

CONSULTING

DORADZTWO

POMOC PUBLICZNA

FINANSE

ZARZĄDZANIE

RESTRUKTURYZACJA

WYCENY

e-mail:

puchowicz@restrukturyzacja.net

www.restrukturyzacja.net

Tel. 692/608921

Adres:

40-679 KATOWICE

UL. SĘPIA 38A

*MIEJSKI KLUB SPORTOWY "CRACOVIA"
SPORTOWA SPÓŁKA AKCYJNA*

***RAPORT Z WYCENY
WARTOŚCI RYNKOWEJ
AKCJI SPÓŁKI***

KATOWICE, LISTOPAD 2023

Spis treści:

Rozdział I	Podsumowanie wykonawcze	3
	Geneza, cel i przeznaczenie opracowania.....	3
	Podsumowanie merytoryczne opracowania.....	4
Rozdział II	Informacje o Spółce.....	5
	Spółka	5
	Historia	6
	Analiza ekonomiczno-finansowa - wnioski.....	6
Rozdział III	Zagadnienia formalne i ryzyka	8
	Analiza ryzyka	8
	Metodologia	9
Rozdział IV	Wycena metodą dochodową	12
Rozdział V	Wycena metodą majątkową.....	21
Rozdział VI	Interpretacja wyników wyceny.....	35

Załącznik nr 1 i 1A – Operaty szacunkowe nieruchomości – potwierdzenie aktualności

Załącznik nr 2 – Analiza ekonomiczno-finansowa oraz zestawienie majątku (wnip)

Załącznik nr 3 – Tabele prognoz finansowych i tabele kalkulacji dla metody dochodowej

Rozdział I Podsumowanie wykonawcze

Geneza, cel i przeznaczenie opracowania

Wycena akcji Miejskiego Klubu Sportowego „Cracovia” Sportowa Spółka Akcyjna w Krakowie powstała na zlecenie Gminy Miejskiej Kraków (umowa z dnia 2.11.2023). Celem wyceny jest ustalenie wartości rynkowej akcji w celu ich prywatyzacji (sprzedaży).

Wycena została dokonana na dzień 30.09.2023 r dwoma metodami:

- metodą dochodową - przyszłych zdyskontowanych strumieni pieniężnych (DCF)
- metodą majątkową – skorygowanych aktywów netto.

Podstawą do dokonania wyceny są dokumenty: sprawozdania finansowe, plany finansowe i inne dokumenty o charakterze analitycznym przedstawione przez Zarząd Spółki, a także przygotowane na tej podstawie przez Wykonawcę dzieła prognozy finansowe oraz zewnętrzne (wskazywane osobno) dokumenty analityczne i dane.

Klauzule:

- *Dokument został przygotowany w oparciu o dane i informacje przekazane przez upoważnione osoby ze strony Zamawiającego oraz Zarządu Spółki*
- *Wykonawca spełnia przewidziane prawem warunki bezstronności i niezależności w stosunku do stron.*
- *Wykonawca nie ponosi odpowiedzialności za błędy spowodowane celowym lub nawet niezawinionym działaniem osób trzecich w zakresie poprawności przedstawionych danych źródłowych, dokumentów i wyjaśnień.*
- *Wykonawca nie ponosi też odpowiedzialności za skutki wykorzystania opracowania w celu i w sposób nieprzewidziany w Umowie łączącej go z Zamawiającym analizę.*
- *Autorem raportu jest Jerzy Puchowicz*
- *Oszacowanie wartości nieruchomości – operaty szacunkowe (potwierdzenia aktualności) zostały przygotowane przez rzeczoznawcę majątkowego (nr uprawnień 2178) Panią Partycję Piszczan.*
- *W razie błędności założeń lub wykorzystanych danych Zleceniodawca lub*

Władze wycenianej Spółki zobowiązane są niezwłocznie udzielić Autorowi niezbędnych informacji (korekt) w powyższym zakresie, celem umożliwienia Autorowi uwzględnienia ich w ewentualnym uzupełnieniu/korekcie.

Podsumowanie merytoryczne opracowania

1. Dokonana wycena udziałów Spółki metodą dochodową wynosi 1 960 000 zł, a wartość pakietu posiadanego przez Miasto Kraków 659 433 zł.
2. Dokonana wycena udziałów Spółki metodą majątkową - skorygowanych aktywów netto wynosi **58 628 494** zł, a wartość pakietu posiadanego przez Miasto Kraków **19 725 284** zł.
3. Wycena Spółki napotkała na istotny problem, którym jest bardzo duża rozbieżność pomiędzy wynikami uzyskanym metodą majątkową, a dochodową. Spowodowane to jest przede wszystkim wysoką wartością samego majątku Spółki oraz branżą, w której działa.
4. Kolejnym istotnym problemem była duża niestabilność zarówno wyników finansowych, jak i sportowych, a także duża wrażliwość wyniku Spółki na różnorodne czynniki zewnętrzne, która z kolei spowodowała, iż prognozy wyników Spółki obarczone są bardzo wysokim prawdopodobieństwem błędu.
5. Ze względu na właśnie tak wysoką wartość majątku – przede wszystkim nieruchomości, nie zastosowano obliczeń metodami mieszanymi (w istocie „uśredniającymi” wyniki otrzymane z obu metod wyceny).
6. Z powyższych powodów jako rekomendowaną wartość uznajemy tę uzyskaną w wycenie metodą majątkową.
7. Istotną kwestią dotyczącą samej Spółki jest także fakt, iż na dzień 30.09.2023 roku Spółka wykazuje tzw. „ujemne fundusze/kapitały własne” tj. sytuację, gdy skumulowane straty przekraczają sumę kapitału zakładowego i pozostałych kapitałów utworzonych zgodnie ze Statutem.

Rozdział II Informacje o Spółce

Spółka

Miejski Klub Sportowy „Cracovia” Sportowa Spółka Akcyjna w Krakowie (dalej zwana także „Spółką” lub „Cracovia”) z siedzibą w Krakowie, ul. Kałuży 1.

Spółka działa (w obecnej strukturze prawnej) od 1998 r. Została zarejestrowana w Krajowym Rejestrze Sądowym w 2001 roku pod numerem KRS 0000048937, nr NIP: 6772079476, Regon: 351553230.

Spółka posiada kapitał zakładowy w wysokości 21 840 100 zł i dzieli się na 218401 akcji o wartości nominalnej 100 zł każda.

Wspólnikami Spółki są:

- Comarch SA – posiada 144 381 akcji o wartości nominalnej 14 438 100 zł stanowiące 66,11% kapitału
- Gmina Miejska Kraków – posiada 73 480 akcji o wartości nominalnej 7 348 000 zł stanowiące 33,64% kapitału
- Pozostali akcjonariusze – posiadają 540 akcji o wartości nominalnej 54 000 zł stanowiące 0,25% kapitału

Zarząd Spółki (stan na 30.09.2023 za odpisem z KRS pobranym 30.10.2023):

- Pan Janusz Filipiak – Prezes Zarządu
- Pan Jakub Tabisz – Wiceprezes Zarządu
- Pan Stefan Majewski – Wiceprezes Zarządu

Przedmiotem działalności Spółki jest (wpis KRS):

- *Działalność klubów sportowych, w szczególności nabór, szkolenie i selekcja zawodników, ich publiczna promocja oraz pośrednictwo w transferach zawodników własnych i cudzych*
- *Działalność związana ze sportem, w tym uczestnictwem w profesjonalnych lub amatorskich zawodach i imprezach przy wykorzystaniu odrębnie sporządzających bilans zakładów /sekcji/ w następujących dyscyplinach sportowych: 1) piłka nożna, 2) hokej na lodzie oraz innych dyscyplinach i dziedzinach sportu*
- *Działalność obiektów sportowych*
- *Działalność obiektów służących poprawie kultury fizycznej*
- *Działalność związana ze sportem, w szczególności upowszechnianie kultury fizycznej i sportu, a także promocja sportu, kultury fizycznej i turystyki oraz działanie na rzecz ich rozwoju i ekspansji nowych form*

- *Gimnazja i szkoły ponadgimnazjalne, z wyłączeniem szkół policealnych*
- *Działalność usługowa związana z zagospodarowaniem terenów zieleni*
- *Doradztwo w zakresie organizacji i zarządzania w sporcie i turystyce (pozostałe doradztwo w zakresie prowadzenia działalności gospodarczej i zarządzania)*
- *Roboty budowlane związane ze wznoszeniem budynków*
- *Pozostała działalność wspomagająca prowadzenie działalności gospodarczej gdzie indziej nie sklasyfikowana, w tym obsługa kongresów, sympozjów, konferencji, imprez artystycznych i wystaw*

Historia

Cracovia to najstarszy działający klub sportowy w Polsce. Działa od września 1906 – na początku pod nazwą Akademicki Klub Footballowy "Cracovia". Nieodłącznie z tym klubem kojarzą się barwy: białoczerwone pasy.

