

The background of the entire image is a dark blue field filled with a pattern of hexagons. Some hexagons are solid dark blue, while others are outlined in a lighter blue. The text is centered in the upper half of the image.

Wycena przedsiębiorstw

Sylwetka autora



Mateusz Laska,

e-mail: mateusz.laska@wycenafirm.com.pl

www: <https://wycenafirm.com.pl/>

Doradca Inwestycyjny nr 570

Makler Papierów Wartościowych nr 2931



Od 2014 roku **Makler Papierów Wartościowych nr 2931**. Od 2016 **Doradca Inwestycyjny nr 570**.

Prawo wykonywania zawodu doradcy inwestycyjnego przysługuje osobom, które są wpisane na listę doradców inwestycyjnych prowadzoną przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Mateusz Laska swoje doświadczenie zdobywał instytucjach rynku kapitałowego nadzorowanych przez KNF. Odpowiednio na stanowiskach: **Makler Papierów Wartościowych, Doradca Inwestycyjny, Zarządzający portfelem inwestycyjnym, Dyrektor departamentu emisji czy Dyrektor ds. inwestycji**. W trakcie wieloletniej pracy na rynku kapitałowym Mateusz Laska wykonał łącznie **kilkaset analiz finansowych, wycen czy due diligence finansowych**. W swojej pracy zawodowej kieruje się: dokładnością, terminowością, umiejętnością dotarcia do rzetelnych źródeł informacji a przede wszystkim profesjonalizmem.

Mateusz Laska



Wprowadzenie

Wprowadzenie

Model finansowy „Kalkulator Wyceny Firm” jest narzędziem, którego podstawowym celem jest dostarczenie informacji o wartości wycenianego przedsiębiorstwa. Wycena przedsiębiorstwa najczęściej jest sporządzana w przypadku:

- Sprzedaży lub kupna udziałów / akcji
- Podwyższenia kapitału zakładowego
- Fuzji, przejęcia lub dezinwestycji
- Wniesienia spółki w formie aportu
- Pierwszej oferty publicznej (IPO) lub niepublicznej (pre-IPO)
- Wycofania spółki z giełdy
- W celach informacyjnych dla zarządu, rady nadzorczej lub właścicieli
- Wyceny w ramach testu prywatnego inwestora
- Planowanej sukcesji
- Restrukturyzacji przedsiębiorstwa
- Spraw sądowych
- Likwidacji

Oznacza to, że raport z wyceny przedsiębiorstwa jest najczęściej wykorzystywany do:

1. Pozyskania inwestora [na każdym etapie rozwoju firmy]
2. Oszacowania wartości spółki która będzie przedmiotem inwestycji
3. Bieżącej analizy odchyleń [rzeczywistość vs plany] parametrów przyjętych w modelu wyceny parametrów, które wpływają na kreowanie wartości firmy [np. przychody, zysk operacyjny, koszt kapitału]
4. Przeprowadzenia analizy wrażliwości oraz analizy scenariuszowej

Elementy modelu finansowego „Kalkulator Wyceny Firm”

- Wycena DCF
- Wycena mnożnikowa
- Obliczenia WACC oraz stopy dyskontowej
- Funkcje sprawdzające uzyskaną wycenę [odwołania do zewnętrznych baz danych]
- Wycena końcowa będąca kombinacją wyżej wymienionych metod
- Analiza wrażliwości na przyjęte założenia
- Analiza wskaźnikowa
- Graficzna prezentacja otrzymanych wyników

Spis treści

Wprowadzenie	4
Przykładowa wycena z wykorzystaniem modelu	10
Wprowadzenie:	12
Zastosowana metodologia	14
Wycena DCF.....	15
WACC.....	16
Premia Dyskonto	17
Wycena porównawcza.....	19
Sprawdzenie	20
Analiza wrażliwości	23
Dane finansowe	26
Dane finansowe – wykresy	28
Instrukcja pracy z modelem	33
Arkusz: Założenia	33
Arkusz: LOGO	34
Arkusz: RZIS.....	34
Arkusz: Bilans	34
Arkusz: Capex_Kon	35
Arkusz: DCF.....	38
Arkusz: RFR	43
Arkusz: WACC	44
Arkusz: Dyskonto za wielkość.....	50
Arkusz: Analiza wrażliwości	50
Arkusz: Wycena porównawcza.....	54
Sprawdzenie wyceny	59
Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw	63
Funkcja wyceny	63
Cel wyceny.....	63
Przedmiot wyceny	64
Założenia wyceny.....	64
Standardy wartości.....	64
Przygotowanie do wyceny	65

Metody wyceny przedsiębiorstwa	66
Jaką metodę wyceny wybrać?.....	68
Wynik wyceny.....	68
Metoda DCF:.....	71
Istota metody dochodowej.....	71
Etap wyceny.....	72
[Etap 1] Prognoza RZIS.....	72
[1] EBIT.....	73
[2] Stopa podatku od osób prawnych	74
[3] NOPAT	74
[4] Amortyzacja	75
[5] CAPEX – wydatki inwestycyjne	75
[6] Zmiana KON.....	76
[Etap 2] Sformułowanie założeń do wyceny	77
[1] Stosunek długu do kapitałów	78
[2] Podatek dochodowy od osób prawnych	79
[3] Koszt długu (kapitału obcego) po podatku	79
[4] Stopa wolna od ryzyka.....	80
[5] Rynkowa premia za ryzyko	81
[6] Współczynnik ryzyka systematycznego (BETA).....	82
[7] Stopa wzrostu po okresie prognozy	84
[Etap 3] Średni ważony koszt kapitału (WACC).....	85
[1] Koszt kapitału własnego.....	86
[2] Koszt kapitału obcego	87
[Etap 4] Zdyskontowane przepływy pieniężne	88
[Etap 5] Wartość rezydualna.....	88
[Etap 6] Wartość przedsiębiorstwa.....	89
Podsumowanie	90
Metoda porównawcza:.....	94
Etap wyceny metodą porównawczą:	96
Najczęściej stosowane mnożniki.....	97
Wady / zalety poszczególnych mnożników.....	98
Wybór spółek porównywalnych	100
Podsumowanie	101
Dyskonto i Premia.....	104

Premia/dyskonto w teorii wyceny	104
Korekty systematyczne	105
Korekty niesystematyczne	106
Kilka korekt jednocześnie	107
Premia/ dyskonto a metoda wyceny	108
Najczęściej popełniane błędy	111
Metoda Dochodowa	111
Metoda Porównawcza	111
Zakończenie – co dalej?	113
Bibliografia	114
Podstawowe Pojęcia	115
SPIS TABEL	118
SPIS RYSUNKÓW	119

Przykładowa wycena z wykorzystaniem modelu



W niniejszym rozdziale została przedstawiona wycena sporządzona z wykorzystaniem profesjonalnego kalkulatora do wycen spółek „Kalkulator Wyceny Firm”. Wyceniana spółka prowadzi działalność w sektorze Software (System & Application). Podstawowym przedmiotem działalności spółki jest świadczenie usług IT. Za ostatni rok obrotowy spółka wypracowała 6,3 mln PLN zysku netto przy przychodach na poziomie 31,7 mln PLN. Kapitały własne wynoszą 9 mln PLN przy zobowiązaniach ogółem na poziomie 5,2mln. W kolejnych latach zakładany jest dynamiczny rozwój spółki w wyniku przyspieszenia transformacji cyfrowej gospodarki.

