

Wojciech Makuć
organizacja i zarządzanie przedsiębiorstwami, analizy i wyceny przedsiębiorstw
oraz rachunkowość i finanse przedsiębiorstw



1014-24-162 674

KANCELARIA OGÓLNA	egzemplarz nr 1
08 -08- 2024 (37)	Urząd Skarbowy Łódź-Widzew Kancelaria Ogólna
data stempla pocztowego	12 -08- 2024 (37)
	Ilość załączników

OPINIA EKSPERCKA

**Ustalenie wartości udziałów w spółce
WERO MODA sp. z o.o. z siedzibą w
Piasecznie (KRS 0000807430)**

SYNPRO - Wojciech Makuć

organizacja i zarządzanie przedsiębiorstwem, analiza i wycena
przedsiębiorstw oraz rachunkowość i finanse przedsiębiorstw
01-756 Warszawa, ul. Przasnyska 7 lok 143
email: kancelaria@kuir.pl

Warszawa, dnia 8 sierpnia 2024 r.

ROZDZIAŁ 1

ZLECENIE WYDANIA OPINII

Opinia wydana na podstawie na podstawie zlecenia 26 kwietnia 2024 r. Naczelnika Urzędu Skarbowego Łódź – Widzew.

ROZDZIAŁ 2

WYKONAWCA OPINII

Wojciech Makuć - ekspert w zakresie organizacji i zarządzania przedsiębiorstwami, analizy i wyceny przedsiębiorstw oraz rachunkowości i finansów przedsiębiorstw. Autor ponad 160 opinii wydanych dla potrzeb postępowań sądowych, prokuratorskich, w sprawach gospodarczych oraz cywilnych zlecanych przez Sądy, prokuraturę, syndyków oraz strony postępowania. Autor posiada **licencję kwalifikowanego doradcy restrukturyzacyjnego (nr 37)** wydaną przez Ministra Sprawiedliwości oraz jest wpisany na listę biegłych sądowych przy:

1. Sądzie Okręgowym w Warszawie, z zakresu organizacji i zarządzania przedsiębiorstwami oraz analizy i wyceny przedsiębiorstw - biegły sądowy IV kadencji.
2. Sądzie Okręgowym w Białymstoku, z zakresu organizacji i zarządzania przedsiębiorstwami, analizy i wyceny przedsiębiorstw oraz rachunkowości i finansów przedsiębiorstw - biegły sądowy II kadencji.
3. Sądzie Okręgowym w Radomiu, z zakresu organizacji i zarządzania przedsiębiorstwami, analizy i wyceny przedsiębiorstw oraz rachunkowości i finansów przedsiębiorstw - biegły sądowy II kadencji.
4. Sądzie Okręgowym w Toruniu, z zakresu organizacji i zarządzania przedsiębiorstwami, analizy i wyceny przedsiębiorstw oraz rachunkowości i finansów przedsiębiorstw - biegły sądowy II kadencji.

Wojciech Makuć jest wpisany na **listę biegłych skarbowych** pod nr 157 przy Izbie Administracji Skarbowej w Warszawie z następujących zakresów :

- analizy i wyceny przedsiębiorstw (spółek), w tym ich zorganizowanej części,
- wyceny wartości udziałów w przedsiębiorstwach,
- wyceny wartości prowadzonej działalności gospodarczej,
- wyceny wartości uzyskanej w ramach podziału przedsiębiorstwa,
- wyceny wartości przedsiębiorstwa uzyskanego w ramach działu majątku wspólnego,
- wyceny wartości przedsiębiorstwa uzyskanego w postępowaniu spadkowym..

ROZDZIAŁ 3 **ZAKRES OPINII**

Opinia na okoliczność ustalenia wartości przedsiębiorstwa a w dalszej kolejności udziałów Wero Moda sp. z o.o. z siedzibą w Piasecznie.

ROZDZIAŁ 4 **PODSTAWA WYDANIA OPINII**

Niniejszą opinię opracowano na podstawie:

1. zlecenia z dnia 26 kwietnia 2024 r. Naczelnika Urzędu Skarbowego Łódź – Widzew.
2. Informacji dodatkowych ze złożonych przez Wero Moda Sp. z o.o. zeznaniach CIT-8 za lata 2021-2023.
3. pozycje książkowe:
 - a) *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora* – praca zbiorowa pod red. M. Panfila i A. Szablewskiego, wyd. Poltext, Warszawa 2009.
 - b) *Wycena biznesu w praktyce* pod red. Marka Panfila, POLTEXT 2009.
4. Zasoby internetowe
 - a) <https://financialcraft.pl/>
 - b) <https://nbp.pl/projekcja-inflacji-i-pkb-2024>
 - c) <https://www.gpw.pl/>

ROZDZIAŁ 5 **ZASTRZEŻENIA**

1. Niniejsze oszacowanie zostało sporządzone w celu określonym w pkt. V niniejszego opracowania. Nie może być wykorzystywane w żadnym innym celu, kopiowane, upubliczniane, dystrybuowane, modyfikowane bez wiedzy autora. Zastrzeżenie w zakresie możliwości sporządzania kopii nie dotyczy Sądu, który może ją kopiować w dowolnych ilościach dla potrzeb prowadzonego postępowania.
2. Podstawę sporządzenia wyceny stanowił przedstawiony autorowi materiał źródłowy szczegółowo wskazany w pkt IV wyceny. Autor założył, że posiadane przez niego informacje są rzetelne, prawidłowe, stanowią całość dostępnej dokumentacji oraz zostały mu przekazane zgodnie z najlepszą wiedzą. Przedmiot zlecenia nie obejmuje weryfikacji stanów wykazanych w treści dokumentacji źródłowej z rzeczywistym stanem prawnym.
3. Oszacowanie nie może być interpretowane jako obejmujące przez domniemanie inne niewspomniane w nim kwestie. Żadnego stwierdzenia zawartego w oszacowaniu nie można traktować jako wyrażenie oceny na temat jakichkolwiek

- oświadczeń i zapewnień lub innych informacji zawartych w dowolnym dokumencie zbadanym w związku z przygotowaniem oszacowania, o ile nie jest to wyraźnie potwierdzone w treści oszacowania.
4. Autor dokonując oszacowania wartości przedsiębiorstwa, a w dalszej kolejności udziałów kierował się przyjętymi zasadami, opisanymi w dalszej części wyceny.
 5. Wycena wartości została sporządzona wedle przedstawionego autorowi stanu.
 6. Autor nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady oszacowania, wynikające z przedstawionych informacji, jeśli było brak podstaw do kwestionowania ich zgodności ze stanem rzeczywistym lub też ustalenie stanu rzeczywistego było niemożliwe, bądź znacznie utrudnione. Nie bierze on na siebie odpowiedzialności za wady ukryte (prawne i fizyczne) oraz ewentualne skutki wynikające z dalszego wykorzystania samego oszacowania.
 7. Autor zastrzega, że przedmiotowe oszacowanie nie ma charakteru opinii prawnej.
 8. Zlecenie wyceny nie było uzależnione od przygotowania lub przedstawienia w wycenie przez biegłego wniosków oraz konkluzji z góry zakładanymi rezultatami.

