dla różnorodnych przedsiębiorstw krajowych i zagranicznych, reprezentujących liczne branże i różnicowane formy własności.

Modele te nigdy nie zostały zakwestionowane przez żadną instytucję zewnętrzną (banki, fundusze, inwestorzy, właściciele), co więcej, z reguły odpowiadały oczekiwaniom adresatów wewnętrznych (zarządy, służby planistyczne) i potrzebom operacyjnym.

Bazą modelu finansowego jest projekcja przychodów i kosztów przedsiębiorstwa. Projekcja przychodów wychodzi od projekcji ilości i cen sprzedaży (na tyle szczegółowo jak jest to możliwe), co pozwala na późniejsze odniesienie kosztów do ilości lub wartości sprzedanych produktów. W kosztach wyróżnia się koszty stałe i zmienne. Wysokość kosztów zmiennych odniesiona jest do ilości produkcji sprzedanej.

Istotnym problemem w procesie planowania jest prawidłowa identyfikacja, a następnie prognozowanie (budżetowanie) kosztów zmiennych i stałych. W większości podmiotów gospodarczych nie jest prowadzony rachunek kosztów zmiennych, co powoduje konieczność określenia zmienności kosztów w oparciu o klasyfikację na koszty bezpośrednie i pośrednie. Jak uczy praktyka, ewentualne błędy wynikające z nieprawidłowej klasyfikacji kosztów pod kątem ich zmienności są w ostatecznym rachunku mniejsze, niż błędy planistyczne wynikające z oparcia prognoz na układzie rodzajowym, lub też na podziale na koszty bezpośrednie i pośrednie (rachunku kosztów pełnych).

Określenie wyniku operacyjnego przedsiębiorstwa kończy pierwszy etap prognozy. W drugim etapie następuje między innymi zaplanowanie:

- zapotrzebowania na kapitał obrotowy w oparciu o cykle rotacji,
- wydatków inwestycyjnych,
- zmian innych kategorii majątkowych (np. RMK czynne i bierne, pozycje wynikające z restrukturyzacji – sprzedaż majątku zbędnego, upłynnienie zapasów, windykacja należności trudno ściąganych itp.),
- poziomu niezbędnych kredytów obrotowych i inwestycyjnych.

Bardzo istotnym problemem w procesie prognozowania jest określenie zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Nieprawidłowe oszacowanie potrzeb przedsiębiorstwa w tym zakresie może spowodować ryzyko utraty płynności. W tym zakresie zwykle bazuje się na historycznych cyklach rotacji, przy uwzględnieniu realnych (możliwych do osiągnięcia np. w efekcie aktywnego zarządzania kapitałem obrotowym) przewidywanych zmianach cyklów, a także specyfiki branży.

Wobec planowanych wysokich nadwyżek finansowych i oczywistej zdolności przedsiębiorstwa do regulowania swoich zobowiązań kredytowych i leasingowych (zarówno w części kapitałowej jak i odsetkowej) na poziomie modelu finansowego zrezygnowano z projekcji działalności finansowej, a w konsekwencji pełnych przepływów pieniężnych i bilansów przedsiębiorstwa. Z punktu widzenia wyceny wartości przedsiębiorstwa, sposób finansowania działalności operacyjnej i inwestycyjnej przedsiębiorstwa ma duże znaczenie przy określaniu kosztu kapitału (stopy dyskontowej) jednakże nie wpływa na wielkość strumieni pieniężnych kształtujących wartość operacyjną przedsiębiorstwa, stanowiących podstawę kształtowania wartości Spółki.

2. SYTUACJA STRATEGICZNA PRZEDSIĘBIORSTWA

2.1. Sytuacja gospodarcza w Polsce i perspektywy

Dotychczasowe informacje, podobnie jak większość analiz wskazują, że rok 2019 był pomyślny dla polskiej gospodarki. Instytut Prognoz i Analiz Ekonomicznych w Warszawie w maju 2019 r. (IPIAG) w kolejnym raporcie o stanie i prognozie koniunktury gospodarczej zwraca uwagę na zasadnicze czynniki mają wpływ na wyniki gospodarcze kraju. Wskazywały na niższy wzrost PKB w 2019 r. bo w wysokości 4,0 % podczas gdy w 2018 r. było 5,1 %.

Popyt krajowy był głównym czynnikiem wzrostu i wzrósł o 4,5 % w 2019 r. a w 2020 r. po I półroczu wyraźnie spadł. Zwraca uwagę niezadowalające tempo wzrostu inwestycji. Stopa inwestycji podobnie stanowi istotne zagrożenie dla możliwości kontynuacji wzrostu gospodarczego w nadchodzącym czasie.

Obserwując zachowanie większości parametrów makroekonomicznych, polska gospodarka w 2019 roku osiągnęła bardzo dobre wyniki gospodarcze. W 2020 r. roku osiągnięcie dynamiki bliskiej poprzedniego roku nie było możliwe z powodu wystąpienia splotu niekorzystnych czynników w gospodarce, wynikających z pandemii Covid – 19. Ujawniły się efekty działań rządu, zwłaszcza zwiększenie popytu wewnętrznego w związku z uruchomieniem programów pomocy dla przedsiębiorstw.

