

Wycena wartości godziwej przedsiębiorstwa

INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI

z siedzibą w Grodzisku Mazowieckim

wg stanu na 31.03.2016 r. – tekst jednolity

Spis treści

1	Wstęp.....	2
1.1	Wprowadzenie	2
1.2	Prezentacja wyników wyceny.....	3
1.3	Uzasadnienie zastosowanych metod wyceny	4
	Wiadomości ogólne o Spółce	5
1.4	Informacje ogólne.....	5
1.5	Przedmiot podstawowej działalności Przedsiębiorstwa	6
2	Informacje rynkowe.....	7
3	Prezentacja danych ekonomiczno-finansowych w latach 2014-2015.....	10
4	Wycena metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF)	11
4.1	Metodologia wyceny	11
4.2	Założenia makroekonomiczne przyjęte do wyceny	13
4.3	Kalkulacja stopy dyskontowej przyjętej do wyceny.....	14
4.4	Założenia szczegółowe do projekcji przychodów i kosztów stanowiących podstawę oszacowania wartości godziwej Przedsiębiorstwa	16
4.5	Projekcja przychodów i kosztów stanowiących podstawę wyceny wartości godziwej Przedsiębiorstwa metodą DCF	19
4.6	Wyniki wyceny godziwej przedsiębiorstwa INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych.....	20
5	Spis tabel i wykresów	22
6	Załączniki.....	23
6.1	Prognozy finansowe za okres 01.04.2016-31.12.2020 r. stanowiące podstawę wyceny	23

1 WSTĘP

1.1 WPROWADZENIE

Niniejszy raport dotyczy oszacowania wartości godziwej przedsiębiorstwa INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI z siedzibą w Grodzisku Mazowieckim (dalej określanej również jako „Przedsiębiorstwo”) wg stanu na 31.03.2016 r.

Raport został sporządzony przez firmę AVCS Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (dalej określaną również jako „Wykonawca”) na zlecenie INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI z siedzibą w Grodzisku Mazowieckim w celu wartości godziwej przedsiębiorstwa.

Przedmiotowy raport sporządzony został w dniu 26 września 2018 r. i stanowi tekst jednolity, uwzględniający erratę pierwotnego raportu w zakresie opisu przedmiotu działalności przedsiębiorstwa INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI, tj. punktu 1.5 raportu.

Do wyceny wartości godziwej przedsiębiorstwa INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI zastosowano:

- ❖ metodę zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF),

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

1. Deklaracje PIT36L za lata 2013-2015 r.,
2. Założenia prognostyczne na lata 2016-2020,
3. Inne materiały analityczne zebrane i przygotowane przez pracowników Przedsiębiorstwa.

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

Zwracamy uwagę, że zakres zleconych nam prac nie obejmował żadnych prac o naturze audytu lub analiz due diligence, w odniesieniu do wszelkich informacji, które były dla nas dostępne i uwzględnione w procesie analizy i wyceny (w tym w odniesieniu do założeń prognostycznych przedstawionych przez Przedsiębiorstwo). W związku z tym, na potrzeby sporządzenia niniejszego raportu założyliśmy, iż otrzymane dane są wystarczająco dokładne i kompletne, by możliwe było sporządzenie wiarygodnej wyceny.

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

Przedmiotową wycenę Wykonawca sporządził z należytą starannością. Jednakże Wykonawca, ani żaden z członków zespołu dokonującego wyceny nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek błędy i pominięcia w związku z realizacją przedmiotowej wyceny (wyłączając odpowiedzialność za szkodę wyrządzoną umyślnie, jak również na skutek rażącego niedbalstwa).

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

Wycenę sporządzono w tysiącach PLN (tys. PLN) chyba, że inaczej zaznaczono w treści opracowania.

1.2 PREZENTACJA WYNIKÓW WYCENY

Poniższa tabela przedstawia wyniki wyceny wartości godziwej INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI z siedzibą w Grodzisku Mazowieckim wg stanu na 31.03.2016 r.

Tabela 1. Wyniki wyceny wartości godziwej przedsiębiorstwa INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI

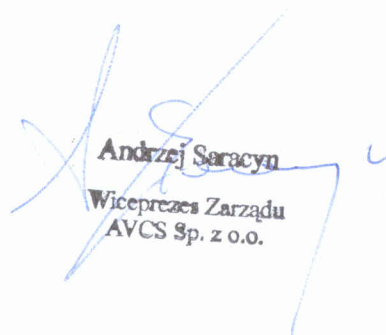
Lp.	Wyszczególnienie	Wartość wyceny na dzień 31.03.2016 r. (tys. PLN)
A	Wycena metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF)	
1	Wartość bieżąca strumieni z działalności operacyjnej dla okresu szczegółowej prognozy – okres: 01.04.2016-31.12.2020	1 378
2	Wartość rezydualna Przedsiębiorstwa	1 617
3	Wartość godziwa aktywów pozaoperacyjnych na początek okresu szczegółowej prognozy	613
4	Stan środków pieniężnych na początek okresu szczegółowej prognozy	0
5	Wartość długu odsetkowego na początek okresu szczegółowej prognozy	0
6	Razem wartość godziwa przedsiębiorstwa oszacowana metodą DCF	3 608

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Przedsiębiorstwa

Łączna wartość godziwa Przedsiębiorstwa INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI z siedzibą w Grodzisku Mazowieckim wg stanu na dzień 31.03.2016 r. wynosi:

3 608 tys. PLN

(słownie: trzy miliony sześćset osiem tysięcy PLN)



Andrzej Saracyn
Wiceprezes Zarządu
AVCS Sp. z o.o.

AVCS Sp. z o.o.
ul. Grzybowska 4 lok. 9B
00-131 Warszawa
Tel: (+48 22) 419-20-71/72, Fax: (+48 22) 419-20-7
REGON:141528453, NIP: 525-24-36-6

1.3 UZASADNIENIE ZASTOSOWANYCH METOD WYCENY

Do wyceny wartości godziwej przedsiębiorstwa przyjęto metodę :

- zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych.