ROZDZIAŁ 6

METODY WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW

W literaturze przedmiotu można spotkać wiele pojęć wartości w odniesieniu do wyceny przedsiębiorstwa, jednak wartość przedsiębiorstwa będzie zależna od osoby, z punktu widzenia której tą wartość określamy. Inna będzie wartość podatkowa, inna bilansowa, a inna wartość właściciela. Tym samym różnić się będą metody wyceny spółki. Wartość przedsiębiorstwa winna być określana wg trzech podstawowych podejść, tzn.:

- podejścia majątkowego (księgowego),
- podejścia dochodowego,
- podejścia porównawczego.

Każde z tych podejść wiąże się z charakterystycznymi dla siebie metodami wyceny. Połączenie tych podejść doprowadziło z czasem do powstania metod mieszanych. W ostatnich latach wykształciły się także metody niekonwencjonalne. Każda z powyższych metod pozwala na przedstawienie przedsiębiorstwa z innej perspektywy, umożliwia wskazanie różnych czynników kreujących i niszczących jej wartość.

Celem poniższej wyceny będzie ustalenie rynkowej wartości przedsiębiorstwa. Dokonując wyceny wybranym podejściu, szczegółowo omówione zostaną zastosowane metody, uzasadnienie ich wyboru oraz wskazane zostaną wady i zalety każdej z nich.

OMÓWIENIE METOD WYCENY

Wyróżniamy trzy podstawowe wyceny przedsiębiorstw:

<u>Majątkowe</u>	<u>Dochodowe</u>	<u>Porównawcze</u>
- księgowe - skorygowanych aktywów netto - wartości likwidacyjnej - wartości odtworzeniowej	- zdyskontowanych - przepływów pieniężnych - zysków - dywidend - EVA - skorygowanej wartości bieżącej	- mnożniki oparte na spółkach giełdowych - mnożniki oparte na transakcjach na rynku prywatnym

METODY MAJĄTKOWE

Reprezentują podejście zakładające, że przedmiotem wyceny są poszczególne składniki wycenianego majątku, nie zaś zorganizowany ich zespół. W związku z tym wartość wszystkich składników jest sumą ich indywidulanych wartości. Metody majątkowe nie uwzględniają synergicznych efektów wynikających z posiadania tych zasobów, związanych ze sposobem ich zorganizowania oraz sprawnością i efektywnością wykorzystania. Zasoby te mogą podwyższać wartość majątku, ale też – w przypadku nieodpowiedniego wykorzystania – obniżać ją. Polegają na wycenie elementów aktywów trwałych oraz obrotowych na podstawie analizy wybranych pozycji bilansu. Wyróżnia się następują rodzaje:

- Metoda księgowa (metoda aktywów netto):** Jest najbardziej podstawową metodą majątkową. Opiera się na badaniu bilansu spółki, na podstawie którego szacuje się wartość księgową aktywów netto. Pod uwagę brane są zarówno składniki majątku (aktywa ogółem), jak i zobowiązania. W obliczeniach odejmuje się od sumy aktywów spółki jej pasywa obce, tzn. zobowiązania krótko – i długoterminowe. Wycena tą metodą opera się wyłącznie na wartościach księgowych, co niesie za sobą duże ryzyko zniekształcenia wartości wyceny w momencie, kiedy wartość księgowa poszczególnych składników bilansu odbiega od ich wartości rynkowej. W praktyce specjaliści zajmujący się wycenami przedsiębiorstw częściej sięgają po inną metodę wyceny – metodą skorygowanych aktywów netto w przypadku, gdy jest ona możliwa do zastosowania.
- Metoda skorygowanych aktywów netto:** Należy do najczęściej wykorzystywanych w praktyce metod majątkowych. Opiera się przede wszystkim na analizie bilansu i ma na celu urealnienie wartości kapitałów własnych (aktywów netto) danego podmiotu. Zbliżona jest do metody

księgowej. Polega na korekcie jego bilansu o pozycję stanowiącą majątek nieprodukcyjny, którego zbycie jest niemożliwe bądź utrudnione. Skorygowaniu podlegają także wartości poszczególnych pozycji aktywów i pasywów z uwzględnieniem zmiany wartości pieniądza w czasie. Ponadto uwzględnione zostają pozycje, które zgodnie z ustawą o rachunkowości nie są składnikami bilansu (np. znaki towarowe, patenty, licencje, baza kluczowych klientów, siła robocza). W przypadku aktualizacji wartości środków trwałych, takich jak wartości nieruchomości czy stan maszyn i urządzeń, badanie takie przeprowadza rzeczoznawca majątkowy. Osoba ta przygotowuje szczegółowy operat szacunkowy, na podstawie którego nanoszone są korekty odpowiednich pozycji środków trwałych. Należy tu podkreślić, że operat szacunkowy nie powinien być „starszy” lub „młodszy” ponad 1 rok od daty na którą jest wykonywana wycena.

3. **Metoda odtworzeniowa:** Polega na oszacowaniu nakładów, jakie byłby zmuszony ponieść inwestor, chcąc zbudować od podstaw przedsiębiorstwo identyczne bądź bardzo zbliżone pod względem majątkowym do wycenianego podmiotu. Wartość ta wynika z różnicy pomiędzy ceną nowych składników majątku posiadanego przez przedsiębiorstwo, a ich rzeczywistym zużyciem.
4. **Metoda likwidacyjna:** Pozwala oszacować wartość, jaką właściciel danego przedsiębiorstwa jest w stanie otrzymać po całkowitej likwidacji wycenianego podmiotu. Wartość likwidacyjną otrzymuje się po odjęciu od wpływów ze sprzedaży całego majątku spółki kosztów związanych z likwidacją (demontaż i wywóz urządzeń, odprawy dla pracowników, wszelkie inne opłaty) oraz pozostających do spłaty zobowiązań. Wykorzystuje się opracowania przygotowane przez rzeczoznawcę majątkowego. Metodą likwidacyjną otrzymuje się najniższą wartość wycenianej spółki. Występuje najczęściej w przypadku wyceny przedsiębiorstw postawionych w stan upadłościowy lub przedsiębiorstw stale nierentownych.