Wzrost konsumpcji jako główny motor napędzający gospodarkę mocno stymulowany przez rząd w 2019 r. był kontynuowany w 2020 r. i jest w 2022 r. Istotne znaczenie ma impuls związany z wydatkami socjalnymi. Sprzyja konsumpcji rekordowo rosnące zatrudnienie i dynamika wzrostu wynagrodzeń. Z drugiej strony pojawiają się niedobory na rynku pracy wykwalifikowanych pracowników.

W 2020 r. tempo wzrostu zatrudnienia obniżyło się do poziomu 1,3 %. Odnotowano szybkie tempo wzrostu w budownictwie i mniejsze w przemyśle w 2021 r. Również zauważa się pogorszenie salda handlu zagranicznego z powodu pogarszającej się koniunktury zagranicą. Ma to wpływ na kursy euro i dolara.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy, w najnowszej wersji cyklicznego raportu World Economic Outlook, obniżył prognozę wzrostu PKB Polski w 2022 roku do 3,8 proc. z 4,5 proc., a w 2023 roku do 0,5 proc. z 2,0 proc. Poprzednie prognozy pochodziły z końca lipca br.

MFW szacuje, że średniorocznie wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) w Polsce w 2022 roku wyniesie 13,8 proc., a na koniec roku 15,8 proc. Wg MFW średnioroczna inflacja w Polsce wyniesie w 2023 roku 14,3 proc., czyli wyżej niż w 2022 r., a na koniec 2023 roku – 9,0 proc.

Według MFW w dłuższym terminie – w 2027 roku – polska gospodarka może urosnąć o 3,1 proc., a inflacja będzie na poziomie celu NBP, czyli 2,5 proc.

Jeśli idzie o prognozy dla światowej gospodarki MFW pozostawił bez zmian prognozę wzrostu światowego PKB w 2022 roku. "Przewiduje się, że globalny wzrost spowolni do 3,2 proc. W 2022 r. z 6,0 proc. w 2021 r. i 2,7 proc. w 2023 r. Jest to najniższa ścieżka wzrostu PKB od 2001 r., z wyjątkiem globalnego kryzysu finansowego i ostrej fazy pandemii COVID-19, i odzwierciedla znaczne spowolnienie dla największych gospodarek: skurczenie się amerykańskiego PKB w pierwszej połowie 2022 r., skurczenie się strefy euro w drugiej połowie 2022 r. oraz przedłużającą się pandemię COVID – 19 i związane z nią lockdowny w Chinach wraz z narastającym kryzysem w sektorze nieruchomości. Około jedna trzecia światowej gospodarki stoi przed dwoma kolejnymi kwartałami ujemnego wzrostu" – napisano w październikowym raporcie.

Przewiduje się w raporcie, że globalna inflacja wzrośnie do 8,8 proc. w 2022 r. z 4,7 proc. W 2021 r., a następnie spadnie do 6,5 proc. w 2023 r. i do 4,1 proc. w 2024 r. Niespodzianki związane ze wzrostem inflacji były najbardziej rozpowszechnione wśród gospodarek rozwiniętych, przy większej zmienności na rynkach wschodzących i rozwijających się gospodarkach" – dodano.

W ocenie MFW w bilansie czynników ryzyka dla perspektyw wzrostu PKB na świecie nadal przeważają czynniki o charakterze negatywnym. "W bilansie ryzyka dla scenariusza bazowego prognozy nadal dominują czynniki o charakterze negatywnym, o silnym oddziaływaniu. (...) Gospodarka światowa nadal stoi przed poważnymi wyzwaniami,

ukształtowanymi przez utrzymujące się skutki trzech potężnych sił: rosyjskiej inwazji na Ukrainę, kryzysu związanego z kosztami życia spowodowanego utrzymującą się i narastającą presją inflacyjną oraz spowolnienia gospodarczego w Chinach" – napisano w raporcie.

"Wstrzymanie dostaw gazu przez Rosję może obniżyć produkcję w Europie. Odrodzenie się pandemii COVID-19 lub nowych globalnych obaw o zdrowie publiczne może jeszcze bardziej zahamować wzrost PKB. Pogłębienie się kryzysu w sektorze nieruchomości w Chinach może przełożyć się na krajowy sektor bankowy i wpłynąć na rozwój kraju, z negatywnymi skutkami transgranicznymi. A fragmentacja geopolityczna może utrudniać przepływy handlowe i kapitałowe, dodatkowo utrudniając współpracę w zakresie polityki klimatycznej" – wskazano.

