
WYCENA

WARTOŚCI RYNKOWEJ

GAME OLIVER SIA

Gliwice, 30 marca 2020

Opracował: Biuro Rachunkowe Corporate Finance Advisory Tomasz Mozgawa

Licencjonowany Makler Papierów Wartościowych nr 1903, ACCA - student

ul. Św. Katarzyny 6a/3, 44-100 Gliwice tel. 507023 301 www.cfapoland.pl, info@cfapoland.pl

SPIS TREŚCI

I	EXECUTIVE SUMMARY	5
II	PODSTAWOWE DANE	6
II.1	DANE REJESTROWE.....	6
II.2	SĄD REJESTROWY	6
II.3	STRUKTURA AKCJONARIATU	6
II.4	STRUKTURA ORGANIZACYJNA.....	6
II.5	HISTORIA FIRMY	7
III	ANALIZA FINANSOWA W OPARCIU O PLAN FINANSOWY NA OKRES 2020 - 2024	8
III.1	ZAŁOŻENIA KONSTRUOWANIA PROGNOZY NA LATA 2020-2024.....	9
III.2	BILANS PRO-FORMA	10
III.3	ŁĄCZNE FUNDUSZE INWESTORÓW W LATACH 2020 – 2024	12
III.4	RACHUNEK WYNIKÓW PRO – FORMA.....	13
III.5	NOPLAT W LATACH 2020 – 2024.....	14
III.6	RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH PRO – FORMA.....	16
III.7	PODSTAWOWE PARAMETRY EKONOMICZNE – FINANSOWE.....	17
III.8	ZWROT Z ZAINWESTOWANEGO KAPITAŁU W 2020 I 2024 ROKU	21
III.9	RENTOWNOŚĆ KAPITAŁU WŁASNEGO W 2020 I 2024 ROKU.....	22
III.10	RÓWNOWAGA FINANSOWA PODMIOTU W LATACH PROGNOZY	23
IV	OSZACOWANIE WARTOŚCI PODMIOTU	24
IV.1	ŚREDNIOWAŻONY KOSZT KAPITAŁU WACC 2020 - 2024.....	26
IV.2	WYLICZENIE WARTOŚCI PODMIOTU W OPARCIU O BIEŻĄCĄ WARTOŚĆ GOTÓWKI I SKORYGOWANE AKTYWA NETTO.....	27
IV.3	WYLICZENIE WARTOŚCI PODMIOTU W OPARCIU O FCF	28
V	WSKAŹNIK EKONOMICZNEJ WARTOŚCI DODANEJ	29
VI	WYCENA WARTOŚCI RYNKOWEJ UDZIAŁÓW PODMIOTU I OKREŚLENIE PRZEDZIAŁU NEGOCJACYJNEGO.....	30
VII	OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA WYKORZYSTANYCH METOD	31

SPIS TABEL I RYSUNKÓW

TABELA 1. GAME OLIVER SIA „– BILANS PRO-FORMA 2020–2024.....	10
TABELA 2 BILANS - DYNAMIKA 2020-2024.....	11
TABELA 3 KAPITAŁY STAŁE W FINANSOWANIU MAJĄTKU PRZEDSIĘBIORSTWA.....	11
TABELA 4 ŁĄCZNE FUNDUSZE INWESTORÓW W LATACH 2020 - 2024.....	12
TABELA 5. GAME OLIVER SIA „ - RACHUNEK WYNIKÓW 2020-2024.....	13
TABELA 6. GAME OLIVER SIA – NOPLAT W OKRESIE 2020-2024.....	14
TABELA 7 GAME OLIVER SIA – SPRAWOZDANIE Z PRZEPŁYWU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH PRO-FORMA 2020-2024	16
TABELA 8 STRUMIENIE PIENIĘŻNE W LATACH 2020-2024.....	16
TABELA 9. WSKAŹNIKI RENTOWNOŚCI W LATACH 2020–2024.....	17
TABELA 10. WSKAŹNIKI PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ W LATACH 2020–2024.....	18
TABELA 11. WSKAŹNIKI OBROTOWOŚCI W LATACH 2020–2024.....	19
TABELA 12. WSKAŹNIKI ZADŁUŻENIA W LATACH 2020–2024.....	20
TABELA 13 RÓWNANIE RÓWNOWAGI FINANSOWEJ GAME OLIVER SIA.....	23
TABELA 14. GAME OLIVER SIA – WACC W OKRESIE 2020 - 2024.....	26
TABELA 15 SKORYGOWANE AKTYWA NETTO.....	27
TABELA 16. GAME OLIVER SIA – WARTOŚĆ DOCHODOWA W OPARCIU BIEŻĄCĄ WARTOŚĆ SKORYGOWANYCH AKTYWÓW NETTO.....	27
TABELA 17. GAME OLIVER SIA – FCF W LATACH 2020 - 2024.....	28
TABELA 18. GAME OLIVER SIA – WARTOŚĆ DOCHODOWA W OPARCIU O WARTOŚĆ WOLNYCH PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH.....	29
TABELA 19. GAME OLIVER SIA – WSKAŹNIK EKONOMICZNEJ WARTOŚCI DODANEJ.....	29
RYSUNEK 1 CYKL ZAMIANY NA GOTÓWKĘ.....	20
RYSUNEK 2 DRZEWO ROIC (RETURN ON INVESTED CAPITAL).....	21
RYSUNEK 3 RENTOWNOŚĆ KAPITAŁU WŁASNEGO GAME OLIVER SIA.....	22

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone w celu oszacowania
wartości rynkowej przedsiębiorstwa działającego pod firmą

GAME OLIVER SIA

Dane zawarte w niniejszym opracowaniu powinny być traktowane jedynie jako materiał informacyjny. Odpowiedzialność za prawdziwość i rzetelność zaprezentowanych w opracowaniu danych ponoszą władze Przedsiębiorstwa. Żadne z informacji zawartych w opracowaniu nie powinny być traktowane jako gwarancje dotyczące działalności Przedsiębiorstwa w przyszłości.

Niniejsze opracowanie jest poufne i przeznaczone wyłącznie do użytku adresata, który zobowiązany jest do nieujawniania osobom trzecim informacji zawartych w tym dokumencie. Kopiowanie i dystrybucja niniejszego opracowania bez pisemnego zezwolenia Przedsiębiorstwa są zabronione.

I EXECUTIVE SUMMARY

Oszacowanie wartości PW GAME OLIVER SIA .

Oszacowania dokonano:

- metodą opierającą się na zdyskontowanych przepływach pieniężnych netto oraz wartości zdyskontowanych skorygowanych aktywów netto.
- sumy zdyskontowanych przyszłych wolnych strumieni gotówki i zdyskontowanej wartości rezydualnej,
- na podstawie dwóch powyższych metod obliczono średnią wyceną oraz dokonano 30% dyskonta z uwagi na to że jest to stosunkowo młody podmiot.

Metody dochodowe są najbardziej poprawne z punktu widzenia wyceny w ujęciu dynamicznym (uwzględnienie kilkuletniego horyzontu działania), jak również dają możliwość uwzględnienia najważniejszych czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa (zmiany przychodów ze sprzedaży, osiągnane wyniki finansowe, wpływ struktury finansowania, itd.). Podstawowe założenie metod dochodowych opierają się na relacji prognozowanych przepływów pieniężnych do kosztu zaangażowanego kapitału.

Oszacowanie wartości dochodowej wykonane zostało według następującej metodyki:

1. Wykonano prognozę funkcjonowania przedsiębiorstwa od 2020 do 2024 roku.
2. Oszacowano strumień przepływów pieniężnych.
3. Stopę dyskonta wyznaczono w oparciu o model WACC.
4. Obliczono sumę zdyskontowanych strumieni pieniężnych.
5. Obliczono wartość rezydualną i zdyskontowaną wartość rezydualną oraz skorygowaną wartość aktywów netto i zdyskontowaną skorygowaną wartość aktywów netto.
6. Oszacowano wartość Podmiotu.

Zgodnie z założeniami przyjętymi w budowaniu planów finansowych wartość rynkowa wszystkich udziałów Podmiotu wynosi:

- według metody I: 7 586 540,3 USD
- według metody II 7 581 477,9 USD

Wartość rynkowa $((7\,586\,540,3 + 7\,581\,477,9)/2) \times 70\% = \underline{5\,308\,806,3\,USD}$

II PODSTAWOWE DANE

II.1 Dane Rejestrowe

Pełna nazwa: GAME OLIVER SIA
Adres siedziby: Jaungožu iela 36, Āņi, Ādažu nov LV 2137
tel./fax: +48 63 289 21 65 , +48 63 279 98 85
NIP: LV 40203219841
REGON: 40203219841
Forma prawna: Spółka Akcyjna
Sąd rejestrowy: Litewski odpowiednik KRS

Oddziały:

II.2 Sąd Rejestrowy

Spółka GAME OLIVER SIA. w została zarejestrowana w dniu 10.07.2019 r. w Litewskim odpowiedniku KRS.