METODY DOCHODOWE

Koncentrują się na przyszłości, a wartości spółki poszukują przede wszystkim w przyszłych nadwyżkach przepływów pieniężnych. Wyróżnia się następujące rodzaje:

1. a) Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych:

Stosowana jest do wyceny większości podmiotów (*DCF-Discounted Cash Flows*). Zaktualizowana wartość dochodów jest szacowana na podstawie wzoru:

$$EV = \frac{CF_1}{(1+k)^1} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+k)^n} + \frac{ReV}{(1+k)^n}$$

gdzie:

EV – wartość wycenianego podmiotu;

CF_n – saldo wpływów i wydatków w n-tym roku prognozy (od 1 do n);

$\frac{ReV}{(1+k)^n}$ – wartość rezydualna zdyskontowana na moment wyceny;

k – stopa dyskontowa.

Uwzględniając powyższy wzór, można zauważyć, że z punktu widzenia założeń metodycznych istotne znaczenia ma:

- a) określenie szczegółowych założeń dotyczących modelu przepływów pieniężnych, w tym:
 - sposobu obliczania salda wpływów i wydatków w kolejnych latach projekcji,
 - sposobu oszacowania wartości kapitału własnego i kapitału obcego;
- b) przyjęcie metodyki oszacowania stopy dyskontowej;
- c) określenie sposobu oszacowania wartości rezydualnej (wartości przedsiębiorstwa po okresie prognozy).

Dwie najpopularniejsze metody wyceny metodą DCF to modele:

- **Free Cash Flow to Firm [FCFF]** – model ten mierzy wartość wolnych przepływów pieniężnych dla firmy, tj. do udziałowców jak i wierzycieli. Przepływy są dyskontowane kosztem kapitałów własnych.
- **Free Cash Flow To Equity [FCFE]** – model ten mierzy wartość wolnych przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy/wspólników. Przepływy dyskontowane są średnim ważonym kosztem kapitału (WACC), który jest ważoną kosztów kapitału własnego oraz długu oprocentowanego.

Zasadniczą różnicą pomiędzy dwoma powyższymi metodami jest uwzględnienie przepływów pieniężnych dla kredytodawców przedsiębiorstwa. W metodzie FCFE nie są one brane pod uwagę w wyliczeniu Free Cash Flow.

Model FCFE zaprezentowany zostanie w następujących krokach:

Krok 1. Analiza historyczna i strategiczna wycenianej spółki oraz branży. Analiza powinna koncentrować się na analizie sprawozdań finansowych (tj. bilansu, rachunku zysków i strat, rachunku przepływów pieniężnych) z okresu minimum 3 ostatnich lat oraz powinna dotyczyć oceny pozycji konkurencyjnej spółki na tle branży, identyfikacji głównych źródeł wartości spółki.

Krok 2. Przygotowanie prognoz finansowych w poszczególnych latach prognozy. Nie istnieje teoria określająca na ile lat budować prognozy sprawozdań finansowych. Warto wspomnieć, iż powinno budować się:

- na tyle lat, na ile jesteśmy w stanie przewidzieć przyszłość spółki;
 - do roku, gdy spółka osiągnie stabilne przychody i koszty.
- Najczęściej sporządza się na 5 lat prognozy.

Krok 3. Obliczenie FCFE

Wolne przyszłe przepływy pieniężne dla właścicieli (FCFE) liczy się według następującej formuły:

$$\begin{aligned} & \text{Zysk netto} \\ & (+) \text{ amortyzacja} \\ & (-) \text{ nakłady inwestycyjne w aktywa trwałe} \\ & (-) \text{ zmiana kapitału obrotowego netto} \\ & (+) \text{ wpływy z tytułu zaciągniętych pożyczek, kredytów etc.} \\ & (-) \text{ wydatki z tytułu spłaty rat od zaciągniętych pożyczek, kredytów etc.} \\ & = \text{Wartość FCFE w okresie prognozy} \end{aligned}$$

Krok 4. Kalkulacja kosztu kapitału własnego

Dla potrzeb kalkulacji kosztu kapitału własnego stosuje się najczęściej w praktyce model CAPM (Capital Assets Pricing Model) – model wyceny aktywów kapitałowych z jedną zmienną, tj. indeksem (współczynnikiem β).

$$K_{kw} = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

gdzie:

K_{kw} – koszt kapitału własnego; wymagana przez akcjonariuszy stop. zwrotu;

R_f – stopa zwrotu wolna od ryzyka; jako przybliżenie można przyjąć rentowność 10-letnich obligacji skarbowych;

R_m – oczekiwana stopa zwrotu z portfela rynkowego;

β – współczynnik beta kapitału własnego wycenianej spółki;

$(R_m - R_f)$ – premia za ryzyko rynkowe.

Krok 5. Obliczenie zdyskontowanych FCFE (DFCFE)

Proces ten oznacza iloczyn FCFE i współczynników dyskontowych.

Krok 6. Zsumowanie DFCFE z okresu prognozy

Krok 7. Kalkulacja wartości rezydualnej (ReV)

$$ReV = \frac{FCFE_5 (1+g)}{(K_{kw} - g)}$$

gdzie:

$FCFE_5$ – wolne przepływy pieniężne dla akcjonariuszy w ostatnim roku prognozy (tu rok 5.);

K_{kw} – koszt kapitału własnego w ostatnim roku prognozy (tu np. rok 5.);

g – stopa wzrostu po zakończeniu okresu prognozy (powinna uwzględniać także stopę inflacji).

Krok 8. Obliczenie wartości bieżącej ReV

Po obliczeniu wartości ReV dokonujemy jej zdyskontowania, czyli przemnożenia przez wartość współczynnika dyskontowego z ostatniego roku prognozy.