W raporcie wskazano, że inflacja powinna osiągnąć swój szczyt pod koniec 2022 roku. Utrzymująca się i rosnąca presja inflacyjna spowodowała szybkie i zsynchronizowane zaostrenie warunków monetarnych, wraz z silną aprecjacją dolara amerykańskiego w stosunku do większości innych walut. Zacieśnienie globalnych warunków monetarnych i finansowych przebija się przez gospodarki, zmniejszając popyt i pomagając stopniowo ujarzmić inflację. Jak dotąd jednak presja cenowa okazuje się dość uporczywa i stanowi poważne źródło obaw dla decydentów. Spodziewamy się, że globalna inflacja osiągnie szczyt pod koniec 2022 r., ale pozostanie na podwyższonym poziomie dłużej niż wcześniej oczekiwano – ocenili analitycy MFW.

Zagadnienie stóp procentowych to trudne zadanie światowych banków centralnych odpowiedniego wyważenia polityki monetarnej. Polityka pieniężna może przestrzelić w kwestii właściwego stanowiska w celu obniżenia inflacji. Ścieżki polityki monetarnej w największych gospodarkach mogą nadal się różnić, prowadząc do dalszej aprecjacji dolara amerykańskiego i napięć transgranicznych. Więcej szoków związanych z cenami energii i żywności może spowodować dłuższe utrzymywanie się inflacji. Globalne zaostrenie warunków finansowania może wywołać powszechny kryzys zadłużenia rynków wschodzących – napisano w publikacji MFW.

Kolejny problem to kryzys energetyczny. W raporcie wskazano, że inwazja Rosji na Ukrainę spowodowała również spowolnienie działalności gospodarczej przez wywołanie kryzysu energetycznego.

Wojna w Ukrainie i pogłębiające się cięcia w dostawach gazu do Europy spotęgowały napięcia na światowych rynkach surowcowych, co ponownie doprowadziło do wzrostu gazu ziemnego. Gospodarki europejskie, w tym największa, Niemcy, są narażone na skutki cięć w dostawach gazu. Ciągła niepewność co do dostaw energii przyczyniła się do spowolnienia

realnej aktywności gospodarczej w Europie, zwłaszcza w przemyśle, osłabiając konsumentów i, w mniejszym stopniu, zaufanie przedsiębiorców.

Bieżąca projekcja NBP dotycząca inflacji i PKB (opublikowana w dniu 10 marca 2023 r.) przewiduje, że średnioroczna inflacja CPI r/r wyniesie: w 2023 r. 11,9 %, w 2024 r. 5,7 %, w 2025 r. 3,5 %. Przyjęty poziom wzrostu PKB r/r wyniesie w cenach stałych: w 2023 r. 0,9 %, w 2024 r. 2,1 %, w 2025 r. 3,1 %.

2.2. Kluczowe czynniki sukcesu w branży

Griffin Sp. z o. o. posiada już sprawdzone grono odpowiedzialnych odbiorców i dostawców z którymi bieżąco utrzymuje kontakty, doświadczoną załogę oraz udoskonaloną organizację pracy. Kluczowe czynniki sukcesu w branży szczegółowo omówiono powyżej w Rozdziale IV Opis przedmiotu wyceny, ustęp 4 Inne dane charakterystyki przedsiębiorstwa w punkcie zatytułowanym Prognozy rozwojowe Spółki podstawowych wyników na przyszłe 5 lat.

Spółka prowadzi sprawy związane z sporami prawnymi, dotyczącymi zagadnień finansowych i ubezpieczeniowych (kredyty waloryzowane w walutach obcych, kredyty podlegające na mocy ustawy pod sankcją kredytu darmowego, polisolokaty i inne). Największe obecnie wartościowo sprawy dotyczą kredytów waloryzowanych w walutach obcych a w najbliższych latach uzupełnione o sankcje kredytu darmowego.

Spółka posiada już zaawansowany portfel spraw związanych z kredytami waloryzowanymi we frankach szwajcarskich, który ma znaczącą wartość opłat końcowych za obsługę;

- obecnie w obsłudze jest 340 takich kredytów,

- 137 nowych umów zostało podpisanych od września ubiegłego roku,- w kilkudziesięciu „starych” sprawach zapadły już korzystne wyroki pierwszej instancji, pierwsze uprawnocnienia spodziewane są na przełomie tego i następnego roku,

- łączna wartość przedmiotu sporu w tych sprawach to ok. 80 mln. złotych.

Planowany rozwój powinien doprowadzić do osiągnięcia liczby 150-200 nowych umów na obsługę kredytów waloryzowanych w walutach obcych miesięcznie. Dla osiągnięcia tego budowana jest obecnie sieć pośredników pozyskujących klientów na terenie całej Polski.

Umowy pozyskane w ostatnim półroczu pochodzą z dotarcia bezpośredniego metoda telemarketingu (call center). Uruchamiane są nowe kanały: pośrednicy zewnętrzni (kilka podpisanych umów), własna sieć reprezentantów terenowych, kampanie w Internecie,

- zasoby klientów do objęcia obsługą w tych sporach szacowane są na rynku na 500 tys. (źródło: raport 2022 Votum, <https://ri.votum-sa.pl/nawosci/aktualnosc/raport-roczny-2022/>), co powoduje iż najbliższe pięć lat może zostać oparte na pozyskiwaniu takich klientów, zaś najwyższa liczba pozyskanych przyjęta w 2026 roku, później tendencja spadająca.

