



VOLANTE

**Raport z wyceny  
przedsiębiorstwa na etapie start up  
NOL Restaurant**

na dzień 31 grudnia 2019 r.



**VOLANTE**

---

**VOLANTE sp. z o.o.**  
ul. Laotańska 30  
52-114 Wrocław  
Tel. +48 22 213 92 66  
Faks +48 22 213 92 88  
<http://www.volante.pl>

**Sz. P. Maciej Konieczny**  
NOL Group Sp. z o.o.  
ul. 55 Pułku Piechoty 33/7  
64-100 Leszno

16 stycznia 2019 r.

Szanowny Panie,

Niniejszy raport prezentuje oszacowanie wartości przedsiębiorstwa na etapie start up NOL Restaurant sporządzonej na dzień 31 grudnia 2019 roku. Raport z wyceny może zawierać założenia co do przyszłych wyników finansowych lub opinie stanowiące pogląd wyceniającego zgodne z przesłankami posiadanymi w określonym czasie. Informacje te - zarówno założenia, jak i opinie - nie są przedstawiane jako przewidywania lub jako zapewnienie, że zostaną osiągnięte określone przychody bądź zyski. Faktyczne wyniki uzyskane w omawianym okresie mogą się różnić od opisanych w niniejszym raporcie, a różnice te mogą być istotne.

Z poważaniem,

.....  
Bartosz Góralski

## Spis treści

<b>Wprowadzenie</b> .....	<b>4</b>
<b>Zastrzeżenia</b> .....	<b>5</b>
<b>1. Ogólna charakterystyka przedsiębiorstwa</b> .....	<b>6</b>
1.1. Podstawowe informacje o przedsiębiorstwie .....	6
1.2. Przedmiot działalności .....	6
1.3. Opis rynku .....	7
<b>2. Projekcja finansowa na lata 2019-2021</b> .....	<b>10</b>
2.1. Podstawowe założenia .....	10
2.2. Prognozowane sprawozdania finansowe.....	14
<b>3. Wycena przedsiębiorstwa metodą dochodową</b> .....	<b>17</b>
3.1. Metodologia .....	17
3.2. Oszacowanie stopy dyskontowej.....	20
3.3. Oszacowanie wartości dochodowej.....	21
3.4. Analiza wrażliwości .....	24
<b>Podsumowanie</b> .....	<b>25</b>

## Wprowadzenie

Prezentowany raport powstał w ramach umowy między **NOL Group Sp. z o.o.** z siedzibą w Lesznie przy ulicy 55 Pułku Piechoty 33/7 a **VOLANTE sp. z o.o.** z siedzibą przy ulicy Laotańskiej 30 we Wrocławiu. Przedmiotem niniejszego raportu jest oszacowanie wartości przedsiębiorstwa na etapie start up NOL Restarant na podstawie prognoz przekazanych przez Zlecającego (dalej również NOL Restaurant lub Przedsiębiorstwo).

Zgodnie z wcześniej wymienioną umową do wyceny wybrano następującą metodę:

- dochodową – zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF).

Wycenę wartości Przedsiębiorstwa NOL Restarant sporządzono na dzień 31 grudnia 2019 roku na podstawie dokumentów przekazanych przez Zlecającego, a w szczególności wykorzystano:

- Teaser informacyjny NOL Restarant;
- Biznesplan NOL Restaurant wraz z projekcją finansową i kompletem założeń – będący podstawą niniejszej wyceny;
- Badanie konceptu restauracji NOL przeprowadzone przez Biostat w marcu 2019 r.
- Kosztorys inwestorski budowy restauracji z dnia 5 lutego 2019 r. sporządzony przez QS Inżynieria Tomasz Gawor;
- Pozostałe materiały i informacje ustne uzyskane od kierownictwa Przedsiębiorstwa.

Celem opracowania jest określenie wartości rynkowej przedsiębiorstwa na etapie start up NOL Restarant w celu planowanej sprzedaży udziałów.

Treść raportu została zawarta w trzech rozdziałach, które należy traktować jako spójną i jednolitą całość. Żaden element, część lub strona raportu nie może być wykorzystywana bądź interpretowana bez zapoznania się z jego całością. Rozdział pierwszy obejmuje przedstawienie podstawowych informacji o Przedsiębiorstwie i przedmiocie jego działalności oraz opis rynku, na którym będzie działało przedsiębiorstwo. Rozdział drugi projekcję finansową Przedsiębiorstwa na lata 2021-2026, która to w ostatnim rozdziale została wykorzystana do dokonania wyceny Przedsiębiorstwa metodą dochodową. Raport zakończony jest podsumowaniem, w którym zawarto komentarz do uzyskanych wyników i wskazano rekomendowaną wartość Przedsiębiorstwa.

## Zastrzeżenia

1. Przyjęto założenie, że otrzymane dane i informacje oraz udzielone wyjaśnienia przekazywane przez Spółkę są rzetelne oraz prawdziwe i w związku z tym nie weryfikowano ich niezależnie. W szczególności dotyczy to przekazanych przez Spółkę założeń i prognoz wyników finansowych, które zostały wykorzystane w niniejszej wycenie.
2. Informacje wykorzystane przez VOLANTE podczas prac nad Raportem zostały pozyskane z wielu źródeł. Prace obejmowały analizę otrzymanych informacji finansowych oraz zapisów księgowych, jednak nie obejmowały, zgodnie z Umową i obowiązującymi standardami, badania sprawozdań finansowych lub *due diligence*. Tym samym VOLANTE nie przyjmuje odpowiedzialności za dokładność i kompletność jakiegokolwiek otrzymanej od Spółki lub w jej imieniu informacji. W związku z czym nie wystawiono żadnych dodatkowych opinii z nimi związanych.
3. Wszelkie wnioski dotyczące wartości zawarte w Raporcie są oparte na faktach i danych dostępnych na Datę Wyceny. Przy dokonywaniu oszacowania wartości rynkowej Przedsiębiorstwa nie zostały wzięte pod uwagę żadne wydarzenia ani okoliczności, poza opisanymi w Raporcie, które mogły mieć miejsce między Datą Wyceny a datą przekazania Raportu.
4. W analizie ujęto wszystkie istotne informacje, znajdujące się w źródłach, które wymieniono w Raporcie jako źródła informacji. W niniejszej analizie nie uwzględniono żadnych dodatkowych informacji dotyczących Spółki, które pochodzą ze źródeł niewskazanych w niniejszym dokumencie.
5. Otrzymany wynik prac nie uwzględnia żadnych znaczących zdarzeń i nieujawnionych umów czy zobowiązań, w tym aktywów i zobowiązań pozabilansowych, o których istnieniu VOLANTE w momencie sporządzania oszacowania nie wiedziało, lub co do których, z uwagi na ograniczony zakres informacji, nie było w stanie określić ryzyka z nimi związanego, a których ewentualne istnienie może mieć znaczący wpływ na wyniki prac.
6. Raport nie uwzględnia skutków wydarzeń i okoliczności, które mogły mieć miejsce, lub informacji, które mogły zostać ujawnione po Dacie Wyceny. VOLANTE nie gwarantuje, iż w przypadku, gdyby takie prace i badania były kontynuowane, ich efekt dla Raportu byłby istotny.
7. Raport został przygotowany wyłącznie na potrzeby Zlecającego opisane w Umowie i nie może być użyty, w całości lub w części, w celach innych niż ujęte w Umowie, bez pisemnej zgody VOLANTE. Raport stanowi całość i żadna jej część nie powinna być odczytywana, bądź interpretowana, bez przeczytania całości Raportu, w szczególności zastrzeżeń i ograniczeń, w tym dotyczących warunków uzyskania dostępu.

## 1. Ogólna charakterystyka przedsiębiorstwa

### 1.1. Podstawowe informacje o przedsiębiorstwie

Firma (nazwa):	<b>NOL Group Sp. z o.o.</b>
Forma prawna:	<b>Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością</b>
Adres:	<b>ul. 55 Pułku Piechoty 33/7, 64-100 Leszno</b>
Data rejestracji Spółki:	<b>16 listopada 2018 r.</b>
Numer Rejestru:	<b>KRS 0000758242</b> – Rejestr Przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego, prowadzony przez Sąd Rejonowy dla Poznań – Nowe Miasto i Wilda w Poznaniu, IX Wydział Gospodarczy KRS
NIP:	<b>6972356779</b>
REGON:	<b>381824852</b>
Kapitał zakładowy:	<b>100.000,00 zł (wg odpisu z KRS na dzień 8.01.2020 r.),</b>
Wspólnicy:	<b>Maciej Marcin Konieczny – 90 udziałów o łącznej wartości 90.000 zł</b> <b>Arkadiusz Marcin Matyjaszczyk – 10 udziałów o łącznej wartości 10.000 zł</b>
Zarząd:	<b>Maciej Marcin Konieczny – Prezes Zarządu</b>

### 1.2. Przedmiot działalności

Zgodnie z wyciągiem z KRS, przedmiotem działalności Spółki jest:

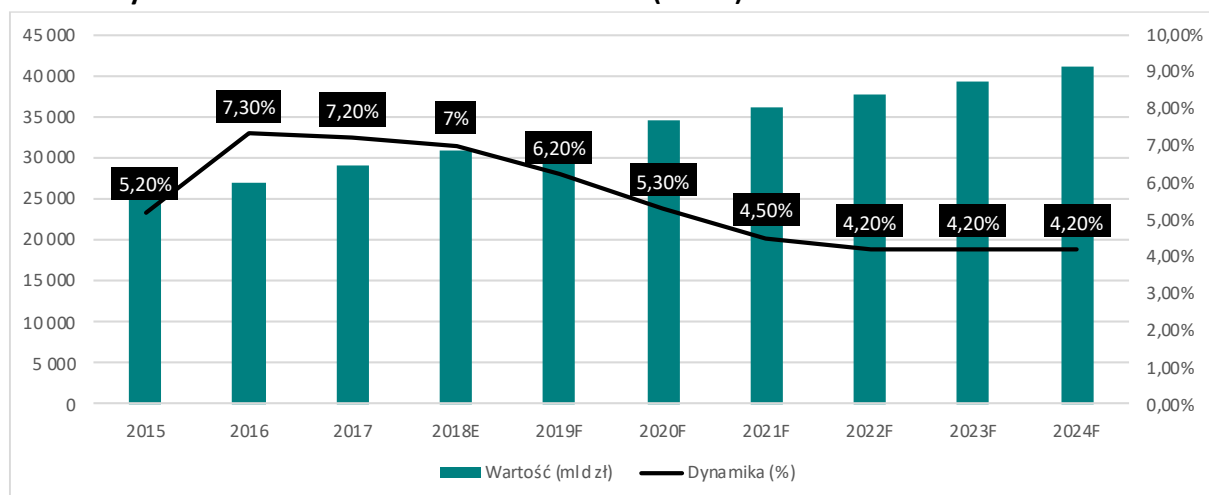
- Restauracje i inne stałe placówki gastronomiczne,
- Przygotowywanie i dostarczanie żywności dla odbiorców zewnętrznych (katering),
- Pozostała usługowa działalność gastronomiczna,

Podstawowym przedmiotem działalności Spółki będzie prowadzenie restauracji NOL Restaurant będącej przedsięwzięciem na etapie start up.

### 1.3. Opis rynku

Perspektywy wzrostu rynku są bardzo obiecujące. Z jednej strony, styl życia Polaków się zmienia. Ludzie mają coraz mniej czasu na gotowanie, co skłania ich do jedzenia w restauracjach. Ponadto dochody rozporządzalne rokrocznie rosną. Warto zaznaczyć, że Polacy wciąż wydają na jedzenie poza domem stosunkowo mniej niż sąsiedzi. Rządowy program 500+ także powinien przełożyć się na dodatkowe wydatki w tym sektorze. Pomimo tego, że rynek powoli się konsoliduje to we wszystkich segmentach widoczna jest depolaryzacja - istnieje kilku głównych graczy oraz znaczna liczba mniejszych podmiotów, przy czym nie ma znacznej grupy średnich przedsiębiorstw czy sieci. Widocznym trendem jest oferowanie posiłków w cenie 10-15 zł – najpopularniejsze jest to wśród wegańskich barów, bistro, food trucków oraz burgerowni. Istotny jest także wzrost liczby turystów odwiedzających Polskę – w 2019 roku liczba ta prawdopodobnie przekroczyła 20 mln. W kolejnych latach kluczowy dla rynku będzie wzrost wydatków w tym sektorze, powiązany ze wzrostem ekonomicznym, programem 500+, wzrostem liczby turystów odwiedzających Polskę, jak również wzrostem liczby Polaków spędzających wakacje w kraju. Kluczowy będzie także trend coraz częstszego jedzenia posiłków poza domem. Głównym czynnikiem stymulującym rozwój rynku będzie również cena.

#### Wartość rynku HoReCa w Polsce w latach 2012-2021 (mld zł)



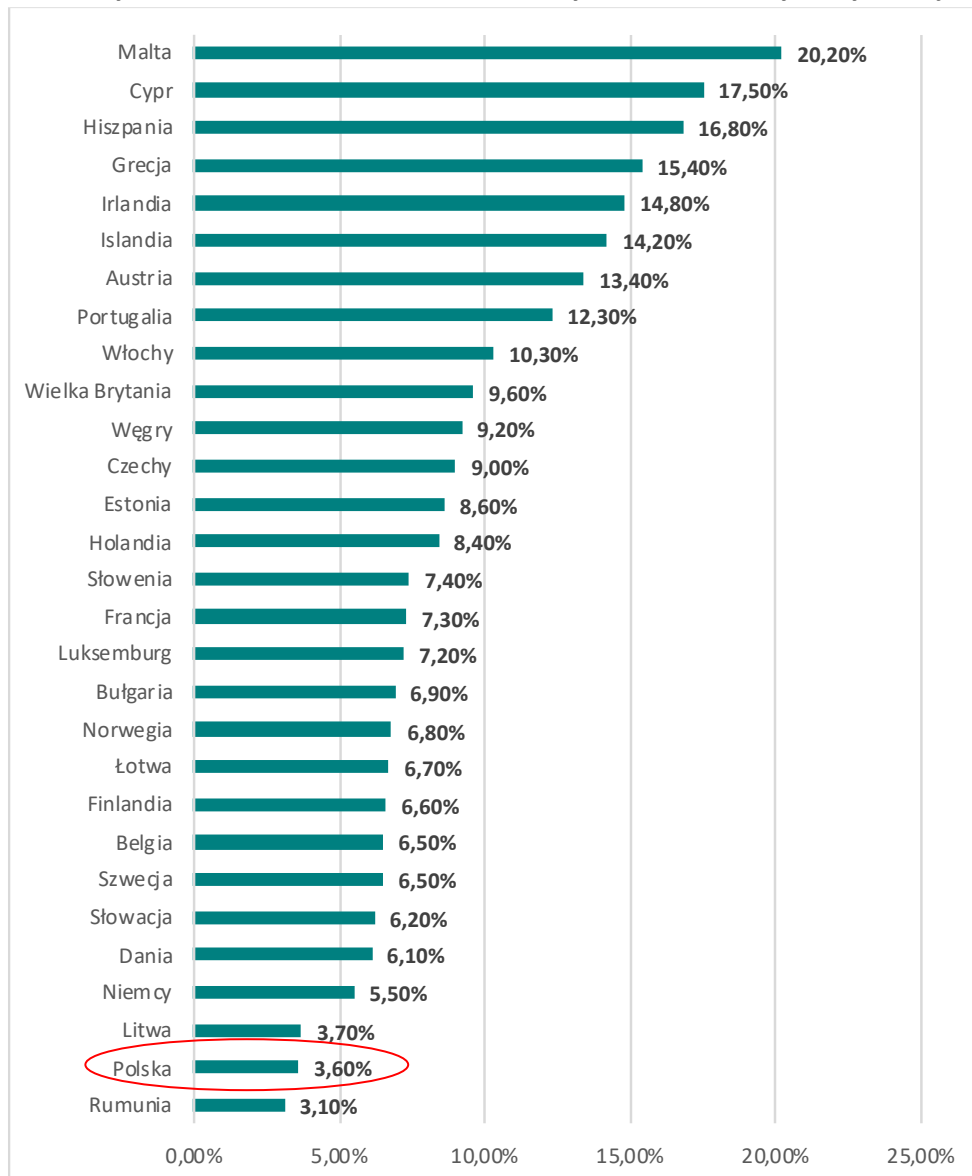
Źródło: Opracowanie VOLANTE na podstawie raportu PMR „HoReCa market in Poland 2019”, czerwiec 2016

Rynek HoReCa w Polsce dynamicznie się rozwija. Na lata 2021-2024 prognozowany przez PMR średnioroczny wzrost wynosi 4,2%. Wartość rynku już w 2021 roku powinna przekroczyć 36 mld zł, natomiast prognozowana wartość rynku w 2024 roku wynosi niemal 41 mld zł, co oznacza wzrost o niemal 25% względem roku 2019.

Zmieniające się trendy powinny wpłynąć na wzrost rynku. Jedzenie poza domem staje się w Polsce coraz popularniejsze, jednak w porównaniu z zachodnimi krajami mamy duży potencjał do wykorzystania. Według badania sporządzonego przez GfK Polonia, 25% respondentów deklaruje, że spożywa śniadanie poza domem częściej niż 5 lat temu, 54% częściej świętuje specjalne rodzinne imprezy w restauracji, natomiast aż 85% jest zdania, że restauracja to

najlepsze miejsce do świętowania takich okazji. Według IQS, około 15% Polaków jada regularnie poza domem (przynajmniej raz tygodniowo).

#### Udział wydatków na sektor HoReCa w domowym budżecie w wybranych krajach



Źródło: Opracowanie VOLANTE na podstawie raportu PMR „HoReCa market size and drivers in Poland”, czerwiec 2016

Polacy wydają przeciętnie 3,6% domowego budżetu na jedzenie w restauracjach i jest to niezwykle niski odsetek, w porównaniu z sąsiednimi krajami – w Czechach jest to aż 9,0%, w Niemczech 5,5%, natomiast na Słowacji 6,2%. Obecnie, najwięcej na usługi HoReCa wydaje się na południu Europy, choć kraje z północy Europy również wydają przeciętnie więcej niż Polacy.