Krok 9. Kalkulacja wartości kapitałów własnych (Equity Value, EqW) i wartości 1 udziału (lub 1 akcji):

$$\begin{aligned} & \text{Suma DFCFE z okresu prognozy} \\ & (+) \text{ zdyskontowana wartość rezydualna (ReV)} \\ & (=) \text{ wartość kapitałów własnych (Equity Value)} \\ & \quad (/) \text{ liczba udziałów lub akcji} \\ & (=) \text{ Wartość 1 udziału lub 1 akcji} \end{aligned}$$

Model FCFF zaprezentowany zostanie w następujących krokach:

(Model ten służy do wyceny wartości całego przedsiębiorstwa).

Etap 1. Analiza historyczna i strategiczna wycenianej spółki oraz branży

Etap 2. Przygotowanie prognoz finansowych w poszczególnych latach prognozy

Etap 3. Obliczenie FCFF

Wolne przyszłe przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i obcego (FCFF) liczy się według następującej formuły:

$$\begin{aligned} & \text{Zysk operacyjny (EBIT)} \\ & (-) \text{ podatek dochodowy od EBIT} \\ & \quad (+) \text{ amortyzacja} \\ & \quad (-) \text{ nakłady inwestycyjne} \\ & \quad (-) \text{ zmiana kapitału obrotowego netto} \\ & (+) \text{ sprzedaż aktywów pozaoperacyjnych} \\ & (=) \text{ Wartość FCFF} \end{aligned}$$

Etap 4. Kalkulacja WACC

Stopą dyskontową w FCFF jest średni ważony koszt kapitału (WACC). Jest to suma kosztów poszczególnych składników kapitału zaangażowanego w działalność podmiotu, ważona ich udziałem w zainwestowanych kapitałach ogółem.

Ogólny wzór na WACC przedstawia się następująco:

$$WACC = K_{kw} \times U_{kw} + (1 - T) \times I \times U_{ko}$$

gdzie:

K_{kw} – koszt kapitałów własnych;

U_{kw} – procent udziału wartości kapitału własnego w strukturze kapitałów własnego i obcego;

T – stopa podatku dochodowego od osób prawnych;

I – koszt kapitału obcego oprocentowanego;

U_{ko} – procent udziału wartości kapitału obcego (długu) w strukturze kapitałów własnego i obcego.

Etap 5. Obliczenie zdyskontowanych FCF (DFCF) - Proces ten oznacza iloczyn FCF i współczynników dyskontowych.

Etap 6. Zsumowanie DFCF z okresu prognozy

Etap 7. Kalkulacja wartości rezydualnej (ReV)

$$ReV = \frac{FCFE_5 (1+g)}{(WACC_5 - g)}$$

gdzie:

$FCFE_5$ – wolne przepływy pieniężne dla akcjonariuszy w ostatnim roku prognozy (tu np. rok 5.);

$WACC_5$ – średni ważony koszt kapitału w ostatnim roku prognozy (tu np. rok 5.);

g – stopa wzrostu po zakończeniu okresu prognozy (powinna uwzględnić także stopę inflacji).

Etap 8. Obliczenie wartości bieżącej ReV - Po obliczeniu wartości ReV dokonamy jej zdyskontowania, czyli przemnożenie przez wartość współczynnika dyskontowego z ostatniego roku prognozy.

Etap 9. Kalkulacja wartości przedsiębiorstwa (*Enterprise Value – EV*), następnie wartości kapitałów własnych (*Equity Value – EqV*) i wartości 1 udziału (lub 1 akcji)

Suma DFCF z okresu prognozy

(+) zdyskontowana wartość rezydualna (ReV)

= wartość przedsiębiorstwa (Enterprise Value)

(-) wartość kapitałów obcych, tj. oprocentowanych (kredytów) na moment wyceny

(+) środki pieniężne i ekwiwalent gotówki na moment wyceny

(=) wartość kapitałów własnych (Equity Value)

(/) liczba udziałów lub akcji

= Wartość 1 udziału lub 1 akcji

1. b) Metoda zdyskontowanych zysków:

Metoda zdyskontowanych zysków jest podobna w swej konstrukcji do metody DCF. Zakłada przyszłe zyski netto Spółki po zdyskontowaniu stopą, która uwzględnia poziom ryzyka. Wzór potrzebny do jej zastosowania wygląda następująco:

$$EW = \sum_{t=1}^n \frac{Z_t + ReV_t}{(1+r)^t}$$

Metoda ta jest stosowana wtedy, gdy na wycenianej spółce nie ciąży konieczność wydatkowania środków na inwestycje rozwojowe bądź gdy niezbędne do uruchomienia inwestycji nakłady są mniejsze (lub równe) niż odpisy amortyzacyjne.

1. c) Metoda zdyskontowanych dywidend:

Metoda zdyskontowanych dywidend służy do wyceny kapitału własnego przedsiębiorstwa. Zakłada, iż wartość spółki jest zależna jedynie od wielkości dywidendy, do której uprawnienia w przyszłości jej akcje. Eliminuje tym samym wpływ zmiany ceny akcji jako źródła wahań ich wartości, uznając, że w dłuższym okresie inwestowania cena ta traci znaczenie. Zakładając bezterminową inwestycję, wzór na metodę zdyskontowanych dywidend wygląda następująco:

$$EqV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K_{kw})^t}$$

gdzie:

EqV – wartość kapitału własnego;

D_t – oczekiwane dywidendy w okresie t ;

K_{kw} – koszt kapitału własnego.

Istnieje wiele jego modyfikacji odnoszących się do zmiany przyszłej dywidendy. W przypadku, gdy dywidenda jest niezmienna w czasie, wzór zmienia się odpowiednio:

$$EqV = \frac{D}{K_{kw}}$$

Przy założeniu stałego wzrostu dywidendy w przyszłych okresach wartość kapitału własnego według tzw. modelu Gordona wygląda następująco:

$$EqV = D \times \frac{(1+g)}{(r-g)}$$

Kolejne modele modyfikują podstawowy wzór metody zdyskontowanych dywidend, dostosowując go odpowiednio do różnych faz wzrostu i spadku dywidend w danym tempie.

1. d) Metoda zdyskontowanych EVA (Economic Value Added)

EVA jest miarą zysku ekonomicznego i zestawia w postaci różnicy wynik faktycznie zrealizowany na podstawowej działalności przedsiębiorstwa z minimalny wynikiem wymaganym przez inwestorów. Wynik rzeczywisty mierzony jest pomocą kategorii zysku, określanej jako NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*). Chodzi tu o zysk operacyjny netto (pomniejszony o amortyzację) po opodatkowaniu. NOPAT otrzymujemy, odejmując od EBIDAAT amortyzację:

$$NOPAT = EBIDAAT - A$$

gdzie:

EBIDAAT – wynik przed kosztami odsetek i amortyzacji, lecz już opodatkowany = $EBITDA \times (1-T)$.