Kolejnym obszarem obsługi, który został już uruchomiony (kilkanaście umów) to klienci, posiadający spory z instytucjami finansowymi, które udzieliły kredytów i pożyczek złotówkowych, zawierających niedozwolone zapisy wymienione w art. 45 ustawy z dnia 12 maja 2011 roku o kredycie konsumenckim. To sprawy o wartości przedmiotu sporu średnio poniżej 100 tys. zł. Będzie to szybkim uzupełnieniem przychodów Spółki, docelowa ilość to pozyskiwanie ok. 200 takich klientów miesięcznie.

3. GENERALNE ZAŁOŻENIA PROJEKCYJNE

1. Wszystkie wielkości ekonomiczno – finansowe zaplanowane zostały przy zastosowaniu zasady ostrożności wyceny.
2. Projekcja nie zakłada kontynuowania działalności w terminie nieoznaczonym.
3. Wszystkie wielkości ekonomiczno – finansowe niniejszej projekcji zaplanowane zostały w cenach stałych, tzn. bez uwzględnienia inflacji w okresie projekcji.
4. Wycenę sporządzono na stan 31.12.2022 r.
5. Bazą projekcji finansowej jest rachunek zysków i strat za okres 01.01-31.12.2022 r.
6. W projekcji działalności założono okres 5 lat, obejmujących 12 miesięczne okresy, na które składają się:
 - 1 rok prognozy – 2023 r.,
 - 2 rok prognozy – 2024 r.,
 - 3, 4 i 5 rok prognozy - analogicznie.
7. Przyjęto, że planowane na 5 rok wyniki nie będą reprezentatywne dla nieskończonego okresu funkcjonowania przedsiębiorstwa; nie planuje się założeń dla dalszego okresu funkcjonowania przedsiębiorstwa po okresie projekcji.
8. Prognozę kapitału obrotowego oszacowano w oparciu o cykle rotacji należności i zobowiązań na stałym poziomie na podstawie całorocznego wykonania za 2022 r.

4. PROGNOZA RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

Założenia do prognozy rachunku zysków i strat:

- Okres projekcji jako wiarygodny do wyceny metodą DCF przyjęto okres 5 letni.
- W prognozie przychodów zastosowano ceny stałe wychodząc z poziomu przeciętnych cen z działalności przedsiębiorstwa za 2022 r.

- Prognozy rachunku zysków i strat przyjęto z opracowania Spółki, które zostały sporządzone w oparciu o dotychczasowe doświadczenie Spółki oraz znajomość kształtowania się rynku kredytów hipotecznych w walutach obcych, stanowiących źródło pozyskania przychodów z usług prawniczych przez Spółkę.
- W projekcji złożono, że koszty działalności operacyjnej obejmować będą niezbędne wydatki w proporcji do potrzeb, wynikających z przyjętej prognozy przychodów ze sprzedaży i finansowane w ramach bieżących kosztów operacyjnych.

Kolejne roczne kwoty kosztów działalności operacyjnej głównie dotyczą wydatków na zakupy usług obcych, wynagrodzenia i pochodne wynagrodzeń i pozostałe koszty w oparciu o dotychczasowe doświadczenia Spółki.

- Oszacowane w prognozie pozostałe przychody operacyjne uwzględniono w proporcji do wielkości prognozy sprzedaży z wykonania za rok bazowy 2022 r.
- Jeśli idzie o pozostałe koszty operacyjne przyjęto w poszczególnych ich wartość 0 złotych.
- Przychody finansowe dla poszczególnych lat projekcji przyjęto w wysokości 0 złotych.
- Jeśli idzie o koszty finansowe uwzględniono poziom tych kosztów w relacji do poziomu wzrostu przychodów operacyjnych w poszczególnych latach prognozy; w 1 roku prognozy zostały oszacowane na 10 tys. zł, w 2 roku 20 tys. zł., w 3 i roku prognozy w kwocie 100 tys. zł a w 5 roku prognozy 200 tys. zł.
- W kolejnych latach prognozy w oparciu o doświadczenia własne nie przyjęto ponoszenia wydatków inwestycyjnych na potrzeby nowych środków trwałych.
- Stawkę podatku dochodowego przyjęto w wysokości dla 1 i 2 roku prognozy 9 %, w pozostałych latach prognozy 19 %.