Dodatkowej ocenie poddano rentowność branży na podstawie analizy rentowności 948 spółek działających w branży restauracyjnej o przychodach od 1 do 10 mln zł.

#### Analiza wyników przedsiębiorstw z branży restauracyjnej

Statystyka	Przychody ogółem	Zysk z działalności operacyjnej	Zysk netto (strata netto)	Marża z zysku operacyjnego (%)	Rentowność netto (%)
Kwartył I	1 445,0	0,0	-7,3	0,0%	-0,3%
Mediana	2 276,0	95,0	72,5	4,4%	3,2%
Kwartył III	3 741,5	291,0	238,0	10,6%	8,9%
Trimean	2 434,6	120,3	93,9	4,8%	3,8%
Średnia	2 936,3	167,5	130,9	4,6%	3,3%
Odchylenie	1 961,4	441,0	446,7	15,6%	15,9%

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie baz danych: Infoverity.pl i EMIS.

W efekcie ustalono, że mediana przychodów ze sprzedaży wyniosła niecałe 2,3 mln zł, a 3 kwartył 3,7 ml zł. Tak więc spośród niemal 1 tysiąca badanych spółek zaledwie 25% miało przychody wyższe niż 3,7 mln zł. Zysk z działalności operacyjnej osiągnęło 75% wszystkich analizowanych spółek, zaś dodatni wynik na poziomie zysk netto 74% spółek. Oznacza to, że prawie ¼ wszystkich spółek nie była w stanie osiągnąć dodatnich wyników netto. W zakresie rentowności na poziomie marży zysku operacyjnego mediana wyniosła 4,4%, a 3 kwartył wyniósł 10,6%. Można więc wnioskować, że tylko 25% podmiotów osiągnęło rentowność powyżej 10%, co oznacza, że na rynku Polskim większość spółek realizuje niewielkie zyski, a wyłącznie najlepsze są w stanie osiągać dwucyfrowe poziomy rentowności. Rentowności powyżej 20% zarezerwowane są zaś dla spółek, które realizują najlepsze modele biznesowe i udaje się to jedynie 1 na 10 z przeanalizowanych przedsiębiorstw.

Obecna sytuacja rynkowa oraz prognozy rynku sprzyjają rozwijaniu nowych obiektów restauracyjnych, jednak ich powodzenie zależy przede wszystkim od przyjętego modelu biznesowego nakierowanego na ciągłe spełnienie oczekiwań klientów i ścisłej kontroli kosztów operacyjnych.

## 2. Projekcja finansowa na lata 2019-2021

### 2.1. Podstawowe założenia

Prezentowana niżej projekcja finansowa obejmuje okres od początku stycznia 2021 roku do końca grudnia 2026 roku. Została ona w całości oparta na biznes planie przekazanym przez Spółkę, w której dokonano niewielkich korekt opisanych poniżej.

#### Założenia makroekonomiczne na lata 2021-2026

Założenia makroekonomiczne	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Wzrost gospodarczy						
Wzrost PKB (r/r %)	2,60%	2,10%	2,00%	2,10%	2,10%	2,00%
Kursy walut						
EUR/PLN (średnio w okresie)	4,20	4,16	4,16	4,16	4,16	4,16
USD/PLN (średnio w okresie)	3,71	3,59	3,46	3,32	3,25	3,23
Stopy procentowe						
Stopa referencyjna (% , średnio w okresie)	1,50%	1,80%	2,30%	2,80%	3,00%	3,00%
Inflacja i wzrost wynagrodzeń						
CPI (r/r %, średnio w okresie)	2,60%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Place brutto (r/r %)	5,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%
Stawka CIT	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie Santander Bank Polska S.A.

Prognozy danych makroekonomicznych zostały zaczerpnięte z miesięcznego raportu publikowanego przez Oxford Economic pod nazwą Country Economic Forecast. W analizie wykorzystano edycję z listopada 2019 roku. Dane prognozowane we wskazanym raporcie dotyczą lat 2019-2027 włącznie. Stawkę podatku dochodowego od osób prawnych przyjęto w wysokości 19% w całym okresie prognozy.

Poniżej w punktach zaprezentowano założenia i korekty do projekcji finansowej przekazanej przez Zlecającego:

- Przychody ze sprzedaży na lata 2022-2026 przyjęto na podstawie prognoz Spółki, jednak skorygowano je z przyczyn ostrożnościowych o nieco wolniejszą dynamikę miesięcznej liczby paragonów, a także uwzględniono inflację w zakresie średniej wartości paragonu.
- Nakłady inwestycyjne przyjęto na podstawie danych przekazanych przez Spółkę, dokonano jednak korekt związanych z nakładami odtworzeniowymi niezbędnymi na utrzymanie podobnego poziomu efektywności w kolejnych latach działalności.
- Amortyzację w latach 2022-2026 zaprognozowano uwzględniając amortyzację środków trwałych wskazanych przez Zlecającego przy założeniu stawek amortyzacyjnych wskazanych w poniższej tabeli.

**Prognoza przychodów na lata 2021-2026 (zł)**

Przychody	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Przychody ze sprzedaży</b>						
Przychody ze sprzedaży wyrobów i usług		2 160 000	3 444 000	4 538 700	4 652 168	4 768 472
Przychody ze sprzedaży towarów		255 000	324 000	324 000	334 800	334 800
<b>Razem przychody ze sprzedaży</b>		<b>2 415 000</b>	<b>3 768 000</b>	<b>4 862 700</b>	<b>4 986 968</b>	<b>5 103 272</b>
<i>Dynamika przychodów</i>	<i>n/d</i>	<i>n/d</i>	56,0%	29,1%	2,6%	2,3%
<b>Produkty gastronomiczne</b>						
<i>Srednia wartość paragonu</i>		20,00 zł	20,50 zł	21,01 zł	21,54 zł	22,08 zł
<i>Miesięczna liczba paragonów</i>		9 000	14 000	18 000	18 000	18 000
<i>Roczna liczba paragonów</i>		108 000	168 000	216 000	216 000	216 000
<b>Gadżety</b>						
<i>Cena gadżetu</i>		15,00 zł	15,00 zł	15,00 zł	15,50 zł	15,50 zł
<i>Koszt gadżetu</i>		4,95 zł	5,07 zł	5,20 zł	5,33 zł	5,46 zł
<i>Liczba sprzedanych gadżetów</i>		17 000	21 600	21 600	21 600	21 600

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie założeń przekazanych przez Spółkę.

**Nakłady inwestycyjne i ich amortyzacja w latach 2021-2026 (zł)**

Nakłady inwestycyjne	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Nieruchomości</b>						
Zakup środków trwałych	2 279 848					
<b>Razem nakłady inwestycyjne</b>	<b>2 279 848</b>	-	-	-	-	-
<b>Amortyzacja nowych środków trwałych</b>						
Amortyzacja zakupów z 2021	2,5%	56 996	56 996	56 996	56 996	56 996
Amortyzacja zakupów z 2022	2,5%					
Amortyzacja zakupów z 2023	2,5%					
Amortyzacja zakupów z 2024	2,5%					
Amortyzacja zakupów z 2025	2,5%					
Amortyzacja zakupów z 2026	2,5%					
<b>Razem amortyzacja nowych środków trwałych</b>	-	<b>56 996</b>	<b>56 996</b>	<b>56 996</b>	<b>56 996</b>	<b>56 996</b>
<b>Maszyny i urządzenia</b>						
Zakup środków trwałych	213 600	26 700	26 700	26 700	26 700	26 700
<b>Razem nakłady inwestycyjne</b>	<b>213 600</b>	<b>26 700</b>	<b>26 700</b>	<b>26 700</b>	<b>26 700</b>	<b>26 700</b>
Amortyzacja zakupów z 2021	12,5%	26 700	26 700	26 700	26 700	26 700
Amortyzacja zakupów z 2022	12,5%	1 669	3 338	3 338	3 338	3 338
Amortyzacja zakupów z 2023	12,5%		1 669	3 338	3 338	3 338
Amortyzacja zakupów z 2024	12,5%			1 669	3 338	3 338
Amortyzacja zakupów z 2025	12,5%				1 669	3 338
Amortyzacja zakupów z 2026	12,5%					1 669
<b>Razem amortyzacja nowych środków trwałych</b>	-	<b>28 369</b>	<b>31 706</b>	<b>35 044</b>	<b>38 381</b>	<b>41 719</b>
<b>Amortyzacja razem</b>	-	<b>85 365</b>	<b>88 702</b>	<b>92 040</b>	<b>95 377</b>	<b>98 715</b>
Wartość budynków i lokali	2 279 848	2 222 852	2 165 856	2 108 859	2 051 863	1 994 867
Wartość maszyn i urządzeń	213 600	211 931	206 925	198 581	186 900	171 881
<b>Razem środki trwałe</b>	<b>2 493 448</b>	<b>2 434 783</b>	<b>2 372 781</b>	<b>2 307 441</b>	<b>2 238 763</b>	<b>2 166 748</b>

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie założeń przekazanych przez Spółkę.