Natomiast minimalny wynik wymagany przez inwestorów wyznaczony jest przez iloczyn wymaganej stopy zwrotu z łącznego kapitału przedsiębiorstwa (z reguły WACC) i wielkości kapitału zainwestowanego IC (*invested capital*), gdyż wynik (zysk lub strata) to iloczyn zwrotu i nakładu:

$$\begin{aligned} \text{Wynik wymagany} &= WACC \times IC \\ IC &= FA + NWC \end{aligned}$$

gdzie:

FA (fixed assets) – aktywa trwałe;

NWC (net working capital) – kapitał obrotowy netto.

Ostatecznie więc formuła EVA przyjmuje następującą postać:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times IC)$$

EVA to inaczej wartość teraźniejsza NPV projektu czy całego przedsiębiorstwa, liczona dla jednego okresu. Informuje o tym, czy zainwestowany kapitał został powiększony ponad minimalne wymogi wyznaczone przez inwestorów, czy też nie (czy zwrot zrealizowany przez przedsiębiorstwo jest wyższy, czy niższy od kosztu kapitału). Jest wielkością informującą o rozmiarach powiększenia (bądź pomniejszenia) początkowego nakładu kapitałowego.

Wykorzystując model EVA w wycenie, postępujemy analogicznie jak przy metodzie DCF. Prognozujemy przyszłe wyniki przedsiębiorstwa mierzone za pomocą ekonomicznych wartości dodanych (a nie jak w DCF za pomocą wolnych przepływów pieniężnych), dyskontujemy je stopą odzwierciedlającą ryzyko wszystkich inwestorów (WACC), sumujemy i dodajemy do początkowej wartości kapitału zainwestowanego w projekt bądź przedsiębiorstwo. Dyskontując i sumując EVA, otrzymujemy DEVA (*Discounted Economic Value Added*), który jest alternatywnym do metody DCF modelem wyceny dochodowej,

opartym na zysku ekonomicznym, znanym w praktyce jako model zdyskontowanych EVA. Formuła pozwalająca oszacować wartość przedsiębiorstwa EV przedstawia się następująco:

$$EV = IC_{t-1} + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$$

Opisane metody wyceny (DCF i EVA) są równoważne w tym sensie, że prowadzą do uzyskania tych samych wyników. Różnią się sposobem uwzględniania w rachunku wydatków inwestycyjnych. W metodzie DCF są one odejmowane od sumy przepływów pieniężnych w roku ich poniesienia, natomiast w metodzie EVA są rozkładane na kilka kolejnych lat za pomocą amortyzacji, pomniejszając przepływy pieniężne zgodnie z przyjętym harmonogramem amortyzowania majątku.

2. Metoda skorygowanej wartości bieżącej (APV)

Kolejną metodą wyceny spółek jest metoda skorygowanej wartości bieżącej (*Adjusted Present Value — APV*). Bazuje ona na teorii Modiglianiego-Millera i przedstawia wartość rozpatrywanego podmiotu niezależnie od jego struktury kapitałowej.

Wycena za pomocą APV przebiega według następującego Schematu: Wycena podmiotu jako przedsiębiorstwa finansowanego w 100% przez kapitał własny możliwa jest dzięki zdyskontowaniu wolnych przepływów pieniężnych kosztem kapitału własnego (odlewarowanego), odpowiednim dla przedsiębiorstw niekorzystających z dźwigni finansowej (stopę tę można uzyskać, odnajdując podobne do rozpatrywanego przedsiębiorstwa spółki publiczne i oceniając ich oczekiwany zysk z kapitału własnego w przypadku finansowania wyłącznie kapitałem własnym):

$$EqV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_1}{(1+k_{kw})^t} + \frac{ReV}{(1+k_{kw})^n}$$

Dodanie zdyskontowanej wartości tarczy podatkowej (*TS — tax shield*) — wartość ta dyskontowana jest kosztem kapitału obcego:

$$DVTS = \sum_{t=1}^n \frac{TS_t}{(1+k_{ko})^t} + \frac{ReVTS_n}{(1+k_{ko})^n}$$

Wartość przedsiębiorstwa według APV jest więc sumą opisanych wyżej kroków:

$$EV = EqV + DVTS$$

Z racji swej budowy metoda ta najlepiej sprawdza się przy wycenie przedsiębiorstw o skomplikowanej i często zmieniającej się strukturze kapitału, a także podmiotów w dużym stopniu korzystających z dźwigni finansowej. W innych przypadkach metoda ta nie różni się od innych wcześniej omawianych i o czym również należy wspomnieć – jest rzadko stosowana w praktyce.

METODY RYNKOWE

Wycena wartości przedsiębiorstwa z zastosowaniem metod rynkowych opiera się na założeniu, że weryfikatorami kondycji finansowej przedsiębiorstw, a w efekcie również jej wartości, są giełda papierów wartościowych oraz prywatny rynek transakcji.

Metody porównawcze wyceny podmiotów określają ich wartość na podstawie porównań z podobnymi spółkami, będącymi przedmiotem transakcji dokonywanych na rynku. W zależności od sposobu dokonywania tych ostatnich dzielą się one na:

- metody oparte na spółkach giełdowych, które polegają na wycenie przedsiębiorstwa poprzez odniesienie kluczowych wielkości finansowych opisujących potencjał dochodowy i majątkowy spółki (tj. wartości sprzedaży, zysku netto, zysku brutto, Zysku EBITDA, wartości księgowej spółki) do tzw. mnożników określających relację wybranej kategorii finansowej do wartości rynkowej spółki (*Price – P lub Equity – EqV*) lub wartości przedsiębiorstwa (*Enterprise Value – EV*), będącej sumą kapitalizacji rynkowej i długu netto (zobowiązania oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty),
- metody oparte na transakcjach na rynku prywatnym, które odnosi wartość wymienionych wyżej wielkości finansowych do wartości spółek wynikających z transakcji kupna-sprzedaży na rynku prywatnym w okresie ostatnich 12 miesięcy.

Metody rynkowe wiążą odpowiednie kategorie ekonomiczne, związane z funkcjonowaniem spółki, z wyceną dokonywaną przez nabywców – w tym także na giełdzie papierów wartościowych.