WPROWADZENIE**ZASTOSOWANA
METODOLOGIA****WYCENA DCF****WACC****PREMIA | DYSKONTO****WYCENA
PORÓWNAWCZA****SPRAWDZENIE****ANALIZA
WRAŻLIWOŚCI****DANE FINANSOWE****DANE FINANSOWE - WYKRESY** **Wycena firm**

Przykładowa wycena z wykorzystaniem modelu

W niniejszym rozdziale została przedstawiona wycena sporządzona z wykorzystaniem profesjonalnego kalkulatora do wycen spółek **„Kalkulator Wyceny Firm”**. Wyceniana spółka prowadzi działalność w sektorze Software (System & Application). Podstawowym przedmiotem działalności spółki jest świadczenie usług IT. Za ostatni rok obrotowy spółka wypracowała 6,3 mln PLN zysku netto przy przychodach na poziomie 31,7 mln PLN. Kapitały własne wynoszą 9 mln PLN przy zobowiązaniach ogółem na poziomie 5,2mln. W kolejnych latach zakładany jest dynamiczny rozwój spółki w wyniku przyspieszenia transformacji cyfrowej gospodarki. Wycena została sporządzona z wykorzystaniem dwóch metod:

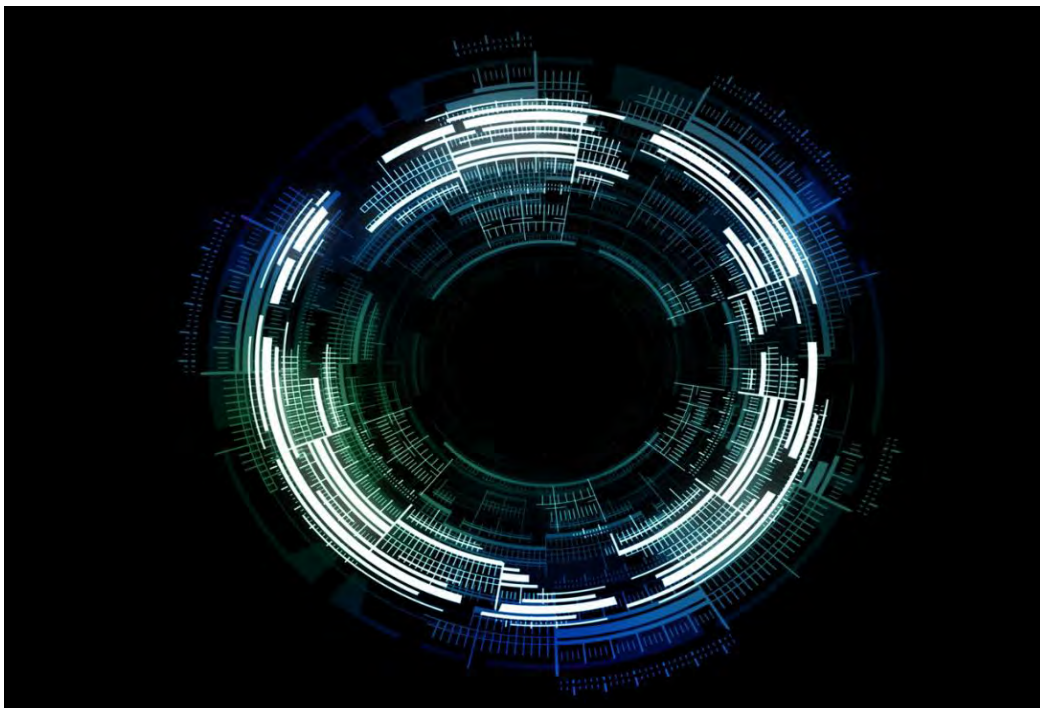
- metody DCF
- metody mnożnikowej

W niniejszym rozdziale zostały przedstawione wszystkie elementy które odnajdziemy w modelu finansowym **„Kalkulator Wyceny Firm”**:

- wycenę DCF,
- wycenę mnożnikową,
- sposób kalkulacji WACC,
- sposób kalkulacji stopy dyskontowej,
- opis przyjętych założeń,
- opis zastosowanej metodologii,
- rachunek zysków i strat,
- obliczenia wskaźników finansowych,
- graficzną prezentację wskaźników finansowych,
- prezentację analizy wrażliwości na przyjęte założenia w modelu.

Do wyliczeń przyjęto fikcyjne dane. Niniejsza wycena ma jedynie na celu przedstawienie możliwości jakie daje **„Kalkulator Wyceny Firm”**. Czyli na podstawie formuł zaszytych w Excelu użytkownik kalkulatora samodzielnie może oszacować wartość spółki.

Zapraszam do zapoznania się z wyceną.



*TECH S.A.
W poszukiwaniu wartości godziwej na dzień
30.07.2022r.*

Wprowadzenie:

Celem niniejszej wyceny jest oszacowanie wartości godziwej 100% udziałów spółki TECH S.A. Wycena jest przeprowadzona w formule pre – money na dzień 30.07.2022r. Wycena przeprowadzona została za pomocą metody dochodowej oraz mnożnikowej. Otrzymana wartość została zdyskontowana stopą procentową na poziomie 27,6%. Z przeprowadzonej analizy wynika oszacowanie wartości godziwej spółki TECH SA. na poziomie 97 481 569 PLN.

Cel wyceny:

Celem niniejszej wyceny jest kontrola wartości kapitału zaangażowanego przez właściciela mniejszościowego na dzień 30.07.2022.

Niezależność:

Niniejsza wycena została przygotowana w sposób niezależny i obiektywny. Autor wyceny nie ma żadnego konfliktu interesów, a wynagrodzenie za przygotowanie wyceny nie jest w żadnym stopniu powiązane z wynikiem końcowym czy ze sposobem wykorzystania wyceny.

Standard wartości:

Godziwa wartość rynkowa (ang. Fair Market Value) - to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i niedziałający pod przymusem.

Założenia wyceny:

Założenia kontynuacji działalności - przyjmuje się, że wyceniane przedsiębiorstwo dysponuje zorganizowanym, zdolnym do generowania dochodu zespołem aktywów, zasobów ludzkich oraz nie występuje bezpośrednie zagrożenie zaprzestania działalności.

Zastosowane podejście i metoda wyceny:

- podejście dochodowe – metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) w wersji FCFF
- podejście mnożnikowe – przyjęcie mnożników dla okresu 2022-2024 na podstawie mediany C/P; C/EBIT oraz EV/EBITDA spółek notowanych na GPW oraz NC (z dnia 30.07.2022r.), które mają w swoim zakresie działalności zbliżoną do spółki wycenianej. Implikowaną EV zdyskontowano stopą 27,6% (jak w metodzie DCF).

Zakres działalności [PKD]

PKD 62.0 Działalność związana z oprogramowaniem i doradztwem w zakresie informatyki oraz działalność powiązana.

Wycena i podsumowanie

W niniejszym rozdziale została przedstawiona wycena spółki TECH S.A. Wycena jest przeprowadzona w formule pre – money na dzień 30.07.2022. Wycena przeprowadzona została za pomocą metody dochodowej oraz mnożnikowej. Wycena metodą dochodową określa wartość na poziomie 94 697 811 PLN. Wycena porównawcza z kolei wyznacza wartość spółki na poziomie 105 832 843 PLN. Do wyceny końcowej autor przyjął wagę DCF na poziomie 75% natomiast dla metody mnożnikowej 25%. Wynika to z braku pełnej porównywalności spółki wycenianej z grupą porównawczą m.in. z powodu: struktury finansowania, dynamiki wzrostów czy nierynkowego charakteru spółki wycenianej. Zastosowana stopa dyskontowa do oszacowania wartości końcowej wynosi 27,6%.

PODSUMOWANIE: WYCENA TECH SA. | NA DZIEŃ: 30-07-2022 | DANE W [TYS. PLN]

DCF:				
Wartość przedsiębiorstwa				129 727
Dług odsetkowy				1 262
Aktywa finansowe i środki pieniężne oraz aktywa nieoperacyjne				2 282
Equity Value (Godziwa wartość 100% akcji)				130 748
Dyskonto				-28%
Liczba akcji				500 000
Wartość spółki na podstawie wyceny DCF				94 698
Wycena porównawcza:				
	Mnożniki	C/P	C/EBIT	EV/EBITDA
		157		
Implikowana wartość na podstawie wskaźnika		215	149 698	138 786
Waga wskaźnika		25%	25%	50%
		39 304	37 424	69 393
Equity Value (Godziwa wartość 100% akcji)				146 121
Dyskonto				-28%
Wartość spółki na podstawie wyceny porównawczej				105 833
Sprawdzenie_ Wycena porównawcza: EV/EBITDA w sektorze Software (System & Application)				
				27,92
	Rok	2022	2023	2024
EV/EBITDA		9 668	8 901	19 291
Implikowana wartość EV				294 746
Equity Value (Godziwa wartość 100% akcji)				295 766
Dyskonto				-28%
Wartość spółki [sprawdzenie]				214 217

Wycena końcowa	Waga	
Wycena DCF	75%	71 023
Wycena porównawcza	25%	26 458
Suma	100%	97 482
Wartość 1 akcji TECH SA.		PLN 195,0

Tabela 1 Podsumowanie: wycena TECH SA. Źródło: Opracowanie własne

Wycena końcowa spółki **TECH S.A.** została ustalona na poziomie: **97 481 569 PLN.**

Zastosowana metodologia

Dokonując wyboru metody oszacowania wartości przedsiębiorstwa wzięto pod uwagę szereg czynników m.in:

- Cel wyceny

Określenie wartości przedsiębiorstwa jest dokonane w celach informacyjnych dla właściciela mniejszościowego. W związku z powyższym autor zakłada, że kluczowa dla właścicieli jest wartość przyszłych korzyści możliwych do wygenerowania w oparciu o posiadane przez Spółkę aktywa i kompetencje.