- Przyjęto poszczególne koszty rodzajowe zgodnie z prognozami przekazanymi przez Spółkę, jednak dla zużycia materiałów i energii, usług obcych oraz pozostałych kosztów rodzajowych dokonano korekt o prognozowaną inflację, zaś dla wynagrodzeń korektę o prognozowany wzrost płac brutto. Należy w tym miejscu zauważyć, że poziom przyjętych przez Spółkę wynagrodzeń wydaje się niższy niż wskazują na to średnie krajowe prezentowane w raportach płacowych Hays, w szczególności dotyczy to pozycji General Manegera i Manegera zmiany. Dodatkowo na dzisiaj nie są znane pensje minimalne, które obowiązywać będą w 2022 r.. Jednak przy poziomie wynagrodzenia minimalnego na

poziomie 2 600 zł brutto w 2020 r. i obietnicach składanych przez obecny rząd można spodziewać się, że w 2022 r. będzie ono wynosiło więcej niż wskazany przez Spółkę poziom 2 900 zł brutto dla pracowników kuchni i obsługi.

### Prognoza kosztów rodzajowych w latach 2022-2026 (zł)

Koszty rodzajowe	2022	2023	2024	2025	2026		
<b>Amortyzacja</b>	<b>85 365</b>	<b>88 702</b>	<b>92 040</b>	<b>95 377</b>	<b>98 715</b>		
Amortyzacja razem	85 365	88 702	92 040	95 377	98 715		
<b>Zużycie materiałów i energii</b>	<b>565 800</b>	<b>850 545</b>	<b>1 093 701</b>	<b>1 121 043</b>	<b>1 149 069</b>		
Materiały bezpośrednie	475 200	757 680	998 514	1 023 477	1 049 064		
Zużycie energii elektrycznej	30 000	30 750	31 519	32 307	33 114		
Ogrzewanie	12 000	12 300	12 608	12 923	13 246		
Oplaty wodno-kanalizacyjne	6 600	6 765	6 934	7 107	7 285		
Artykuły biurowe	1 200	1 230	1 261	1 292	1 325		
Chemia przemysłowa i BHP	12 000	12 300	12 608	12 923	13 246		
Ulotki	10 800	11 070	11 347	11 630	11 921		
Podkładki reklamowe na tace	18 000	18 450	18 911	19 384	19 869		
<b>Usługi obce</b>	<b>138 000</b>	<b>141 450</b>	<b>144 986</b>	<b>148 611</b>	<b>152 326</b>		
Ochrona (monitoring)	3 000	3 075	3 152	3 231	3 311		
Wywóz nieczystości	18 000	18 450	18 911	19 384	19 869		
Konserwacja/naprawy nieruchomości	12 000	12 300	12 608	12 923	13 246		
Konserwacja urządzeń	6 000	6 150	6 304	6 461	6 623		
Obsługa księgową	18 000	18 450	18 911	19 384	19 869		
Oplaty telekomunikacyjne	9 000	9 225	9 456	9 692	9 934		
Programy i licencje	6 000	6 150	6 304	6 461	6 623		
Reklama Google AdWords	30 000	30 750	31 519	32 307	33 114		
Pozycjonowanie strony www	12 000	12 300	12 608	12 923	13 246		
Zarządzanie profilem i reklama Facebook	18 000	18 450	18 911	19 384	19 869		
Pozostałe	6 000	6 150	6 304	6 461	6 623		
<b>Podatki i opłaty, w tym:</b>	<b>6 000</b>	<b>6 000</b>	<b>6 000</b>	<b>6 000</b>	<b>6 000</b>		
Podatek od nieruchomości	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000		
<b>Wynagrodzenia</b>	<b>808 800</b>	<b>846 814</b>	<b>886 614</b>	<b>928 285</b>	<b>971 914</b>		
	<b>Liczba osób</b>	<b>Wyna-grodzenie</b>					
General Manager	1	5400	64 800	67 846	71 034	74 373	77 868
Marketing Manager	1	5400	64 800	67 846	71 034	74 373	77 868
Manager zmiany	3	3400	122 400	128 153	134 176	140 482	147 085
Grill Master	3	2900	104 400	109 307	114 444	119 823	125 455
Serwer	3	2900	104 400	109 307	114 444	119 823	125 455
Pracownik wydawki	3	2900	104 400	109 307	114 444	119 823	125 455
Pracownik obsługi	4	2900	139 200	145 742	152 592	159 764	167 273
Pomocnik obsługi	3	2900	104 400	109 307	114 444	119 823	125 455
<b>Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia, w tym:</b>	<b>153 338</b>	<b>160 545</b>	<b>168 091</b>	<b>175 991</b>	<b>184 263</b>		
General Manager	13 355	13 983	14 640	15 328	16 049		
Marketing Manager	13 355	13 983	14 640	15 328	16 049		
Manager zmiany	25 227	26 412	27 654	28 953	30 314		
Grill Master	21 517	22 528	23 587	24 696	25 856		
Serwer	21 517	22 528	23 587	24 696	25 856		
Pracownik wydawki	21 517	22 528	23 587	24 696	25 856		
Pracownik obsługi	28 689	30 038	31 449	32 927	34 475		
Pomocnik obsługi	21 517	22 528	23 587	24 696	25 856		
<b>Pozostałe koszty rodzajowe</b>	<b>39 000</b>	<b>39 975</b>	<b>40 974</b>	<b>41 999</b>	<b>43 049</b>		
Ubezpieczenia nieruchomości	9 000	9 225	9 456	9 692	9 934		
Reklama w lokalnych mediach	30 000	30 750	31 519	32 307	33 114		
<b>Wartość sprzedanych towarów i materiałów</b>	<b>84 150</b>	<b>109 593</b>	<b>112 333</b>	<b>115 141</b>	<b>118 020</b>		
<b>Razem koszty</b>	<b>1 880 453</b>	<b>2 243 624</b>	<b>2 544 739</b>	<b>2 632 447</b>	<b>2 723 356</b>		
<i>Dynamika kosztów</i>	n/d	19,3%	13,4%	3,4%	3,5%		

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie założeń przekazanych przez Spółkę.

- Założono brak pozostałych przychodów operacyjnych oraz brak pozostałych kosztów operacyjnych.

**Prognoza kosztów finansowych w latach 2022-2026 (zł)**

Koszty finansowe	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Wysokość pożyczki</b>					
Splata kapitału	530 410	563 124	597 856	634 731	673 880
<b>Wysokość pożyczki na koniec okresu</b>	<b>2 469 590</b>	<b>1 906 466</b>	<b>1 308 610</b>	<b>673 880</b>	<b>0</b>
<i>Część długoterminowa</i>	<i>1 906 466</i>	<i>1 308 610</i>	<i>673 880</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Część krótkoterminowa</i>	<i>563 124</i>	<i>597 856</i>	<i>634 731</i>	<i>673 880</i>	<i>0</i>
Oprocentowanie	6%				
Prowizja	2%				
Koszty prowizji					
Koszty odsetkowe	164 088	131 282	96 452	59 475	20 216
<b>Razem koszty finansowe</b>	<b>164 088</b>	<b>131 282</b>	<b>96 452</b>	<b>59 475</b>	<b>20 216</b>

Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie założeń przekazanych przez Spółkę.

- Założono zaciągnięcie pożyczki i jej spłatę zgodnie z założeniami przekazanymi przez Spółkę.
- Przyjęto opodatkowanie zysków Przedsiębiorstwa na podstawie stawki CIT 19%.
- Poziom zapasów oszacowano przyjęto na poziomie 14 dni.
- Poziom należności krótkoterminowych przyjęto na poziomie 3 dni, co wynika z faktu, że zdecydowany udział ma tutaj obrót gotówkowy.
- Poziom zobowiązań pozafinansowych przyjęto na poziomie 14 dni.

**Prognoza kapitału pracującego na lata 2022-2026 oraz dane szacunkowe na 2018 r. (zł)**

Kapitał pracujący	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Zapasy</b>					
Rotacja zapasów	14	14	14	14	14
<b>Razem zapasy</b>	<b>92 630</b>	<b>144 526</b>	<b>186 515</b>	<b>191 281</b>	<b>195 742</b>
<b>Należności krótkoterminowe</b>					
Całkowity okres spływu należności	3	3	3	3	3
<b>Razem należności krótkoterminowe</b>	<b>19 849</b>	<b>30 970</b>	<b>39 967</b>	<b>40 989</b>	<b>41 945</b>
<b>Rozliczenia międzyokresowe</b>					
Rotacja rozliczeń międzyokresowych	-	-	-	-	-
<b>Razem rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Zobowiązania pozafinansowe</b>					
Średni termin spłaty zobowiązań	14	14	14	14	14
<b>Razem zobowiązania pozafinansowe</b>	<b>68 853</b>	<b>82 655</b>	<b>94 076</b>	<b>97 312</b>	<b>100 671</b>
<b>Kapitał obrotowy</b>	<b>181 332</b>	<b>258 150</b>	<b>320 558</b>	<b>329 582</b>	<b>338 358</b>
<b>Zmiana kapitału obrotowego</b>	<b>112 479</b>	<b>76 818</b>	<b>62 408</b>	<b>9 024</b>	<b>8 776</b>

Źródło: opracowanie VOLANTE.