POZOSTAŁE METODY

W literaturze przedmiotu można spotkać jeszcze dodatkowe grupy metod wyceny mianowicie:

1. metody mieszane;
2. metody opcji realnych (rzeczowych, rzeczywistych).

Metody mieszane – w zależności od punktu ciężkości, mają charakter majątkowo – dochodowy lub dochodowo-majątkowy. Najczęściej stosowaną metodą tej grupy jest metoda berlińska, czyli średnia arytmetyczna wartości majątkowej i dochodowej przedsiębiorstwa. Jednakże, zdaniem autora, bardzo często praktycy dokonujący wyceny dwoma metodami, a na końcu obliczają średnią arytmetyczną, toteż nie ma potrzeby nazywać tego podejścia oddzielną metodą wyceny. Inne metody zaliczane do mieszanych to: szwajcarska, stuttgarcka, UEC.

Metoda opcji realnych – może stanowić narzędzie wspomagające decyzje w obliczu zmieniających się warunków rynkowych. Jest ona wartościową alternatywą dla sposobów wyceny opartych na kalkulacji przepływów pieniężnych, gdy popyt i koszty wytworzenia produktów bądź usług danego podmiotu ulegają znacznym wahaniom. Metodę opcji realnych wyróżnia zastosowanie modeli służących do wyceny instrumentów pochodnych. Opcje realne, rozumiane jako możliwość zastosowania przez menedżera alternatywnej strategii działania w przypadku niekorzystnego rozwoju sytuacji, są więc w takim ujęciu wyceniane jak opcje giełdowe. Ich wartość może być dzięki temu uwzględniona w procesie wyceny rozpatrywanego podmiotu.

Przy wycenie opcji realnych stosuje się powszechnie model dwumianowy oraz model Blacka–Scholesa–Mertona. Chociaż wartość tego typu opcji jest z oczywistych względów dodatnia, to oczekiwana wartość związanych z nimi korzyści nie zawsze przekracza konieczne do jej nabycia nakłady. Metoda oparta na opcjach realnych jest z pewnością wartościowym narzędziem uwzględniającym zarówno zmienność uwarunkowań rynkowych, jaki fakt, że zarządzający spółką menedżerowie nie pozostają na te zmiany obojętni i aktywnie korygują strategię jej rozwoju.

OGRANICZENIA ZWIĄZANE Z WYCENAMI PRZEDSIĘBIORSTW

Należy pamiętać, że wycena przedsiębiorstwa jest bardziej sztuką niż „rzemieślniczym” podejściem i podstawieniem liczb do wzoru. Najważniejsza w wycenie jest interpretacja jej wyników, przedstawiona na tle aktualnego otoczenia. Wycena przedsiębiorstw ma dzisiaj charakter interdyscyplinarny i wymaga znajomości rachunkowości, zarządzania strategicznego, finansów przedsiębiorstw i statystyki. Największym problemem w procesie wyceny spółek jest zachowanie jej obiektywności, dlatego też w zależności od podmiotu zamawiającego raport z wyceny, wartość przedsiębiorstwa (lub kapitałów własnych) może być przeszacowana lub niedoszacowana. Najczęściej stosowanymi metodami wyceny spółek są: metody DCF, metody rynkowe oraz metoda skorygowanych aktywów netto. Przykładowe błędy popełniane przez specjalistów w zakresie opisanych metod wyceny mogą być następujące:

1. w metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF):
 - a) brak uwzględnienia scenariuszy rozwoju wycenianej spółki (zwykle przyjmuje się jeden wariant, traktowany jako realistyczny);
 - b) akceptacja wysokiego procentu udziału zdyskontowanej wartości rezydualnej w wartości kapitałów własnych (EqV);
 - c) nieuwzględnianie w stopie wzrostu g prognozowanej stopy inflacji;
 - d) uśrednienie stawki amortyzacji z okresu prognozy, podczas gdy dostępne stawki amortyzacyjne poszczególnych środków trwałych;
2. w metodach rynkowych:
 - a) zły dobór porównywalnych spółek i transakcji;
 - b) zastosowanie dyskonta za brak płynności przy porównaniu wycenianego podmiotu ze spółkami nie giełdowymi;

- c) wybór transakcji porównywalnych z wycenianą spółką z okresu starszego niż 12 miesięcy;
- 3. w metodzie skorygowanych aktywów netto:
 - a) brak wyceny aktywów niematerialnych, nieraportowanych w bilansie wycenianego przedsiębiorstwa;
 - b) brak (w ogóle lub brak aktualnych, tj. do 6 miesięcy) operatów szacunkowych;
 - c) brak wyceny udziałów/akcji spółek, posiadanych przez wyceniany podmiot.

Jednakże żadna z metod wyceny nie może przewidzieć skutków wynikających ze zmian: koniunktury gospodarczej, partii politycznych, preferencji inwestorów giełdowych, kluczowych menedżerów etc.

ROZDZIAŁ 7

PREZENTACJA DANYCH ORGANIZACYJNYCH I FINANSOWYCH BĘDĄCYCH PODSTAWĄ WYCENY

Przedsiębiorstwo działające pod firmą Wero Moda Sp. z o.o. z siedzibą w Piasecznie (KRS 0000807430) wg Informacji odpowiadającej odpisowi aktualnemu z Rejestru Przedsiębiorców (załącznik nr 1) zostało zarejestrowane w KRS w dniu 7 października 2019 r. W trakcie swojej działalności w dniu 11 sierpnia 2022 złożyło do KRS sprawozdanie finansowe za okres 7.10.2019 r., do 31.12.2020 r. (załącznik nr 2)

Z formy prawnej oraz danych zawartych w KRS wynika, że rozrachunki przedsiębiorstwa są prowadzone w formie pełnej księgowości. Powyższe oznacza, że przedsiębiorca prowadzi księgi rachunkowe i jest zobowiązany sporządzać coroczne sprawozdania finansowe ze swojej działalności. Autor zakłada jednak, że przedsiębiorca nie wywiązuje się z tego ustawowego obowiązku o czym świadczy fakt niezłożenia do KRS sprawozdań finansowych (SF) za lata 2021-2023 r. Brak sprawozdań finansowych uniemożliwia również precyzyjne ustalenie składu majątkowego przedsiębiorstwa na dzień wyceny. Ze względu na upływ czasu SF za okres 7.10.2019 r., do 31.12.2020 r nie może stanowić podstawy do wyliczenia wartości przedsiębiorstwa a w dalszej kolejności udziałów.