Wykonanie i prognoza rachunku zysków i strat (tys. zł)

| Wyszczególnienie | Wyko- nanie | Prognoza | | | | |
|----------------------------------------------------------|----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2021 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Przychody ze sprzedaży | 922 | 1 116 | 3 910 | 10 195 | 21 785 | 80 765 |
| Koszt własny sprzedaży | 756 | 1 091 | 3 221 | 7 452 | 15 323 | 56 540 |
| Zysk/(strata) brutto ze sprzedaży | 166 | 25 | 689 | 2 743 | 6 462 | 24 225 |
| Pozostałe przychody operacyjne | 18 | 20 | 20 | 30 | 30 | 30 |
| Koszty sprzedaży | | | | | | |
| Koszty ogólne zarządu | | | | | | |
| Pozostałe koszty operacyjne | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Zysk/(strata) z działalności operacyjnej | 184 | 45 | 709 | 2 773 | 6 492 | 24 255 |
| Przychody finansowe | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Koszty finansowe | 4 | 10 | 20 | 100 | 100 | 200 |
| Zysk/(strata) brutto | 180 | 36 | 938 | 2 674 | 6 393 | 24 056 |
| Podatek dochodowy | 16 | 7 | 178 | 508 | 1215 | 4571 |
| Zysk/(strata) netto z działalności kontynuowanej | 164 | 29 | 760 | 2 166 | 5 178 | 19 485 |
| Działalność zaniechana | | | | | | |
| Zysk/(strata) z działalności zaniechanej za rok obrotowy | | | | | | |
| Zysk/(strata) netto za rok obrotowy | 164 | 29 | 760 | 2 166 | 5 178 | 19 485 |

IX. OSZACOWANIE WARTOŚCI SPÓŁKI

1. WYCENA METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZYSZŁYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH

1.1. Metodyka wyceny DCF

Model wolnych przepływów pieniężnych dla właścicieli

W wycenie DCF wartość wycenianego podmiotu jest równa sumie generowanych przez niego dochodów zdyskontowanych na moment wyceny. Zaktualizowana wartość dochodów jest oszacowana na podstawie wzoru:

$$W = CF_1 \times R + CF_2 \times R + \dots + CF_n \times R + RV \times R$$

gdzie:

- W - wartość przedsiębiorstwa,
- CF_i - wartość strumieni pieniężnych w kolejnych latach projekcji,
- R - czynnik dyskontujący,
- RV - wartość bieżąca wartości rezydualnej,
- n - ilość lat projekcji.

Wartość rezydualna jest to wartość oczekiwanych przepływów gotówkowych przedsiębiorstwa w okresie kontynuacyjnym, czyli po wyraźnie oznaczonym okresie prognozy.

Wartość rezydualną obliczono stosując wzór służący do obliczenia wolnych przepływów gotówkowych przy założeniu stałego ich wzrostu:

$$RV = \frac{FCF_K}{r_{n+1} - g}$$

gdzie:

- RV - wartość rezydualna,
- FCF_K - znormalizowany poziom wolnych przepływów gotówkowych w pierwszym roku po wyraźnie oznaczonym okresie prognozy,
- r_{n+1} - stopa dyskontowa dla 1 roku po ściśle oznaczonym okresie projekcji,
- g - oczekiwana stopa wzrostu wolnych przepływów gotówkowych w nieskończonym okresie.

Uwzględniając powyższy wzór, można wskazać, że z punktu widzenia założeń metodycznych istotne znaczenie ma:

określenie szczegółowych założeń dotyczących modelu przepływów pieniężnych, w tym:

- sporządzenie biznesplanu wycenianego podmiotu, którego celem jest zdefiniowanie sposobu obliczania wartości wpływów i wydatków w kolejnych latach projekcji;
- sposobu szacowania wartości kapitałów własnych i kapitałów obcych;
- przyjęcie metodyki oszacowania stopy dyskontowej;
- określenie sposobu oszacowania wartości rezydualnej (wartości przedsiębiorstwa na koniec okresu projekcji).

W następnych punktach przedstawione zostaną założenia przyjęte do oszacowania każdego z powyższych elementów modelu.

Wycena Spółki została sporządzona na podstawie wolnych przepływów pieniężnych obliczonych według przedstawionego niżej algorytmu

(+) zysk netto

(+) amortyzacja

(-) nakłady inwestycyjne

(+/-) zmiana stanu zapasów

(+/-) zmiana stanu należności

(+/-) zmiana stanu zobowiązań bieżących

(+/-) zmiana stanu pozostałych aktywów i pasywów operacyjnych

(+) wpływy finansowe

(-) wydatki finansowe

FCFE

Wartość końcowa

Koszt kapitału własnego

Współczynnik dyskontowy

Zdyskontowane FGFE

Suma zdyskontowanych FCFE

Zdyskontowana wartość końcowa

Wartość dochodowa kapitału własnego (Equity Value)

1.2. Stopa dyskontowa

Wycena Spółki sporządzona metodą DCF oparta została na wolnych przepływach pieniężnych. Nadwyżka wynikająca z tych przepływów stanowi źródło przychodów właścicieli kapitału udziałowego przedsiębiorstwa oraz ewentualnych właścicieli zaangażowanego kapitału obcego (kredytów i pożyczek). W związku z tym, stopa dyskontowa użyta do sprowadzenia wartości nadwyżek z kolejnych lat projekcji na moment wyceny odzwierciedlać będzie średni ważony koszt kapitałów zaangażowanych w finansowanie przedsiębiorstwa (*WACC - Weighted Average Cost of Capital*).