Przed wybuchem Pierwszej Wojny Światowej drużyna Cracovii rozgrywała mecze głównie z drużynami z terenu Galicji, która stała się kolebką polskiej piłki nożnej.

Przez kolejne lata działalność klubu toczyła się z różnym powodzeniem – kolejne spadki i awanse pomiędzy różnymi szczeblami rozgrywkowymi. W 1997 Cracovia przekształcono w Sportową Spółkę Akcyjną, ale w dalszym ciągu głównym problemem pozostawały niewystarczające fundusze. Klub jednak uratowano przed ostatecznym bankructwem. Przyczynili się do tego głównie kibice. W roku 2001 pojawił się sponsor - firma Comarch. W roku 2002-03 następuje powrót do drugiej ligi, rok później Ekstraklasa.

W 2003 została utworzona spółka akcyjna, której akcjonariuszami zostali Miasto Kraków i Comarch SA. W tej formie kapitałowej (po kolejnych dokapitalizowaniach) klub funkcjonuje do dzisiaj.

W roku 2002-03 następuje powrót do drużyny piłkarskiej seniorów drugiej ligi, rok później Ekstraklasa.

Od tego czasu drużyna seniorska (z krótką przerwą) gra w Ekstraklasie.

Analiza ekonomiczno-finansowa - wnioski

- *Spółka jedynie w latach wcześniejszych (do 2020 roku) prowadziła rentowną działalność – uzyskując zysk netto i brutto. Ostatnie dwa zamknięte okresy obrachunkowe wskazują na wysokie straty.*
- *Struktura bilansu jest coraz bardziej nietypowa i nieodpowiednia*

- *coraz większy udział zobowiązań w finansowaniu majątku.*
- *Analiza bilansów wskazuje na zasadność podjęcia działań w celu uniknięcia utrwalenia się stanu ujemnych kapitałów własnych.*

Szczegółowa analiza stanowi załącznik nr 2 do Raportu

Rozdział III Zagadnienia formalne i ryzyka

Analiza ryzyka

Analiza ma pokazać, jakie są najistotniejsze elementy ryzyka związane z sytuacją Spółki, które mogą spowodować niespełnianie się założeń przyszłej sytuacji finansowej podmiotu, a co za tym idzie oddziaływać na wynik wyceny.

Jakościowa analiza ryzyka:

Rodzaje ryzyka	Prawdopodobieństwo	Oddziaływanie
Ogólne sportowe. Uzyskanie istotnie gorszych wyników sportowych (spadek drużyny piłkarskiej do niższej klasy rozgrywkowej)	średnie	wysokie
Ogólne gospodarcze (makroekonomiczne). Dotyczy ewentualnego pogorszenia ogólnej sytuacji gospodarczej w Polsce i za granicą.	średnie	wysokie
Ryzyko sprzedaży (dużej koncentracji źródeł przychodów)	średnie	wysokie
Ryzyko makroekonomiczne związane z covid/lockdown	niskie	średnie
Ryzyko branży w której działa spółka tj. ewentualnej dekonunktury w zakresie sportu.	średnie	duże
Ryzyko prawne dotyczące ewentualnego wprowadzenia istotnych zmian w prawie, które oddziaływać może niekorzystnie na warunki prowadzenia biznesu przez Spółkę.	średnie	średnie
Ryzyko podatkowe. To pewien wycinek ryzyka „prawnego” dotyczący potencjalnego oddziaływania zmian w systemie podatkowym.	średnie	wysokie
Ryzyko kursowe. Dotyczy zmian lub dużych wahań kursów wymiany walut obcych (istotne przy dużej wartości sprzedaży lub zakupów w walutach obcych).	niskie	niskie

Ryzyko stopy procentowej. Istotna zmiana wysokości stóp procentowych (tutaj mamy na myśli głównie wzrost stóp procentowych)	średnie	niskie
---	---------	--------

Komentarz:

Analizując ryzyka występujące dla Spółki kluczowe wydają się dwa zagadnienia:

- Bezpieczeństwa i stabilizacji finansowej. Tutaj najważniejszą przesłanką jest fakt, iż Cracovia należy do grupy kapitałowej (głównym udziałowcem) jest Comarch SA, czyli duża, stabilna i rozwijająca się Spółka. Jest to podmiot/ spółka publiczna o przejrzystej strukturze i zobowiązana do szerokiego raportowania o swojej działalności. Dodatkowym elementem jest struktura przychodów – w istocie najważniejszym kontrahentem jest sam większościowy wspólnik – Comarch SA. Sytuacja ta z jednej strony daje dużą pewność w kontekście sytuacji bieżącej, ale równocześnie ekspozuje Spółkę na ryzyka dotyczące zarówno funkcjonowania i sytuacji finansowej samej spółki Comarch i jej grupy kapitałowej. Dodatkowo rodzi to dużą wrażliwość na mogące pojawić się zmiany w strategii, czy nawet operacyjnym zarządzaniu grupą kapitałową.
- Ryzyko związane z samym *core businessem* Spółki. Zarówno bieżące funkcjonowanie klubu, jak też i strategiczne działania (w tym inwestycyjne) zostały podporządkowane pozytywnym wynikom drużyny piłkarskiej, w tym uczestnictwa w najwyższej klasie rozgrywkowej i ewentualnie uczestnictwa w imprezach rangi ponadkrajowej (w ramach UEFA). O takim podejściu świadczy zrealizowana inwestycja w Centrum Treningowe w Rącznej. Budowa tego Centrum to istocie realizacja długoterminowej strategii rozwoju klubu, ale też niewątpliwie istotne zobowiązanie (choćby pożyczkowe wobec większościowego wspólnika) oraz znaczny wzrost kosztów funkcjonowania. Dlatego niewątpliwie sytuacja wyników sportowych ma tutaj bardzo istotne znaczenie (a ich zmiana może mieć duży wpływ na wycenę Spółki).

Metodologia

W literaturze i praktyce gospodarczej można wyróżnić trzy główne sposoby dokonywania wyceny przedsiębiorstw/udziałów spółkach:

- Metody dochodowe. Opierają się one na wycenie spodziewanych

przyszłych korzyści w postaci dochodów uzyskiwanych z przedmiotu wyceny.

- Metody majątkowe. Wartość zostaje obliczona biorąc pod uwagę rynkową wartość majątku firmy.
- Metody rynkowe gdzie korzystając z benchmarkingu, poprzez dobór podobnych Spółek (z reguły są to te wyceniane przez rynek giełdowy) dokonuje się szacunku wartości.