Autor zakłada, iż uzyskiwane dochody oraz ponoszone koszty wykazywane (przekazane autorowi wraz ze zleceniem w rocznych zeznaniach podatkowych (CIT-8) oddają pełny obraz przedsiębiorstwa w zakresie uzyskiwanych przychodów i ponoszonych kosztów.

Za przychody uważa się kwoty należne - nawet jeśli nie zostały faktycznie otrzymane. Jeśli przedsiębiorca jest czynnym podatnikiem VAT, to w jego przypadku przychodem będzie kwota należności pomniejszona o należny podatek VAT

Poniżej autor prezentuje dane finansowe pozyskane od Naczelnika Urzędu Skarbowego
Łódź - Widzew

2021		kwota
1.	Przychód z działalności gospodarczej	9.936.629,15 zł
2.	Koszty uzyskania przychodów z działalności gospodarczej	9.698.624,50 zł
3.	Dochód z działalności gospodarczej	238.004,65 zł

2022		kwota
1.	Przychód z działalności gospodarczej	8.474.961,09 zł
2.	Koszty uzyskania przychodów z działalności gospodarczej	8.370.492,67 zł
3.	Dochód z działalności gospodarczej	104.468,42 zł

2023		kwota
1.	Przychód z działalności gospodarczej	12.545.010,99 zł
2.	Koszty uzyskania przychodów z działalności gospodarczej	12.437.156,96 zł
3.	Dochód z działalności gospodarczej	107.854,03 zł

Źródło: opracowanie własne

ROZDZIAŁ 8

METODA WYCENY PRZEDSIĘBIORSTWA

W rozdziale 7 autor zaznaczył, że przedsiębiorstwo prowadzi księgi rachunkowe i jest zobowiązane sporządzać coroczne sprawozdania finansowe ze swojej działalności. Autor uznał, że przedsiębiorca nie wywiązuje się z tego ustawowego obowiązku o czym świadczy fakt niezłożenia do KRS sprawozdań finansowych (SF) za lata 2021-2023 r.

1. Autor szczegółowo przeanalizował dostępne dane w serwisach internetowych Giełdy Papierów Wartościowych oraz alternatywnego rynku obrotu papierami wartościowymi New Connect i doszedł do wniosku, iż metoda porównawcza w tym przypadku **nie będzie miała zastosowania ponieważ:**
 - a) niemożliwym jest wyselekcjonowanie grupy przedsiębiorstw z branży w której działa wyceniane przedsiębiorstwo, które charakteryzowały się podobną skalą

- działalności (tj. podobny poziom przychodów, kosztów, aktywów) i były prowadzone w formie jednoosobowej działalności gospodarczej
- b) niemożliwym jest pozyskanie danych finansowych na dzień wyceny z wycenianego oraz z porównywalnych podmiotów.
2. Autor szczegółowo przeanalizował dostępne dane w aktach sprawy doszedł do wniosku, iż żadna z metod majątkowych także nie będzie miała zastosowania - ponieważ brak aktualnych składanych SF, **uniemożliwia precyzyjne ustalenie stanu majątkowego na dzień wyceny, co jest warunkiem koniecznym do jej zastosowania**
- a) metoda aktywów netto oraz skorygowanych aktywów netto - Opiera się przede wszystkim na analizie bilansu i ma na celu urealnienie wartości kapitałów własnych (aktywów netto) danego podmiotu. Zbliżona jest do metody księgowej. Polega na korekcie jego bilansu o pozycję stanowiącą majątek nieprodukcyjny, którego zbycie jest niemożliwe bądź utrudnione. Skorygowaniu podlegają także wartości poszczególnych pozycji aktywów i pasywów z uwzględnieniem zmiany wartości pieniądza w czasie. Ponadto uwzględnione zostają pozycje, które zgodnie z ustawą o rachunkowości nie są składnikami bilansu (np. znaki towarowe, patenty, licencje, baza kluczowych klientów, siła robocza). **W przypadku aktualizacji wartości środków trwałych, takich jak wartości nieruchomości czy stan maszyn i urządzeń, badanie takie przeprowadza rzeczoznawca majątkowy.** Osoba ta przygotowuje szczegółowy operat szacunkowy, na podstawie którego nanoszone są korekty odpowiednich pozycji środków trwałych. Należy tu podkreślić, że operat szacunkowy nie powinien być „starszy” lub „młodszy” ponad 1 rok od daty na którą jest wykonywana wycena.
- b) metoda odtworzeniowa – niemożliwa w tym przypadku do zastosowania ze względu na upływ czasu. Polega na oszacowaniu nakładów, jakie byłby zmuszony ponieść inwestor, chcąc zbudować od podstaw przedsiębiorstwo identyczne bądź bardzo zbliżone pod względem majątkowym do wycenianego podmiotu. Wartość ta wynika z różnicy pomiędzy ceną nowych składników majątku posiadanego przez przedsiębiorstwo, a ich rzeczywistym zużyciem autor nie jest w stanie określić zużycia poszczególnych składników na daty historyczne (14 lipca 2020 r.).
- c) metoda likwidacyjna - jak już zostało wspomniane metodą likwidacyjną otrzymuje się najniższą wartość wycenianego przedsiębiorstwa. Metodę tą stosuje się najczęściej w przypadku wyceny przedsiębiorstw postawionych w stan upadłościowy lub przedsiębiorstw stale nierentownych. Wyceniane przedsiębiorstwo na dzień wyceny nie było przedsiębiorstwem postawionym w stan likwidacji czy też upadłości a także przedsiębiorstwem nierentownym -w wszystkich latach poddanych analizie (2020-2023) wykazywało zysk.
3. Autor szczegółowo przeanalizował zeznania podatkowe spółki zaprezentowane w rozdziale poprzednim i doszedł do wniosku, iż metoda dochodowa będzie miała zastosowanie przy tej wycenie, - ponieważ:

- a) przedsiębiorstwo na dzień wyceny, generowało cykliczny zysk, za lata 2020-2023;
- b) przedsiębiorstwo na dzień wyceny, za lata 2020-2023 było przedsiębiorstwem stale rentownym.

Ze względu na powyższe, autor postanowił ustalić rynkową wartość przedsiębiorstwa na dzień wyceny w oparciu o ostatnie dane finansowe (2023 r.) za lata 2024-2028 – (dane prognozowane) w podejściu dochodowym, opartym metodologicznie o model wyceny w metodzie zdyskontowanych zysków.