## 2.2. Prognozowane sprawozdania finansowe

Na podstawie powyższych założeń finansowych skonstruowane zostały sprawozdania finansowe pro-forma za okres od stycznia 2021 roku do grudnia 2026 roku, które to przedstawiono w poniższych tabelach.

### Prognoza rachunku zysków i strat na lata 2021-2026 (zł)

Rachunek zysków i strat	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	-	<b>2 415 000</b>	<b>3 768 000</b>	<b>4 862 700</b>	<b>4 986 968</b>	<b>5 103 272</b>
Przychody ze sprzedaży produktów i usług	-	2 160 000	3 444 000	4 538 700	4 652 168	4 768 472
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	-	255 000	324 000	324 000	334 800	334 800
Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki	-	-	-	-	-	-
Zmiana stanu produktów	-	-	-	-	-	-
<b>Koszty działalności operacyjnej</b>	-	<b>1 880 453</b>	<b>2 243 624</b>	<b>2 544 739</b>	<b>2 632 447</b>	<b>2 723 356</b>
Amortyzacja	-	85 365	88 702	92 040	95 377	98 715
Zużycie materiałów i energii	-	565 800	850 545	1 093 701	1 121 043	1 149 069
Usługi obce	-	138 000	141 450	144 986	148 611	152 326
Podatki i opłaty	-	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000
Wynagrodzenia	-	808 800	846 814	886 614	928 285	971 914
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	-	153 338	160 545	168 091	175 991	184 263
Pozostałe koszty rodzajowe	-	39 000	39 975	40 974	41 999	43 049
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-	84 150	109 593	112 333	115 141	118 020
<b>Wynik ze sprzedaży</b>	-	<b>534 547</b>	<b>1 524 376</b>	<b>2 317 961</b>	<b>2 354 520</b>	<b>2 379 916</b>
Pozostałe przychody operacyjne	-	-	-	-	-	-
Pozostałe koszty operacyjne	-	-	-	-	-	-
<b>Wynik na działalności operacyjnej</b>	-	<b>534 547</b>	<b>1 524 376</b>	<b>2 317 961</b>	<b>2 354 520</b>	<b>2 379 916</b>
Przychody finansowe	-	-	-	-	-	-
Koszty finansowe	240 000	164 088	131 282	96 452	59 475	20 216
<b>Wynik na działalności gospodarczej</b>	<b>(240 000)</b>	<b>370 459</b>	<b>1 393 094</b>	<b>2 221 509</b>	<b>2 295 046</b>	<b>2 359 700</b>
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	-	-	-	-	-	-
<b>Wynik brutto</b>	<b>(240 000)</b>	<b>370 459</b>	<b>1 393 094</b>	<b>2 221 509</b>	<b>2 295 046</b>	<b>2 359 700</b>
Podatek dochodowy	-	70 387	264 688	422 087	436 059	448 343
<b>Wynik netto</b>	<b>(240 000)</b>	<b>300 072</b>	<b>1 128 406</b>	<b>1 799 422</b>	<b>1 858 987</b>	<b>1 911 357</b>

Źródło: opracowanie VOLANTE

### Analiza rachunku zysków i strat na lata 2021-2026 (zł)

Wskaźniki do analizy przychodów	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Sprzedaż	-	2 415 000	3 768 000	4 862 700	4 986 968	5 103 272
Wzrost (spadek) sprzedaży	n/a	n/a	56,0%	29,1%	2,6%	2,3%
EBITDA	-	619 912	1 613 078	2 410 001	2 449 898	2 478 631
Marża EBITDA	n/a	25,7%	42,8%	49,6%	49,1%	48,6%
EBIT	-	534 547	1 524 376	2 317 961	2 354 520	2 379 916
Marża EBIT	n/a	22,1%	40,5%	47,7%	47,2%	46,6%
Zysk netto	(240 000)	300 072	1 128 406	1 799 422	1 858 987	1 911 357
Marża zysku netto	n/a	12,4%	29,9%	37,0%	37,3%	37,5%
Wzrost (spadek) EBITDA	n/a	n/a	160,2%	49,4%	1,7%	1,2%
Wzrost (spadek) EBIT	n/a	n/a	185,2%	52,1%	1,6%	1,1%
Wzrost (spadek) zysku netto	n/a	n/a	276,0%	59,5%	3,3%	2,8%

Źródło: opracowanie VOLANTE

W celu porównania prognozy rachunku zysków i strat z danymi rynkowymi dotyczącymi kształtowania się rentowności na poziomie wyniku operacyjnego (EBIT) oszacowano ten wskaźnik w okresie prognozy. Jak można zauważyć na powyższej tabeli przyjął on wartość od 22,1% w 2022 r. do nawet 47,7% w 2024 r. W efekcie wynosi on niemal dwukrotnie więcej od wyników realizowanych przez najlepsze restauracje w Polsce. Należy mieć więc na uwadze, że

istnieje dość duże prawdopodobieństwo nieosiągnięcia tak dobrych wyników, które należy mieć na względzie przy analizie ostatecznej wartości z wyceny.

### Prognoza bilansu na lata 2021-2026 – aktywa (zł)

Bilans - aktywa	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Aktywa</b>	<b>2 765 000</b>	<b>2 603 515</b>	<b>3 182 599</b>	<b>4 395 586</b>	<b>5 623 079</b>	<b>6 863 915</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>2 493 448</b>	<b>2 434 783</b>	<b>2 372 781</b>	<b>2 307 441</b>	<b>2 238 763</b>	<b>2 166 748</b>
Wartości niematerialne i prawne	-	-	-	-	-	-
Rzeczowe aktywa trwałe	2 493 448	2 434 783	2 372 781	2 307 441	2 238 763	2 166 748
Należności długoterminowe	-	-	-	-	-	-
Inwestycje długoterminowe	-	-	-	-	-	-
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-	-	-
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>271 552</b>	<b>168 732</b>	<b>809 818</b>	<b>2 088 146</b>	<b>3 384 315</b>	<b>4 697 167</b>
Zapasy	-	92 630	144 526	186 515	191 281	195 742
Należności krótkoterminowe	-	19 849	30 970	39 967	40 989	41 945
Inwestycje krótkoterminowe	271 552	56 252	634 322	1 861 664	3 152 046	4 459 480

Źródło: opracowanie VOLANTE

### Prognoza bilansu na lata 2021-2026 – pasywa (zł)

Bilans - pasywa	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Pasywa</b>	<b>2 765 000</b>	<b>2 603 515</b>	<b>3 182 599</b>	<b>4 395 586</b>	<b>5 623 079</b>	<b>6 863 915</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>(235 000)</b>	<b>65 072</b>	<b>1 193 478</b>	<b>2 992 900</b>	<b>4 851 887</b>	<b>6 763 244</b>
Kapitał podstawowy	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
Należne wpłaty na kapitał podstawowy	-	-	-	-	-	-
Udziały (akcje) własne	-	-	-	-	-	-
Kapitały zapasowy	-	-	-	-	-	-
Kapitał z aktualizacji wyceny	-	-	-	-	-	-
Pozostałe kapitały rezerwowe	-	-	-	-	-	-
Zysk (strata) z lat ubiegłych	-	(240 000)	60 072	1 188 478	2 987 900	4 846 887
Zysk (strata) netto	(240 000)	300 072	1 128 406	1 799 422	1 858 987	1 911 357
Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego	-	-	-	-	-	-
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>3 000 000</b>	<b>2 538 443</b>	<b>1 989 121</b>	<b>1 402 686</b>	<b>771 192</b>	<b>100 671</b>
Rezerwy na zobowiązania	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania długoterminowe	2 469 590	1 906 466	1 308 610	673 880	-	-
Zobowiązania krótkoterminowe	530 410	631 977	680 511	728 807	771 192	100 671
Rozliczenia międzyokresowe	-	-	-	-	-	-

Źródło: opracowanie VOLANTE.