1. Często przyjmuje się, że podejście dochodowe opiera się na założeniu kontynuacji obecnej działalności przedsiębiorstwa, natomiast podejście majątkowe przydatne może być również do rozważenia okoliczności wykorzystania składników przedsiębiorstwa do innej (niż aktualna) działalności gospodarczej.
2. W rozpatrywanym przypadku zastosowanie podejścia dochodowego jest zasadne, jako że Spółka planuje dalsze działanie, które przynosić ma dochód poprzez kontynuację założonej działalności.
Odpowiada to idei podejścia dochodowego, tkwiącej w wyznaczaniu wartości akcji Spółki poprzez rozpatrzenie zdolności przedsiębiorstwa do generowania dochodów z działalności (nawet w sytuacji możliwych bieżących problemów).
Ze względu na dużą specyfikę Spółki: dotyczy zarówno samej branży bardzo zależnej od ryzyk wyników sportowych, jak też faktu, że należy ona do dużej grupy kapitałowej co powoduje, iż szereg parametrów dotyczących działalności operacyjnej, marketingowej jest podporządkowana interesom (bo liczy się efekt całej grupy, dokonano tutaj oszacowania wartości metodą DCF.
3. Zastosowanie podejścia majątkowego jest zasadne, jako że Spółka posiada majątek od dość dużej wartości. Ponadto ze względu na działalność, którą w niektórych zakresach możemy określić jako „misyjną” (sport i rekreacja dla młodzieży, edukacja) powoduje, iż z czysto biznesowego punktu widzenia majątek ten mógłby być wykorzystywany w sposób przynoszący lepsze efekty finansowe.
4. Wybór dla podejścia majątkowego - metody wartości skorygowanej aktywów netto został podyktowany także koniecznością poznania rzeczywistej wartości poszczególnych składników majątkowych, a nie jedynie ich wartości księgowej.
5. Metoda porównawcza jest metodą wyceny, która często jest wskazywana jako dobrze zdająca egzamin w przypadku klubów piłkarskich (niektórzy autorzy

wręcz zalecają te metodę jako najodpowiedniejszą¹). Niestety w przypadku Polski wycena klubu tą metodą jest właściwie niemożliwa do wykonania, gdyż brak tu wiarygodnych danych do porównań (tylko dwa kluby i to niższej klasy są notowane na rynku publicznym oraz brak informacji o ewentualnych transakcjach zakupu klubów piłkarskich). Dlatego nie dokonano wyceny żadną z metod porównawczych.

¹ Patrz Michał Głodowski / „Wycena przedsiębiorstwa od teorii do praktyki red. Marek Panfil i Andrzej Szablewski wyd Poltext Warszawa 2016 (str od 601)

Rozdział IV Wycena metodą dochodową

Założenia do projekcji

W celu dokonania wyceny wartości akcji Spółki metodą dochodową przygotowano prognozę przyszłych wyników finansowych Spółki.

Analiza finansowa została sporządzona w oparciu o materiały i dane otrzymane od Spółki oraz własne założenia i prognozy.

Okres prognozy to czas do 2033 roku – tj. 10 lat.

Podstawą do wykonanych projekcji były wyniki za lata: 2019, 2020, 2021 i 2022 oraz po II i III kwartale 2023 (jako dane historyczne), a także budżet Spółki na okres do 31.12.2023. Dokonano także własnych analiz i prognoz w oparciu o przedstawione założenia i spodziewane kierunki rozwoju Spółki w kolejnych latach.

Najważniejsze generalne założenia do planów:

- Głównym sponsorem Cracovii pozostaje Comarch SA
- Cracovia Trening Center w Rącznej będzie w stanie funkcjonować we wcześniej zakładanych warunkach.
- Spółka będzie spełniać wszystkie wymogi licencyjne Ekstraklasy SA, w tym te dotyczące sytuacji finansowej.
- Już obecnie Comarch jest większościowym akcjonariuszem w Spółce. Stąd zakup akcji od pozostałych akcjonariuszy nie będzie miał znaczenia zarówno w strategii rozwoju Cracovia, jak też w sposobie i wielkości zaangażowania Comarch w bieżącą działalność klubu.
- Nie będą zmienione miejsca prowadzenia działalności i jej zakres (tj. realizowane zadania, sekcje sportowe itp.).
- Obecnie też Spółka nie planuje istotnych inwestycji w infrastrukturę.
- Zakładana jest stabilizacja w zakresie transferów.
- Prognoza inflacji (dane www.nbp.pl za okres 2023-25, daje własne szacunki)

	2023	2024	2025	2026 i kolejne
Inflacja CPI r/r (%)	11,9	5,2	3,6	3,0
PKB r/r (%)	0,6	2,4	3,3	3,0
WIBOR 3M* (%)	6,93	6,95	6,95	4,0

Prognoza przychodów:

Założono przychody w 2023 zgodnie z prognozą uwzględniającą obecną sytuację finansową (wyniki po II i III kwartale 2023), zawarte kontrakty oraz założenia budżetu. W kolejnych latach planowany jest wzrost przychodów o ok. 20% w 2024, o 15% w 2025 roku i o 5-3,5 % w latach kolejnych

Tabela nr 1, Planowane przychody tys zł

Wyszczególnienie	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028
Przychody netto ze sprzedaży produktów, tow. i materiałów	39 645	47 574	54 710	57 445	59 743	61 834
Pozostałe przychody operacyjne	3 151	5 100	5 135	5 171	5 207	5 243
Przychody finansowe	2 370	0	0	0	0	0

Wyszczególnienie	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031	31.12.2032	31.12.2033
Przychody netto ze sprzedaży produktów, tow. i materiałów	63 998	66 238	68 556	70 955	73 439
Pozostałe przychody operacyjne	5 280	5 318	5 355	5 394	5 433
Przychody finansowe	0	0	0	0	0

Na przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów będą się składać (podane źródła przychodów):

Tabela nr 2, Planowane przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, wg źródeł w roku 2023, dane tys zł

	Przychody	31.12.2023
1 Przychody z biletów		2 474
bilety - rozgrywki krajowe		1 748
bilety - rozgrywki międzynarodowe		0
karnety		646
opłaty członkowskie		0
inne		80
2 Sponsoring i reklamy		10 832
sponsor techniczny		461
główny sponsor		6 600
sponsor stadionu		240
reklamy na stadionie		1 915
inne		1 615
3 Transmisja (telewizja)		13 506
rozgrywki krajowe		13 506
inne		0
4 Działalność handlowa		10 951

	sprzedaż towarów	584
	wykorzystanie obiektów, poza dniami meczowymi	6 110
	inne	4 257
5	UEFA	1 034
	Rozgrywki UEFA - prawa telewizyjne	0
	Rozgrywki UEFA - działalność handlowa	0
	Rozgrywki UEFA - nagrody, premie	0
	Fundusz solidarnościowy UEFA	1 034
	Rozgrywki UEFA - pozostałe	0
6	Inne przychody	1 244
	działalność sportowa	75
	Inne	1 170
7	Zmiana stanu produktów	-396
8	Razem przychody	39 645
	<i>Przychody ze sprzedaży produktów</i>	<i>39 457</i>
	<i>Zmiana stanu produktów</i>	<i>-396</i>
	<i>Przychody ze sprzedaży towarów</i>	<i>584</i>

W ramach pozostałych przychodów operacyjnych najważniejszą pozycje stanowić będą zakładany „Zysk z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych” tj. w istocie wynik na transferach zawodników oraz dotacje.

Koszty

Także założono tutaj dynamiczny wzrost kosztów, opowiadający dynamice wzrostu przychodów, następnie także wzrost kosztów przekraczający poziom inflacji.