II.3 Struktura akcjonariatu

- Arturs Pumpurs – 75%
- Jānis Innuss – 25%

II.4 Struktura organizacyjna

- Arturs Pumpurs – chairman of the board (not currently employed)
- Jānis Innuss – member of the board
- Ernests Dreimanis – Android developer (not currently employed)
- Ojars Iljesans – IOS developer (not currently employed)
- Hardijs Ķirsis – IOS developer / Tester (not currently employed)

- Asnāte Pumpure – object recognition tester (not currently employed)
- Artists – outsourced

II.5 Historia firmy

Twórcą przedsiębiorstwa jest Artūrs Pumpurs, który szukał nowych rozwiązań edukacyjnych dla swojego dziecka w bardziej innowacyjny sposób. Główne wyzwania w zglobalizowanym świecie to nauka języków obcych i komunikacja międzynarodowa. Tak więc przy użyciu najnowszych metod rozpoznawania obiektów i unikalnego zespołu z Łotwy (ERNESTDC.FI) stworzył projekt profesor Oliver. Profesor to gry która została ogłoszony przez łotewską Agencją Inwestycji i Innowacji jako trzeci najbardziej innowacyjny projekt w 2018 roku. Ponieważ zespół z 2018 r. Wie, że projekt jest kolejnym wielkim hitem w edu-rozrywce, szukał wydawcy, który nie tylko mógłby odsprzedać aplikację, ale mógł zwiększyć skalę projektu przy pomocy dobrze znanych praw własności intelektualnej.

Pierwotnie gra Oliver IP była w posiadaniu Northern Trading Partners, który opracował grę w latach 2018-2019. Northern Trading Partners ma kilka innych aktywów i działalności, które nie są związane z grami, w 2019 roku został utworzony nowy podmiot tylko do produkcji Game Oliver. Przeniesiono tam wszystkie aktywa materialne. Całkowita inwestycja w rozwój profesora Olivera wyniosła ~ 120–150 tys. EUR.

III ANALIZA FINANSOWA W OPARCIU O PLAN FINANSOWY NA OKRES 2020 - 2024

Ocena zarządzania zasobami finansowymi Przedsiębiorstwa została przeprowadzona w oparciu o analizę następujących parametrów charakteryzujących jego sytuację ekonomiczną i finansową:

- rentowności,
- płynności,
- obrotowości,
- finansowania majątku oraz stopnia zadłużenia.

W opracowanej analizie wykorzystano również:

wskaźniki:

- stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału – ROIC,
- rentowności kapitału własnego ROE

wartości takich parametrów jak:

- NOPLAT,
- Łączne Fundusze Inwestorów

Analiza finansowa Przedsiębiorstwa działającego pod nazwą GAME OLIVER SIA . została przeprowadzona w oparciu o następujące sprawozdania finansowe:

- bilans,
- rachunek zysków i strat,
- sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych

i prognozę finansową za lata 2020- 2024.

Wielkości umieszczone w zestawieniach podane zostały w USD z znakiem po przecinku, chyba, że zaznaczono inaczej.

III.1 Założenia konstruowania prognozy na lata 2020-2024

Prognozy na lata 2020-2024 stworzono w oparciu o przygotowany przez Spółkę budżet oraz o przewidywane warunki gospodarowania i oddziaływanie szeroko pojętego otoczenia Spółki w kolejnych latach.

- inflację ustalono na poziomie 2,5%,
- Stopę wolną od ryzyka przyjęto na poziomie 2,25% w wysokości rentowności 5 letnich obligacji skarbowych. Premię za ryzyko w wysokości 9%.

III.2 Bilans pro-forma

Wartości składników majątku GAME OLIVER SIA. oraz dynamikę ich wzrostu przedstawiają poniższe tablice:

Tabela 1. GAME OLIVER SIA ..– bilans pro-forma 2020–2024

Bilans Game Oliver					
AKTYWA	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
A. Aktywa trwałe	51 636,00	150 818,00	150 409,00	125 204,50	112 602,25
I. Wartości niematerialne i prawne	51 636,00	150 818,00	150 409,00	125 204,50	112 602,25
1. Koszty zakończonych prac rozwojowych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Wartość firmy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Inne wartości niematerialne i prawne	51 636,00	150 818,00	150 409,00	125 204,50	112 602,25
4. Zaliczki na wartości niematerialne i prawne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Rzeczowe aktywa trwałe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Należności długoterminowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Inwestycje długoterminowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Aktywa obrotowe	-104 111,20	816 051,86	2 321 715,63	4 516 259,00	6 620 743,84
I. Zapasy	1 828,35	20 904,45	30 996,89	41 342,28	41 560,45
1. Materiały	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Półprodukty i produkty w toku	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Produkty gotowe	1 828,35	20 904,45	30 996,89	41 342,28	41 560,45
3. Towary	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Zaliczki na dostawy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Należności krótkoterminowe	27 425,27	313 566,80	464 953,37	620 134,27	623 406,73
1. Należności od jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
a) z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) inne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Należności od pozostałych jednostek	27 425,27	313 566,80	464 953,37	620 134,27	623 406,73
a) z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	27 425,27	313 566,80	464 953,37	620 134,27	623 406,73
b) z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
c) inne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
d) dochodzone na drodze sądowej	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Inwestycje krótkoterminowe	-133 364,82	481 580,62	1 825 765,37	3 854 782,45	5 955 776,66
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	-133 364,82	481 580,62	1 825 765,37	3 854 782,45	5 955 776,66
a) w jednostkach powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
b) w pozostałych jednostkach	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	-133 364,82	481 580,62	1 825 765,37	3 854 782,45	5 955 776,66
2. Inne inwestycje krótkoterminowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Suma aktywów	-52 475,20	966 869,86	2 472 124,63	4 641 463,50	6 733 346,09
Game Oliver					
PASYWA	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
A. Kapitał (fundusz) własny	-97 508,76	705 588,85	2 107 335,71	4 175 106,98	6 264 032,01
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	2 800,00	2 800,00	2 800,00	2 800,00	2 800,00
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	2 832,00	-100 308,76	702 788,85	2 104 535,71	4 172 306,98
VIII. Zysk (strata) netto	-103 140,76	803 097,61	1 401 746,86	2 067 771,27	2 088 925,03
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	45 033,56	261 281,02	364 788,92	466 356,52	469 314,08
I. Rezerwy na zobowiązania	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Zobowiązania długoterminowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Zobowiązania krótkoterminowe	45 033,56	261 281,02	364 788,92	466 356,52	469 314,08
1. Wobec jednostek powiązanych	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Wobec pozostałych jednostek	45 033,56	261 281,02	364 788,92	466 356,52	469 314,08
3. Fundusze specjalne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Rozliczenia międzyokresowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Suma pasywów	-52 475,20	966 869,86	2 472 124,63	4 641 463,50	6 733 346,09

Tabela 2 Bilans - dynamika 2020-2024

Bilans - dynamika Game Oliver					
AKTYWA	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
A. Aktywa trwałe	192,08%	-0,27%	-16,76%	-10,07%	-100,00%
I. Wartości niematerialne i prawne	192,08%	-0,27%	-16,76%	-10,07%	-100,00%
II. Rzeczowe aktywa trwałe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III. Należności długoterminowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
IV. Inwestycje długoterminowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B. Aktywa obrotowe	-883,83%	184,51%	94,52%	46,60%	-100,00%
I. Zapasy	1043,35%	48,28%	33,38%	0,53%	-100,00%
II. Należności krótkoterminowe	1043,35%	48,28%	33,38%	0,53%	-100,00%
III. Inwestycje krótkoterminowe	-461,10%	279,12%	111,13%	54,50%	-100,00%
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Suma aktywów	-1942,53%	155,68%	87,75%	45,07%	-100,00%
Game Oliver					
PASYWA	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
A. Kapitał (fundusz) własny	-823,62%	198,66%	98,12%	50,03%	-100,00%
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III. Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
V. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VI. Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-3641,98%	-800,63%	199,45%	98,25%	-100,00%
VIII. Zysk (strata) netto	-878,64%	74,54%	47,51%	1,02%	-100,00%
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	480,19%	39,62%	27,84%	0,63%	-100,00%
I. Rezerwy na zobowiązania	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
II. Zobowiązania długoterminowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III. Zobowiązania krótkoterminowe	480,19%	39,62%	27,84%	0,63%	-100,00%
IV. Rozliczenia międzyokresowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Suma pasywów	-1942,53%	155,68%	87,75%	45,07%	-100,00%

Tabela 3 Kapitały stałe w finansowaniu majątku Przedsiębiorstwa

Kapitały stałe w finansowaniu majątku Game Oliver					
	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
1. kapitały własne (tys. zł)	-97 509	705 589	2 107 336	4 175 107	6 264 032
2. zobowiązania długoterminowe (tys. zł)	0	0	0	0	0
3. Razem - kapitały stałe (1+2) (tys. zł)	-97 509	705 589	2 107 336	4 175 107	6 264 032
4. aktywa trwałe ogółem (tys. zł)	51 636	150 818	150 409	125 205	112 602
5. kapitały stałe zaangażowane w finansowanie majątku obrotowego (3-4) (tys.)	-149 145	554 771	1 956 927	4 049 902	6 151 430
6. aktywa obrotowe (tys. zł)	-104 111	816 052	2 321 716	4 516 259	6 620 744
7. pokrycie aktywów obrotowych kapitałami stałymi	143%	68%	84%	90%	93%
8. zobowiązania krótkoterminowe (tys. zł)	45 034	261 281	364 789	466 357	469 314
9. pokrycie aktywów obrotowych zobowiązaniami krótkoterminowymi	-43%	32%	16%	10%	7%

III.3 Łączne fundusze inwestorów w latach 2020 – 2024

Zainwestowany kapitał plus inwestycje pozaoperacyjne, to łączna wartość włożona w przedsiębiorstwo przez inwestorów, którą określa się mianem łącznych funduszy inwestorów. Łączne fundusze inwestorów muszą być takie same niezależnie od tego, czy liczy się je na podstawie aktywów czy pasywów. Sposób kalkulacji wspomnianej wartości dla Spółki przedstawia poniższa tabela.