**Prognoza rachunku przepływów pieniężnych na lata 2018-2021 (zł)**

Rachunek przepływów pieniężnych	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej</b>						
Zysk netto	(240 000)	300 072	1 128 406	1 799 422	1 858 987	1 911 357
Korekty	240 000	205 826	170 770	148 928	152 300	116 873
Amortyzacja	-	85 365	88 702	92 040	95 377	98 715
Korekta o przepływy poza operacyjne	240 000	164 088	131 282	96 452	59 475	20 216
Zmiana stanu rezerw	-	-	-	-	-	-
Zmiana stanu zapasów	-	(92 630)	(51 896)	(41 988)	(4 766)	(4 461)
Zmiana stanu należności	-	(19 849)	(11 121)	(8 998)	(1 021)	(956)
Zmiana stanu niefinansowych zobow. krótkoterm.	-	68 853	13 802	11 422	3 236	3 359
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-	-	-	-	-	-
Inne korekty	-	-	-	-	-	-
<b>Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej</b>	<b>-</b>	<b>505 898</b>	<b>1 299 176</b>	<b>1 948 350</b>	<b>2 011 287</b>	<b>2 028 230</b>
<b>Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej</b>						
Wpływy	-	-	-	-	-	-
Przychody ze sprzedaży aktywów pozafin.	-	-	-	-	-	-
Przychody ze sprzedaży aktywów finansowych	-	-	-	-	-	-
Odsetki i inne zyski finansowe	-	-	-	-	-	-
Wydutki	(2 493 448)	(26 700)	(26 700)	(26 700)	(26 700)	(26 700)
Nakłady inwestycyjne (CapEx)	(2 493 448)	(26 700)	(26 700)	(26 700)	(26 700)	(26 700)
Zakup aktywów finansowych	-	-	-	-	-	-
Inne	-	-	-	-	-	-
<b>Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej</b>	<b>(2 493 448)</b>	<b>(26 700)</b>	<b>(26 700)</b>	<b>(26 700)</b>	<b>(26 700)</b>	<b>(26 700)</b>
<b>Przepływy pieniężne z działalności finansowej</b>						
Wpływy	3 005 000	-	-	-	-	-
Wpływy do kapitału własnego	5 000	-	-	-	-	-
Kredyty i pożyczki	3 000 000	-	-	-	-	-
Wydutki	(240 000)	(694 497)	(694 406)	(694 309)	(694 205)	(694 096)
Dywidendy	-	-	-	-	-	-
Inne	-	-	-	-	-	-
Spłaty kredytów i pożyczek	-	(530 410)	(563 124)	(597 856)	(634 731)	(673 880)
Z tytułu umów leasingu finansowego	-	-	-	-	-	-
Odsetki	(240 000)	(164 088)	(131 282)	(96 452)	(59 475)	(20 216)
<b>Przepływy pieniężne z działalności finansowej</b>	<b>2 765 000</b>	<b>(694 497)</b>	<b>(694 406)</b>	<b>(694 309)</b>	<b>(694 205)</b>	<b>(694 096)</b>
<b>Razem przepływy środków pieniężnych</b>	<b>271 552</b>	<b>(215 300)</b>	<b>578 070</b>	<b>1 227 341</b>	<b>1 290 382</b>	<b>1 307 434</b>
Środki pieniężne na początek okresu	-	271 552	56 252	634 322	1 861 664	3 152 046
Środki pieniężne na koniec okresu	271 552	56 252	634 322	1 861 664	3 152 046	4 459 480

Źródło: opracowanie VOLANTE.



### 3. Wycena przedsiębiorstwa metodą dochodową

#### 3.1. Metodologia

Dochodowa metoda wyceny za pomocą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (*Discounted Cash Flow*, DCF) zakłada wycenę przedsiębiorstwa w oparciu o bieżącą wartość wolnych przepływów pieniężnych, które według oczekiwań zostaną wygenerowane przez przedsiębiorstwo w przyszłości.

Wolne przepływy pieniężne są jedną z miar wyników finansowych przedsiębiorstwa, a oblicza się je jako różnicę pomiędzy przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej a nakładami inwestycyjnymi. Wolne przepływy pieniężne reprezentują gotówkę, jaką dane przedsiębiorstwo jest w stanie wygenerować ze swojej podstawowej działalności (działalności operacyjnej) po poniesieniu nakładów związanych z odtworzeniem lub powiększeniem swoich środków produkcji.

We współczesnych finansach wolne przepływy pieniężne odgrywają kluczową rolę. To właśnie one a nie sam zysk netto są wykorzystywane do oceny analizy działalności przedsiębiorstwa, do oceny projektów inwestycyjnych przedsiębiorstwa, a także do wyceny całych przedsiębiorstw. Natomiast zyski są tylko miarą księgową wyników firmy i nie prezentują prawdziwych korzyści jakie osiąga przedsiębiorstwo.

W celu dokonania analizy wartości na podstawie historycznych wyników przedsiębiorstwa, jego obecnej działalności oraz założeń przyjętych dla kilkuletnich prognoz finansowych, przeprowadza się następujące kroki:

1. Określenie przewidywanych wielkości przepływów pieniężnych w okresie objętym prognozami.
2. Zdyskontowanie tych wielkości do wartości na dzień analizy (NPV) przy użyciu stopy dyskonta uwzględniającej relatywne ryzyko osiągnięcia tych przepływów oraz wartości pieniądza w czasie.
3. Określenie wartości rezydualnej, rozumianej jako wartość na dzień analizy przepływów pieniężnych po okresie objętym prognozami.
4. Dodanie wartości rezydualnej do wartości NPV.

Wartość aktywów nieoperacyjnych, przykładem których mogą być niezagospodarowane środki pieniężne czy nieruchomości (jeśli takie istnieją), koryguje w górę wartość wycenianego podmiotu, ze względu na fakt, że aktywa te nie generują dla przedsiębiorstwa bezpośrednio przychodów operacyjnych i są zbędne dla jego bieżącej działalności. Natomiast zadłużenie skoryguje w dół wartość wycenianego przedsiębiorstwa.

Poniżej znajduje się praktyczna definicja **wolnych przepływów pieniężnych**:

	<i>EBIT (zysk operacyjny)</i>
<i>minus:</i>	<i>Podatek dochodowy</i>
<i>plus:</i>	<i>Amortyzacja</i>
<i>minus:</i>	<i>Wzrost kapitału obrotowego netto</i>
<i>plus:</i>	<i>Inne pozycje niepieniężne</i>
<i>minus:</i>	<i>Nakłady inwestycyjne</i>
	<b><i>Wolne przepływy pieniężne</i></b>

Dla właściwej oceny wartości dochodowej przedsiębiorstwa niebagatelne znaczenie ma prawidłowe określenie stopy dyskonta. **Stopa dyskontowa** ma postać stawki procentowej, która odzwierciedla wartość pieniądza w czasie oraz ryzyko związane z prowadzeniem działalności operacyjnej.

Stopa ta nazywana średnim ważonym kosztem kapitału (*Weighted Average Cost of Capital*, WACC), jest obliczana jako średnia ważona oczekiwanego kosztu kapitału dłużnego i kapitału własnego przy uwzględnieniu szacowanej struktury kapitałowej przedsiębiorstwa.

Ogólna formuła stosowana przy obliczaniu WACC przedstawia się następująco:

$$WACC = Kd * (d\%) + Ke * (e\%)$$

gdzie:

<i>WACC:</i>	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>
<i>Kd:</i>	<i>koszt kapitału dłużnego po uwzględnieniu efektu podatkowego</i>
<i>d%:</i>	<i>poziom kapitału dłużnego jako procent sumy kapitałów własnych i kapitału dłużnego ("kapitał zainwestowany")</i>
<i>Ke:</i>	<i>stopa zwrotu na kapitale własnym</i>
<i>e%:</i>	<i>kapitały własne jako procent sumy kapitału własnego i kapitału dłużnego</i>

Przy obliczaniu wymaganej nominalnej stopy zwrotu na kapitałach własnych  $K_e$  wykorzystaliśmy tzw. Capital Asset Pricing Model. Przy zastosowaniu tego modelu koszt kapitału własnego wynosi:

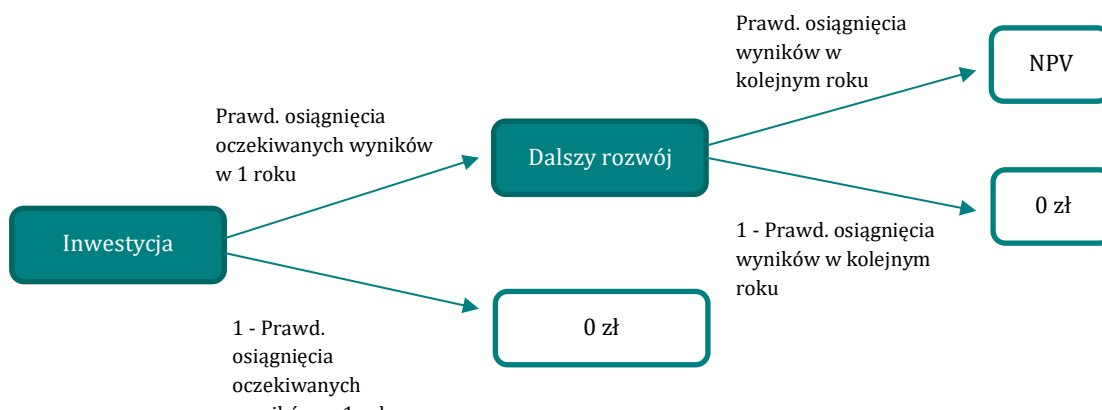
$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + R_s$$

gdzie:

<i>R<sub>f</sub>:</i>	<i>stopa zwrotu z papierów wartościowych pozbawionych ryzyka</i>
<i>β:</i>	<i>beta, systematyczne ryzyko firmy</i>
<i>(R<sub>m</sub>-R<sub>f</sub>):</i>	<i> premia za ryzyko rynkowe</i>
<i>R<sub>s</sub>:</i>	<i> premia za kapitalizację</i>

Aby jak najpełniej uwzględnić fakt wyceny przedsiębiorstwa na etapie start up, w tym dane dotyczące czasu i ryzyka rozwoju nowej działalności, do wyceny wybrano metodę dochodową w wariacie rNPV (ang. *risk adjusted net present value*). Metodę rNPV spośród innych wariantów metody dochodowej wyróżnia sposób uwzględnienia ryzyka realizacji zakładanych przepływów pieniężnych. Ryzyko to nie jest bowiem całościowo ujęte w wymaganej stopie dyskontowej, ale w prawdopodobieństwie jakim ważone są przepływy dla kolejnych lat. Wycena przedsiębiorstwa metodą rNPV przypomina budowę drzewa decyzyjnego:

### Schemat drzewa decyzyjnego rozwoju przedsiębiorstwa na etapie start up



Źródło: Opracowanie własne.