Tabela nr 3, Planowane koszty w układzie rodzajowym, w tys zł

Wyszczególnienie	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028
Koszty sprzedanych produktów	58 067	60 764	60 029	61 201	62 687	64 352
a) amortyzacja	6 911	7 694	5 325	4 848	4 639	4 560
b) zużycie materiałów i energii	7 350	7 644	7 873	8 110	8 353	8 603
c) usługi obce	6 564	6 827	7 032	7 243	7 460	7 684
d) podatki i opłaty	2 120	2 205	2 271	2 339	2 409	2 482
e) wynagrodzenia	30 286	31 497	32 442	33 416	34 418	35 451
f) ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	1 198	1 260	1 298	1 337	1 377	1 418
g) pozostałe koszty rodzajowe	3 160	3 286	3 385	3 487	3 591	3 699
h) wartość sprzedanych towarów i materiałów	478	351	403	423	440	456
Pozostałe koszty operacyjne	313	1 300	1 300	1 300	1 300	1 300
Koszty finansowe	4 512	5 295	4 981	4 091	3 278	3 225

Wyszczególnienie	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031	31.12.2032	31.12.2033
Koszty sprzedanych produktów	65 413	67 263	69 169	71 131	73 153
a) amortyzacja	3 825	3 825	3 825	3 825	3 825

b) zużycie materiałów i energii	8 861	9 127	9 401	9 683	9 974
c) usługi obce	7 914	8 152	8 396	8 648	8 908
d) podatki i opłaty	2 556	2 633	2 712	2 793	2 877
e) wynagrodzenia	36 514	37 609	38 738	39 900	41 097
f) ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	1 461	1 504	1 550	1 596	1 644
g) pozostałe koszty rodzajowe	3 810	3 924	4 042	4 163	4 288
h) wartość sprzedanych towarów i materiałów	472	488	505	523	541
Pozostałe koszty operacyjne	1 300	1 300	1 300	1 300	1 300
Koszty finansowe	3 200	3 200	3 200	3 100	3 000

Na koszty operacyjne będą się składać (podział kosztów przyporządkowany do procesów):

Tabela nr 4, Planowane koszty operacyjne, wg procesów w roku 2023, w tys zł

	Koszty	31.12.2023
1	amortyzacja	6 911
	majątek trwały	2 383
	wnip - zawodnicy	4 510
	wnip - pozostali	18
2	Inne koszty	19 672
	zmienne koszty meczów	3 115
	koszty marketingu i sponsoringu	1 027
	wartość sprzed towarów i materiałów	478
	koszty sprzed towarów i materiałów	0
	koszty nieruchomości i wynajmu obiektów	12 508
	koszty administracyjne	410
	koszty szkolenia młodzieży	877
	inne koszty działalności sportowej	941
	inne	315
3	Wynagrodzenia	30 286
	zawodników	18 699
	pozostałych pracowników	11 587
4	Świadczenia pracownicze	1 198
	zawodników	792
	pozostałych pracowników	405
	Razem koszty	58 067

- *Prognoza Rachunku zysków i strat oraz bilansów stanowi załącznik nr 3 do opracowania.*

Metodologia wyceny metodą DCF

Do wyceny wybrano metodę dochodową polegającą na dyskontowaniu przyszłych wolnych przepływów pieniężnych DCF – Discounted Cash Flows.

Wycena została sporządzona na dzień 30.09.2023 roku.

Wycena metodą zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych (DCF) opiera się na założeniu, że Wartość Przedsiębiorstwa dla Wszystkich Inwestorów oraz Wartość Przedsiębiorstwa dla Właścicieli uzależniona jest od skali korzyści finansowych, jakie właścicielom przyniesie wyceniane przedsiębiorstwo w trakcie dalszego jego funkcjonowania.

W ramach metody DCF możemy wyróżnić:

- metodę na podstawie dyskontowanych Wolnych Przepływów Pieniężnych Przynależnych Wszystkim Stronom Finansującym (akcjonariuszom/właścicielom oraz wierzycielom dostarczającym kapitału obcego) - Free Cash Flow to Firm.

- metodę na podstawie dyskontowanych Wolnych Przepływów Pieniężnych Przynależnych Wyłącznie Akcjonariuszom/Właścicielom - Free Cash Flow to Equity.

Do wyceny przedsiębiorstwa zastosowano metodę Free Cash Flow to Firm.

Metoda ta wyrażona jest wzorami:

FCFF (Free Cash Flow to Firm) to gotówka generowana przez firmę w danym okresie. Dochód firmy powinien być kategorią pieniężną, który uwzględnia korzyści finansowe inwestorów po pomniejszeniu o podatki oraz inwestycje w majątek trwały i obrotowy, które są potrzebne do normalnego funkcjonowania przedsiębiorstwa:

$$FCFF_n = EBIT_n - TAX_n + D\&A_n - \Delta NWC_n - CAPEX_n$$

gdzie:

- ✓ FCFF (Free Cash Flow to Firm) – Wolne Przepływy Pieniężne Przynależne Wszystkim Stronom Finansującym,
- ✓ EBIT – Zysk (strata) z działalności operacyjnej,
- ✓ TAX – Podatek od zysku z działalności operacyjnej,
- ✓ D&A (Depreciation&Amortization) – Amortyzacja,
- ✓ NWC (Changes in Net Working Capital) – Wzrost (Spadek) Operacyjnego Kapitału Obrotowego,
- ✓ CAPEX – Inwestycje w Operacyjne Aktywa Trwałe - kwota ta stanowi niezbędny poziom inwestycji w odtwarzanie zużywającego się majątku.

EV (Enterprise Value) – Wartość Przedsiębiorstwa Przynależna Wszystkim Stronom Finansującym (akcjonariuszom/właścicielom oraz wierzycielom-

dostarczycielom kapitału obcego):

$$EV = \frac{FCFF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCFF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCFF_n}{(1+WACC)^n} + \frac{RV}{(1+WACC)^n}$$

gdzie:

$$RV = \frac{FCFF_n * (1 + g)}{WACC - g}$$

gdzie:

- ✓ EV (Enterprise Value) – Wartość Przedsiębiorstwa przynależna wszystkim stronom finansującym,
- ✓ FCFF (Free Cash Flow to Firm) – Wolne Przepływy Pieniężne przynależne wszystkim stronom finansującym,
- ✓ RV (Residual Value) – Wartość Rezydualna tzn. wartość biznesu wynikająca z przyszłej, przewidywanej działalności operacyjnej realizowanej poza okresem prognozy,
- ✓ WACC (Weighted average cost of capital) – Średni Ważony Koszt Kapitału,
- ✓ g (Perpetual Growth Rate) – stopa rocznego realnego tempa wzrostu FCFF poza okresem prognozy.
- ✓ n – lata prognozy.

Chcąc pokazać wartość przedsiębiorstwa przypadającą w wyłącznie akcjonariuszom/ właścicielom, konieczne jest odjęcie od wartości przedsiębiorstwa przynależnej wszystkim stronom finansującym obecnej wartości kapitału obcego netto. W efekcie otrzymujemy Wartość Przedsiębiorstwa Przynależną Wyłącznie Akcjonariuszom/Właścicielom (Equity Value):

$$EV \text{ (Equity Value)} = EV \text{ (Enterprise Value)} + \text{Cash} + \text{NOA} - \text{Debt}$$

gdzie:

- ✓ EV (Equity Value) – Wartość Przedsiębiorstwa przynależna Akcjonariuszom/Właścicielom,
- ✓ EV (Enterprise Value) – Wartość Przedsiębiorstwa przynależna wszystkim stronom finansującym,
- ✓ Debt – Wartość kapitałów obcych oprocentowanych na dzień sporządzenia

wyceny,

- ✓ Cash – Środki pieniężne na dzień sporządzenia wyceny,
- ✓ NOA (Non-operating financial assets) – Wartość aktywów nieoperacyjnych na dzień sporządzenia wyceny.