Ogólny wzór na WACC przedstawia się następująco:

$$WACC = R_w \times \frac{E}{K} + R_o \times \frac{D}{K} \times (1 - T)$$

gdzie:

WACC – średni ważony koszt kapitału

R_w – koszt kapitałów własnych

E – wartość kapitałów własnych

K – suma kapitałów własnych i obcych

D – kapitały obce

R_o – koszt używania kapitałów obcych

T – stopa podatku dochodowego

Z przedstawionego wzoru wynika, że oszacowanie stopy dyskontowej wymaga obliczenia WACC. W tym celu niezbędne jest określenie planowanej struktury kapitałowej Spółki, a także kosztów kapitałów własnych oraz obcych.

Niżej przedstawiono zasady oszacowania powyższych parametrów. Projekcja została sporządzona w cenach stałych, czyli że zarówno koszt kapitałów własnych, jak i koszt kapitałów obcych, oszacowane zostały w wartościach stałych (tj. bez uwzględnienia inflacji).

Struktura kapitałowa

Struktura kapitału, czyli relacja kapitałów własnych do kapitałów obcych, powinna odzwierciedlać planowaną strukturę w okresie projekcji.

Koszt kapitałów własnych

Do oszacowania kosztu kapitału wykorzystano model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM). Koszt kapitału własnego, rozumiany jest tu jako wymagana stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału, co oznacza że jest równy sumie stopy wolnej od ryzyka oraz premii za ryzyko inwestycji w kapitał własny wyznaczonymi w następujący sposób

$$r_w = r_f + r_r \times \beta$$

gdzie:

r_f – stopa zwrotu z instrumentów wolnych od ryzyka

r_r – stopa zwrotu z portfela rynkowego

β – współczynnik zmiany stopy zwrotu danego papieru wartościowego na zmianę stopy zwrotu portfela rynkowego.

Projekcje inflacji i PKB – marzec 2023

Bieżąca projekcja inflacji i PKB (dane: NBP opublikowane 10 marca 2023 r.)

| | 2023 | 2024 | 2025 |
|----------------------|------|------|------|
| Inflacja CPI r/r (%) | 11,9 | 5,7 | 3,5 |
| PKB r/r (%) | 0,9 | 2,1 | 3,1 |
| WIBOR 3M* (%) | 6,95 | 6,95 | 6,95 |

* projekcja sporządzona przy założeniu stałych stóp procentowych NBP

Projekcja inflacji i PKB opracowywana jest w Departamencie Analiz i Badań Ekonomicznych (DABE) Narodowego Banku Polskiego i przedstawia prognozowany rozwój sytuacji w gospodarce przy założeniu stałych stóp procentowych NBP.

Przyjęto do oszacowania wartości rynkowej Spółki stopę zwrotu z instrumentów wolnych od ryzyka na okres prognozy w latach 2023 – 2027 w oparciu o 6 % obligacje za okres prognozy, które są średnią za okres 10 letni. Spełniają one warunek Rate of Return czyli Stopy zwrotu z inwestycji (realna stopa zwrotu z bezpiecznej inwestycji). Założono, że inflacja w 2026 r. wyniesie 3,5 % podobnie jak w prognozie NBP z marca 2023 r. oraz osiągnie wartość docelową w 2027 r. w wysokości 2,5 %.

Stopa zwrotu z obligacji bez inflacji wynosi w 1. okresie prognozy wynosi kwotę ujemną minus 5,9 % (obliczenie: 6,00 % - 11,9 % = - 5,9 %) już od 2 roku jest dodatnia 0, 3 %, w 3 i 4 roku 2,5 %, a w 5 roku prognozy 3,5 %.

Premia za ryzyko

Premia za ryzyko rynkowe bazująca na aktualnych wyliczeniach dla Polski opublikowanych w serwisie A. Damodarana (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>) wynosi 7,40%; Premia za ryzyko kraju bazująca na aktualnych wyliczeniach dla Polski opublikowanych w serwisie A. Damodarana () wynosi 1,46%;

Wskaźnik beta przyjęto na poziomie 0,90 w oparciu o dane opublikowane w serwisie A. Damodarana (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>).

Źródło: Serwis A. Damodarana (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>) z 05 stycznia 2023 r.

Tabela: Koszt kapitału własnego prognoza

| Kalkulacja kosztu kapitału własnego | 31.12. 2022 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|------------------------------------------|-------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| Beta (operating) | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Beta | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| Risk Premium Premia za ryzyko | 8,86% | 8,86% | 8,86% | 8,86% | 8,86% | 8,86% |
| Inflacja% | 12,10% | 11,90% | 5,70% | 3,50% | 3,50% | 2,50% |
| Rate of Return Stopa zwrotu z inwestycji | -6,10% | -5,90% | 0,30% | 2,50% | 2,50% | 3,50% |
| Cost of Capital Koszt kapitału | 1,87% | 2,07% | 8,27% | 10,47% | 10,47% | 11,47% |

* Obliczenia w opisie powyżej.