Miarą korzyści z tytułu rozwoju przedsiębiorstwa na etapie start up jest osiągnięcie oczekiwanych wyników w kolejnych latach realizacji przedsięwzięcia. Jako podstawowe kroki zastosowanej metody wyceny można wskazać:

- 1) zdefiniowanie prognozy sprawozdań finansowych pro-forma,
- 2) oszacowanie możliwych do uzyskania przepływów pieniężnych,
- 3) zdyskontowanie oszacowanych przepływów pieniężnych na moment wyceny – w zależności od czynników ryzyka wziętych pod uwagę przy kalkulacji prawdopodobieństwa, konieczne jest dobranie odpowiedniej stopy dyskontowej uwzględniającej co najmniej fakt odłożenia w czasie prognozowanych korzyści finansowych, a ponadto także ewentualnie pozostałego ryzyka biznesowego czy technologicznego. W praktyce najczęściej stosuje się opisaną wcześniej stopę dyskontową wyznaczoną modelem CAPM, która odzwierciedla koszt kapitału rozwiniętej działalności,
- 4) przemnożenie przepływów pieniężnych w kolejnych latach przez skumulowane prawdopodobieństwo ich realizacji w danym roku.

Koncepcję metody rNPV można zapisać w formie podanej niżej formuły:

$$\text{Wartość przedsiębiorstwa} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{p_t \cdot CF_t \cdot (1 - T)}{(1 + K)^t}$$

$p$  – prawdopodobieństwo realizacji przepływu pieniężnego w roku  $t$ ,  $CF_t$  – przepływ pieniężny w roku  $t$ ,  $T$  – stopa podatkowa,  $K$  – stopa dyskontowa.

### 3.2. Oszacowanie stopy dyskontowej

W poniższej tabeli szczegółowo przedstawiliśmy kalkulację stopy dyskontowej dla NOL Restaurant.

#### Oszacowanie stopy dyskontowej

Oszacowanie stopy dyskontowej	Wartość	Źródło
<b>Docelowa struktura kapitału w branży D/E</b>	53,40%	prof. A. Damodaran (Restaurant/Dining)
<b>Docelowa struktura kapitału w branży D/(D+E)</b>	<b>34,81%</b>	
Stopa wolna od ryzyka	2,02%	Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych
Marża ponad stopę wolną od ryzyka	4,00%	Szacunki własne
Koszt długu przed opodatkowaniem	6,02%	
Efektywna stopa podatkowa	19,00%	Aktualna stopa podatkowa Spółki
<b>Koszt długu wraz z tarczą podatkową</b>	<b>4,88%</b>	
Stopa wolna od ryzyka	2,02%	
Beta odlewarowana	0,52	prof. A. Damodaran (Restaurant/Dining)
Beta zlewarowana	<b>0,74</b>	
Premia za ryzyko rynkowe	7,14%	prof. A. Damodaran, Total Equity Risk Premium
Premia za kapitalizację	13,31%	Research Commissioned by Duff & Phelps LLC.
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>20,65%</b>	
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>	<b>15,16%</b>	

D/E – dług do kapitału własnego;

D/(D+E) – dług do kapitału zainwestowanego;

prof. A. Damodaran – ekspert w zakresie wyceny przedsiębiorstw, przedstawia on zbiorcze informacje o istotnych parametrach obliczonych przez niego do wyceny przedsiębiorstw z różnych sektorów (w poniższej wycenie wykorzystano obliczone przez niego parametry dla sektora Restaurant/Dining dla Europy oraz premię za ryzyko rynkowe dla Polski);

Beta odlewarowana – beta przy założeniu braku długu;

Beta zlewarowana – beta uwzględniająca zadłużenie;

2015 International Valuation Handbook: Guide to Cost of Capital – analiza premii za ryzyko w zależności od wielkości spółki opracowana przez Duff & Phelps LLC (w poniższej wycenie wykorzystano analizę premii za kapitalizację w porównaniu do przychodów ze sprzedaży w euro z wykorzystaniem wygładzonego modelu liczenia premii – Smoothed Premium = 13,399% - 5,082% \* Log(Sales) + 0,720% \* Log(Sales)^2 - 0,033% \* Log(Sales)^3)

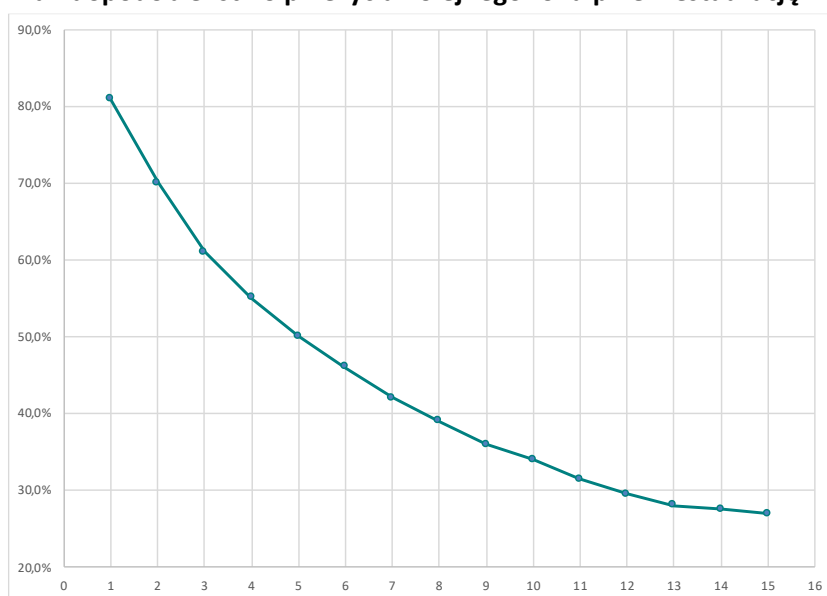
Źródło: opracowanie VOLANTE

W wyniku przeprowadzonych obliczeń otrzymaliśmy **stopę dyskonta w wysokości 15,16%**.

### 3.3. Oszacowanie wartości dochodowej

Na podstawie przeprowadzonych projekcji finansowych wykonano obliczenia wartości dochodowej Przedsiębiorstwa, zgodnie z procedurą przedstawioną w punkcie 3.1. Należy w tym miejscu zaznaczyć, że do określenia prawdopodobieństwa sukcesu posłużono się wynikami badań przeprowadzonych przez T. Luo i P.B. Starka, który w ramach analiz rynku gastronomicznego przebadał 81 tys. podmiotów z lat 1992-2011 i na ich podstawie określił prawdopodobieństwa sukcesu polegającego na określeniu wskaźnika okresu przeżycia (ang. *survival rate*) restauracji od momentu jej założenia. W ten sposób powstały statystyki wskazujące, że około 19% restauracji o zatrudnieniu od 6 do 20 osób upada w pierwszym roku działalności, zaś średnia długość życia restauracji wyniosła 4,5 roku.

#### Prawdopodobieństwo przeżycia kolejnego roku przez restaurację



Źródło: opracowanie VOLANTE na podstawie Luo T., P.B. Stark, Only the Bad Die Young: Restaurant Mortality in the Western US, Department of Statistics, University of California, Berkeley, 2014, s. 7.

Wskazany raport prezentuje również prawdopodobieństwo przeżycia (ang. *survival rate*) w kolejnych latach działalności nowo otwartej restauracji, które zaprezentowano na powyższym wykresie. Zostało ono wykorzystane w wycenie do oszacowania ryzyka w kolejnym okresie prognozy.

**W niniejszej wycenie nie uwzględniono ryzyka związanego z ewentualnym nieosiągnięciem rentowności zaplanowanej przez Spółkę. Należy mieć na uwadze, że w przypadku, gdyby wskazana rentowność nie została osiągnięta wartość przedsiębiorstwa będzie istotnie niższa.**

1 Luo T., P.B. Stark, Only the Bad Die Young: Restaurant Mortality in the Western US, Department of Statistics, University of California, Berkeley, 2014.