Metoda zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych (DCF) – podejście dochodowe. Metoda ta jest najczęściej stosowaną w praktyce metodą wyceny wartości godziwej przedsiębiorstw podmiotów prowadzących działalność usługową, dla których kluczowymi aktywami są aktywa niematerialne, w tym relacje z klientami.

Wybrana metoda wyceny umożliwia zatem właściwą rekomendację wartości godziwej Przedsiębiorstwa będącego przedmiotem wyceny.

WIADOMOŚCI OGÓLNE O SPÓŁCE

1.4 INFORMACJE OGÓLNE

FIRMA PRZEDSIĘBIORSTWA:

INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI

ADRES GŁÓWNEGO MIEJSCA WYKONYWANIA DZIAŁALNOŚCI

ul. gen. J. n. Umińskiego 10, 05-827 Grodzisk Mazowiecki

NUMER IDENTYFIKATORA GUS:

Nr REGON 146080997

NUMER IDENTYFIKACYJNY PODATNIKA PODATKU OD TOWARÓW I USŁUG:

Nr NIP 5291705273

DATA ROZPOCZĘCIA WYKONYWANIA DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ

2012-04-16

1.5 PRZEDMIOT PODSTAWOWEJ DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI – główny obszar działalności przedsiębiorstwa stanowi doradztwo w zakresie pozyskiwania finansowania dla przedsiębiorstw. Usługi obejmują wsparcie w wyborze i pozyskaniu najbardziej optymalnej formy finansowania, z punktu widzenia ryzyka finansowego i kosztu kapitału. Przedsiębiorstwo świadczy również usługi w zakresie doradztwa w procesach fuzji i przejęć oraz corporate finance (m.in. z zakresu wycen przedsiębiorstw).

Dodatkowo w ramach Insignis Capital Łukasz Rosiński rozwijany jest koncept poszerzenia działalności o produkcje gier komputerowych oraz aplikacji AR/VR, jak również inwestycji w projekty z tych obszarów. Wyceniający nie otrzymał materiałów, które mogłyby stanowić podstawę oszacowania wartości omówionych powyżej wartości niematerialnych i prawnych, dlatego na potrzeby wyceny przyjęto, że nie posiadają one istotnej wartości na dzień wyceny.

Przeważająca działalność gospodarcza (kod PKD):

- 66.19.Z Pozostała działalność wspomagająca usługi finansowe, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszów emerytalnych

Wykonywana działalność gospodarcza (kody PKD):

- 66.19.Z, 47.91.Z, 63.12.Z, 64.99.Z, 66.22.Z, 70.21.Z, 70.22.Z, 73.12.C, 78.10.Z, 85.59.B

2 INFORMACJE RYNKOWE

Zgodnie z opublikowanym przez NBP raportem pt. „Rozwój Systemu finansowego w Polsce w 2014 r.”, rozwój pośrednictwa finansowego, mierzony relacją wartości aktywów systemu finansowego do PKB, w Polsce oraz innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej, w porównaniu ze średnią wartością tego wskaźnika w krajach strefy euro, wciąż charakteryzuje się względnie niskim poziomem. Dla polskiego systemu finansowego charakterystyczna jest również utrzymująca się na relatywnie niskim poziomie kapitalizacja rynku akcji i mała wartość zadłużenia z tytułu emisji papierów dłużnych sektora prywatnego, w tym obligacji przedsiębiorstw i banków.

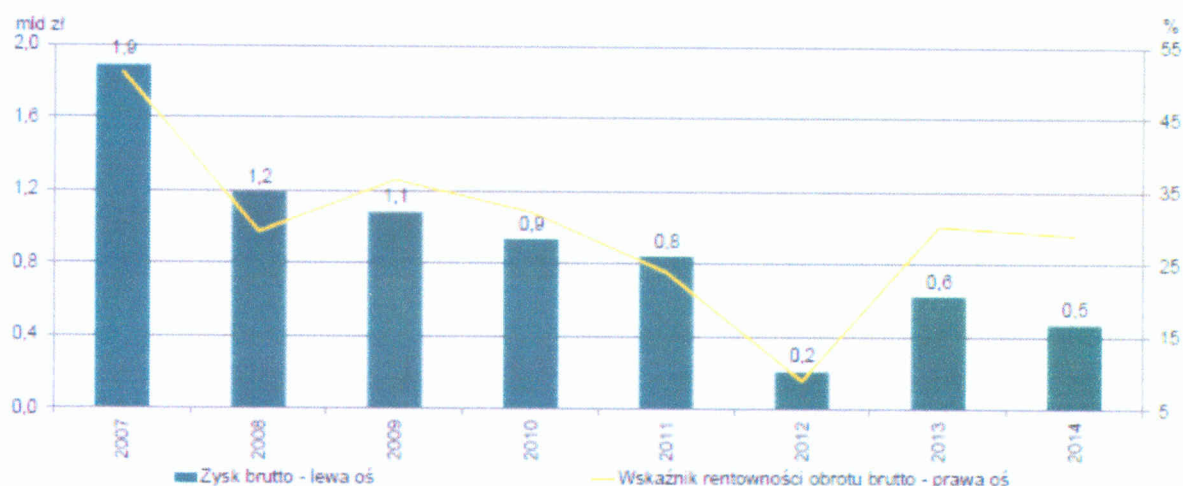
Jak wskazuje się w raporcie NBP, rosnąca konkurencja między podmiotami maklerskimi przełożyła się na spadek koncentracji na rynku usług maklerskich. Udział pięciu największych podmiotów maklerskich w pośrednictwie obrotu na rynku akcji i PDA zmniejszył się z 45,7% w 2013 r. do 42,7% w 2014 r. Pozostałe segmenty Głównego rynku GPW charakteryzowały się znacznie większą koncentracją pośrednictwa w obrotach (udział pięciu największych podmiotów maklerskich w segmencie kontraktów terminowych wyniósł 63,1%, a w segmencie opcji 79,7%).