- Rodzaj wycenianych aktywów

Przeprowadzając proces wyceny dla przedsiębiorstw należy uwzględnić czynniki, które wpływają na zdolność do generowania przyszłych wyników. Wskazywane czynniki dotyczą zarówno aktywów identyfikowalnych jak i tych nieuwzględnionych w danych finansowych. Należy mieć również na uwadze czynniki zewnętrzne.

- Faza cyklu życia działalności

Podejście do sposobu wyceny przedsiębiorstwa zależne jest od wiarygodności i dostępności danych. Dla podmiotów charakteryzujących się istotną dynamiką zmiany wyników finansowych, autor zwraca uwagę na wrażliwość wyceny na przyjęte założenia.

- Porównywalność z innymi podmiotami

Z uwagi na brak możliwości jednoznacznego wybrania podmiotów o tożsamym modelu biznesowym, istnieje ryzyko niedopasowania podmiotów przyjętych jako grupa porównawcza dla analizowanej spółki. Dobór grupy porównawczej oraz referencyjnych wskaźników jest więc obarczony subiektywizmem.

- Dostępności danych

Bazując na powyższych kryteriach autor niniejszego raportu zdecydował się na wycenę przy wykorzystaniu dwóch metod przy założeniu różnych udziałów w końcowej wycenie Spółki:

- Wycena DCF
- Wycena porównawcza

Metoda DCF

Metoda DCF (FCFF) polega na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych (zaktualizowanych średnim ważonym kosztem kapitału). Ustalono, że istnieją przesłanki pozwalające założyć generowanie przyszłych dodatnich przepływów pieniężnych na dzień sporządzania wyceny.

W sposób kompleksowy metoda DCF została zaprezentowana w rozdziale Metoda DCF na stronie nr 70

Metoda porównawcza

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

W sposób kompleksowy metoda porównawcza została zaprezentowana w rozdziale Metoda porównawcza na stronie nr 93

Wycena DCF

- Do wyceny wykorzystano fikcyjne dane stworzone na potrzeby zaprezentowania funkcjonalności profesjonalnego kalkulatora do wycen przedsiębiorstw **„Kalkulator Wyceny Firm”**.
- Kluczowe informacje, które mają wpływ na wycenę:
 - Spółka prowadzi działalność w sektorze Software (System & Application)
 - Podstawowym przedmiotem działalności spółki jest świadczenie usług IT
 - Spółka za ostatni rok obrotowy osiągnęła 6,3 mln PLN zysku netto przy przychodach na poziomie 31,7 mln PLN
 - Podstawowym kosztem w spółce są koszty pracy zarówno w formule B2B jak i na umowie o pracę
 - Spółka finansuje swoją działalność przede wszystkim kapitałami własnymi oraz leasingiem

Podsumowanie powyższych założeń znajduje odzwierciedlenie w projekcji RZIS na stronie 27.

- FCF po okresie szczegółowej prognozy został ustalony jako wartość z ostatniego okresu szczegółowej prognozy razy współczynnik wzrostu w okresie rezydualnym
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym został założony na poziomie 2,5%.
- Kurs USD/PLN = 4,6
- W wycenie został uwzględniony dług netto na dzień 31.12.2021
- Do obliczeń przyjęto 500 tys. akcji
- Wycena została sporządzona na dzień 30.07.2022

WACC

WACC	Obliczenia	Komentarz
------	------------	-----------

Koszt kapitału własnego

<i>Stopa wolna od ryzyka</i>	5,5%	Rentowność obligacji SP 10-letnich na dzień 30-07-2022 źródło: https://stooq.pl/
<i>Beta</i>	1,20	Wartość ustalona metodą ekspercką
<i>ERP + CRP</i>	5,1%	ERP dla USA = 4,38% + CRP dla Polski 0,71% źródło: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
<i>Koszt kapitału własnego</i>	11,6%	

Koszt kapitału dłużnego

Koszt długu	8,7%	Efektywne oprocentowanie kapitału obcego w spółce
<i>Stopa podatku dochodowego</i>	19,0%	Efektywna stopa podatkowa w spółce
Koszt kapitału dłużnego po opodatkowaniu	7,0%	
<i>D / (D+E rynkowy)</i>	2,7%	Udział długu w strukturze finansowania
<i>E / (D+E rynkowy)</i>	97,3%	Udział kapitału własnego w strukturze finansowania

WACC	11,5%
-------------	--------------

Tabela 2 WACC Źródło: Opracowanie własne

- W związku z niepublicznym charakterem spółki do modelu wykorzystano wskaźnik Beta ustalony metodą ekspercką
- Koszt długu został przyjęty jako suma WIBOR 6M + marża
- W związku z nierynkowym charakterem spółki wycenianej do obliczeń rynkowej wartości kapitału własnego wykorzystany został mnożnik P/BV dla grupy porównawczej

Premia | Dyskonto

Dyskonto Premia	Obliczenia
Dyskonto Nierynkowy charakter przedsiębiorstwa	-20,0%
Dyskonto Z tyt. wielkości*	-4,7%
Dyskonto Z tyt. koncentracji klientów	-5,0%
Premia	0,0%
Premia	0,0%
Premia	0,0%
Premia	0,0%
Iloczyn [Podejście multiplikatywne]	-27,6%

Tabela 3 Premia | Dyskonto Źródło: Opracowanie własne

*Źródło: <https://financialcraft.pl/> [dane za 2Q'2022]

Wyceniający zdecydował o zastosowaniu trzech dyskont oraz braku zastosowania premii. Dyskonta uwzględnione w wycenie:

- Dyskonto z tytułu nierynkowego charakteru przedsiębiorstwa, a tym samym brakiem możliwości sprzedaży/ kupna akcji na aktywnym rynku
- Dyskonto z tytułu wielkości zgodnie z informacjami zawartymi na stronie 103.
- Dyskonto z tyt. koncentracji klientów. Spółka osiąga 50% przychodów na podstawie umowy z 3 klientami. W ocenie sporządzającego wycenę stanowi to istotne ryzyko, które powinno być odzwierciedlone w wycenie spółki

Sporządzający wycenę zdecydował o zastosowaniu 27,6% dyskonta. Pomimo, że poziom dyskonta jest istotny w ocenie autora niniejszej wyceny jest również zasadny¹

¹ https://repozytorium.uwb.edu.pl/jspui/bitstream/11320/2060/1/07_B%C5%82a%C5%BCej%20PRUSAK.pdf w rekomendacjach spółek giełdowych z GPW historycznie stosowano dyskonto sięgające 30%. Należy mieć świadomość, że w takich przypadkach wyceniana spółka była spółką publiczną. Biorąc pod uwagę, możliwość doliczenia dodatkowego dyskonta z tytułu niepublicznego charakteru Spółki możemy uznać, że zaproponowany 28%-poziom dyskonta mieści się w akceptowalnych ramach dla polskiego rynku kapitałowego

TECH SA.: wycena akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych [DCF] w [PLN]
Dane w TYS.]