Średni ważony koszt kapitału (WACC) jest obliczeniem całkowitego koszt kapitału dla firmy, w którym każdej kategorii kapitału proporcjonalnie nadaje się odpowiednią wagę. Wszystkie źródła kapitału – akcje, obligacje i innego zadłużenia długoterminowego – są ujęte w kalkulacji WACC.

$WACC=(EV)*rE+(DV)*rD(1-Tc)$, 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.^[1]

uwaga: czynnik (1-Tc) nie zawsze jest stosowany.

Wynik oszacowania stopy dyskontowej

Na podstawie obliczonych wskaźników oczekiwanej stopy zwrotu z kapitałów własnych, wskaźników kosztów kapitałów obcych oraz przyjętej struktury kapitałowej, dokonano obliczeń średniego ważonego kosztu kapitału (WACC), który w wycenie został wykorzystany jako stopa dyskontowa służąca do aktualizacji salda strumieni pieniężnych na moment wyceny. Niżej przedstawiono wartości WACC dla kolejnych lat projekcji.

Tabela: Prognoza WACC

| Koszt kapitału WACC | 2022 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|---------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Kapitał własny (księgowa wartość) | 581 | 610 | 1 370 | 3 536 | 8 714 | 28 200 |
| Kapitał własny (rynkowa wartość - tutaj równa księgowej) | 581 | 610 | 1 370 | 3 536 | 8 714 | 28 200 |
| Dług bankowy - pożyczka od jednostki powiązanej | 7 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| udział KW w strukturze | 99% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| udział D w strukturze | 1% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| koszt kapitałów własnych | 1,87% | 2,07% | 8,27% | 10,47% | 10,47% | 11,47% |
| koszt D | | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% |
| stopa podatkowa | 9% | 9% | 9% | 19% | 19% | 19% |
| efektywny koszt D | 0% | 11,8% | 11,8% | 10,5% | 10,5% | 10,5% |
| WACC | 1,85% | 2,07% | 8,27% | 10,47% | 10,47% | 11,47% |
| Dodatkowa premia za ryzykowną strukturę finansowania | | | | | | |
| WACC (bez uwzględnienia ryzyka struktury finansowania) | 1,85% | 2,07% | 8,27% | 10,47% | 10,47% | 11,47% |

1.3. Wartość rezydualna

Wartością rezydualną jest, zaktualizowana na moment wyceny, wartość wolnych przepływów pieniężnych osiągniętych po okresie projekcji. Oszacowanie wartości rezydualnej przeprowadza się w dwóch etapach:

Etap I: Oszacowanie wartości wolnych przepływów pieniężnych po okresie projekcji, zaktualizowanych na moment zakończenia projekcji.

Tak zdefiniowane przepływy pieniężne po okresie projekcji, zaktualizowane na moment jej zakończenia, można obliczyć jako sumę ciągu płatności o stałej stopie wzrostu, przy założonej stopie dyskonta. Wyraża się to wzorem:

$$RV = \frac{CF_n \times (1 + q)}{k_n - q}$$

gdzie:

RV – wartość rezydualna

CF_n – saldo wpływów i wydatków w ostatnim okresie projekcji ,

k_n – stopa dyskontowa oszacowana dla ostatniego okresu projekcji

q – stała stopa wzrostu.

- Parametr q, tj. stała stopa wzrostu po okresie projekcji.

Istnieje znaczna trudność w określeniu tego wskaźnika. Zasadniczo jego poziom wiązać należy z branżą, w której funkcjonuje wyceniany podmiot oraz wskaźnikami makroekonomicznymi jak stopa inflacji i stopa wzrostu gospodarki narodowej.

Etap II: Wartość rezydualną oszacowaną w I etapie aktualizuje się na moment wyceny Wykorzystując stopę dyskonta odpowiadającą ostatniemu okresowi projekcji.

W niniejszym oszacowaniu Spółki oszacowanie wartości rezydualnej jest bezprzedmiotowe.

1.4. Nakłady inwestycyjne

Nie przewiduje się wydatków inwestycyjnych na wytworzenie lub zakup aktywów trwałych.

1.5. Wyniki wyceny metodą DCF

Oszacowanie wartości rynkowej Griffin Sp. z o.o. sporządzono metodą zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych (DCF) Zastosowano model wolnych przepływów pieniężnych dla właścicieli (akcjonariuszy, udziałowców). Obliczenia zamieszczono w załączniku – Arkusz kalkulacyjny wyceny.

Wartość rynkowa Griffin Sp. z o.o. sporządzona metodą DCF na stan 31.12.2022 r. wynosi kwotę 3 688 000 zł (słownie: trzy miliony sześćset osiemdziesiąt osiem tysięcy złotych).