Udział w obrotach akcjami na rynku NewConnect, pięciu największych podmiotów maklerskich w 2014 r. wyniósł 59,8%, co świadczy o stabilizacji koncentracji pośrednictwa w zawieraniu transakcji na tym rynku.

Wyniki finansowe krajowych domów maklerskich wyraźnie pogorszyły się w porównaniu z 2013 r. Przychody z podstawowej działalności operacyjnej zmniejszyły się o 20%, przy czym w tej samej skali ograniczono koszty prowadzenia działalności. W rezultacie, wskaźnik rentowności obrotu brutto zmniejszył się w niewielkim stopniu – z 30,1% do 28,8% w 2014 r.¹.

Główne źródło przychodów domów maklerskich stanowi działalność maklerska. Łączne przychody z tej działalności w 2014 r. wyniosły 971,3 mln zł i były o 19,5% niższe w porównaniu z 2013 r.

Wykres 1 Zysk brutto oraz wskaźnik rentowności obrotu brutto i domów maklerskich w latach 2007-2014



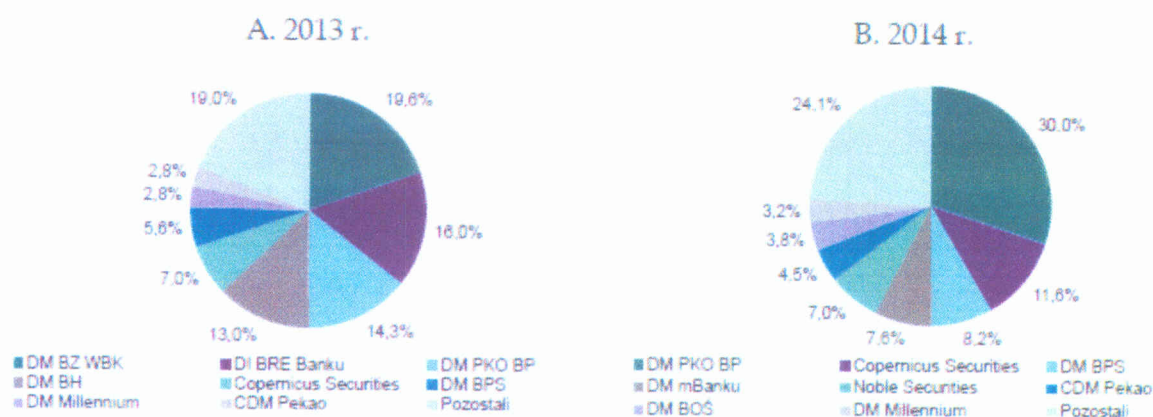
Źródło: NBP

¹ „Rozwój Systemu finansowego w Polsce w 2014 r.”, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2015

Pozostałe segmenty działalności były rentowne. W 2014 r. zysk z operacji instrumentami finansowymi zawieranych przez domy maklerskie na rachunek własny wyniósł 425,6 mln zł, co pozwoliło uzyskać domom maklerskim 390,5 mln zł z podstawowej działalności operacyjnej (22,2% niżej niż w 2013 r.).

Zgodnie z raportem NBP, struktura obrotu na rynkach instrumentów dłużnych (Catalyst) wskazuje na silną koncentrację pośrednictwa w zawieraniu transakcji. Pięć największych pod tym względem podmiotów odpowiadało za blisko 65% wartości wszystkich transakcji.

Wykres 2 Udział największych podmiotów maklerskich w obrotach na rynkach należących do platformy Catalyst prowadzonych przez GPW w 2013 i 2014 r.



Źródło: NBP

Jak podaje Biuletyn Statystyczny Catalyst wartość obrotów sesyjnych na rynku Catalyst w 2015 roku wyniosła 2 mld 154 mln złotych czyli o 7,5% mniej niż w 2014 r.

Spadkowi uległy obroty na rynku regulowanym GPW (z 965 mln do 883 mln złotych), a w przypadku alternatywnego systemu obrotu GPW nastąpił wzrost o 39 mln zł. Wskazuje się, że może być to wynik regulacji dotyczących prospektu emisyjnego. Jego publikacja jest niezbędnym kryterium dopuszczenia obligacji na rynek regulowany, a warunek ten nie jest wymagany w przypadku ASO. Emisja długu z pominięciem prospektu pozwala zaoszczędzić czas i pieniądze, co jest korzystne zarówno dla mniejszych, jak i większych przedsiębiorstw.

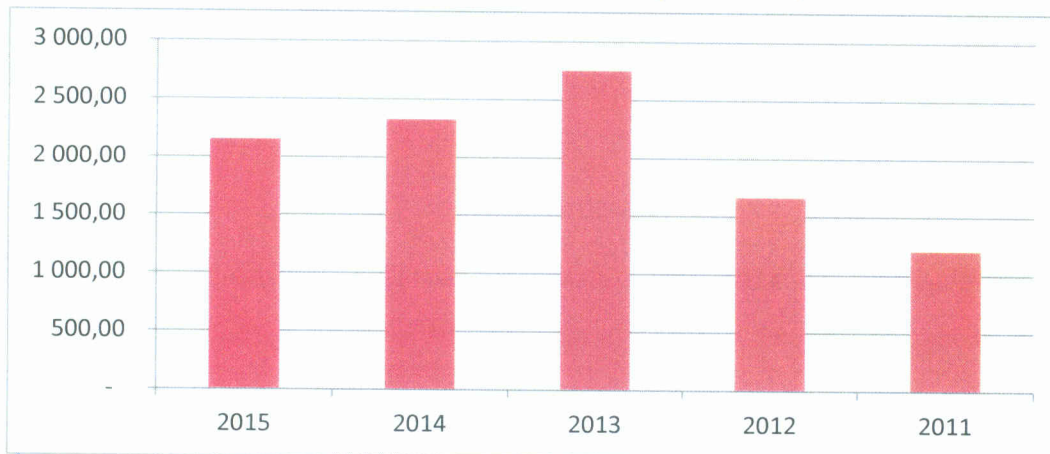
W 2015 r. przedsiębiorstwa coraz chętniej starały się pozyskać finansowanie poprzez emisję obligacji. Zgodnie z danymi zaprezentowanymi w biuletynie statystycznym Catalyst, ogólna wartość emisji papierów korporacyjnych notowanych na Catalyst wzrosła w 2015 roku o ponad 4 mld złotych.