	Dane historyczne		2022P					2023P	2024P	2025P	2026P	TV
EBITDA		2021	9 020	9 668	8 901	19 291	23 954	25 769				
Marża EBITDA		28,4%		23,9%	19,6%	28,6%	29,8%	25,7%				
Amortyzacja		962		1 352	1 605	2 804	3 208	3 668				
Koszty działalności operacyjnej		24 041		32 191	38 204	50 988	60 524	78 037				
	Dynamika r/r	n.d		33,9%	18,7%	33,5%	18,7%	28,9%				
Zysk (strata) ze sprzedaży		7 721		8 275	7 109	16 423	19 806	22 101				
	Marża na sprzedaży	24,3%		20,4%	15,7%	24,4%	24,7%	22,1%				
Zysk na działalności operacyjnej (EBIT)		8 058		8 316	7 297	16 487	20 746	22 101				
	Marża operacyjna	25,4%		20,6%	16,1%	24,5%	25,8%	22,1%				
Podatek dochodowy	19,0%	1 478		1 506	1 311	3 056	3 866	4 119				
Zysk operacyjny po opodatkowaniu (NOPAT)		6 581		6 810	5 986	13 431	16 880	17 982				
Amortyzacja		962		1 352	1 605	2 804	3 208	3 668				
CAPEX		31 762		1 987	2 414	3 711	4 556	5 274				
Zmiana KON		-		(2 041)	(960)	(4 521)	(2 413)	(2 373)				
FCFF		(24 220)		4 134	4 217	8 004	13 119	14 002				14 002
Wartość rezydualna (TV)												
Stopa dyskontowa = WACC	11,5%											
Współczynnik dyskontowy				0,955	0,856	0,768	0,689	0,617				
Zdyskontowane FCFF				3 948	3 612	6 146	9 033	8 646				
Suma zdyskontowanych FCFF do 2026 roku		31 386	a									
stopa wzrostu g w okresie TV	2,5%											
Wartość rezydualna (TV) po 2026 roku												159 262
Zdyskontowana TV		98 342	b									
Enterprise Value (godziwa wartość przedsiębiorstwa)		129 727	c = a+b									
Dług odsetkowy		1 262	d									
Aktywa finansowe i środki pieniężne oraz aktywa nieoperacyjne		2 282,0	e									
Equity Value (godziwa wartość 100% akcji)		130 748	f=c-d+e									
Dyskonto Premia		-27,6%										
Wycena końcowa - Equity Value		94 698										
Dzień wyceny		2022-07-30										

Tabela 1 TECH SA: wycena akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych [DCF] w [PLN] dane w [TYS] Źródło: Opracowanie własne

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie **94 697 811 PLN**. Kapitał zakładowy spółki dzieli się na 500 tys. akcji co oznacza wartość jednej akcji na poziomie **195,0 PLN**.

Wycena porównawcza

Założenia:

- Do wyceny końcowej została użyta mediana następujących wskaźników C/P; C/EBIT; EV/EBITDA za ostatnie 4 kwartały.
- Zastosowano konserwatywne podejście w wycenie porównawczej, mianowicie przyjęto stopę dyskontowa na poziomie 27,6%. W ocenie sporządzającego raport tak wysoka stopa dyskontowa właściwie odzwierciedla ryzyka związane ze spółką. Przede wszystkim:
 - Nierynkowy charakter przedsiębiorstwa
 - Wielkość spółki
 - Koncentrację na odbiorcach

Wycena porównawcza została wykonana w oparciu o prognozy oraz założenia finansowe spółki 2022-2024. Jako grupa porównawcza zostały przyjęte spółki notowane na GPW i NewConnect operujące w szeroko rozumianym segmencie Software. Obliczenia bazują na kursach i danych dostępnych na 30 lipca 2022r. Waluację Spółki oparto na trzech wskaźnikach: C/P; C/EBIT; EV/EBITDA.

Dla grupy porównawczej przyjęto dane dostępne na dzień wyceny [suma czterech kwartałów]. Brak porównywalności danych wynika z braku wystarczającego pokrycia analitycznego dla spółek porównawczych. Z uwagi na istotną zmienność wskaźników finansowych oszacowanie wartości Spółki zostało przeprowadzone w oparciu o medianę wartości.

Spółki z grupy porównawczej

	Nr	Nazwa	Kapitalizacja dane w PLN	Raport	C/P	C/EBIT	EV/EBITDA
Spółki porównawcze	1	ABC	124 986 500	2022/2Q	4,0	13,0	14,0
	2	ABCD	224 635 760	2022/2Q	3,8	16,5	17,0
	3	EFG	58 173 925	2022/2Q	2,5	14,5	12,0
	4	ASD	75 907 365	2022/2Q	2,4	17,5	13,5
	5	BFG	41 962 500	2022/2Q	1,8	20,0	14,9
	6	ATR	328 970 000	2022/2Q	4,2	10,5	16,0
	7	ADE	70 411 775	2022/2Q	2,5	21,0	12,5
	8	AVU	55 115 320	2022/2Q	5,0	20,9	9,8
	9	ASC	179 233 242	2022/2Q	3,5	14,3	8,1
	10	XXX	287 374 168	2022/2Q	5,0	17,0	12,6
		Mediana	100 446 932		3,7	16,7	13,1

Tabela 1 Spółki z grupy porównawczej Źródło: Opracowanie własne

Mediana oraz wagi użyte do wyceny:

- C/P = 3,7 | waga 0,25
- C/EBIT = 16,7 | waga 0,25
- EV/EBITDA = 13,1 | waga 0,5

DANE W [TYS. PLN]	C/P			C/EBIT			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Implikowana wartość wsp. dyskonta WACC	147 702,6	165 392,4	246 050,0	139 091,6	122 040,6	275 747,5	126 172,9	116 163,9	251 753,5
wartość bieżąca	0,96	0,86	0,77	0,96	0,86	0,77	0,96	0,86	0,77
waga roku	141 066,2	141 654,4	188 924,5	132 842,1	104 524,7	211 727,0	120 503,9	99 491,5	193 303,8
	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
	47 022	47 218	62 975	44 281	34 842	70 576	40 168	33 164	64 435

	Wycena na podstawie przychodów: 157 215,0	Wycena na podstawie zysku operacyjnego: 149 697,9	Wycena na podstawie zysku operacyjnego + amortyzacji: 138 786,4
Waga wskaźnika	25%	25%	50%
Wycena	39 303,8	37 424,5	69 393,2

Implikowana Equity Value

Dyskonto | Premia

146 121,4

-27,6%

Wartość 100% akcji

105 832,8

Tabela 6 Wycena metodą porównawczą Źródło: Opracowanie własne

Stopa dyskontowa wykorzystana w wycenie porównawczej wynosi 27,6% i jest tożsama ze stopą dyskonta wykorzystaną w metodzie DCF.

Sprawdzenie

Autor wyceny w celu sprawdzenia otrzymanych wyników z wyceny porównawczej wycenił spółkę TECH S.A. mnożnikami raportowanymi dla spółek z sektora Software (System & Application) dla Europy Zachodniej. W tym celu posłużono się prognozami dla wycenianej spółki w okresie 2022-2024 [identycznie jak przy mnożnikach dla spółek krajowych] oraz wartością mnożnika EV/EBITDA. Wyniki zostały zaprezentowane na następnej stronie

Dane w [TYS. PLN]		Sprawdzenie_ Wycena porównawcza: EV/EBITDA w sektorze Software (System & Application)		
		Mnożnik		
		Sektor	Software (System & Application)	
		EV/EBITDA	27,9	
		2022P	2023P	2024P
EBITDA W TECH S.A.		9 668,4	8 901,4	19 291,5
Implikowana wartość		269 942,2	248 528,2	538 617,1
wsp. dyskonta WACC		0,96	0,86	0,77
		257 813,4	212 858,2	413 566,1
waga roku		33%	33%	33%
		85 937,8	70 952,7	137 855,4
		Enterprise Value		294 745,9
WACC		11,51%		
Dług odsetkowy		1 262,0	2021-12-31	
Aktywa finansowe i środki pieniężne oraz aktywa nieoperacyjne		2 282,0	2021-12-31	
		Equity Value		295 766,0
		Dyskonto Premia		-27,6%
		Wartość 100% akcji		214 217,4

Tabela 7 Wycena spółki TECH S.A. na podstawie mnożników dla spółek z Europy Zachodniej Źródło: Opracowanie własne

Wycena spółki **TECH S.A.** na podstawie mnożników dla spółek z Europy Zachodniej wynosi 214 217 363,4 PLN. Oznacza to, że w Europie Zachodniej spółki z sektora Software są wyceniane wyżej w porównaniu do spółek krajowych. W związku z powyższym autor nie wnosi zastrzeżeń co do wartości wskaźników dla spółek krajowych [wartość wskaźników mogłaby być zaburzona w związku z niską płynnością spółek notowanych na NewConnect].