Tabela 4 Łączne fundusze inwestorów w latach 2020 - 2024

Łączne fundusze inwestorów Game Oliver					
	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
A Operacyjne aktywa bieżące (1+2+3)	29 253,6	334 471,2	495 950,3	661 476,6	664 967,2
1 Zapasy	1 828,4	20 904,5	30 996,9	41 342,3	41 560,4
2 Należności krótkoterminowe	27 425,3	313 566,8	464 953,4	620 134,3	623 406,7
3 Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
B Nieoprocentowane zobowiązania bieżące (5+6)	45 033,6	261 281,0	364 788,9	466 356,5	469 314,1
5 Nieoprocentowane zobowiązania krótkoterminowe	45 033,6	261 281,0	364 788,9	466 356,5	469 314,1
6 Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
C Operacyjny kapitał obrotowy netto (A - B)	-15 779,9	73 190,2	131 161,3	195 120,0	195 653,1
7 Rzeczowy majątek trwały netto i wartości niematerialne (bez wartości firmy i inwestycji rozpoczętych)	51 636,0	150 818,0	150 409,0	125 204,5	112 602,3
8 Pozostałe aktywa pomniejszone o pozostałe zobowiązania	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D Kapitał zainwestowany w działalność operacyjną (C+7+8)	35 856,1	224 008,2	281 570,3	320 324,5	308 255,4
9 Krótkoterminowe aktywa finansowe niepieniężne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
10 Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
11 Środki pieniężne	-133 364,8	481 580,6	1 825 765,4	3 854 782,5	5 955 776,7
12 Inwestycje	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
E Łączne fundusze inwestorów (D+9+10+11+12)	-97 508,8	705 588,8	2 107 335,7	4 175 107,0	6 264 032,0
12 Kapitał własny	-97 508,8	705 588,8	2 107 335,7	4 175 107,0	6 264 032,0
13 Rezerwa na podatek dochodowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
F Skorygowany kapitał własny (13+14)	-97 508,8	705 588,8	2 107 335,7	4 175 107,0	6 264 032,0
15 Oprocentowane zobowiązania ogółem	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
G Łączne fundusze inwestorów (F+15)	-97 508,8	705 588,8	2 107 335,7	4 175 107,0	6 264 032,0

Wartość łącznych funduszy inwestorów w prognozowanym okresie rośnie z -97 508,8 USD w roku 2020 do 6 264 032 USD w ostatnim roku prognozy, głównie ze względu na brak znaczących inwestycji w majątek trwały.

III.4 Rachunek wyników pro – forma

Wartość przychodów ze sprzedaży i kosztów związanych z ich realizacją w okresie 2020–2024 prezentuje poniższa tablica:

Tabela 5. GAME OLIVER SIA .. - rachunek wyników 2020-2024

Rachunek Wyników porównawczy					
Game Oliver	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym: od jednostek powiązanych	222 449,40	2 543 375,12	3 771 288,47	5 029 977,96	5 056 521,25
Przychody ze sprzedaży produktów	222 449,40	2 543 375,12	3 771 288,47	5 029 977,96	5 056 521,25
Zmiana stanu produktów	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Koszty działalności operacyjnej, w tym: od jednostek powiązanych	325 590,16	1 576 090,11	2 040 736,79	2 477 173,91	2 477 601,45
Amortyzacja	51 636,00	150 818,00	150 409,00	125 204,50	112 602,25
Zużycie materiałów i energii	66 734,82	763 012,54	1 131 386,54	1 508 993,39	1 516 956,37
Usługi obce	51 112,25	162 716,88	168 856,44	175 149,89	125 282,61
Podatki i opłaty	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Wynagrodzenia	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pozostałe koszty rodzajowe	156 107,09	499 542,69	590 084,81	667 826,14	722 760,22
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zysk / Strata ze sprzedaży (A - B)	-103 140,76	967 285,02	1 730 551,68	2 552 804,04	2 578 919,79
Pozostałe przychody operacyjne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pozostałe koszty operacyjne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zysk / Strata na działalności operacyjnej (C + D - E)	-103 140,76	967 285,02	1 730 551,68	2 552 804,04	2 578 919,79
Przychody finansowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Koszty finansowe	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zysk/Strata brutto na działalności gospodarczej (F + G - H)	-103 140,76	967 285,02	1 730 551,68	2 552 804,04	2 578 919,79
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych (JI - JII)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zyski nadzwyczajne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Straty nadzwyczajne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zysk / Strata brutto (I + J)	-103 140,76	967 285,02	1 730 551,68	2 552 804,04	2 578 919,79
Podatek dochodowy	0,00	164 187,41	328 804,82	485 032,77	489 994,76
Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)					
Zysk / Strata netto (K - L - M)	-103 140,76	803 097,61	1 401 746,86	2 067 771,27	2 088 925,03

Wartość przychodów ze sprzedaży w roku 2020 wyniosła 222 449,40 USD. Prognozowany jest wzrost sprzedaży do 5 056 521,25 USD w roku 2024. Koszty działalności operacyjnej w roku 2020 są większe od przychodów wynika to z prowadzonej ekspansji na rynku nowych produktów. W ostatnim roku prognozy koszty operacyjne będą stanowiły 48% przychodów ze sprzedaży.

III.5 NOPLAT w latach 2020 – 2024

Przedsiębiorstwo będzie notowało według prognozy stały wzrost wartości NOPLAT – w ciągu pięciu lat planowany jest wzrost o 2 192 065,80 USD. z roku 2020 do 2024 roku.

Tabela 6. GAME OLIVER SIA – NOPLAT w okresie 2020-2024

NOPLAT Game Oliver					
NOPLAT	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	222 449,4	2 543 375,1	3 771 288,5	5 029 978,0	5 056 521,2
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty operacyjne (bez amortyzacji)	-273 954,2	-1 425 272,1	-1 890 327,8	-2 351 969,4	-2 364 999,2
Amortyzacja	-51 636,0	-150 818,0	-150 409,0	-125 204,5	-112 602,3
Pozostałe przychody operacyjne - pozostałe koszty operacyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-103 140,8	967 285,0	1 730 551,7	2 552 804,0	2 578 919,8
Opodatkowanie EBIT	0,0	-164 187,4	-328 804,8	-485 032,8	-489 994,8
zmiana stanu rezerw pod. doch.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NOPLAT	-103 140,8	803 097,6	1 401 746,9	2 067 771,3	2 088 925,0

opodatkowanie EBIT	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Podatek dochodowy z Rachunku Wyników	0,0	164 187,4	328 804,8	485 032,8	489 994,8
Ośłona podatkowa z tytułu kosztów odsetkowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ośłona podatkowa z tyt. strat nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Podatek od przychodów odsetkowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
podatek od zysków nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
opodatkowanie EBIT	0,0	164 187,4	328 804,8	485 032,8	489 994,8

Uzgodnienie z zyskiem netto	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Zysk netto	-103 140,8	803 097,6	1 401 746,9	2 067 771,3	2 088 925,0
plus wzrost stanu rezerwy pod. doch.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
plus Amortyzacja wartości firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
skorygowany zysk netto	-103 140,8	803 097,6	1 401 746,9	2 067 771,3	2 088 925,0
plus koszty odsetkowe po opodatkowaniu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
plus straty nadzwyczajne po opodatkowaniu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zysk ogółem dostępny dla inwestorów	-103 140,8	803 097,6	1 401 746,9	2 067 771,3	2 088 925,0
minus przychody odsetkowe po opodatkowaniu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
minus zyski nadzwyczajne po opodatkowaniu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NOPLAT	-103 140,8	803 097,6	1 401 746,9	2 067 771,3	2 088 925,0

NOPLAT

Zysk operacyjny netto pomniejszony o skorygowane obciążenie podatkowe to zysk operacyjny podmiotu po opodatkowaniu, przy czym podatek zostaje ujęty w wysokości rzeczywiście uiszczzonej.

Zysk przed spłatą odsetek i opodatkowaniem (EBIT)

Obliczenie NOPLAT zaczyna się od obliczenia EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), zysku operacyjnego przed opodatkowaniem, który spółka uzyskałaby, gdyby nie była zadłużona. Zawiera on wszystkie rodzaje zysku z działalności operacyjnej, w tym większość przychodów i kosztów. Nie wchodzi w jego skład przede wszystkim: przychody i koszty odsetkowe, zysk lub strata z zaprzestanej działalności operacyjnej, wynik zdarzeń nadzwyczajnych oraz dochód z inwestycji pozaoperacyjnych. Przy obliczaniu EBIT należy

odjąć amortyzację majątku trwałego, z wyjątkiem amortyzacji niematerialnej wartości firmy (*goodwill*)¹.