Wskazuje się, że zainteresowanie papierami dłużnymi umacniały pogarszające się perspektywy na rynku akcji. Od maja do grudnia indeksy WIG i WIG20 nieprzerwanie traciły na wartości. W marcu 2015 roku RPP podjęła decyzję o kolejnej obniżce stóp procentowych, wynoszącej 50 punktów bazowych, która przełożyła się na niższe stopy zwrotu lokat bankowych. Wpłynęło to na zwiększoną skłonność do poszukiwania alternatywnych form inwestowania m.in. w postaci papierów dłużnych charakteryzujących się wyższym niż lokaty bankowe oprocentowaniem.

W 2015 r. spadła liczba nowych przedsiębiorstw, wkraczających na rynek obligacji. Liczba nowych emitentów (23) na rynku Catalyst była ponad dwukrotnie mniejsza niż w 2014 r., kiedy to pojawiło się

53 debiutantów². Wśród przedsiębiorstw, które w ubiegłym roku zagościły na rynku, można wymienić m.in. takie przedsiębiorstwa jak Tauron Polska Energia SA (emisja obligacji o łącznej wartości 1 mld 750 mln zł), Cyfrowy Polsat SA (1 mld zł) czy też NFI Empik Media & Fashion SA (niespełna 129 mln).

Wykres 3 Wartość obrotów sesyjnych w mln zł na rynku Catalyst



Źródło: opracowanie własne Wykonawcy na podstawie Biuletynu statystycznego Catalyst

W 2015 r. nie zabrakło emitentów, którzy nie wykupili długu w terminie. Upadłość ogłosiły Polskie Centrum Zdrowia S.A., a także spółki takie, jak zajmująca się windykacją e-Kancelaria GPF SA, notowana na NewConnect Uboat Line SA czy też PPUH VIG Sp. z o.o.

W styczniu agencja S&P obniżyła rating zadłużenia Polski w walucie obcej z poziomu "A-" do "BBB+", co pociągnęło za sobą gwałtowny spadek wartości złotówki względem euro, dolara i franka szwajcarskiego, a także wzrost rentowności 10-letnich obligacji skarbu państwa, do poziomu przekraczającego 3 procent. Według analityków skanerobligacji.pl decyzja S&P nie powinna odbić się negatywnie na całym rynku Catalyst. Należy mieć na uwadze, że notowane na nim papiery dłużne są w dużej mierze odporne na wstrząsy występujące na rynkach walut czy akcji. Wskazuje się, że pewne problemy, w związku osłabieniem złotówki, mogą odnotować przedsiębiorstwa uzależnione od importu towarów z państw strefy euro oraz emitenci obligacji denominowanych w obcych walutach. Wzrost kosztów finansowania zewnętrznego może dotknąć przede wszystkim dużych firm i uwidoczni się w dłuższym horyzoncie czasowym³.

Czynnikiem, który w znaczącym stopniu może wpłynąć na rynek obligacji jest również podatek bankowy. Można przypuszczać, że instytucje finansowe będą starały się przerzucić przynajmniej część kosztów, związanych z nowymi regulacjami, na klientów. Oznacza to nieznaczny wzrost prowizji i oprocentowania kredytów. Według analityków skanerobligacji.pl, próby przerzucenia obciążeń, związanych z podatkiem bankowym, na klientów indywidualnych, a także instytucjonalnych, będą miały wpływ na rynek obligacji korporacyjnych.

Jak wskazują analitycy skanerobligacji.pl, wyższe koszty kredytów mogą skłonić część przedsiębiorstw, które do tej pory zadłużały się w bankach, do poszukiwania innych źródeł finansowania, między innymi poprzez emisję obligacji. W rezultacie można spodziewać się presji na marże i tym samym wzrostu wartości kuponów.

² <http://skanerobligacji.pl/artukul/22/wzloty-i-upadki-podsumowanie-roku-2015-na-rynku-catalyst>

³ <http://skanerobligacji.pl/artukul/23/rok-2016-nowe-mozliwosci-i-zagrozenia>

3 PREZENTACJA DANYCH EKONOMICZNO-FINANSOWYCH W LATACH 2014-2015

W tabeli poniżej przedstawiono dane ekonomiczno-finansowe Przedsiębiorstwa INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI w latach 2014-2015 oraz w okresie 01-03.2016 r. opracowane na podstawie deklaracji PIT36L oraz podatkowej księgi przychodów i rozchodów dostarczonych przez Zamawiającego.