Korekta z tytułu ograniczonej płynności akcji na rynku

Spółka nie jest spółką notowaną publicznie (spółką publiczną jest właściciel większościowego jej pakietu), w związku z tym nie ma płynnego rynku, na którym można oferować udziały Spółki. W takim przypadku do prawidłowej wyceny niezbędne jest włączenie do kalkulacji korekty z tytułu ograniczonej płynności akcji na rynku. Uwzględnia ona takie czynniki jak czas i koszty związane z przeprowadzeniem procesu upłynnienia udziałów Spółki.

W praktyce rynkowej przyjęło się stosowanie korekty w wysokości od 10% do 20%. Biorąc pod uwagę pozycję rynkową Spółki i charakter prowadzonej przez nią działalności zdecydowano się na zastosowanie 20% korekty.

Wyznaczanie stopy dyskontowej

Ważnym elementem wyceny jest wyznaczenie stopy dyskontowej która odzwierciedla ryzyko prowadzonej działalności. Stopa dyskontowa służy do dyskontowania przyszłych przepływów pieniężnych (FCFF) i wyrażona jest wzorem:

$$\text{Discount rate}_n = \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

gdzie:

$$\text{WACC} = \text{Cost of Equity} * \% + \text{Cost of Debt (1-Tax Rate)} * \% + \text{Additional Operating Risk Discount}$$

gdzie:

- ✓ Cost of Equity – Średni nominalny koszt kapitału własnego: 9,34%,
- ✓ Cost of Debt – Średni nominalny koszt kapitału obcego: 4,49%,
- ✓ % (Capital Structure) – Struktura kapitałowa,
- ✓ Tax Rate – Stopa podatkowa: 19,0%,
- ✓ Additional operating risk discount – Dodatkowa premia za ryzyko operacyjne: 4,0%.

gdzie:

$$\text{Cost of Equity} = \text{Risk Free Rate} + \text{Equity Risk Premium} * \text{Beta}$$

gdzie:

✓ Risk Free Rate – Średnia nominalna stopa procentowa wolna od ryzyka: 3,30% (na podstawie rentowność 10-letnich obligacji skarbowych),

✓ Equity Risk Premium – Premia za ryzyko: 6,04%,

(wg Prof. Aswatha Damodarana z New York Stern University – http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html),

✓ Beta (współczynnik specyficznego ryzyka inwestycyjnego): 1.

Przyjęto neutralną wartość ze względu na fakt, iż Spółka nie jest notowana oraz nie ma bliskich odpowiedników.

WACC (Weighted average cost of capital) = 3,63% + 4,0% = 7,63%

Pozostałe wyjaśnienia:

1) Wycena DCF pokazuje ile warta jest firma w danym momencie, przy konkretnych założeniach i dostępnych informacjach.

2) Wycena DCF uzależniona jest w dużej mierze od:

a) prognozy wyników finansowych firmy,

b) prognozy poziomu inwestycji niezbędnych do utrzymania potencjału przedsiębiorstwa: przyjęty roczny poziom inwestycji w okresie prognozy wynosi 2 250 000 zł,

c) założeń dotyczących wzrostu przepływów pieniężnych (FCFF) poza okresem prognozy: przyjęta stopa rocznego tempa wzrostu FCFF poza okresem prognozy (g) wynosi 1,0%,

d) założeń dotyczących kosztu kapitału (WACC): przyjęty średni ważony koszt kapitału (WACC) wynosi 7,63%.

3) Już obecnie Comarch SA jest większościowym akcjonariuszem, stąd transakcja zakupu pakietu mniejszościowego nie będzie miał znaczenia na zdolność do generowania dochodów – stąd nie dokonano żadnych przeszacowań, które mogłyby mieć miejsce w przypadku gdyby skutkiem transakcji było „przejęcie kontroli nad Spółką”.

Wynik:

Przy przyjętych założeniach i dostępnych informacjach:

1. Wartość przedsiębiorstwa przynależna wszystkim stronom finansującym (akcjonariuszom oraz dostawcom kapitału obcego) (Enterprise Value) wynosi 57 569 000 zł.

2. Wartość przedsiębiorstwa przynależna wyłącznie akcjonariuszom (Equity Value) 2 450 000 zł.

3. Skorygowana wartość przedsiębiorstwa przynależna wyłącznie akcjonariuszom (Adjusted Equity Value) wynosi 1 960 000 zł.

Dokonana wycena Spółki metodą dochodową pozwala na określenie 100% udziałów na kwotę:

1 960 000 zł

Wartość pakietu akcji posiadanego przez Miasto Kraków wynosi:

659 433 zł

a wartość jednej akcji:

8,97 zł

- *Tabele obliczeniowe wartości Spółki metodą dochodową znajdują się w załączniku nr 3 do opracowania.*

Rozdział V Wycena metodą majątkową

Metodologia wyceny – skorygowane aktywa netto

Wyceny przedsiębiorstw metodami majątkowymi największy nacisk kładą na wskazanie wartości majątku przedsiębiorstwa. W istocie wskazują one, iż wartość przedsiębiorstwa odpowiada wartości jego majątku. Co do zasady wskazuje się, iż wartość przedsiębiorstwa to wartość jego aktywów pomniejszona o zobowiązania. Jedną z najczęściej stosowanych metod majątkowych jest metoda skorygowanej wartości aktywów netto. Jej podstawą jest wartość księgowa firmy, ale poszczególne składniki bilansu poddawane są weryfikacji i przeszacowaniu celem urealnienia ich wartości. W pewnym sensie możemy powiedzieć, iż jest to „urynkowiona” wartość aktywów Spółki, pomniejszona oczywiście o zobowiązania. Istotą wyceny metodami majątkowymi jest ich statyczność tj. wskazanie, iż dokonujemy jej na konkretny dzień, w oparciu o bilans i szczegółowe zapisy księgowe na tę datę i „historyczność” (gdyż odnosimy się do wcześniej zakończonego okresu i stanu na dany dzień).

Warto podkreślić, iż celem dokonania wyceny jest ewentualna sprzedaż akcji Spółki, a więc wszelkie korekty (urealnienia) wartości bilansowych nie powodują skutków podatkowych obecnie lub w przyszłości. Dlatego też korekty te nie powodują np. przeszacowań/korekt należności czy innych pozycji bilansowych, które uwzględniają rozliczenia w czasie (np. rozliczeń międzyokresowych czy rezerw z tytułu odroczonego podatku dochodowego).

Dokonano analizy bilansu Spółki na dzień 30.09.2023 r i wyceny poszczególnych jego składników.

Sprawozdanie Spółki na 30.09.2023 nie było badane przez biegłego rewidenta. Badane było sprawozdanie na dzień 31.12.2022 i audytor nie miał zastrzeżeń co do rzetelności tego sprawozdania.

Warto także zwrócić uwagę iż przeglądowi śródrocznemu (tj. po półroczu) podlega badanie sprawozdania Comarch (sprawozdanie skonsolidowane).

Wycena

Analizie i ewentualnym korektom poddano poszczególne składniki majątku Spółki.

Aktywa trwałe

Rozpatrzono w podziale na grupy według układu bilansowego:

1. wartości niematerialne i prawne,
2. rzeczowe aktywa trwałe,
3. inwestycje długoterminowe.
4. długoterminowe rozliczenia międzyokresowe

Wartości niematerialne i prawne

Wśród wartości niematerialnych i prawnych mamy w istocie trzy rodzaje aktywów, które osobno będą potraktowane:

1. Wartości wynikające z „praw do zawodników” (kart zawodników).
2. Wartości znaków handlowych, graficznych, muzycznych i innych podobnych.
3. Pozostałe wartości niematerialne i prawne (programy komputerowe).

Ad.1. Wartości wynikające z „praw do zawodników” (kart zawodników).