Opodatkowanie EBIT

Opodatkowanie EBIT to podatek dochodowy płacony od EBIT. Jest to podatek, który spółka zapłaciłaby, gdyby nie była zadłużona, nie miała nadwyżki zbywalnych papierów wartościowych ani przychodów i kosztów pozaoperacyjnych. Opodatkowanie EBIT równe jest sumie podatku dochodowego (bieżącego i odroczonego) skorygowanej o wysokość podatku dochodowego wynikającego z przychodów i kosztów odsetkowych oraz pozycji pozaoperacyjnych².

¹ Copeland, T. Koller, J. Murrin, „Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm”, Warszawa 1997, s.146.

² op.cit., s. 147-148.

III.6 Rachunek przepływów pieniężnych pro – forma

Głównymi czynnikami wpływającymi na kształtowanie się przepływów pieniężnych Spółki w okresie prognozy są zatrzymane zyski, co ma wpływ na kumulowanie się środków pieniężnych

Tabela 7 GAME OLIVER SIA – sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych pro-forma 2020-2024

Sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych Game Oliver					
A. Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
A.I. Zysk (strata) netto	-103 140,8	803 097,6	1 401 746,9	2 067 771,3	2 088 925,0
A.II. Korekty razem	73 047,9	61 847,8	92 437,9	61 245,8	112 069,2
1. Amortyzacja	51 636,0	150 818,0	150 409,0	125 204,5	112 602,3
2. Zyski (straty) z tytułu różnic kursowych					
3. Odsetki					
4. Zysk (strata) z działalności inwestycyjnej					
5. Zmiana stanu rezerw					
6. Zmiana stanu zapasów	-1 828,4	-19 076,1	-10 092,4	-10 345,4	-218,2
7. Zmiana stanu należności	-27 425,3	-286 141,5	-151 386,6	-155 180,9	-3 272,5
8. Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych - bez kredytów i pożyczek	45 033,6	216 247,5	103 507,9	101 567,6	2 957,6
9. Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych					
10. Inne korekty	5 632,0				
A.III. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej (A.I +/- A.II)	-30 092,8	864 945,4	1 494 184,7	2 129 017,1	2 200 994,2
B. Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej					
B.I. Wpływy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
1. Zbycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych					
2. Zbycie inwestycji w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne					
3. Z aktywów finansowych, w tym:					
a) w jednostkach powiązanych					
b) w pozostałych jednostkach					
4. Inne wpływy z aktywów finansowych					
B.II. Wydatki	103 272,0	250 000,0	150 000,0	100 000,0	100 000,0
1. Nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	103 272,0	250 000,0	150 000,0	100 000,0	100 000,0
2. Inwestycje w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne					
3. Na aktywa finansowe, w tym:	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
4. Inne wydatki inwestycyjne					
B.III. Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej (B.I - B.II)	-103 272,0	-250 000,0	-150 000,0	-100 000,0	-100 000,0
C. Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej					
C.I. Wpływy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
1. Wpływy netto z wydania udziałów (emisji akcji) i innych instrumentów kapitałowych oraz dopłat do kapitału					
2. Kredyty i pożyczki					
3. Emisja dłużnych papierów wartościowych					
4. Inne wpływy finansowe					
C.II. Wydatki	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
1. Nabycie udziałów (akcji) własnych					
2. Dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli					
3. Inne, niż wypłaty na rzecz właścicieli, wydatki z tytułu podziału zysku					
4. Spłaty kredytów i pożyczek					
5. Wykup dłużnych papierów wartościowych					
6. Z tytułu innych zobowiązań finansowych					
7. Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego					
8. Odsetki					
9. Inne wydatki finansowe					
C.III. Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej (C.I - C.II)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D. Przepływy pieniężne netto razem (A.III +/- B.III +/- C.III)	-133 364,8	614 945,4	1 344 184,7	2 029 017,1	2 100 994,2
E. Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych	-133 364,8	614 945,4	1 344 184,7	2 029 017,1	2 100 994,2
F. Środki pieniężne na początek okresu	0,0	-133 364,8	481 580,6	1 825 765,4	3 854 782,5
G. Środki pieniężne na koniec okresu (F +/- D)	-133 364,8	481 580,6	1 825 765,4	3 854 782,5	5 955 776,7

Firma charakteryzowała się następującymi strumieniami pieniężnymi:

Tabela 8 Strumienie pieniężne w latach 2020-2024

Rodzaje strumieni	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy operacyjne	-	+	+	+	+
Przepływy inwestycyjne	-	-	-	-	-
Przepływy finansowe	-	-	-	-	-

Rodzaje strumieni	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy operacyjne	-30 093	864 945	1 494 185	2 129 017	2 200 994
Przepływy inwestycyjne	-103 272	-250 000	-150 000	-100 000	-100 000
Przepływy finansowe	0	0	0	0	0

III.7 Podstawowe parametry ekonomiczne – finansowe

W okresie prognozy wszystkie wskaźniki rentowności będą się utrzymywać na bezpiecznym i zadowalającym poziomie.

Tabela 9. Wskaźniki rentowności w latach 2020–2024

Wskaźniki rentowności I Game Oliver					
	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
I. Stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału (kapitał zainwestowany na koniec okresu)					
wartość sprzedanych towarów i materiałów / przychody	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
koszty operacyjne / przychody	123,15%	56,04%	50,12%	46,76%	46,77%
koszty operacyjne ogółem / przychody	123,15%	56,04%	50,12%	46,76%	46,77%
amortyzacja / przychody	23,21%	5,93%	3,99%	2,49%	2,23%
EBIT / przychody	-46,37%	38,03%	45,89%	50,75%	51,00%
EBITDA / przychody	-23,15%	43,96%	49,88%	53,24%	53,23%
rzeczowy majątek trwały / przychody	23,21%	5,93%	3,99%	2,49%	2,23%
kapitał obrotowy / przychody	-7,09%	2,88%	3,48%	3,88%	3,87%
przychody / zainwestowany kapitał w działalność operacyjną	6,20	11,35	13,39	15,70	16,40
ROIC = NOPLAT / zainwestowany kapitał	-287,65%	358,51%	497,83%	645,52%	677,66%
ROE = zysk netto / kapitał własny	105,78%	113,82%	66,52%	49,53%	33,35%
II. Wskaźniki wzrostu					
stopa wzrostu przychodów	#DZIEL/0!	1043,35%	48,28%	33,38%	0,53%
stopa wzrostu EBIT	#DZIEL/0!	1037,83%	78,91%	47,51%	1,02%
stopa wzrostu NOPLAT	#DZIEL/0!	878,64%	74,54%	47,51%	1,02%
stopa wzrostu kapitału obrotowego	#DZIEL/0!	563,82%	79,21%	48,76%	0,27%
stopa wzrostu zainwestowanego kapitału	#DZIEL/0!	524,74%	25,70%	13,76%	-3,77%
III. Stopa inwestycji					
stopa inwestycji brutto = (inwestycje brutto / przepływy gotówkowe brutto)	-169,87%	35,53%	13,40%	7,48%	4,57%
stopa inwestycji netto = (nakłady kapitałowe / NOPLAT)	-100,13%	31,13%	10,70%	4,84%	4,79%

Zasadniczo wyróżnia się trzy aspekty rentowności:

- rentowność sprzedaży określaną też w literaturze rentownością handlową,
- rentowność zaangażowanych kapitałów własnych określaną też rentownością finansową.
- rentowność majątku (aktywów) zwaną rentownością ekonomiczną,

Wielkość wskaźnika rentowności sprzedaży brutto jest niezależna od stopy opodatkowania zysku. Odzwierciedla politykę cen przedsiębiorstwa oraz zysk, jaki generuje ono poprzez określoną wielkość sprzedaży.

Wskaźnik rentowności sprzedaży netto, określany jako zwrot ze sprzedaży, informuje o udziale zysku po opodatkowaniu w wartości sprzedaży, czyli jaką marżę zysku przynosi dana wartość sprzedaży. Im niższy jest ten wskaźnik, tym większa wartość sprzedaży musi być zrealizowana

dla osiągnięcia określonej kwoty zysku. Większa wartość wskaźnika oznacza więc korzystniejszą kondycję finansową przedsiębiorstwa. Podniesienie rentowności netto oznacza wzrost efektywności sprzedaży. Wielkość wskaźnika rentowności sprzedaży netto jest uzależniona od rodzaju działalności przedsiębiorstwa³.

Rentownością kapitału własnego (finansową) interesują się przede wszystkim akcjonariusze. Pozwala ona określić stopę zysku, jaką przynosi im inwestycja w dane przedsiębiorstwo. Im wartość wskaźnika zyskowności kapitału (ROE – return on equity) jest wyższa, tym korzystniejsza jest sytuacja finansowa przedsiębiorstwa. Wyższa efektywność kapitału własnego stwarza możliwość uzyskania wyższych dywidend oraz dalszego rozwoju przedsiębiorstwa⁴.