Tabela 2. Prezentacja danych ekonomiczno-finansowych*

Lp.	Wyszczególnienie	Okres sprawozdawczy		
		2014	2015	01-03.2016
I	Wielkości wynikowe			
1	Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi	875	1 572	181
2	Koszty działalności operacyjnej	666	1 184	166
3	Zysk (strata) ze sprzedaży (1-2)	209	388	15
4	Saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych	0	0	0
5	Wynik na działalności operacyjnej (3+4)	209	388	15
6	Saldo przychodów i kosztów finansowych	0	0	0
7	Wynik na działalności gospodarczej	209	388	15
8	Wynik brutto	209	388	15
9	Wynik netto	171	317	12
II	Wskaźniki rentowności			
1	Rentowność sprzedaży	23,85%	24,69%	8,29%
2	Rentowność brutto	23,85%	24,69%	8,29%
3	Rentowność netto	19,56%	20,15%	6,63%

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Przedsiębiorstwa

*dane opracowane na podstawie PIT36L oraz podatkowej księgi przychodów i rozchodów nie uwzględniają kosztów wynagrodzenia właściciela/osoby zarządzającej

4 WYCENA METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZYSZŁYCH STRUMIENI PIENIĘŻNYCH (DCF)

4.1 METODOLOGIA WYCENY

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

Tabela 3. Procedura wyceny metodą DCF

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

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy

Procedurę wyznaczenia wartości dochodowej Przedsiębiorstwa przeprowadzono zgodnie z poniższym wzorem:

$$WD = \frac{CF_1}{(1+r)^{0,5}} + \frac{CF_2}{(1+r)^{1,5}} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^{n-0,5}} + \frac{RV}{(1+r)^{n-0,5}} + TP + AP + KAF - DO$$

gdzie:

WD – wartość dochodowa Przedsiębiorstwa ,

CF_n – przepływy pieniężne dla roku n prognozy,

r – stopa dyskontowa,

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

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

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

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

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

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

gdzie:

CF_n – przepływy pieniężne dla ostatniego roku prognozy,

R_n – stopa dyskonta dla ostatniego roku prognozy,

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

Przy wyznaczaniu współczynników dyskontowych do wyznaczenia wartości bieżącej zastosowano współczynnik środka okresu (standardy wyceny zalecają stosowanie tego współczynnika przy zasadności założenia stałej dostępności generowanych przez wyceniane aktywo strumieni pieniężnych na przestrzeni poszczególnych okresów szczegółowej prognozy).

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

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

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

4.2 ZAŁOŻENIA MAKROEKONOMICZNE PRZYJĘTE DO WYCENY

Tabela 4. Założenia makroekonomiczne stanowiące podstawę wyceny

L.p.	Wyszczególnienie	PROGNOZA				
		04-12.2016	2017	2018	2019	2020
I	Rachunki narodowe					
1	Średnioroczny wzrost cen konsumpcyjnych Polska (CPI-P)	0,70%	2,20%	2,36%	2,50%	2,50%
2	Wzrost PKB Polska	3,60%	3,10%	3,56%	3,57%	3,60%
II	Stopy procentowe					
1	Stopa interwencyjna NBP	1,50%	1,47%	1,47%	1,47%	1,47%
2	Stopa redyskontowa NBP	1,75%	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%
3	Średnia rentowność lokowania wolnych środków pieniężnych	0,70%	0,67%	0,67%	0,67%	0,67%
4	Średnie oprocentowanie kredytów bankowych inwestycyjnych	5,20%	5,17%	5,17%	5,17%	5,17%
5	Średnie oprocentowanie kredytów krótkoterminowych	4,20%	4,17%	4,17%	4,17%	4,17%
6	WIBOR 3M	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%
7	WIBOR 1M	1,70%	1,67%	1,67%	1,67%	1,67%
III	Kursy walutowe					
	USD/PLN	4,0	3,9	3,9	3,9	3,9
	EUR/PLN	4,3	4,2	4,2	4,2	4,2
IV	Podatki					
1	PDOP	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych NBP, IBnGR oraz innych instytucji finansowych.

4.3 KALKULACJA STOPY DYSKONTOWEJ PRZYJĘTEJ DO WYCENY

Dla wyliczenia wartości obecnej przyszłych strumieni pieniężnych w prognozie założono stopę dyskonta odzwierciedlającą średni ważony koszt kapitału (WACC), którego poszczególne elementy ustalono w następujący sposób:

- Stopę oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka przyjęto na poziomie średniej rocznej stopy zwrotu 20-letnich obligacji Skarbu Państwa o stałym oprocentowaniu i terminie wykupu 25.04.2019 r.. Do wyceny przyjęto średnią rentowność obligacji z dnia 31.03.2016 r. na rynku wtórnym,

Tabela 5. Oszacowanie oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka

L.p.	Wyszczególnienie	04-12.2016	2017	2018	2019	2020
1	Oprocentowanie papierów wolnych od ryzyka w skali roku	3,17%	3,17%	3,17%	3,17%	3,17%

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie BGŻ S.A.

- Premię ryzyka branży określającą najniższą możliwą do zaakceptowania przez potencjalnego inwestora rynkowego stopę zwrotu powyżej stopy wynikającej z oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka. Premię ryzyka branży oszacowano jako iloczyn długookresowej podstawowej premii za ryzyko rynku kapitałowego oraz współczynnika Beta „lewarowanego” dla branży, w której funkcjonuje Przedsiębiorstwo. Na podstawie analizy średniej wysokości rynkowej premii za ryzyko stosowanych przez analityków finansowych na polskim rynku kapitałowym przyjęto długoterminową podstawową premię ryzyka na poziomie 5,0%. Na bazie analiz własnych oraz opracowania Asworth’a i Damodarana (http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html) określono wartość współczynnika Beta „lewarowanego” na poziomie 0,94 (na podstawie danych dotyczących współczynnika Beta „odlewarowanego” oraz sektorowej struktury kapitału całkowitego dla „Western Europe”).