Zgodnie z przepisami do ksiąg Spółki wprowadzana jest wartość „praw do zawodników”. Należy jednak opisać podstawowe informacje – jako wartość początkowa zostaje tutaj wpisana łączna wartość związana z kosztem nabycia tych praw/wartości. Oznacza to, iż w istocie księgowaniom podlegają jedynie prawa do zawodników nie będących „wychowankami” klubu, ani „wolnymi strzelcami”. Następnie tak określona wartość początkowa jest umarzana (wg indywidualnie przyjętej stopy amortyzacji. Stopa ta zależy przede wszystkim od spodziewanego czasu w którym klub będzie miał prawo do „dysponowania” zawodnikiem).

Prawo do dysponowania zawodnikiem to jednak pewna wartość, w istocie odpowiadająca rynkowej wartości danego zawodnika. Na potrzeby tej wyceny konieczne wydaje się skorygowanie księgowych zapisów („wartości zawodników”) do szacowanej wartości rynkowej. Tutaj należy także zwrócić uwagę, iż z jednej strony mamy „księgowanych” zawodników (83-ciu), ale także Cracovia dysponuje zawodnikami, którzy wg specjalistycznych portali² „posiadają” wartość rynkową (tu wskażemy na pięciu takich zawodników, którzy nie są „księgowani”).

Szczegółowe zestawienia zarówno wartości księgowych, jak i szacunkowych wartości zawodników znajdują się w Załączniku nr 2 do Wyceny.

Analizując teoretyczne rynkowe wartości zawodników Cracovia, w oparciu o

² <https://www.transfermarkt.pl/ekstraklasa/marktwerte/wettbewerb/PL1>

właściwie jedyne dostępne źródło – portal transfermarkt.pl możemy wskazać, iż jedynie 34 zawodników Cracovia zostało uwzględnionych, jako posiadających „wartość rynkową”. Łączna wartość tych zawodników według aktualnej wyceny tego portalu wyniosła 14 050 000 EUR (po kursie z dnia 30.09.2023 tj 4,6356 daje 65 130 180 zł).

Należy jednak wskazać na istotne ograniczenia dotyczące tych wycen:

- Przede wszystkim każdy transfer zawodnika to zupełnie „osobna historia”. Istnieją specyficzne sytuacje gdy dany klub chce koniecznie akurat tego zawodnika i jest gotów za niego zapłacić cenę znacznie wyższą niż ta „potencjalna”. Bywa także odwrotnie klubowi może zależeć na „sprzedaży” danego zawodnika (z różnych sportowych lub pozasportowych powodów). Wtedy też te ceny będą znacznie różne. Inne ceny także uzyskują zawodnicy posiadający dobrych agentów.
- Dlatego też wyceny dokonywane przez specjalistów, ale „teoretycznie” tj. na potrzeby zestawień to jedynie pewne wyobrażenia i szacunki. Potwierdza to także analiza (historyczna) wcześniejszych transferów Cracovii, gdzie ceny transakcyjne często istotnie odbiegały od ówczesnej „wyceny” zawodnika dokonywanej przez portal.
- Mamy dużą zmienność wycen. Zawodnicy mają lepsze i gorsze sezony. Ci sami zawodnicy będą się inaczej prezentować w dobrej drużynie odnoszącej sukcesy, niż w sytuacji złej gry całego zespołu. Zawodnicy mogą mieć dolegliwości zdrowotne czy inne problemy. Wszystkie te (a także inne indywidualne czynniki) wpływają na dużą zmienność w postrzeganiu wartości zawodników i szacowaniu ich „wartości rynkowej” na dany dzień.
- Portale pokazują „wartość rynkową” danego zawodnika. Z punktu widzenia klubu to jednak tylko część zagadnienia. W przypadku dokonania transferu – sprzedaży zawodnika tylko część z kwoty transferu trafia (zostaje) do klubu. Biorąc pod uwagę np. wynagrodzenia agentów, różnego rodzaju klauzule, „odstępności” oraz inne koszty rzeczywistym przychodem klubu z transakcji będzie to często jedynie 60-70% z łącznej kwoty transakcji.
- Analiza kontraktów wskazuje, iż realną wartość mają właściwie tylko zawodnicy z pierwszej drużyny (i to z reguły ci często grający). Pozostali jeśli są zbywani to za kwoty, które możemy raczej nazwać jako „symboliczne”.
- Istnieją duże ryzyka dotyczące samych zawodników, a konkretnie ich zdrowia. Stąd wiadomo, że „wartość” zawodnika podlega bardzo dużemu ryzyku – przede wszystkim związanemu z jego zdrowiem (kontuzje). Cracovia nie ubezpiecza zawodników.

Biorąc pod uwagę wszystkie powyższe zastrzeżenia do niniejszej wyceny jako punkt wyjścia przy szacowaniu wartości posiadanych praw do zawodników przyjęto szacunki „wartości rynkowej zawodników” dokonane przez portal transfermarkt.pl (jako jedyny tego typu i będący jednak znaczącym źródłem wiedzy i opinii).

Jednocześnie wzięto pod uwagę i inne wyżej opisane ograniczenia oraz ryzyka i dlatego dokonano własnych przeszacowań. Jako wartość tego przeszacowania przyjęto 60% „aktualnej wartości rynkowej” wszystkich zawodników klubu wg transfermarkt.eu., a dla pozostałych zawodników (tj. tych nie uwzględnianych w tym zestawieniu Transfermarkt) przyjęto ich wartość początkową wg ksiąg rachunkowych.

Stąd łączną wartość praw (wartości niematerialnych i prawnych) związanych z zawodnikami oceniono na 39 799 163 zł (tj. 60% z 65 130 180 zł + 721 055 zł).

Ad. 2. Wartości znaków handlowych, graficznych, muzycznych i innych podobnych

Ocena rynkowej wartości (lub też „wartości godziwej”) samych znaków firmowych (towarowych) i wszystkich związanych z nim praw to szczególnie trudne zagadnienie. Trudność dotyczy zarówno samej oceny czy ów znak posiada „samodzielną” wartość rynkową (tj. czy stanowiłby jakąś wartość dla potencjalnego nabywcy, gdyby był przedmiotem samodzielnej transakcji, tj. w oderwaniu od samego klubu), a także w jaki sposób ewentualnie taką wartość oszacować (często w literaturze³ wskazuje się, na bardzo wiele metod i sposobów szacowania wartości poszczególnych składników wartości niematerialnych i prawnych). Dla oceny wartości znaku także istotny jest cel tych szacunków – np. na potrzeby transakcji (samego znaku), czy dokonania na nim zabezpieczenia (czyli nie planuje się zmiany własności).

Jednocześnie wskazuje się także, iż często przy dużej niepewności lepiej od korygowania wartości odstąpić, niż wskazywać korekty bez należytego uzasadnienia.

Czy w istocie znaki firmowe Cracovia powodują, ewentualnie w jakim zakresie mogą się przyczyniać do wzrostu dochodów Spółki?

³ Panfil, Szablewski Wycena przedsiębiorstwa od teorii do praktyki”

Tutaj także bardzo trudne jest ustalenie tej zależności. Wydaje się, iż te znaki podnoszą wartość sprzedawanych gadżetów (lub nawet w wielu przypadkach nadają im jakakolwiek „użyteczność”). Pozostałe przychody (np. z praw medialnych, reklam na stadionie itp.) są raczej pochodną wyników sportowych (klasy rozgrywkowej), niż samego znaku towarowego/handlowego. „Wartość” samego znaku inaczej oceniają także kibice (czyli stosunkowo wąska grupa ludzi), a inaczej kibice innych klubów lub osoby nie interesujące się sportem. Jednocześnie także cechą posiadaną przez znak jest to, iż nie traci on swojej wartości (nie zużywa się fizycznie jak wartości trwałe/rzeczy). Skoro sam znak nie był nigdy przedmiotem osobnej wyceny, uzasadnionym może być korekta jego wartości do poziomu wartości księgowej brutto (czyli bez umorzenia).