Podsumowując:

Metoda porównawcza dała wartość spółki na poziomie 105 832 842,6 PLN

PODSUMOWANIE: WYCENA TECH SA. | NA DZIEŃ: 30-07-2022 | DANE W [TYS. PLN]

DCF:

Wartość przedsiębiorstwa	129 727
Dług odsetkowy	1 262
Aktywa finansowe i środki pieniężne oraz aktywa nieoperacyjne	2 282

Equity Value (Godziwa wartość 100% akcji) **130 748**

Dyskonto **-28%**

Liczba akcji 500 000

Wartość spółki na podstawie wyceny DCF **94 698**

Wycena porównawcza:

	Mnożniki	C/P	C/EBIT	EV/EBITDA
Implikowana wartość na podstawie wskaźnika	157 215		149 698	138 786
Waga wskaźnika	25%		25%	50%
	39 304		37 424	69 393

Equity Value (Godziwa wartość 100% akcji) **146 121**

Dyskonto **-28%**

Wartość spółki na podstawie wyceny porównawczej **105 833**

Sprawdzenie_ Wycena porównawcza: EV/EBITDA w sektorze Software (System & Application)**27,92**

	Rok	2022	2023	2024
EV/EBITDA		9 668	8 901	19 291

Implikowana wartość EV 294 746

Equity Value (Godziwa wartość 100% akcji) **295 766**

Dyskonto **-28%**

Wartość spółki [sprawdzenie] **214 217**

Wycena końcowa**Waga**

Wycena DCF	75%	71 023
Wycena porównawcza	25%	26 458

Suma 100% **97 482**

Wartość 1 akcji TECH SA. **PLN 195,0**

Tabela 8 Wycena końcowa Źródło: Opracowanie własne

Wycena spółki **TECH S.A.** została sporządzona z wykorzystaniem dwóch metod: DCF oraz metody porównawczej. Wycena DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 94 697 811 PLN. Wycena porównawcza określa wartość na poziomie 105 832 843 PLN. Do wyceny końcowej autor przyjął wagę DCF na poziomie 75% natomiast dla metody porównawczej 25%. Wynika to z braku bezpośredniej porównywalności spółki wycenianej z grupą porównawczą m.in. z powodu: struktury finansowania, dynamiki wzrostów czy nierynkowego charakteru spółki wycenianej.

Wycena końcowa spółki **TECH S.A.** została ustalona na poziomie: 97 481 569 PLN.

Analiza wrażliwości

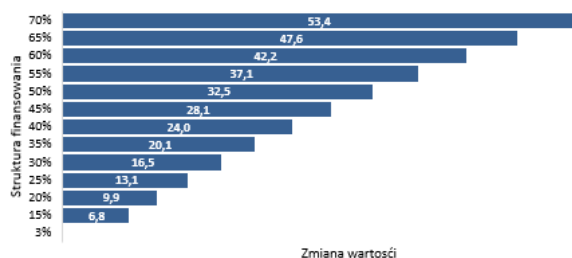
W niniejszej sekcji została przedstawiona analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia. Dla zachowania przejrzystości autor wyceny przedstawił trzy niezależne analizy wrażliwości:

Analiza Wrażliwości [Beta | Struktura finansowania [udział kapitału obcego]

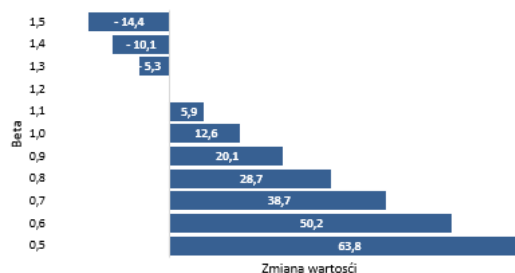
		Beta											
		94,7	0,50	0,60	0,70	0,80	0,90	1,00	1,10	1,20	1,30	1,40	1,50
Struktura finansowania [udział kapitału obcego]	3%	158,5	144,9	133,4	123,4	114,8	107,3	100,6	94,7	89,4	84,6	80,3	
	15%	162,4	149,9	139,0	129,6	121,3	113,9	107,4	101,5	96,2	91,4	87,0	
	20%	164,1	152,0	141,5	132,2	124,1	116,9	110,4	104,6	99,3	94,5	90,1	
	25%	165,8	154,1	144,0	135,0	127,1	119,9	113,6	107,8	102,5	97,7	93,4	
	30%	167,5	156,4	146,6	137,9	130,2	123,2	116,9	111,2	106,0	101,2	96,8	
	35%	169,2	158,7	149,3	140,9	133,4	126,6	120,4	114,8	109,7	104,9	100,6	
	40%	171,0	161,0	152,1	144,0	136,8	130,2	124,2	118,7	113,6	108,9	104,6	
	45%	172,8	163,4	155,0	147,3	140,3	134,0	128,1	122,8	117,8	113,2	108,9	
	50%	174,7	165,9	158,0	150,7	144,1	138,0	132,4	127,2	122,3	117,8	113,6	
	55%	176,6	168,5	161,1	154,3	148,0	142,2	136,8	131,8	127,2	122,8	118,7	
	60%	178,5	171,1	164,3	158,0	152,2	146,7	141,6	136,9	132,4	128,2	124,2	
	65%	180,5	173,8	167,7	161,9	156,6	151,5	146,8	142,3	138,1	134,1	130,3	
	70%	182,5	176,7	171,2	166,0	161,2	156,6	152,2	148,1	144,2	140,5	136,9	

Tabela 9 Analiza Wrażliwości [Beta | Struktura finansowania [udział kapitału obcego]

Analiza wrażliwości: Struktura finansowania



Analiza wrażliwości: Beta



Rysunek 1 Analiza wrażliwości: Struktura finansowania i Beta

Komentarz:

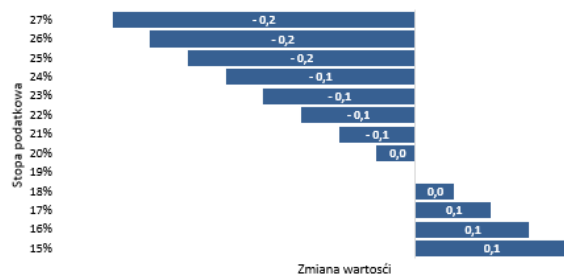
Scenariusz bazowy zakłada współczynnik Beta na poziomie 1,2 oraz udział długu wynoszący niecałe 3%. Wraz ze wzrostem zadłużenia oraz spadkiem współczynnika Beta wartość przedsiębiorstwa rośnie do poziomu 182,5 mln PLN. Po przeciwnej stronie jest współczynnik Beta = 1,5 przy tożsamym udziale długu co przekłada się na wartość przedsiębiorstwa na poziomie 80,3 mln PLN.