Rentowność ekonomiczna informuje o wielkości zysku netto przypadającego na jednostkę wartości zaangażowanego w przedsiębiorstwie majątku. Wskaźnik ten (ROA – return on assets) wyznacza ogólną zdolność aktywów przedsiębiorstwa do generowania zysku, czyli jak efektywnie firma zarządza swoimi aktywami. Im wartość tego wskaźnika jest wyższa, tym korzystniejsza sytuacja finansowa firmy⁵.

Również w przypadku rentowności ekonomicznej zakłada się znaczny wzrost wskaźnika rentowności w latach przyszłych w porównaniu do okresu minionego.

Tabela 10. Wskaźniki płynności finansowej w latach 2020–2024

Wskaźniki płynności finansowej Game Oliver		2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
wsk.ogólnej (bieżącej) płynności = majątek obrotowy / zobowiązania bieżące - Current Ratio		-2,31	3,12	6,36	9,68	14,11
wsk.szybki = (majątek obrot. - zapasy - krótkot. rozl. międzyokr.) / zobowiązania bieżące - Quick Ratio		-2,35	3,04	6,28	9,60	14,02
wsk.gotówkowej płynności = środki pieniężne / zobowiązania bieżące		-2,96	1,84	5,00	8,27	12,69
wskaźnik pokrycia = należności handlowe / zobowiązania handlowe		0,61	1,20	1,27	1,33	1,33
kapitał pracujący (majątek ogółem - zobowiązania bieżące)		-97 509	705 589	2 107 336	4 175 107	6 264 032
kapitał pracujący netto (aktywa bieżące - zobowiązania bieżące)		-149 145	554 771	1 956 927	4 049 902	6 151 430

Wskaźnik ogólnej płynności	-2,31	3,12	6,36	9,68	14,11
Wskaźnik szybkiej płynności	-2,35	3,04	6,28	9,60	14,02
Wskaźnik płynności gotówkowej	-2,96	1,84	5,00	8,27	12,69

Płynność finansowa przedsiębiorstwa wskazuje na zdolność firmy do wywiązywania się z krótkoterminowych zobowiązań. Wskaźnik płynności bieżącej informuje ile razy bieżące aktywa pokrywają bieżące zobowiązania. Stanowią je zobowiązania wobec dostawców, pracowników, budżetów, instytucji publicznoprawnych ujęte w bilansie w pozycji

³ M. Sierpińska, T. Jachna „Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych”; PWN, Warszawa 2000

⁴ j.w.

⁵ Sierpińska, Jachna; j.w.

zobowiązania, kredyty krótkoterminowe oraz rata kredytu długoterminowego przypadająca do zapłacenia w danym roku. Zadowalający poziom wskaźnika płynności bieżącej mieści się w granicach 1,2-2,0, co oznacza, że zachowanie równowagi finansowej firmy wymaga, aby wielkość aktywów bieżących około dwa razy większa niż kwota bieżących pasywów⁶.

Wskaźnik szybki (mocny test) pokazuje stopień pokrycia zobowiązań krótkoterminowych aktywami o dużym stopniu płynności. Wskaźnik szybki na poziomie 1,0 uznawany jest za satysfakcjonujący i oznacza, że przedsiębiorstwo może szybko reagować na bieżące zobowiązania. Należy również zwrócić uwagę, iż istotnym elementem oceny finansowej przedsiębiorstwa jest różnica pomiędzy wskaźnikiem bieżącym i szybkim. W sytuacji, gdy wskaźnik szybki jest niski, a wskaźnik bieżący wysoki, to oznacza, że firma utrzymuje zbyt wysoki poziom zapasów, w którym zamrożony jest fundusz obrotowy. Wysoki wskaźnik szybki oznacza natomiast nieproduktywne gromadzenie środków pieniężnych na rachunkach bankowych oraz występowanie wysokiego stanu należności.

Tabela 11. Wskaźniki obrotowości w latach 2020–2024

Wskaźniki obrotowości Game Oliver					
	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Rotacja w dniach					
wsk. rotacji majątku obrotowego w dniach = majątek obrotowy x ilość dni / przychód ze sprzedaży	-171	117	225	329	478
wsk. rotacji zapasów w dniach = zapasy x ilość dni / koszty działalności operacyjnej	2	5	6	6	6
wsk. czasu rozliczenia należności = należności x ilość dni / przychody ze sprzedaży	45	45	45	45	45
wsk. czasu rozliczenia należności handlowych = należności handlowe x ilość dni / przychody ze sprzedaży	45	45	45	45	45
okres spłaty zobowiązań o koscie zerowym = zobowiązania bez kredytu / koszty działalności operacyjnej	50	61	65	69	69
okres spłaty zobowiązań handlowych = zobowiązania handlowe / koszty działalności operacyjnej	50	61	65	69	69
Cykl zamiany na gotówkę					
cykl zamiany na gotówkę = liczba dni zapasów + okres ściągania należności - okres spłaty zobowiązań	-3	-11	-15	-18	-18
Wskaźnik rotacji zapasów	2	5	6	6	6
Wskaźnik czasu rozliczenia należności	45	45	45	45	45
Okres spłaty zobowiązań	50	61	65	69	69

Wskaźnik rotacji majątku obrotowego określa liczbę dni obrotu, na jaką wystarcza kapitał obrotowy.

Wskaźnik rotacji zapasów w dniach oznacza, co ile dni przedsiębiorstwo odnawia swoje zapasy. Wysoki poziom tego wskaźnika oznacza, niski popyt (lub nadprodukcję). Przedsiębiorstwo zamraża środki w zapasach, a ponadto naraża się na ponoszenie dodatkowych kosztów związanych z magazynowaniem zapasów.

⁶ j.w.

Ponadto istotne znaczenie mają także wskaźniki rotacji należności i zobowiązań. Wskaźnik rotacji należności w dniach obrotu oznacza w jakim stopniu przedsiębiorstwo kredytuje swoich odbiorców. Optymalny przedział cyklu należności wynosi 36-51 dni. Poziom tego wskaźnika w dużej mierze zależy od rodzaju działalności i porównywany powinien być raczej do poziomu tego wskaźnika osiąganego przez przedsiębiorstwa z branży niż z literaturowymi wartościami. Okres spłaty zobowiązań określa opóźnienia w czasie płacenia zobowiązań. Im czas ten jest dłuższy, tym mniejsze są potrzeby w zakresie kapitału obrotowego.

Wskaźnik określany jako cykl zamiany na gotówkę obrazuje okres jaki upływa od momentu wypływu gotówki przeznaczonej na zobowiązania do momentu wpływu gotówki z należności. Im krótszy cykl środków pieniężnych, tym jest to sytuacja korzystniejsza dla firmy. Długość tego cyklu jest bardzo zróżnicowana i zależy od rodzaju produkcji.

Rysunek 1 Cykl zamiany na gotówkę



Wskaźniki zadłużenia GAME OLIVER SIA przedstawia poniższa tabela:

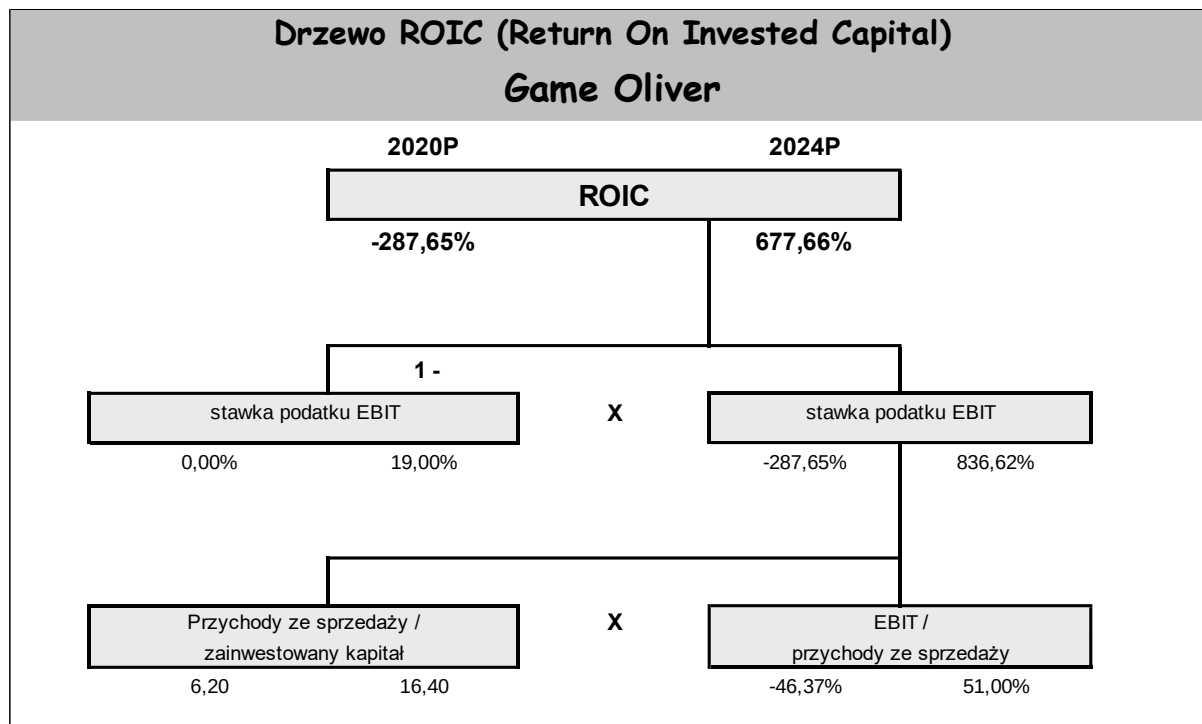
Tabela 12. Wskaźniki zadłużenia w latach 2020–2024