Tabela 6. Kalkulacja premii ryzyka branży, w której funkcjonuje Przedsiębiorstwo

L.p.	Wyszczególnienie	04-12.2016	2017	2018	2019	2020
1	Podstawowa premia ryzyka	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
2	Współczynnik Beta „lewarowany”	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94
Razem premia ryzyka branży (1*2)		4,68%	4,68%	4,68%	4,68%	4,68%

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie BGŻ S.A., A.Damodaran

- Efektywny koszt kapitału obcego wyznaczono przy następujących parametrach:

Tabela 7. Kalkulacja efektywnego kosztu długu

L.p.	Wyszczególnienie	04-12.2016	2017	2018	2019	2020
1	Struktura kapitału całkowitego Przedsiębiorstwa: Dług/(Dług+Kapitał)*	23,40%	23,40%	23,40%	23,40%	23,40%
2	Premia kredytowa/nadwyżka oprocentowania długu nad stopę wolną od ryzyka	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
3	Koszt długu	8,11%	8,11%	8,11%	8,11%	8,11%
4	Efektywna stopa podatkowa (uwzględniająca trwałe różnice w podstawie opodatkowania CIT)	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Efektywny koszt długu		6,57%	6,57%	6,57%	6,57%	6,57%

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie BGŻ S.A., A.Damodaran

* Średnia w branży wg A.Damodaran (Investments & Asset Management)

- Premia ryzyka za wielkość na poziomie 3,80 pp, która odzwierciedla wyższe ryzyko związane z inwestowaniem w małe podmioty gospodarcze. Wielkość premii wielkości została przyjęta na podstawie danych firmy Morningstar Inc.,
- Przyjęto dodatkową premię z tytułu realizacji prognoz oraz silnego uzależnienia od osoby właściciela na poziomie 5,00 pp,
- Przyjęto dodatkową premię z tytułu braku płynności wycenianego aktywa w wysokości 2,4%.

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

Tabela 8. Kalkulacja stopy dyskonta (WACC) przyjętej do wyliczenia wartości godziwej

L.p.	Wyszczególnienie	04-12-2016	2017	2018	2019	2020
1	Struktura kapitału: Dług/(Dług+Kapitał)	23,40%	23,40%	23,40%	23,40%	23,40%
2	Premia kredytowa/nadwyżka oprocentowania długu nad stopą wolną od ryzyka	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
3	Koszt długu	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%	8,17%
4	Stopa podatkowa	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
5	Efektywny koszt długu	6,57%	6,57%	6,57%	6,57%	6,57%
6	Stopa wolna od ryzyka	3,17%	3,17%	3,17%	3,17%	3,17%
7	Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
8	Beta odlewarowana	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
9	Beta lewarowana	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94
10	Premia ryzyka branży	4,68%	4,68%	4,68%	4,68%	4,68%
11	Premia za wielkość	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%
12	Premia za ryzyko (realizacja prognoz oraz silne uzależnienie od osoby właściciela)	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
13	Dodatkowa premia z tyt. braku płynności wycenianego aktywa	2,40%	2,40%	2,40%	2,40%	2,40%
13	Koszt kapitału własnego	19,05%	19,05%	19,05%	19,05%	19,05%
14	Razem stopa dyskonta	16,13%	16,13%	16,13%	16,13%	16,13%

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie BGŻ S.A., A.Damodaran

4.4 ZAŁOŻENIA SZCZEGÓŁOWE DO PROJEKCJI PRZYCHODÓW I KOSZTÓW STANOWIĄCYCH PODSTAWĘ OSZACOWANIA WARTOŚCI GODZIWEJ PRZEDSIĘBIORSTWA

Prognozę przychodów i kosztów stanowiących podstawę wyceny wartości godziwej Przedsiębiorstwa INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych dokonano w oparciu o następujące dokumenty przedstawione przez Zamawiającego:

1. Zestawienie przychodów i wydatków za lata 2014-2015 oraz 01-03.2016,
2. Podatkowa księga przychodów i rozchodów za lata 2014-2015 oraz 01-03.2016,
3. Założenia prognostyczne na lata 2016-2020,
4. Inne materiały analityczne zebrane i przygotowane przez pracowników Przedsiębiorstwa.

Wszystkie dane dotyczące lat 2016-2020 są wielkościami prognozowanymi, przy czym prognoza bazuje na:

- założeniach, co do projekcji przychodów ze sprzedaży, kosztów działalności operacyjnej oraz pozostałej działalności przedsiębiorstwa w układzie porównawczym za lata obrotowe 2016-2020,
- dodatkowych założeniach uwzględniających amortyzację przypadającą na posiadany majątek oraz amortyzację wynikającą z założonych w projekcji inwestycji;
- opracowaniach własnych AVCS Sp. z o.o.,
- innych założeniach makroekonomicznych przyjętych do wyceny.

Model wyceny metodą dochodową oparto o prognozowane strumienie pieniężne generowane przez Spółkę INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI w okresie 01.04.2016-31.12.2020 r.

Prognozy przychodowe i kosztowe stanowiące podstawę wyceny zostały sporządzone w cenach bieżących z uwzględnieniem przewidywanego poziomu wzrostu cen (inflacja) oraz innych założeń makroekonomicznych.

W przypadku prognozy kosztów Wyceniający założył wysokość kosztu wynagrodzenia osoby zarządzającej/właściciela na poziomie 20 tys. zł miesięcznie w pierwszym roku prognozy oraz roczny wzrost wynagrodzenia odpowiadający rocznemu wzrostowi zysku operacyjnego.

Wielkość oraz strukturę prognozowanych przychodów ze sprzedaży oraz kosztów działalności operacyjnej w układzie porównawczym oraz założenia co do nakładów inwestycyjnych i zmian kapitału obrotowego za lata obrotowe 2016-2020 prezentują tabele na następnych stronach.