Analiza Wrażliwości [Koszt długu | Stopa podatkowa]

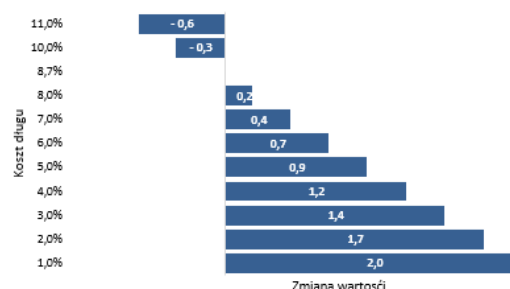
		Koszt długu										
	94,7	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%
Stopa podatkowa	15%	96,6	96,4	96,1	95,8	95,6	95,3	95,0	94,8	94,6	94,3	94,0
	16%	96,6	96,4	96,1	95,8	95,6	95,3	95,1	94,8	94,6	94,3	94,0
	17%	96,6	96,4	96,1	95,9	95,6	95,3	95,1	94,8	94,6	94,3	94,1
	18%	96,7	96,4	96,1	95,9	95,6	95,4	95,1	94,8	94,7	94,3	94,1
	19%	96,7	96,4	96,1	95,9	95,6	95,4	95,1	94,9	94,7	94,4	94,1
	20%	96,7	96,4	96,1	95,9	95,6	95,4	95,1	94,9	94,7	94,4	94,2
	21%	96,7	96,4	96,2	95,9	95,7	95,4	95,2	94,9	94,8	94,4	94,2
	22%	96,7	96,4	96,2	95,9	95,7	95,4	95,2	94,9	94,8	94,5	94,2
	23%	96,7	96,4	96,2	95,9	95,7	95,5	95,2	95,0	94,8	94,5	94,3
	24%	96,7	96,4	96,2	95,9	95,7	95,5	95,2	95,0	94,8	94,5	94,3
	25%	96,7	96,4	96,2	96,0	95,7	95,5	95,3	95,0	94,9	94,6	94,3
	26%	96,7	96,4	96,2	96,0	95,7	95,5	95,3	95,0	94,9	94,6	94,4
	27%	96,7	96,4	96,2	96,0	95,8	95,5	95,3	95,1	94,9	94,6	94,4

Tabela 10 Analiza Wrażliwości [Koszt długu | Stopa podatkowa]

Analiza wrażliwości: Stopa Podatkowa



Analiza wrażliwości: Koszt długu



Rysunek 2 Analiza wrażliwości: Stopa podatkowa i Koszt długu

Komentarz:

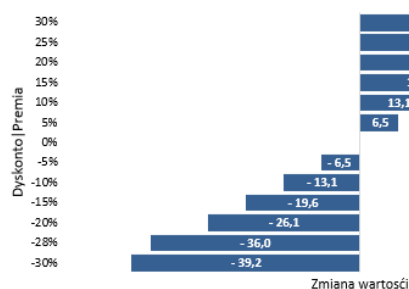
Kolejną analizą wrażliwości jest badanie wpływu zmiany efektywnej stopy podatkowej w spółce oraz kosztu długu. W zależności od kształtowania się ww. parametrów wartość przedsiębiorstwa wynosi od 94,4 mln PLN do 96,7 mln PLN. Na podstawie wyżej zaprezentowanej analizy możemy przedstawić wpływ podwyżek / obniżek stóp procentowych na wartość przedsiębiorstwa. W prezentowanym przykładzie wpływ jest relatywnie niewielki co wynika z niskiego zadłużenia w spółce.

Analiza Wrażliwości [WACC | Dyskonto/Premia]

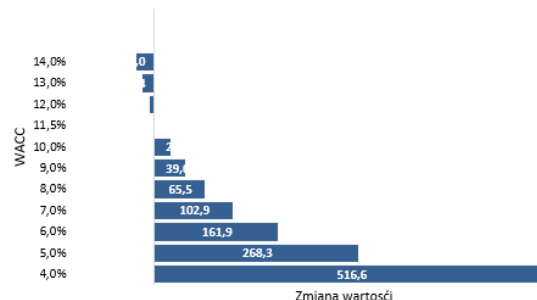
		WACC											
		94,7	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%	11,5%	12,0%	13,0%	14,0%
Dyskonto/Premia	-30%	590,8	350,8	248,0	191,0	154,8	129,8	111,4	91,5	86,5	77,6	70,3	
	-28%	611,3	362,9	256,6	197,6	160,2	134,3	115,3	94,7	89,5	80,3	72,7	
	-20%	675,2	400,9	283,5	218,3	176,9	148,3	127,4	104,6	98,8	88,7	80,3	
	-15%	717,4	425,9	301,2	231,9	188,0	157,6	135,3	111,1	105,0	94,2	85,3	
	-10%	759,6	451,0	318,9	245,6	199,0	166,8	143,3	117,7	111,2	99,7	90,3	
	-5%	801,8	476,1	336,6	259,2	210,1	176,1	151,2	124,2	117,3	105,3	95,4	
	0%	844,0	501,1	354,3	272,9	221,1	185,4	159,2	130,7	123,5	110,8	100,4	
	5%	886,2	526,2	372,0	286,5	232,2	194,6	167,2	137,3	129,7	116,4	105,4	
	10%	928,4	551,2	389,8	300,2	243,2	203,9	175,1	143,8	135,9	121,9	110,4	
	15%	970,6	576,3	407,5	313,8	254,3	213,2	183,1	150,4	142,0	127,4	115,4	
	20%	1 012,8	601,3	425,2	327,4	265,3	222,4	191,0	156,9	148,2	133,0	120,4	
	25%	1 055,0	626,4	442,9	341,1	276,4	231,7	199,0	163,4	154,4	138,5	125,5	
	30%	1 097,2	651,5	460,6	354,7	287,5	241,0	207,0	170,0	160,6	144,1	130,5	

Tabela 11 Analiza Wrażliwości [WACC | Dyskonto/Premia]

Analiza wrażliwości: Dyskonto | Premia



Analiza wrażliwości: WACC



Rysunek 3 Analiza wrażliwości: Dyskonto | Premia i WACC

Komentarz:

W niniejszej sekcji została przedstawiona kalkulacja wartości przedsiębiorstwa przy zmianie WACC oraz dyskonta/premii. W scenariuszu bazowym WACC = 11,5% oraz dyskonto = -27,6%, a przedsiębiorstwo jest wyceniane na 94,7 mln PLN. W zależności od przyjętych wartości dla ww. zmiennych wartość przedsiębiorstwa może kształtować się w przedziale od 70,3 mln PLN do 1 097,2 mln PLN. Oznacza to, że model jest bardzo wrażliwy na zmianę przedstawionych zmiennych, które to są kluczowe do oszacowania wartości końcowej.

Dane finansowe

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe [BILANS]

	2 021	2022	2023	2024	2025	2026
Aktywa trwałe	4 422	4 273	4 214	4 240	4 345	4 528
Aktywa obrotowe	9 837	11 156	10 817	22 645	28 291	33 053
Aktywa ogółem	14 260	15 429	15 031	26 884	32 637	37 582
Kapitał własny	8 999	9 510	9 825	17 381	21 127	22 888
Zobowiązania krótkoterminowe	2 220	2 766	2 397	3 973	5 224	7 979
Zobowiązania długoterminowe	376	421	471	1 117	591	662
Zobowiązania ogółem	5 261	5 919	5 206	9 504	11 509	14 694
ROE	70%	68%	57%	75%	78%	77%
ROA	44%	42%	37%	48%	50%	47%
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	37%	38%	35%	35%	35%	39%
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	4%	4%	5%	6%	3%	3%
Wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych	58%	62%	53%	55%	54%	64%

Tabela 12 Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe [BILANS]

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe [RZIS]

Dane finansowe	2 021	2022	2023	2024	2025	2026
Przychody ogółem	31 762	40 466	45 313	67 411	80 330	100 138
Przychody zmiana r/r		27,4%	12,0%	48,8%	19,2%	24,7%
EBIT	8 058,4	8 316,4	7 296,9	16 487,1	20 745,8	22 100,8
EBIT zmiana r/r		3,2%	-12,3%	125,9%	25,8%	6,5%
EBITDA	9 020,1	9 668,4	8 901,4	19 291,5	23 953,6	25 768,5
EBITDA zmiana r/r		7,2%	-7,9%	116,7%	24,2%	7,6%
Zysk netto	6 299,1	6 420,2	5 587,1	13 026,8	16 480,5	17 558,7
Zysk netto zmiana r/r		1,9%	-13,0%	133,2%	26,5%	6,5%
Marża brutto na sprzedaży	24,3%	20,4%	15,7%	24,4%	24,7%	22,1%
Marża EBIT	25,4%	20,6%	16,1%	24,5%	25,8%	22,1%
Marża EBITDA	28,4%	23,9%	19,6%	28,6%	29,8%	25,7%
Marża netto	19,8%	15,9%	12,3%	19,3%	20,5%	17,5%
Capex	961,7	1 987,3	2 413,9	3 710,6	4 556,0	5 274,3
Amortyzacja	961,7	1 352,0	1 604,6	2 804,3	3 207,8	3 667,7
Zmiana Kapitału obrotowego	0,0	-2 041,0	-959,6	-4 520,8	-2 412,6	-2 373,4
CAPEX / Przychody	3,0%	4,9%	5,3%	5,5%	5,7%	5,3%
CAPEX / Amortyzacja	100,0%	147,0%	150,4%	132,3%	142,0%	143,8%
Amortyzacja / Przychody	3,0%	3,3%	3,5%	4,2%	4,0%	3,7%
Zmiana KON / Przychody	0,0%	-5,0%	-2,1%	-6,7%	-3,0%	-2,4%
P/E*	15,5x	15,2x	17,4x	7,5x	5,9x	5,6x
P/EBITDA*	10,8x	10,1x	11,0x	5,1x	4,1x	3,8x
P/EBIT*	12,1x	11,7x	13,4x	5,9x	4,7x	4,4x
P/S*	3,1x	2,4x	2,2x	1,4x	1,2x	1,0x