Zapewne podobne byłoby wskazanie gdyby szacować wartość znaku metodą odtworzeniową lub dochodową.

Ostatecznie dokonano korekty wartości znaków handlowych/towarowych do wartości początkowej (wartość bilansowa brutto) czyli 595 121 zł (*przy wartości bilansowej netto wynoszącej 0*).

Ad. 3. Pozostałe wartości niematerialne i prawne (programy komputerowe). W tej grupie znajdują się przede wszystkim wartości związane z prawami do programów i systemów komputerowych. W dużej części dotyczy to programów dedykowanych, dotyczących zarządzania konkretnymi procesami (np. sprzedażą). Biorąc pod uwagę zarówno stosunkowo niewysoką wartość bilansową, jak i ich małą uniwersalność skorygowano wartość tej grupy aktywów do 0.

Rzeczowe aktywa trwałe

Rzeczowe aktywa trwałe to:

- Grunty
- Budynki lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej
- Urządzenia techniczne i maszyny
- Środki transportu
- Inne środki trwałe
- Środki trwałe w budowie

Nieruchomości: grunty, budynki lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej

Własnością/w użytkowaniu wieczystym Spółki są następujące nieruchomości:

1. Nieruchomość przy ul. Wielickiej

- nr księgi wieczystej KR1P/00127229/2
- nr działek 140/10 i 141/3
- Spółka jest użytkownikiem wieczystym gruntów oraz właścicielem posadowionych na gruncie budynków, budowli i innych nieruchomości.

Operat szacunkowy z dnia 26.08.2022 (z potwierdzeniem aktualności) sporządzony dla nieruchomości przy ul. Wielickiej określa wartość rynkową tej nieruchomości na dzień 30.09.2023 na wartość 25 689 000 zł, w tym wartość gruntu 16 327 000 zł. Do tej wartości została skorygowana jej wartość (wysokość korekty +15 327 000 zł dla gruntu i + 2 777 024 zł dla pozostałych nieruchomości).

2. Nieruchomość przy ul. 3 Maja (Cichy Kącik)

- nr księgi wieczystej KR1P/171916/8
- nr działek 179/2, 179/4 i 179/5
- Spółka posiada w użytkowaniu wieczystym grunty oraz jest właścicielem posadowionych budynków i budowli.

Na mocy Umowy dzierżawy z 2014 roku cała nieruchomość została wydzierżawiona na okres 30 lat (z możliwością kolejnego przedłużenia na ten sam okres). Umowa dzierżawy z jednej strony nakłada na dzierżawcę – Spółkę Bonus Management – obowiązek dokonania modernizacji i rozbudowy istniejących budynków i zaadaptowania ich do celów sportowych, rekreacyjnych, medycznych i gastronomicznych oraz wniesienia jednego boiska piłkarskiego i dwóch kortów tenisowych, ale z drugiej strony w przypadku nieprzedłużenia umowy na kolejny okres (tj. w roku 2044 na kolejne 30 lat) przez Wydierżawiającego, Dzierżawca będzie miał prawo do wynagrodzenia za poniesione nakłady.

W tej sytuacji tj. biorąc pod uwagę bardzo zły stan budynków i budowli w czasie podpisywania umowy (udokumentowane wyceną⁴ z 2012 r), ale również same zapisy umowy można stwierdzić, iż rzeczywista wartość

⁴ Operat szacunkowy opracowany przez B N, „Profes” panią Dorotę Włodarczyk z 27.08.2012

rynkową z punktu widzenia Spółki (i jej właścicieli) mają jedynie grunty. Dlatego dokonano oszacowania wartości jedynie gruntów.

W środkach trwałych Cracovia znajdują się dwa obiekty zlokalizowane na nieruchomości przy ul. 3-go Maja:

a/ budynek recepcji o wartości bilansowej 17 637,07 zł

b/ „budynek administracyjno-mieszkalny” o wartości bilansowej 106 713 zł

Zakładamy poziom umorzenia sprawi, iż wartość księgowa tych środków na koniec trwania umowy dzierżawy będzie wynosić 0, a już obecnie o wartości tych budynków stanowią jedynie poniesione przez Dzierżawcę nakłady. Dlatego wartości księgowe tych obiektów skorygowano na potrzeby wyceny do 0.

Operat szacunkowy z dnia 26.08.2022 (z potwierdzeniem aktualności) sporządzony dla nieruchomości przy ul. 3-go Maja określa wartość rynkową tej nieruchomości na dzień 30.09.2023 na wartość 35 199 000 zł i do tej wartości została skorygowana jej wartość (wysokość korekty + 33 128 600 zł).

Operat szacunkowy dla nieruchomości przy ul. Wielickiej (potwierdzenie aktualności) stanowi załącznik nr 1 do opracowania.

Operat szacunkowy dla nieruchomości przy ul. 3-go Maja (potwierdzenie aktualności) stanowi załącznik nr 1A do opracowania.

Pozostałymi miejscami prowadzenia działalności – wykorzystywanymi do prowadzenia działalności sportowej są nieruchomości/obiekty:

1. Cracovia Trening Center w Rącznej. Jest to nowoczesny, oddany do użytku w końcu 2020 roku kompleks sportowy. Obiekt został posadowiony na gruntach należących do gminy Liszki. Na podstawie umowy Cracovia jedynie dokonała całości nakładów inwestycyjnych i ma prawo do użytkowania obiektu. W księgach Spółki znajdują się wartości poniesionych nakładów („inwestycje w obcych środkach trwałych”). Ponieważ jest to nowy obiekt nakładów, wartości tych nakładów (wartość bilansowa na dzień wyceny) do wyceny nie korygowano.

Cała inwestycja została przyjęta do ksiąg na dzień 31.12.2020, a ich łączna wartość wyniosła wtedy 42 304 843,79 zł, w tym budynki 18 377 247,90 zł, budowle 21 557 285,71 zł i pozostałe środki 2 370 310,18 zł.

2. Stadion Miejski w Krakowie przy ul. Kałuży. Obiekt należący do Krakowa.

Nakłady ponoszone przez Cracovie to „inwestycje w obcych środkach trwałych”, a ich wartości na potrzeby wyceny nie korygowano.

3. Lodowisko przy ul. Siedleckiego. Obiekt należący do Krakowa. Nakłady ponoszone przez Cracovie to „inwestycje w obcych środkach trwałych”, a ich wartości na potrzeby wyceny nie korygowano.

- W pozycji „urządzenia techniczne i maszyny” znajdują zarówno środki pracujące na obiektach „własnych”, jak i na obiektach będących we władaniu Spółki na podstawie umów cywilnoprawnych. Do środków tych należą instalacje do ogrzewania, urządzenia komputerowe i pomocnicze, urządzenia chłodzące, urządzenia do utrzymywania murawy i innych obiektów sportowych i inne specjalistyczne urządzenia. Jako, że są one na bieżąco amortyzowane, ale także dokonuje się ich wymiany na nowe (lub modernizuje) przyjęto, iż wartości ujęte w księgach odpowiadają jako całość ich rynkowej wartości i dlatego nie dokonano korekt ich wartości.
- Pozycja „środki transportu”. Własnością Spółki kilkanaście środków transportu, przede wszystkim samochody osobowe, autobus, samochód ciężarowy oraz ciągniki i wózki. Jako, że sama wartość bilansowa (i początkowa) tych środków jest stosunkowo niska, a także są one na bieżąco amortyzowane, przyjęto, iż wartości ujęte w księgach odpowiadają jako całość ich rynkowej wartości i dlatego nie dokonano korekt ich wartości.
- Inne środki trwałe – także stosunkowo niska wartość, nie korygowano ich na potrzeby wyceny.
- Środki trwałe w budowie. Stosunkowo niewielka wartość nie mająca istotnego wpływu na wartość własnych nieruchomości spowodowało, iż wykazane w bilansie wartości „środków trwałych w budowie” skorygowano do 0.