Mając na względzie dotychczasowy stan wyników finansowych z działalności w okresie historycznym Spółki, potwierdzających zdolność Spółki do generowania nadwyżki finansowej z jednej strony oraz negatywny wpływ pandemii Covid – 19 na wyniki gospodarcze w świecie i w naszym kraju przyjmuje się założenie kontynuacji działalności Spółki. Potwierdzają to zwłaszcza ostatnie dwa lata, kiedy roczny przychód ze sprzedaży produktu wynosił po około 1 mln zł.

Prognoza wyników działalności operacyjnej, pozostałej działalności oraz salda działalności finansowej, że działalność ta przyniesie bardzo dobre wyniki działalności finansowej Spółki. Specyfika obszaru działalności w zakresie usług związanych z umowami bankowych kredytów w walucie obcej, zwłaszcza franka szwajcarskiego. Decyzje co do rozstrzygnięcia sporów stron umów kredytowych hipotecznych dotarły na poziom Unii Europejskiej i jest nadzieja, że problemy związane z rozstrzygnięciem sporów zostaną w ciągu kilku lat w istotnym stopniu zakończone. Oznacza to radykalne zmniejszenie popytu na usługi stanowiące zasadniczy przychód ze sprzedaży Spółki. Stan zapotrzebowania przedmiotowego rynku na usługi prawnicze na tym obszarze ograniczy przychody sprzedaży Spółki. Ta sytuacja ma istotne znaczenie na wartość rynkową przedmiotowej Spółki. Wyceną Spółki ograniczono do 5 lat działalności operacyjnej, poczynając od końca 2022 r. W oparciu o powyższe uznać należy, że wartość rynkową oszacowania Spółki najlepiej wyraża metoda zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych, zwana w jak metoda DCF. Ostatecznie zatem rekomendowana oszacowana wartość rynkowa przedmiotowego przedsiębiorstwa na stan 31.12.2022 r. wynosi kwotę 3 688 000 zł (słownie: trzy miliony sześćset osiemdziesiąt osiem tysięcy złotych).

Kwota powyższa oznacza wartość rynkową całości udziałów należnych udziałowcom .

Wartość rynkowa 1 udziału z spośród 2 000 wyemitowanych udziałów wynosi kwotę 1 844 złotych.



ZAŁĄCZNIKI:

1. ARKUSZ KALKULACYJNY OSZACOWANIA GREFFIN NA STAN 31.12.2022 R. METODĄ DCF

| | tys. PLN | | | | | |
|-----------------------------------------------------------------------------|-------------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| WYCENA - (FCFE) wolnych przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy | 01.01 - 31.12.2022 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Przychody ze sprzedaży | 922 | 1 116 | 3 910 | 10 195 | 21 785 | 80 765 |
| stopa wzrostu | -1% | 21% | 250% | 161% | 114% | 271% |
| Zysk brutto + amortyzacja | 180 | 36 | 938 | 2 674 | 6 393 | 24 056 |
| Marża zysk brutto + amortyzacja | 20% | 3% | 24% | 26% | 29% | 30% |
| Zysk brutto | 180 | 36 | 938 | 2 674 | 6 393 | 24 056 |
| Marża zysku brutto | 20% | 3% | 24% | 26% | 29% | 30% |
| Podatek dochodowy od EBIT | 16 | 3 | 84 | 508 | 1215 | 4571 |
| Zysk netto | 164 | 33 | 854 | 2 166 | 5 178 | 19 485 |
| Amortyzacja | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Zmiana zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto | | -56 | -803 | -1 806 | -3 331 | -16 952 |
| Nakłady inwestycyjne | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Free Cash Flow to Firm (FCFE) | | -23 | 51 | 360 | 1 847 | 2 534 |
| WACC | | 2,07% | 8,27% | 10,47% | 10,47% | 11,47% |
| Współczynnik dyskontujący | | 98% | 90% | 82% | 74% | 67% |
| Discounted Free Cash Flow | | -23 | 46 | 294 | 1369 | 1685 |
| | tys. PLN | | | | | |
| Zsumowana wartość zdyskontowanych FCFE | 3 372 | | | | | |
| Stopa wzrostu FCF po okresie szczegółowej prognozy | 0,0% | | | | | |
| Wartość rezydualna | 0 | | | | | |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 0 | | | | | |
| Wartość brutto przedsiębiorstwa (FIRM VALUE) | 3 372 | | | | | |
| Wartość długu (kredyty bankowe; leasing, obligacje) | 7 | | | | | |
| Gotówka i jej ekwiwalent | 323 | | | | | |
| Wartość długu netto | -316 | | | | | |
| Wartość kapitału dla udziałowców/akcjonariuszy (EQUITY VALUE) | 3 688 | | | | | |
| FCFE | 3 688 | | | | | |
| Ilość udziałów | 2 000 | | | | | |
| Cena jednego udziału wynikająca z wyceny metodą DCF (PLN) | 1 844 | | | | | |

2. RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT GRIFFIN SP Z O.O. ZA OKRES 01.01.2022 - 31.12.2022 R.

3. SPRAWOZDANIE ZARZĄDU Z DZIAŁALNOŚCI GRIFFIN ZA OKRES 01.01.2022-31.12.2022 R.