* EQ/ZYSK NETTO lub EQ/ EBITDA lub EQ / EBIT lub EQ / SPRZEDAŻ

Tabela 13 Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe [RZIS]

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe [BILANS]

	2 021	2022	2023	2024	2025	2026
Aktywa trwałe	4 422	4 273	4 214	4 240	4 345	4 528
Aktywa obrotowe	9 837	11 156	10 817	22 645	28 291	33 053
Aktywa ogółem	14 260	15 429	15 031	26 884	32 637	37 582
Kapitał własny	8 999	9 510	9 825	17 381	21 127	22 888
Zobowiązania krótkoterminowe	2 220	2 766	2 397	3 973	5 224	7 979
Zobowiązania długoterminowe	376	421	471	1 117	591	662
Zobowiązania ogółem	5 261	5 919	5 206	9 504	11 509	14 694
ROE	70%	68%	57%	75%	78%	77%
ROA	44%	42%	37%	48%	50%	47%
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	37%	38%	35%	35%	35%	39%
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	4%	4%	5%	6%	3%	3%
Wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych	58%	62%	53%	55%	54%	64%

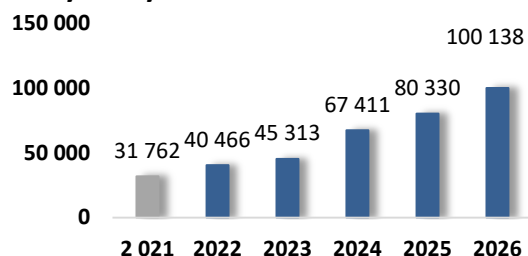
Tabela 14 Struktura kosztów działalności operacyjnej

Rachunek zysków i strat		2021-12-31	2022-12-31	2023-12-31	2024-12-31	2025-12-31	2026-12-31
A.	Przychody netto	31 762 331	40 466 475	45 312 977	67 410 967	80 330 099	100 137 665
B.	Koszty działalności operacyjnej	24 041 386	32 191 337	38 203 579	50 987 574	60 524 037	78 036 873
I.	Amortyzacja	961 655	1 352 036	1 604 550	2 804 317	3 207 774	3 667 733
II.	Zużycie materiałów i energii	288 497	402 392	496 647	688 332	847 337	1 131 535
III.	Usługi obce	16 348 142	21 568 196	25 978 434	34 926 488	41 156 345	53 455 258
IV.	Podatki i opłaty	24 041	32 191	38 204	50 988	60 524	78 037
V.	Wynagrodzenia	3 365 794	4 571 170	5 119 280	7 138 260	8 957 557	11 705 531
VI.	Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	721 242	997 931	1 222 515	1 529 627	2 057 817	2 731 291
VII.	Pozostałe koszty rodzajowe	649 117	676 018	687 664	764 814	907 861	624 295
VIII.	Wartość sprzedanych towarów i materiałów	1 682 897	2 575 307	3 056 286	3 059 254	3 328 822	4 604 176
C.	Zysk (strata) ze sprzedaży	7 720 945	8 275 138	7 109 398	16 423 393	19 806 062	22 100 792
D.	Pozostałe przychody operacyjne	450 000	55 000	250 000	85 000	1 253 000	0
E.	Pozostałe koszty operacyjne	112 500	13 750	62 500	21 250	313 250	0
F.	Zysk (strata) z działalności operacyjnej	8 058 445	8 316 388	7 296 898	16 487 143	20 745 812	22 100 792
G.	Przychody finansowe	8 500	16 150	30 685	58 302	110 773	150 000
H.	Koszty finansowe	290 286	406 393	429 917	462 999	510 307	573 362
J.	Zysk (strata) z działalności gospodarczej	7 776 659	7 926 145	6 897 666	16 082 445	20 346 278	21 677 430
K.	Odpis wartości firmy	0	0	0	0	0	0
L.	Odpis ujemnej wartości firmy	0	0	0	0	0	0
M.	Zysk (strata) brutto	7 776 659	7 926 145	6 897 666	16 082 445	20 346 278	21 677 430
N.	Podatek dochodowy	1 477 565	1 505 968	1 310 557	3 055 665	3 865 793	4 118 712
R.	Zysk (strata) netto	6 299 094	6 420 178	5 587 110	13 026 781	16 480 485	17 558 718

Tabela 15 Rachunek zysków i strat

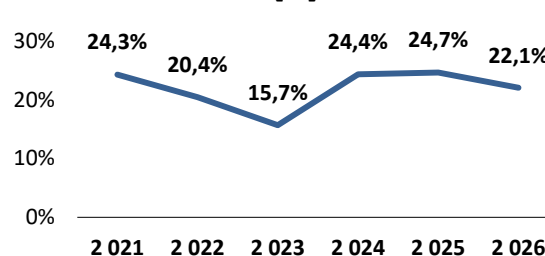
Dane finansowe – wykresy

Przychody



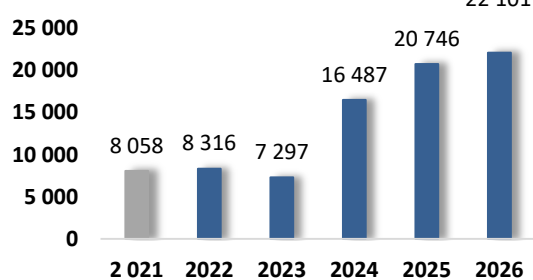
Rysunek 4 Dane finansowe - Przychody

Rentowność brutto [%]



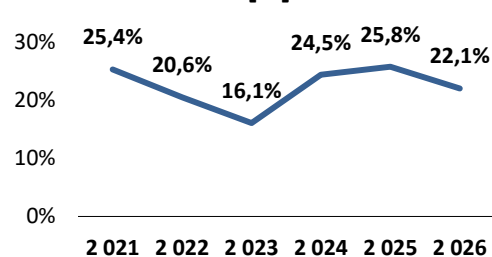
Rysunek 5 Dane finansowe- Rentowność brutto [%]

EBIT



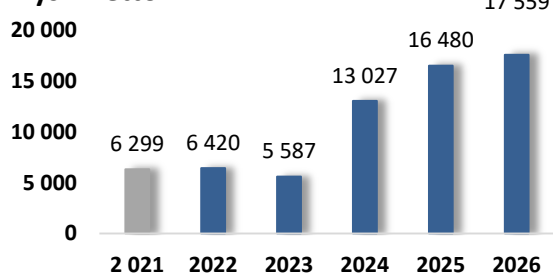
Rysunek 6 Dane finansowe - EBIT

Rentowność EBIT [%]



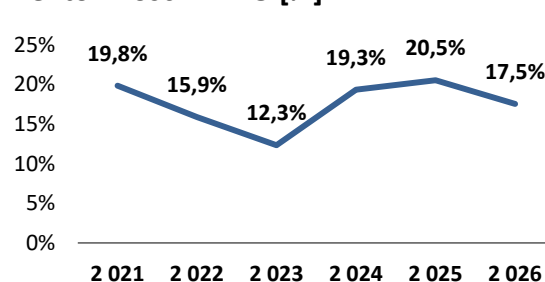
Rysunek 7 Dane finansowe- Rentowność EBIT [%]