Tabela 9. Struktura przychodów ze sprzedaży za lata 2014-2020 w układzie porównawczym

Lp.	Wyszczególnienie	2014	2015	01-03.2016	04-12.2016	2017	Proгноza	2018	2019	2020
I	A. Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:	875	1 572	181	1 819	2 500	2 400	2 400	2 550	2 600
1	Przychód ze sprzedaży produktów	875	1 572	181	1 819	2 500	2 400	2 400	2 550	2 600
2	Zmiana stanu produktów (zwiększenie +; zmniejszenie -)				0	0	0	0	0	0
3	Koszty wytworzenia świadczeń na własne potrzeby jednostki				0	0	0	0	0	0
4	Przychód ze sprzedaży towarów i materiałów				0	0	0	0	0	0

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Przedsiębiorstwa

Tabela 10. Struktura kosztów rodzajowych za lata 2014-2020*

Lp.	Wyszczególnienie	2014	2015	01-03.2016	04-12.2016	2017	Proгноza	2018	2019	2020
I.	Koszty sprzedanych produktów	666	1 184	166	1 364	2 058	1 927	1 927	2 064	2 095
1	Amortyzacja				24	30	30	30	30	30
2	Zużycie materiałów i energii				0	0	0	0	0	0
3	Usługi obce				1 160	1 770	1 620	1 750	1 750	1 770
4	Podatki i opłaty				0	0	0	0	0	0
5	Wynagrodzenia				180	258	277	284	284	295
6	Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia				0	0	0	0	0	0
7	Pozostałe koszty rodzajowe				0	0	0	0	0	0
II.	Wartość sprzedanych towarów i materiałów				0	0	0	0	0	0
III.	Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	666	1 184	166	1 364	2 058	1 927	1 927	2 064	2 095

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Przedsiębiorstwa

*koszty w latach 2014-2015 zostały opracowane na podstawie PIT36L oraz podatkowej księgi przychodów i rozchodów i nie uwzględniają wynagrodzenia osoby zarządzającej właściciela

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

Tabela 11. Przedstawienie wielkości nakładów inwestycyjnych w poszczególnych latach prognozy

L.p.	Wyszczególnienie	04-12.2016	2017	2018	2019	2020
	Razem nakłady inwestycyjne	24	30	30	30	30

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Zamawiającego

Nakłady inwestycyjne oraz amortyzacja w okresie prognozy obejmują nakłady związane z założeniami inwestycyjnymi dotyczącymi odtworzenia majątku (sprzęt biurowy oraz środki transportu).

Ze względu na projektowy charakter prowadzonej działalności gospodarczej, na potrzeby wyceny odstąpiono od kalkulacji kapitału obrotowego.

4.5 PROJEKCJA PRZYCHODÓW I KOSZTÓW STANOWIĄCYCH PODSTAWĘ WYCENY WARTOŚCI GODZIWEJ PRZEDSIĘBIORSTWA METODĄ DCF

Tabela 12. Projekcja przychodów i kosztów Przedsiębiorstwa w okresie 2014-2020

L.p.	Wyszczególnienie	LATA OBROTOWE							
		2014*	2015*	01-03.2016*	04-12.2016	2017	2018	2019	2020
A.	Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, w tym:	875	1 572	181	1 819	2 500	2 400	2 550	2 600
I.	Przychód ze sprzedaży produktów	875	1 572	181	1 819	2 500	2 400	2 550	2 600
II.	Zmiana stanu produktów (zwiększenie +; zmniejszenie -)				0	0	0	0	0
III.	Koszt wytworzenia świadczeń na własne potrzeby jednostki				0	0	0	0	0
IV.	Przychód ze sprzedaży towarów i materiałów				0	0	0	0	0
B.	Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów, w tym:	666	1 184	166	1 364	2 058	1 926	2 064	2 095
I.	Amortyzacja				24	30	30	30	30
II.	Zużycie materiałów i energii				0	0	0	0	0
III.	Usługi obce				1 160	1 770	1 620	1 750	1 770
IV.	Podatki i opłaty				0	0	0	0	0
V.	Wynagrodzenia				180	258	276	284	295
VI.	Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia				0	0	0	0	0
VII.	Pozostałe koszty rodzajowe				0	0	0	0	0
VIII.	Wartość sprzedanych towarów i materiałów				0	0	0	0	0
C.	Zysk (strata) ze sprzedaży(A-B)	209	388	15	455	442	474	486	505
D.	Pozostałe przychody operacyjne				0	0	0	0	0
E.	Pozostałe koszty operacyjne				0	0	0	0	0
F.	Zysk (strata) z działalności operacyjnej (C+D-E)	209	388	15	455	442	474	486	505
G.	Przychody finansowe				0	0	0	0	0
H.	Koszty finansowe				0	0	0	0	0
I.	Zysk (strata) z działalności gospodarczej (F+G-H)	209	388	15	455	442	474	486	505
J.	Wynik zdarzeń nadzwyczajnych (J.I. - J.II.)								
I.	Zyski nadzwyczajne				0	0	0	0	0
II.	Straty nadzwyczajne				0	0	0	0	0
K.	Zysk (strata) brutto (I+J)	209	388	15	455	442	474	486	505
L.	Podatek dochodowy	38	71	3	86	84	90	92	96
M.	Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)				0	0	0	0	0
N.	Zysk (strata) netto (K-L-M)*	171	317	12	369	358	384	394	409

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Przedsiębiorstwa

*dane opracowane na podstawie PIT36L oraz podatkowej księgi przychodów i rozchodów i nie uwzględniają kosztów wynagrodzenia właściciela/osoby zarządzającej

4.6 WYNIKI WYCENY GODZIWEJ PRZEDSIĘBIORSTWA INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI METODĄ ZDYSKONTOWANYCH PRZYSZŁYCH STRUMIENI PIENIĘŻNYCH

Wyniki wyceny wartości godziwej przedsiębiorstwa INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI metodą zdykontowanych przyszłych strumieni pieniężnych przedstawiają poniższe zestawienia.