**Zdyskontowane przepływy pieniężne w okresie prognozy oraz znormalizowany przepływ pieniężny po okresie prognozy (zł)**

Przepływy pieniężne	Okres zerowy	2021	2022	2023
<b>Zysk netto</b>		<b>(240 000)</b>	<b>300 072</b>	<b>1 128 406</b>
Koszty finansowe - przychody finansowe		240 000	164 088	131 282
Korekta podatkowa		(45 600)	(31 177)	(24 944)
<b>Zysk operacyjny netto po korektach (NOPLAT)</b>		<b>(45 600)</b>	<b>432 983</b>	<b>1 234 744</b>
Amortyzacja		-	85 365	88 702
Zmiany w kapitale obrotowym		-	(43 627)	(49 215)
Zmiany w innych pozycjach bilansowych		-	-	-
<b>Wolne przepływy pieniężne z działaln. operac. (CFFO)</b>		<b>(45 600)</b>	<b>474 721</b>	<b>1 274 232</b>
Nakłady inwestycyjne (CapEx)		(2 493 448)	(26 700)	(26 700)
<b>Wolne przepływy pieniężne (FCFF)</b>		<b>(2 539 048)</b>	<b>448 021</b>	<b>1 247 532</b>
Stopa dyskontowa - koszt kapitału		15,2%	15,2%	15,2%
Współczynnik dyskontowy	1,000	0,754	0,655	0,568
<b>Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne</b>		<b>(1 914 279)</b>	<b>293 311</b>	<b>709 213</b>
Prawdopodobieństwo przeżycia ( <i>Survival Rate</i> )			81%	70%
<b>Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne z uwzględnieniem ryzyka (rDCF)</b>		<b>(1 914 279)</b>	<b>237 582</b>	<b>496 449</b>

Przepływy pieniężne	2024	2025	2026	Przepływy rezydualne
<b>Zysk netto</b>	<b>1 799 422</b>	<b>1 858 987</b>	<b>1 911 357</b>	<b>1 852 348</b>
Koszty finansowe - przychody finansowe	96 452	59 475	20 216	96 452
Korekta podatkowa	(18 326)	(11 300)	(3 841)	-
<b>Zysk operacyjny netto po korektach (NOPLAT)</b>	<b>1 877 549</b>	<b>1 907 161</b>	<b>1 927 732</b>	<b>1 948 800</b>
Amortyzacja	92 040	95 377	98 715	26 700
Zmiany w kapitale obrotowym	(39 564)	(2 552)	(2 058)	(2 058)
Zmiany w innych pozycjach bilansowych	-	-	-	-
<b>Wolne przepływy pieniężne z działaln. operac. (CFFO)</b>	<b>1 930 024</b>	<b>1 999 987</b>	<b>2 024 389</b>	<b>1 973 442</b>
Nakłady inwestycyjne (CapEx)	(26 700)	(26 700)	(26 700)	(26 700)
<b>Wolne przepływy pieniężne (FCFF)</b>	<b>1 903 324</b>	<b>1 973 287</b>	<b>1 997 689</b>	<b>1 946 742</b>
Stopa dyskontowa - koszt kapitału	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%
Współczynnik dyskontowy	0,494	0,429	0,372	0,372
<b>Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne</b>	<b>939 577</b>	<b>845 873</b>	<b>743 598</b>	
Prawdopodobieństwo przeżycia ( <i>Survival Rate</i> )	61%	55%	50%	27%
<b>Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne z uwzględnieniem ryzyka (rDCF)</b>	<b>573 142</b>	<b>465 230</b>	<b>371 799</b>	
<b>Wartość obecna przepływów pieniężnych (rNPV)</b>			<b>1 617 292</b>	
Jako % wartości firmy			51%	

Źródło: opracowanie VOLANTE

Zdyskontowane przepływy pieniężne w okresie prognozy (od 1 stycznia 2021 r. do 31 grudnia 2023 r.) są dodatnie i wynoszą łącznie 1 617,3 tys. zł. Zbliżoną wartość, bo 1 584,0 tys. zł, stanowi wartość rezydualna, czyli zdyskontowana wartość przedsiębiorstwa na etapie startu up NOL Restaurant na koniec ostatniego roku prognozy. Suma tych wartości określa wartość Przedsiębiorstwa przed korektami i wynosi 3 201 tys. zł.

Nie dokonano korekty o wartość zobowiązań i inwestycji finansowych Spółki, gdyż na dzień wyceny przedsiębiorstwo nie dysponowało takimi.

Ponadto, aby oszacować wartość Przedsiębiorstwa odzwierciedlającą fakt braku płynności udziałów, utrudniający jego zbywalność, zastosowaliśmy dodatkowe dyskonto w wysokości 15%.

Szczegółowe wyliczenia przedstawiono w poniższych tabelach.

### Wyliczenie wartości rezydualnej (zł)

#### Wartość rezydualna

<b>Wartość rezydualna</b>		
Znormalizowany wolny przepływ pieniężny (FCFF * Ryzyko)		525 620
Wartość rezydualna - stopa wzrostu	2,5%	4 255 330
<b>Zdyskontowana wartość rezydualna</b>		<b>1 583 957</b>
Jako % wartości firmy		49%

Przyjęto wzrost przepływów pieniężnych po roku 2026 w wysokości 2,5% rocznie, na poziomie ciągłego (długoterminowego) celu inflacyjnego przyjętego przez Radę Polityki Pieniężnej.

Źródło: opracowanie VOLANTE

### Wyliczenie wartości dochodowej (zł)

#### Wyliczenie wartości dochodowej Przedsiębiorstwa

<b>Wartość firmy</b>		<b>3 201 249</b>
Zobowiązania finansowe		-
Inwestycje finansowe		-
<b>Wartość kapitału własnego przed korektami</b>		<b>3 201 249</b>
Dyskonto z tytułu płynności	15,0%	(480 187)
<b>Wartość kapitału własnego</b>		<b>2 721 062</b>

Źródło: opracowanie VOLANTE

**W oparciu o metodę dochodową (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) z uwzględnieniem ryzyka przeżycia (*survival rate*) i zastrzeżeń wskazanych w treści raportu, szacujemy wartość przedsiębiorstwa na etapie start up NOL Restaurant (przy założeniu braku płynności udziałów) na dzień 31 grudnia 2019 roku, na poziomie 2 721 tys. zł.**

### 3.4. Analiza wrażliwości

W poniższej tabeli przedstawiono analizę wrażliwości wyceny przedsiębiorstwa na etapie start up NOL Restaurant na najważniejsze zmienne, determinujące uzyskany wynik metodą dochodową.

#### Wrażliwość wartości NOL Restaurant na zmianę stopy wzrostu przepływów pieniężnych oraz stopy dyskonta WACC (tys. zł)

WACC	Stopa wzrostu przepływów								
	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
19,16%	1 693,2	1 716,2	1 740,5	1 766,2	1 793,5	1 822,5	1 853,3	1 886,2	1 921,3
18,16%	1 865,9	1 893,0	1 921,7	1 952,2	1 984,6	2 019,2	2 056,1	2 095,6	2 138,1
17,16%	2 058,1	2 090,2	2 124,3	2 160,7	2 199,5	2 241,1	2 285,8	2 333,8	2 385,6
16,16%	2 273,0	2 311,3	2 352,2	2 396,0	2 443,0	<b>2 493,5</b>	2 548,1	2 607,2	2 671,3
<b>15,16%</b>	2 514,7	2 560,8	2 610,3	2 663,6	<b>2 721,1</b>	2 783,3	2 850,8	2 924,4	3 004,8
14,16%	2 788,6	2 844,7	2 905,3	<b>2 970,8</b>	3 042,0	3 119,5	3 204,3	3 297,4	3 400,2
13,16%	3 101,5	3 170,6	3 245,6	3 327,4	3 416,8	3 515,0	3 623,4	3 743,5	3 877,6
12,16%	3 462,8	3 549,0	3 643,3	3 746,8	3 861,1	3 987,9	4 129,3	4 288,0	4 467,5
11,16%	3 884,8	3 994,0	4 114,7	4 248,4	4 397,6	4 565,1	4 754,5	4 970,3	5 218,5

Źródło: Opracowanie VOLANTE

Jak widać z prezentowanych obliczeń, wartość przedsiębiorstwa jest mało wrażliwa na zmianę stopy wzrostu przepływów po okresie prognozy. Natomiast wrażliwość na zmianę stopy dyskontowej (WACC) jest stosunkowo wysoka.



## Podsumowanie

**W wyniku zastosowanej metody wyceny metodą dochodową według zdyskontowanych przepływów pieniężnych w wariancie rNPV, przy uwzględnieniu zastrzeżeń wskazanych w treści raportu, uzyskano wartość przedsiębiorstwa na etapie start up NOL Restaurant (przy założeniu braku płynności udziałów) na dzień 31 grudnia 2019 roku, na poziomie 2 721 tys. zł.**

Należy zwrócić uwagę, iż z punktu widzenia wyceny przedsiębiorstwa na etapie start up najpełniej wycenę Spółki odzwierciedla wartość oszacowana metodą dochodową (w szczególności zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Trzeba wyraźnie zaznaczyć, że inwestorzy, którzy podejmują decyzje odnośnie zakupu akcji (udziałów) danego przedsiębiorstwa podejmują przede wszystkim decyzje na podstawie możliwości osiągnięcia zysków w przyszłości. Jedyną metodą, która to uwzględnia jest właśnie DCF, gdyż bazuje ona na prognozach wyników.

W tym miejscu zastrzec należy, że przekazane przez Zlecającego prognozy wydają się dość optymistyczne, a co się z tym wiąże istnieje dość duże ryzyko nieosiągnięcia tak korzystnych wyników, co będzie miało istotny wpływ na wskazaną w niniejszej wycenie wartość.