Zysk Netto

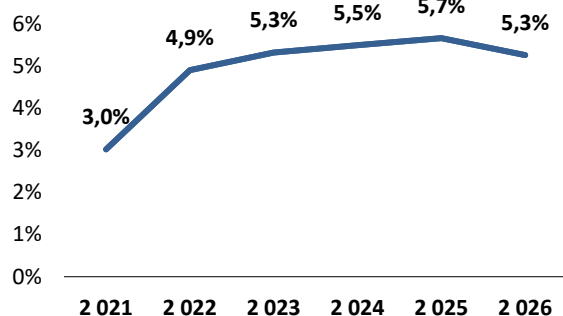


Rysunek 8 Dane finansowe- Zysk Netto

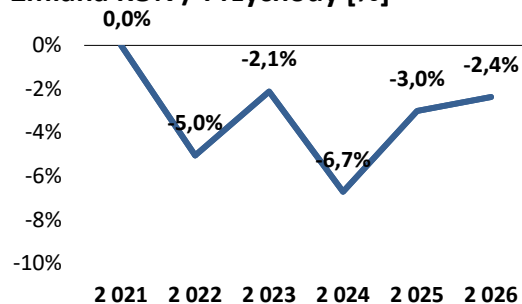
Rentowność NETTO [%]



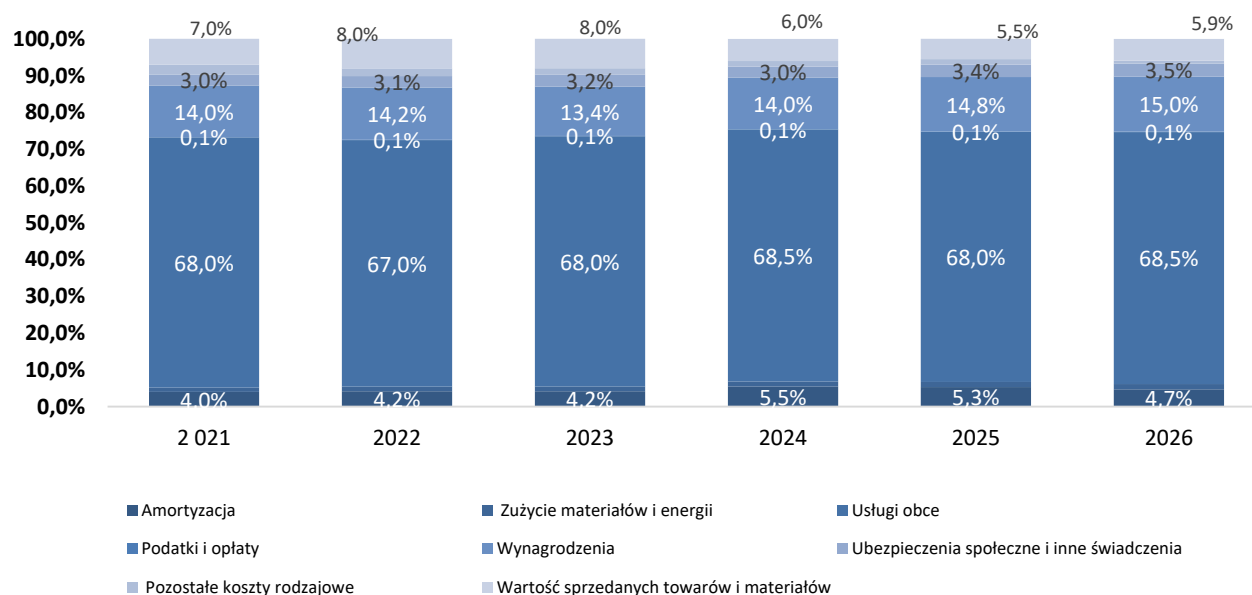
Rysunek 9 Dane finansowe- Rentowność NETTO [%]

CAPEX / Przychody [%]

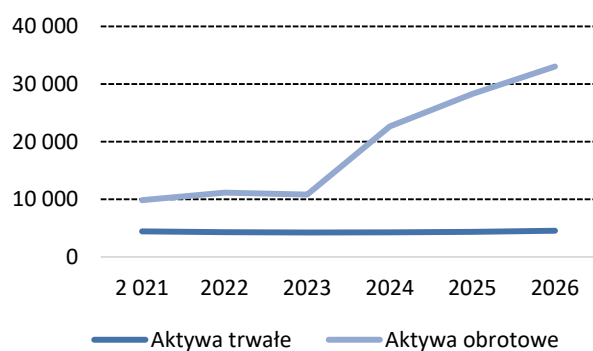
Rysunek 10 Dane finansowe- CAPEX/Przychody [%]

Zmiana KON / Przychody [%]

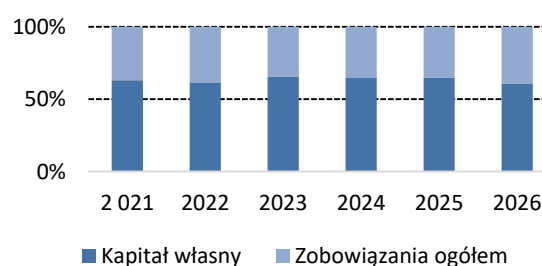
Rysunek 11 Zmiana KON/Przychody [%]

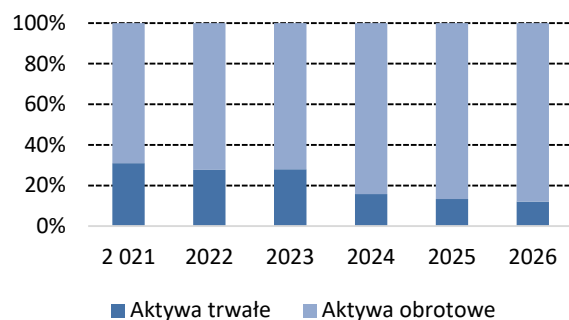


Rysunek 12. Struktura kosztów operacyjnych

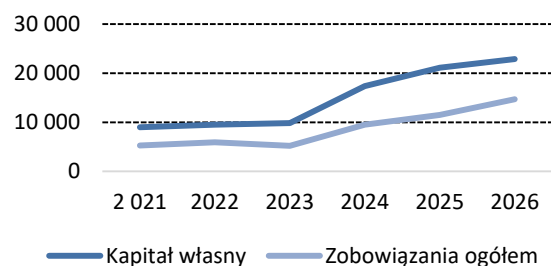
Aktywa trwałe | Aktywa obrotowe

Rysunek 13 Dane finansowe- Aktywa trwałe i obrotowe

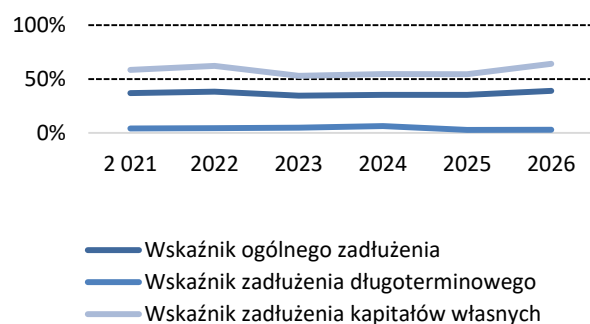
**Kapitał Własny | Zobowiązania
Ogółem**Rysunek 14 Dane finansowe- Kapitał własny /
Zobowiązania ogółem

Aktywa trwałe | Aktywa obrotowe

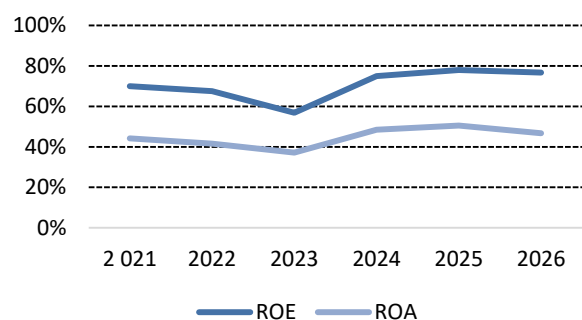
Rysunek 15 Dane finansowe- Aktywa trwałe i obrotowe

**Kapitał Własny | Zobowiązania
Ogółem**

Rysunek 16 Dane finansowe- Kapitał Własny / Zobowiązania ogółem

Wskaźniki Zadłużenia

Rysunek 17 Dane finansowe - Wskaźniki Zadłużenia

ROE | ROA

Rysunek 18 Dane finansowe - ROE / ROA