Tabela 13. Oszacowanie wartości godziwej przedsiębiorstwa INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI na bazie zdykontowanych przyszłych strumieni pieniężnych za okres 01.04.2016-31.12.2020

L.p.	Wyszczególnienie	04-12.2016	2017	2018	2019	2020
1	EBIT	455	442	474	486	505
2	Podatek CIT od EBIT	-86	-84	-90	-92	-96
3	EBIT pomniejszony o podatek CIT	369	358	384	394	409
4	Amortyzacja	24	30	30	30	30
5	Nakłady inwestycyjne	-24	-30	-30	-30	-30
6	Zmiana kapitału obrotowego	0	0	0	0	0
7	Zmiana RMK	0	0	0	0	0
I	Razem przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	369	358	384	394	409
II	Razem stopa dyskonta	16,13%	16,13%	16,13%	16,13%	16,13%
IV	Składany współczynnik dyskonta dla poszczególnych lat	94,5%	83,0%	71,4%	61,5%	53,0%
V	Zdykontowane strumienie pieniężne	348	297	274	242	217
VI	Razem zdykontowane strumienie z działalności operacyjnej					1 378
VII	Wartość rezydualna przyszłych strumieni z działalności operacyjnej					1 617
VIII	Razem zdykontowane strumienie w okresie szczegółowej prognozy oraz wartość rezydualna przyszłych strumieni z działalności operacyjnej					2 995
IX	Wolne strumienie pieniężne ze sprzedaży nadmiarowych aktywów operacyjnych oraz aktywów pozaoperacyjnych na początek okresu szczegółowej prognozy					613
X	Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek okresu prognozy					0
XI	Wartość bieżąca długu odsetkowego na początek okresu szczegółowej prognozy					0
XII	Wartość godziwa przedsiębiorstwa					3 608

Źródło: Opracowanie własne Wykonawcy na podstawie danych otrzymanych od Przedsiębiorstwa

Na wartość rynkową przedsiębiorstwa INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI w kwocie **3 608 tys. PLN** składają się:

- ♦ Zdyskontowane saldo przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej w okresie 01.04.2016-31.12.2020 w kwocie **1 378 tys. PLN**,
- ♦ Wartość rezydualna przyszłych strumieni z działalności operacyjnej w kwocie **1 617 tys. PLN** (parametr g przyjęto na poziomie 2,5%),
- ♦ Wartość wolnych strumieni pieniężnych ze sprzedaży nadmiarowych aktywów operacyjnych oraz aktywów pozaoperacyjnych na początek okresu szczegółowej prognozy w kwocie **613 tys. PLN**.

Wartość wolnych strumieni pieniężnych ze sprzedaży nadmiarowych aktywów operacyjnych oraz aktywów pozaoperacyjnych obejmuje wartość godziwą następujących pakietów akcji spółek notowanych na rynku NewConnect:

- ♦ 5 867 akcji spółki Bloober Team S.A. o wartości godziwej 273 744,92 (na potrzeby wyceny jako wartość godziwą przyjęto średnią ważoną kursów zamknięcia z okresu 1 miesiąca przed dniem wyceny tj. 46,66 PLN/akcję),
- ♦ 25 432 akcji spółki The Farm51 Group S.A. o wartości godziwej 339 214,90 (na potrzeby wyceny jako wartość godziwą przyjęto średnią ważoną kursów zamknięcia z okresu 1 miesiąca przed dniem wyceny tj. 13,34 PLN/akcję).

5 SPIS TABEL I WYKRESÓW

Tabela 1. Wyniki wyceny wartości godziwej przedsiębiorstwa INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI.....	3
Tabela 2. Prezentacja danych ekonomiczno-finansowych*	10
Tabela 3. Procedura wyceny metodą DCF	11
Tabela 4. Założenia makroekonomiczne stanowiące podstawę wyceny	13
Tabela 5. Oszacowanie oprocentowania papierów wartościowych wolnych od ryzyka.....	14
Tabela 6. Kalkulacja premii ryzyka branży, w której funkcjonuje Przedsiębiorstwo.....	14
Tabela 7. Kalkulacja efektywnego kosztu długu.....	14
Tabela 8. Kalkulacja stopy dyskonta (WACC) przyjętej do wyliczenia wartości godziwej	15
Tabela 9. Struktura przychodów ze sprzedaży za lata 2014-2020 w układzie porównawczym....	17
Tabela 10. Struktura kosztów rodzajowych za lata 2014-2020*	17
Tabela 11. Przedstawienie wielkości nakładów inwestycyjnych w poszczególnych latach prognozy	18
Tabela 12. Projekcja przychodów i kosztów Przedsiębiorstwa w okresie 2014-2020.....	19
Tabela 13. Oszacowanie wartości godziwej przedsiębiorstwa INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI na bazie zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych za okres 01.04.2016-31.12.2020	20
Wykres 1 Zysk brutto oraz wskaźnik rentowności obrotu brutto i domów maklerskich w latach 2007-2014	7
Wykres 2 Udział największych podmiotów maklerskich w obrotach na rynkach należących do platformy Catalyst prowadzonych przez GPW w 2013 i 2014 r.....	8
Wykres 3 Wartość obrotów sesyjnych w mln zł na rynku Catalyst.....	9

6 ZAŁĄCZNIKI

6.1 PROGNOZY FINANSOWE ZA OKRES 01.04.2016-31.12.2020 R. STANOWIĄCE PODSTAWĘ WYCENY

INSIGNIS CAPITAL ŁUKASZ ROSIŃSKI z siedzibą w Grodzisku Mazowieckim

PROGNOZY FINANSOWE ZA OKRES 01.04.2016-31.12.2020 R. STANOWIĄCE PODSTAWĘ WYCENY

	04-12.2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020P+
Przychody ze sprzedaży produktów	1 819	2 500	2 400	2 550	2 600	
koszty przed korektą	1 184	1 800	1 650	1 780	1 800	
zysk operacyjny przed korektą	635	700	750	770	800	
korekta kosztów - wynagrodzenie osoby zarządzającej	180	258	276	284	295	
Zysk operacyjny	455	442	474	486	505	505
- opodatkowanie EBIT	86	84	90	92	96	96
NOPLAT	369	358	384	394	409	409
EBITDA	479	472	504	516	535	535
+ Amortyzacja	24	30	30	30	30	30
- Zmiana kapitału pracującego	0	0	0	0	0	0
Nadwyżka operacyjna	393	388	414	424	439	439
- Wydatki inwestycyjne	24	30	30	30	30	33
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	369	358	384	394	409	406

Rosiński