Wskaźniki zadłużenia Game Oliver		2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
wskaźnik ogólnego zadłużenia 1 = całość zobowiązań (długoterminowe + krótkoterm.) / całość aktywów - Debt Ratio		-0,86	0,27	0,15	0,10	0,07
wskaźnik ogólnego zadłużenia 2 = zobowiązania długoterminowe / całość aktywów		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
wskudziałów kapitałów własnych w finansowaniu majątku = kapitał własny / całość aktywów		1,86	0,73	0,85	0,90	0,93
wskudziałów kapitałów własnych w finansowaniu majątku = całość aktywów / kapitał własny		0,54	1,37	1,17	1,11	1,07
wsk.relacji zobowiązań do kapitałów własnych = całość zobowiązań / kapitały własne		-0,46	0,37	0,17	0,11	0,07

W celu ustalenia kto jest dostarczycielem środków dla firmy ocenia się poziom zadłużenia przedsiębiorstwa. Strukturę finansowania majątku obrazu wskaźnik ogólnego zadłużenia. Jako optymalny uznaje się wartość tego wskaźnika na poziomie 0,57-0,67. W tych granicach będzie mieścił się, według prognoz, poziom wskaźnika ogólnego zadłużenia Spółki.

III.8 Zwrot z zainwestowanego kapitału w 2020 i 2024 roku

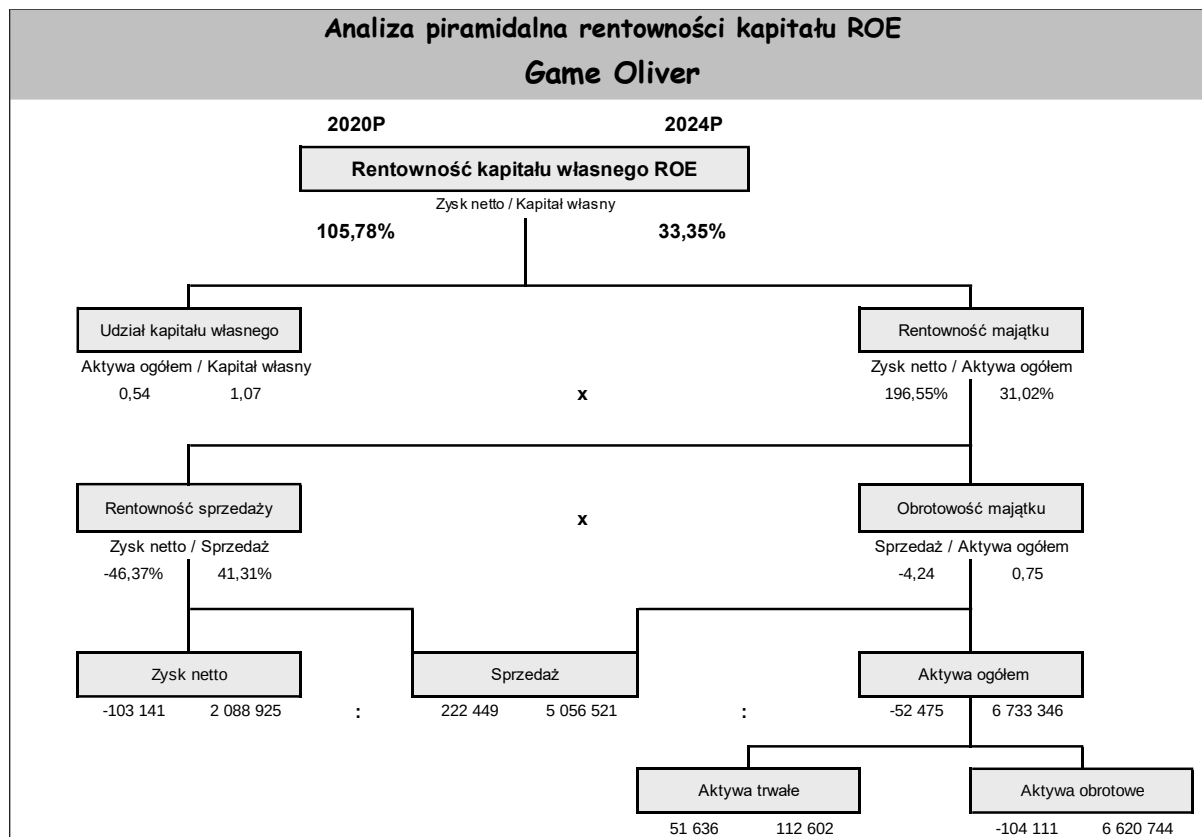
Rysunek 2 Drzewo ROIC (Return On Invested Capital)



Stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego w działalność operacyjną (ROIC) w latach 2020 – 2024 powinna wzrosnąć z poziomu -287,65% do 677,66%.

III.9 Rentowność kapitału własnego w 2020 i 2024 roku

Rysunek 3 Rentowność kapitału własnego GAME OLIVER SIA



W roku 2020 jak i 2024 rentowność kapitału własnego ROE spada z 105,78% do 33,35%..

III.10 Równowaga finansowa Podmiotu w latach prognozy

Tabela 13 Równanie równowagi finansowej GAME OLIVER SIA

Równowaga finansowa Game Oliver					Równowaga finansowa Game Oliver				
2020P					2024P				
KO - Kapitał obrotowy					KO - Kapitał obrotowy				
KO =	(kapitał własny	+	zob. długoterm. i rezerwy na zob.)	- majątek trwały	KO =	(kapitał własny	+	zob. długoterm. i rezerwy na zob.)	- majątek trwały
KO =	5 632	+	0	- 0	KO =	6 264 032	+	0	- 112 602
KO = 5 632					KO = 6 151 430				
ZKO - Zapotrzebowanie na Kapitał Obrotowy					ZKO - Zapotrzebowanie na Kapitał Obrotowy				
ZKO =	(majątek obrotowy	-	środki pieniężne)	- kapitał obrotowy	ZKO =	(majątek obrotowy	-	środki pieniężne)	- kapitał obrotowy
ZKO =	0	-	0	- 5 632	ZKO =	6 620 744	-	5 955 777	- 6 151 430
ZKO = -5 632					ZKO = -5 486 463				
czyli					czyli				
ZKO < KO					ZKO < KO				
o wartość 11 264					o wartość 11 637 892				

W kolejnych latach prognozowanego okresu nastąpić ma znaczna poprawa działalności Spółki w kwestii zarządzania kapitałem obrotowym, będzie w komfortowej pozycji w roku 2020 posiada nadwyżkę kapitału obrotowego w wysokości 11 264 USD. i w kolejnych latach wzrośnie do 11 637 892 USD. w roku 2022.

IV OSZACOWANIE WARTOŚCI PODMIOTU

Oszacowania dokonano na podstawie:

- Metody I: DCF (Discounted Cash Flow)

Polega na obliczeniu wartości przepływów pieniężnych netto i zdyskontowaniu ich razem z wartością aktywów netto, czyli skorygowanych o wartość zobowiązań, rezerw na zobowiązania i rozliczeń międzyokresowych.

- Metody II: FCF (Free Cash Flow) i skorygowana wartość aktywów netto

Polega na obliczeniu wartości rezydualnej oraz zdyskontowanych Wolnych Przepływów Pieniężnych dostępnych dla inwestorów (uwzględniających wartość inwestycji) we wszystkich latach prognozy. Następnie uzyskany wynik korygowany jest o wartość zadłużenia oprocentowanego, którym Spółka jest obecnie obciążona.

- Na podstawie dwóch powyższych metod dokonano oszacowania wartości rynkowej podmiotu na podstawie średniej arytmetycznej oraz z uwagi na nieugruntowaną pozycję i świeżość podmiotu zastosowano dyskonto w wysokości 30%.

Oszacowanie wartości dochodowej wykonane zostało według następującej metodyki:

1. Wykonano prognozę funkcjonowania Spółki od roku 2020 do 2024.
2. Oszacowano strumień wolnych przepływów pieniężnych oraz przepływów pieniężnych netto,
3. Oszacowano stopę dyskonta dla każdego okresu – w oparciu o średnioważony koszt kapitału (WACC).