ROZDZIAŁ 9

WYLICZENIE WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA WERO MODA SP. Z O.O. Z SIEDZIBĄ W PIASECZNIE.

W tabeli nr 1 – zostały zaprezentowane dane, które legły u podstaw przy obliczeniach wartości średniej stopy dyskontowej za lata 2024-2028. Stopa dyskontowa za 2024 (prognozowana zostanie zastosowania do wszystkich lat prognozy)

Stopa dyskontowa (koszt kapitału własnego)¹ stosowana do dyskontowania wolnych przepływów pieniężnych w wycenie dochodowej przedsiębiorstw, inaczej mówiąc - jest to wartość wyrażona w procentach, odnosząca się do zrzeczenia się przyszłych środków finansowych na rzecz obecnie dostępnych środków. Stopa dyskontowa pokazuje jak zmienia się wartość pieniądza w czasie i w pewnym sensie wyrównuje przyszły kapitał z kapitałem bieżącym.

tabela nr 1

	2024 (P)
I kwartał	5,06%
II kwartał	5,07%
III kwartał	5,08%
IV kwartał	5,08%
średnia stopa dyskontowa	5,08%

(P) – prognoza na podstawie ostatniego pełnego roku za który autor posiadał dane – w tym przypadku II kwartał 2024 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie <https://financialcraft.pl/stopa-dyskontowa/>

¹ <https://financialcraft.pl/wp-content/uploads/2022/04/Premia-z-tytułu-ryzyka-wielkości-2-kwartał-2024.pdf>

1. Lata 2024-2028 zostały zaprognozowane przy następującej metodologii.
 - a) prognozowane dochody (zostały podwyższone o wskaźnik PKB prognozowany na rok 2024 przez NBP

tabela nr 2

założenia NBP	wskaźnik	2024
	PKB	3,50%

Przy wyliczeniu wartości dochodowej przedsiębiorstwa w warunkach polskiej gospodarki przyjmuje się maksymalny okres 5 letni obliczeń (prognoz) jak dla gospodarki stabilnej, zrównoważonej.

W przypadku gospodarek niestabilnych (np. działania wojenne, kraje niestabilnie politycznie), słabo rozwiniętych (kraje afrykańskie), okres prognozowania wynosi średnio od 1 roku do 3 lat.

W przypadku gospodarek wysoko rozwiniętych (bardzo stabilnych) takich jak Chiny czy też USA – okres prognozowania wynosi maks. do 7 lat

tabela nr 3

	2023	01.01.- 31.12.2024 (P)	01.01.- 31.12.2025 (P)	01.01.- 31.12.2026 (P)	01.01.- 31.12.2027 (P)	01.01.- 31.12.2028 (P)
Dochód z działalności gospodarczej	107 854,03 zł	111 628,92 zł	115 535,93 zł	119 579,69 zł	123 764,98 zł	128 096,75 zł
podatek dochodowy 19%		21 209,49 zł	21 951,83 zł	22 720,14 zł	23 515,35 zł	24 338,38 zł
Zysk netto		90 419,43 zł	93 584,11 zł	96 859,55 zł	100 249,63 zł	103 758,37 zł
stopa dyskontowa procentowo		5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%
stopa dyskontowa kwotowo		4 593,31 zł	4 754,07 zł	4 920,47 zł	5 092,68 zł	5 270,93 zł
zdyskontowany zysk (wartość przedsiębiorstwa)		85 826,12 zł	88 830,03 zł	91 939,08 zł	95 156,95 zł	98 487,45 zł
zdyskontowany zysk (wartość przedsiębiorstwa) za okres 5 lat		460 239,64 zł				

suma zdyskontowanych zysków (wart przedsiębiorstwa) = 460.239,64 zł

Źródło: opracowanie własne biegłego

Wartość godziwa przedsiębiorstwa Wero Moda sp. z o.o. z siedzibą w Piasecznie według stanu na dzień 8 sierpnia 2024 r., wynosi **460.239,64** (czterysta sześćdziesiąt tysięcy dwieście trzydzieści dziewięć 64/100) zł.

ROZDZIAŁ 10 WYLICZENIE WARTOŚCI UDZIAŁÓW W PRZEDSIĘBIORSTWIE WERO MODA SP. Z O.O. Z SIEDZIBĄ W PIASECZNIE.

Jak wynika z KRS - kapitał spółki wynosi 5.000,00 zł i dzieli się na 50 udziałów. Do wyliczenia wartości rynkowej 1 udziału autor posłuży się następującym wzorem:

$$W_u = W_{rp} / U$$

gdzie:

W_{rp} – wartość rynkowa przedsiębiorstwa ustalona przez autora w rozdziale 9
 U - ilość udziałów (w tym przypadku - 50)

Po podstawieniu danych otrzymujemy następujące równanie:

$$W_u = W_{rp} / U$$

$$W_u = 460.239,64 \text{ zł} / 50$$

$$W_u = 9.204,80 \text{ zł}$$

Wartość rynkowa 1 udziału ustalona przez autora wynosi **9.204,80** (dziewięć tysięcy dwieście cztery 80/100) zł

ROZDZIAŁ 10 ZAKOŃCZENIE I WNIOSKI

Autor w oparciu o dostępną dokumentację w aktach sprawy dokonał oszacowania wartości przedsiębiorstwa Wero Moda sp. z o.o. z siedzibą w Piasecznie.

Wartość godziwa przedsiębiorstwa Wero Moda sp. z o.o. z siedzibą w Piasecznie wyniosła **460.239,64** (czterysta sześćdziesiąt tysięcy dwieście trzydzieści dziewięć 64/100) zł, co odpowiada wartości **100%** udziałów w spółce.

Wartość 1 udziału autor określił na **9.204,80** (dziewięć tysięcy dwieście cztery 80/100) zł.

Opinia zawiera łącznie 21 numerowanych stron. Została sporządzona w 3 jednobrzmiących egzemplarzach, 2 dla zlecającego (wersja papierowa), 1 dla autora (wersja elektroniczna).

SYNPRO - Wojciech Makuć

organizacja i zarządzanie przedsiębiorstwem, analiza i wycena
przedsiębiorstw oraz rachunkowość i finanse przedsiębiorstw
01-756 Warszawa, ul. Przasnyska 7 lok 143
email: kancelaria@kuir.pl

Załączniki: nr 1 i 2 wymienione w treści opinii