Do wyliczenia kosztu kapitału własnego posłużono się modelem: ***dochód z obligacji plus premia za ryzyko***. W tym podejściu koszt kapitału własnego jest zależny od potencjalnego dochodu z obligacji oraz premii za ryzyko. Gdyby właściciel (akcjonariusz) otrzymał dywidendę, to mógłby ją zainwestować w lokaty o względnie niskim poziomie ryzyka, np. w obligacje. Akceptując brak dywidend, właściciel pozostawia swoje środki w firmie i angażuje je w działalność o wyższym poziomie ryzyka. Dlatego też oczekuje od swojej firmy, od swoich kapitałów, stopy zwrotu wyrażonej wzorem:

$$Ks = \text{Dochód z obligacji} + \text{Premia za ryzyko}$$

Jako stopę wolną od ryzyka przyjęto rentowność 5 letnich obligacji skarbowych w wysokości 2,25%. Wielkość premii za ryzyko została określana w sposób intuicyjny oraz na podstawie obserwacji sytuacji bieżącej na poziomie 9,0%.

Kierownictwo firmy, angażując w działalność gospodarczą środki, powinno się liczyć z powyższymi kosztami. Ze względu na prostotę oraz intuicyjną zrozumiałość metoda ta jest powszechnie stosowana w praktyce. Premię za ryzyko wynikające z zaangażowania kapitału w akcje firmy, a nie w obligacje, można ocenić w sposób subiektywny.

4. Obliczono sumę zdyskontowanych strumieni pieniężnych.
5. Obliczono wartość rezydualną i zdyskontowaną wartość rezydualną oraz zdyskontowaną wartość skorygowanych aktywów netto.
6. Oszacowano wartość Podmiotu.

Zgodnie z powyższymi założeniami

***wartość Podmiotu według metody I: DCF i skorygowanej wartości
aktywów netto wynosi:***

7 581 477,90 USD USD

***wartość Podmiotu według metody II: FCF i skorygowanej wartości
aktywów netto wynosi:***

7 586 540,30 USD

***wartość rynkowa Podmiotu na podstawie średniej arytmetycznej
dwóch powyższych metod i 30% dyskonta wynosi***

5 308 806,30 USD

IV.1 Średnioważony koszt kapitału WACC 2020 - 2024

Tabela 14. GAME OLIVER SIA – WACC w okresie 2020 - 2024

WACC Game Oliver					
	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
WACC	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%
Koszt kredytu	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%	5,70%
Stopa opodatkowania	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Koszt kapitału własnego = $R_f + [E(R_m) - R_f]\beta$	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
Stopa wolna od ryzyka R_f	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%
Premia za ryzyko	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
β	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
struktura kapitału	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
kapitał własny + rezerwy + fundusze specjalne	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
zadłużenie długoterminowe oprocentowane	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
zadłużenie krótkoterminowe oprocentowane	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Średni ważony koszt kapitału (WACC) jest stopą uwzględniającą koszt kapitału własnego i obcego oraz ich wagę w kapitale zakładowym. Koszt kapitału własnego odzwierciedla wymaganą przez inwestorów stopę zwrotu związaną z finansowaniem działalności spółki, a koszt długu określony jest przez bieżącą stopę oprocentowania kapitałów obcych skorygowaną o korzyści podatkowe.

$$\text{Koszt kapitału własnego}^7 \text{ CAMP} = R_f + [E(R_m) - R_f] \cdot \beta$$

gdzie:

R_f – wolna od ryzyka stopa zwrotu

$E(R_m)$ – oczekiwana stopa zwrotu z całego portfela rynkowego

$[E(R_m) - R_f]$ – premia za ryzyko rynkowe

β – ryzyko systematyczne kapitału własnego

Kształtowanie się współczynnika β i interpretacje

- $\beta < 0$ - stopa zwrotu papieru wartościowego (portfela) wykazuje odmienne tendencje zmian niż stopa zwrotu na rynku (akcje, portfele korelujące z sobą ujemnie);
- $\beta = 0$ - stopa zwrotu papieru wartościowego (portfela) nie jest wrażliwa na zmienność rynku (np. papiery wolne od ryzyka – bon skarbowy);
- $0 < \beta < 1$ - stopa zwrotu papieru wartościowego (portfela) jest w małym stopniu wrażliwa na zmienność rynku (defensywna akcja, portfel);

⁷ Elżbieta Ostrowska, *Inwestycje finansowe*

- $\beta = 1$ - stopa zwrotu papieru wartościowego (portfela) zmienia się w takim samym stopniu, jak stopa zwrotu z rynku;
- $\beta > 1$ - stopa zwrotu papieru wartościowego (portfela) jest w dużym stopniu wrażliwa na zmienność rynku (agresywna akcja, portfel).

W przypadku Spółek, których akcje nie są notowane na regulowanych rynkach i nie jest możliwe obliczenie współczynnika β na podstawie danych historycznych, przyjmuje się wartość $\beta = 1$.

IV.2 Wyliczenie Wartości Podmiotu w oparciu o bieżącą wartość gotówki i skorygowane aktywa netto

Wartość skorygowanych aktywów netto oblicza się dla ostatniego roku prognozy, który obejmuje wycena. Sposób wyliczenia ww. wartości został przedstawiony w poniższej tabeli:

Tabela 15 Skorygowane aktywa netto

Skorygowane aktywa netto			
	WYSZCZEGÓLNIENIE	2020P	2024P
1	suma aktywów	-52 475,2	6 733 346,1
2	rezerwy na zobowiązania	0,0	0,0
3	zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0
4	zobowiązania krótkoterminowe	45 033,6	469 314,1
5	rozliczenia międzyokresowe bierne	0,0	0,0
	skorygowane aktywa netto (1-2-3-4-5)	-97 508,8	6 264 032,0

Wyliczenie wartości Podmiotu metodą I: DCF i wartości skorygowanych aktywów netto przedstawia poniższa tabela:

Tabela 16. GAME OLIVER SIA – wartość dochodowa w oparciu bieżącą wartość skorygowanych aktywów netto

Wycena				
rok	DCF / aktywa netto	Koszt kapitału własnego		Bieżąca wartość
2020P	-133 364,8	11,25%	0,899	-119 878,5
2021P	614 945,4	11,25%	0,808	496 862,9
2022P	1 344 184,7	11,25%	0,726	976 245,2
2023P	2 029 017,1	11,25%	0,653	1 324 602,7
2024P	2 100 994,2	11,25%	0,587	1 232 891,2
skorygowana wartość aktywów netto	6 264 032,0	0,587		3 675 816,9
wartość spółki razem				7 586 540,3
wartość kapitału własnego				7 586 540,3

IV.3 Wyliczenie Wartości Podmiotu w oparciu o FCF

Wolne przepływy gotówkowe (Free Cash Flow - FCF) są strumieniem gotówki z działalności operacyjnej. Są to generowane przez przedsiębiorstwo łączne przepływy gotówkowe po opodatkowaniu, które są dostępne dla wszystkich dostawców kapitału firmy, czyli dla wierzycieli i akcjonariuszy. Można interpretować FCF jako strumień gotówki po opodatkowaniu, który byłby dostępny dla akcjonariuszy spółki jeżeli nie byłaby ona zadłużona⁸.

Tabela 17. GAME OLIVER SIA – FCF w latach 2020 - 2024

Wolne Przepływy Gotówkowe FCF Game Oliver						
	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
1 EBIT	0,0	-103 140,8	967 285,0	1 730 551,7	2 552 804,0	2 578 919,8
2 Opodatkowanie EBIT	0,0	0,0	-164 187,4	-328 804,8	-485 032,8	-489 994,8
3 Zmiana stanu rezerwy na podatek dochodowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
A NOPLAT (1+2+3)	0,0	-103 140,8	803 097,6	1 401 746,9	2 067 771,3	2 088 925,0
4 Amortyzacja	0,0	51 636,0	150 818,0	150 409,0	125 204,5	112 602,3
B Przepływy gotówkowe brutto (A+4)	0,0	-51 504,8	953 915,6	1 552 155,9	2 192 975,8	2 201 527,3
5 Wzrost (spadek) kapitału obrotowego	0,0	-15 779,9	88 970,2	57 971,1	63 958,7	533,1
6 Nakłady kapitałowe	0,0	103 272,0	250 000,0	150 000,0	100 000,0	100 000,0
7 Pozostałe aktywa pomniejszone o pozostałe zobowiązania	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
C Inwestycje brutto (5+6+7)	0,0	87 492,1	338 970,2	207 971,1	163 958,7	100 533,1
D FCF bez uwzględnienia Wartości Firmy (B-C)	0,0	-138 996,8	614 945,4	1 344 184,7	2 029 017,1	2 100 994,2
8 Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
E FCF (D-8)	0,0	-138 996,8	614 945,4	1 344 184,7	2 029 017,1	2 100 994,2
9 Inwestycje	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
10 Przeszacowanie majątku trwałego z tyt. aktualizacji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
F Cash Flow dostępny dla inwestorów (E+9+10)	0,0	-138 996,8	614 945,4	1 344 184,7	2 029 017,1	2 100 994,2
11 przychody odsetkowe po opodatkowaniu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
13 zyski nadzwyczajne po opodatkowaniu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
14 Wzrost (spadek) krótkoterminowych aktywów finansowych niepieniężnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
15 Wzrost (spadek) krótkoterminowych aktywów finansowych pieniężnych	0,0	-133 364,8	614 945,4	1 344 184,7	2 029 017,1	2 100 994,2
16 koszty odsetkowe po opodatkowaniu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
18 straty nadzwyczajne po opodatkowaniu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
19 Wzrost (spadek) oprocentowanego zadłużenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
20 Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
21 Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
G Pozostałe zmiany	0,0	-133 364,8	614 945,4	1 344 184,7	2 029 017,1	2 100 994,2

⁸ op.cit., s. 157-158.

Tabela 18. GAME OLIVER SIA – wartość dochodowa w oparciu o wartość wolnych przepływów pieniężnych

Wycena				
rok	FCF / aktywa netto	współczynnik dyskontowy		Bieżąca wartość FCF
2020P	-138 996,8	11,25%	0,899	-124 941,0
2021P	614 945,4	11,25%	0,808	496 862,9
2022P	1 344 184,7	11,25%	0,726	976 245,2
2023P	2 029 017,1	11,25%	0,653	1 324 602,7
2024P	2 100 994,2	11,25%	0,587	1 232 891,2
skorygowana wartość aktywów netto	6 264 032,0	0,587		3 675 816,9
wartość działalności operacyjnej				7 581 477,9
wartość inwestycji nieoperacyjnych				0,0
wartość spółki razem				7 581 477,9
minus zadłużenie oprocentowane				0,0
wartość kapitału własnego				7 581 477,9

V WSKAŹNIK EKONOMICZNEJ WARTOŚCI DODANEJ

EVA przedstawia przyrost w ujęciu bezwzględny. Jest to rezydualny zysk ekonomiczny, pozostający po odjęciu od skorygowanego zysku operacyjnego po opodatkowaniu wszystkich kosztów zaangażowanego w firmie kapitału.

Tabela 19. GAME OLIVER SIA – wskaźnik Ekonomicznej Wartości Dodanej

Wskaźnik Ekonomicznej Wartości Dodanej Game Oliver					
	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
NOPLAT	-103 140,76	803 097,61	1 401 746,86	2 067 771,27	2 088 925,03
Kapitał zainwestowany w działalność operacyjną (stan na koniec okresu)	35 856,06	224 008,23	281 570,34	320 324,53	308 255,35
ROIC = NOPLAT / zainwestowany kapitał	-287,65%	358,51%	497,83%	645,52%	677,66%
Wskaźnik Ekonomicznej Wartości Dodanej = NOPLAT - opłata za kapitał lub zainwestowany kapitał x (ROIC - WACC)					
ROIC	-287,65%	358,51%	497,83%	645,52%	677,66%
WACC	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%	11,25%
różnica	-298,90%	347,26%	486,58%	634,27%	666,41%
Kapitał zainwestowany w działalność operacyjną (stan na koniec okresu)	35 856,06	224 008,23	281 570,34	320 324,53	308 255,35
Ekonomiczna Wartość Dodana	-107 174,57	777 896,68	1 370 070,20	2 031 734,76	2 054 246,31
NOPLAT	-103 140,76	803 097,61	1 401 746,86	2 067 771,27	2 088 925,03
Opłata za kapitał	4 033,81	25 200,93	31 676,66	36 036,51	34 678,73
Ekonomiczna Wartość Dodana	-107 174,57	777 896,68	1 370 070,20	2 031 734,76	2 054 246,31

VI WYCENA WARTOŚCI RYNKOWEJ UDZIAŁÓW PODMIOTU I OKREŚLENIE PRZEDZIAŁU NEGOCJACYJNEGO

Kapitał właścicielski Przedsiębiorstwa GAME OLIVER SIA.

Wobec wyników powyższej wyceny można stwierdzić, co następuje:

- wartość Przedsiębiorstwa GAME OLIVER SIA według wyceny metodą I wynosi: 7 586 540,30 USD

wartość rynkowa GAME OLIVER SIA wg metody I:
7 586 540,30 USD

- wartość Przedsiębiorstwa GAME OLIVER SIA według wyceny metodą II wynosi: 7 581 477,90 USD

wartość rynkowa GAME OLIVER SIA wg metody II
7 581 477,90 USD

***Wartość rynkowa Podmiotu ustalona na podstawie średniej
arytmetycznej dwóch powyższych metod i 30% dyskonta wynosi***

5 308 806,30 USD

VII OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA WYKORZYSTANYCH METOD

Wartość firmy określana metodą Zdyskontowanych Strumieni Pieniężnych składa się z dwóch składników: sumy zdyskontowanych wynikowych strumieni pieniężnych oraz wartości rezydualnej (lub wartości skorygowanych aktywów netto w ostatnim roku prognozy).

1. Należy oszacować dla kolejnych lat, wartości stanowiące różnicę pomiędzy strumieniami pieniężnymi wpływającymi do przedsiębiorstwa, a wszystkimi strumieniami pieniężnymi wypływającymi z przedsiębiorstwa.

2. Należy określić współczynnik dyskontujący, w celu sprowadzenia oszacowanych wartości cash flow do wartości obecnej.

3. Wartość przedsiębiorstwa jest sumą zdyskontowanych strumieni pieniężnych netto i zdyskontowanej wartości rezydualnej czyli renty wieczystej, ustalonej dla ostatniego roku prowadzonej analizy lub zdyskontowanej wartości skorygowanych aktywów netto.

Czas trwania projektu ma wynosić 5 lat ($n=5$). Jako $t=0$ przyjęto rok 2018 roku, a rok 2023, jako $n=5$.

Wartość Przedsiębiorstwa można przedstawić następującymi wzorami:

$$P = \frac{CF}{(1+r)} + \dots + \frac{CF}{(1+r)^t} + RV - WZ \quad t_0$$

Gdzie:

P – wartość przedsiębiorstwa

CF – wartość CASH-FLOW

r – wysokość stopy dyskonta

t – długość okresu prognozy

RV – wartość rezydualna

WZ – wartość oprocentowanego zadłużenia w okresie t_0 – stan na dzień 15 stycznia 2019 roku.

Wartość rezydualna (końcowa)

$$RV = \frac{(1 + g)}{(r - g)} \times CF_t \times a_t$$

Gdzie :

RV – wartość końcowa

CF_t – wartość CASH-FLOW w ostatnim roku prognozy

r – wysokość stopy dyskonta

g – stopa wzrostu cash-flow po okresie prognozy – przyjęto 0,0%.

a_t – dyskonto dla roku po okresie prognozy

Wartość Podmiotu obliczoną za pomocą tego wzoru pomniejszono o kwotę oprocentowanego zadłużenia z tytułu: kredytów krótko i długoterminowych, pożyczek, obligacji i papierów wartościowych, aby uzyskać wartość dla akcjonariuszy⁹. W przypadku metody skorygowanych aktywów netto oprocentowane zadłużenie ujęte jest w wartości skorygowanych aktywów netto.

Wartość rezydualna wyznaczana jest jako iloraz wynikowego strumienia pieniężnego w ostatnim roku analizy, podzielonego przez stopę dyskonta i pomnożonego przez współczynnik dyskontujący następnego roku, poza horyzontem analizy.

Wartość ta odzwierciedla głównie zdolność podmiotu gospodarczego do generowania dochodu.

Współczynniki dyskontujące obliczane są wg poniższych wzorów:

$$a_1 = [1 / (1 + r_{2019})]^1$$

$$a_2 = [1 / (1 + r_{2019})]^1 * [1 / (1 + r_{2020})]^1$$

$$a_3 = [1 / (1 + r_{2019})]^1 * [1 / (1 + r_{2020})]^1 * [1 / (1 + r_{2021})]^1$$

itd....

lub odczytywane z tablic dyskontowych.

⁹ T. Copeland, *op. cit.*, s.127.

LICENCJA

MAKLERA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Tomasz Robert Mozgawa

Na podstawie art. 23 ust.1 w związku z art. 22 ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz. U. Nr 118, poz. 754 z późn. zm.) został Pan w dniu 7 maja 2002 roku wpisany przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd na listę maklerów papierów wartościowych i otrzymał Pan

licencję numer 1903

Wpis na listę maklerów papierów wartościowych upoważnia Pana do wykonywania zawodu maklera papierów wartościowych.



Warszawa, dnia 7.05.2002 r.

Przewodniczący
Komisji Papierów Wartościowych i Giełd



MINISTER SKARBU PAŃSTWA

DYPLOM

NR 1143 /2006

złożenia egzaminu dla kandydatów na członków rad nadzorczych w spółkach Skarbu Państwa

w dniu 24 czerwca 2006 roku

Tomasz Robert

Mozgawa

złożył z wynikiem pozytywnym egzamin dla kandydatów na członków rad nadzorczych
w spółkach Skarbu Państwa

Warszawa, dnia 27 czerwca 2006 roku



p.o. DYREKTORA GENERALNEGO

M. Nowosielska
Monika Nowosielska
z upoważnienia
Ministra Skarbu
Państwa



Szwajcarsko-Polski Program Współpracy
Financial Reporting Technical Assistance Project

CERTYFIKAT

TOMASZ MOZGAWA

Uczestniczył/a w szkoleniu dedykowanym dla kandydatów na biegłych
rewidentów

Wybrane zagadnienia z MSSF

w wymiarze 3 dni

Aneta Wille-Lips

*Szkolenie finansowane przez Szwajcarię w ramach szwajcarskiego programu współpracy
z nowymi krajami członkowskimi Unii Europejskiej*