Inwestycje długoterminowe

W pozycji tej – jako „długoterminowe aktywa finansowe” - znajdują się udziały:

1. Bonus Management Sp. z o.o. Cracovia Park Spółka Komandytowo-Akcyjna w Krakowie. Jest to spółka celowa, w której Cracovia objęła 400 000 akcji serii B nieuprzywilejowanych o wartości nominalnej 400 000 zł. Daje to 50% udziału w kapitale zakładowym, ale 33,3% w prawie głosu. W bilansie zakwalifikowano

te udziały jako długoterminowe aktywa finansowe o wartości 400 000 zł (czyli po nominale).

Przeanalizowano sprawozdanie finansowe za 2021 i 2022 rok i biorąc pod uwagę w miarę stabilną sytuację finansową tego podmiotu stały się one podstawą do dalszych analiz i kalkulacji.

Należy jednak zwrócić uwagę, iż wartość kapitałów własnych Spółki wynosi na dzień 31.12.2022 roku 1 369 385 zł (a udział Cracovia w kapitale tej spółki wynosi 50%). Spółka posiada kapitały własne nienaruszone (ale miała straty w 2018, 2019, 2020 i 2021 roku). Ze względu fakt, iż Bonus Management poniósł nakłady na nieruchomość przy ul. 3-go Maja oraz ma prawo do zarządzania i pobierania pożytków z niej uznano, iż wartość tych udziałów na potrzeby wyceny zostanie skorygowana do wartości udziału Cracovia w kapitale własnym Spółki tj. do kwoty 684 693 zł (tj. $1\,369\,385\text{ zł} * 50\%$).

2. Ekstraklasa SA w Warszawie - Spółka posiada 51 555 akcji o wartości nominalnej 51 555 zł. Akcje te są w istocie pewnym „wpisowym”, bo akcjonariuszami są jedynie 16 klubów ekstraklasy oraz PZPN. Dysponowanie i przekazanie akcji jest na ograniczone, iż w istocie akcje te nie są aktywem płynnym. Stąd nie dokonywano przeszacowania ich wartości.
3. Polska Hokej Liga Sp. z o.o. w Katowicach (poprzednia nazwa Polska Liga Hokejowa Sp. z o.o. w Warszawie) - Spółka posiada 11 akcji o wartości nominalnej 5 740 zł. Akcje te podobnie jak w przypadku Ekstraklasy są niejako „wpisowym” do ligi zawodowej hokeja w Polsce. Dysponowanie i przekazanie akcji jest na ograniczone, iż w istocie akcje te nie są aktywem płynnym. Stąd nie dokonywano przeszacowania ich wartości.

Łącznie długoterminowe aktywa finansowe wg wartości bilansowej wynoszą 457295 zł, a po dokonanej korekcie o + 284 693 wynoszą 741 988 zł.

Cracovia jest także organem prowadzącym Społeczne Liceum Ogólnokształcące Mistrzostwa Sportowego w Krakowie. W bilansie Spółki nie są ujęte żadne aktywa będące odzwierciedleniem wartości tego „prawa majątkowego”. W istocie również na potrzeby tej wyceny uznano, iż z tytułu prowadzenia tej Szkoły Cracovia nie posiada dającego się wycenić w pieniądzu aktywa.

Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe

To przede wszystkim aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego w kwocie 1 294 142 zł oraz inne 11 717 zł. Tych wartości nie korygowano.

Zestawienie skorygowanej wartości netto aktywów trwałych

Tabela nr 5, dane w zł

Pozycja bilansu	Wartość bilansowa	Wysokość korekt	Wartość oszacowania
I. Wartości niematerialne i prawne	9 038 147	31 356 136	40 394 283
1. Wartości zawodników	9 037 411	30 761 751	39 799 163
2. Wartość firmy (znak Cracovia)	0	595 121	595 121
3. Inne wartości niematerialne i prawne	736	-736	0
II. Rzeczowe aktywa trwałe	52 015 015	51 084 958	103 099 972
1. Środki trwałe	51 991 698	51 108 275	103 099 972
a. Grunty (w tym prawo użytkowania wieczystego gruntu)	3 070 400	48 455 600	51 526 000
Ul. Wielicka	1 000 000	15 327 000	16 327 000
ul. 3-go maja	2 070 400	33 128 600	35 199 000
b. Budynki lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej - własne (ul. Wielicka)	45 403 409	2 652 674	48 056 083
własne (3-go maja)	6 584 976	2 777 024	9 362 000
na obcym gruncie	124 350	-124 350	0
c. Urządzenia techniczne i maszyny	38 694 083	0	38 694 083
d. środki transportu	2 214 275	0	2 214 275
e. Inne środki trwałe	1 042 873	0	1 042 873
2. Środki trwałe w budowie	260 741	0	260 741
3. Zaliczki na środki trwałe w budowie	23 317	-23 317	0
III. Należności długoterminowe	0	0	0
IV. Inwestycje długoterminowe	0	0	0
a. Nieruchomości	457 295	284 693	741 988
b. Wartości niematerialne i prawne	0	0	0
c. Długoterminowe aktywa finansowe	0	0	0
Bonus Management	400 000	284 693	684 693
Pozostałe	57 295	0	57 295
d. Inne inwestycje długoterminowe	0	0	0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0	0	0
1. Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1 305 859	0	1 305 859
2. Inne rozliczenia międzyokresowe	1 294 142	0	1 294 142
11 717	0	11 717	
RZECZOWE aktywa trwałe	62 816 316	82 725 787	145 542 103

Aktywa obrotowe

Zapasy

Mamy tutaj do czynienia zarówno z zakupionymi już towarami, jak i wpłaconymi na poczet zakupów zaliczkami. Po analizie rotowania zapasów (stwierdzono, iż

praktycznie nie ma zapasów nierotujących) postanowiono tej grupy nie korygować.

Należności krótkoterminowe

Należności te dotyczą różnej kategorii odbiorców, ale przede wszystkim są to stali kontrahenci (także powiązani kapitałowo). Spółka prowadzi rzetelną politykę w zakresie rezerw (odpisów aktualizujących) i stąd uznano, iż wartość bilansowa odpowiada realnemu poziomowi spływu tych środków.

W pozycji należności – zarówno od kontrahentów, jak i z tytułu podatków, dotacji, ceł i ubezpieczeń społecznych oraz „innych” nie dokonywano korekt.

Inwestycje krótkoterminowe

Były to jedynie aktywa pieniężne. Wartość pozostawiono bez korekt.

Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe

W pozycji tej znajdują się wydatki poniesione i rozliczone w czasie.

Pozycji nie korygowano.

Zestawienie skorygowanej wartości netto aktywów obrotowych

Tabela nr 6, dane w zł

Pozycja	Wartość bilansowa	Wysokość korekt	Wartość oszacowania
I. Zapasy	1 027 651	0	1 027 651
1. Materiały	0	0	0
2. Półprodukty i produkty w toku	0	0	0
3. Produkty gotowe	0	0	0
4. Towary	893 511	0	893 511
5. Zaliczki na dostawy	134 140	0	134 140
II. Należności krótkoterminowe	5 462 590	0	5 462 590
1. Należności od jednostek powiązanych:	145 123	0	145 123
a. Z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	145 123	0	145 123
- do 12 miesięcy	145 123	0	145 123
- powyżej 12 miesięcy	0	0	0
2. Należności od pozostałych jednostek:	5 317 466	0	5 317 466
a. Z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	3 975 217	0	3 975 217
- do 12 miesięcy	3 975 217	0	3 975 217
- powyżej 12 miesięcy	0	0	0
b. z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń	921 713	0	921 713

c. inne	420 537	0	420 537
d. dochodzone na drodze sądowej	0	0	0
III. Inwestycje krótkoterminowe	1 169 268	0	1 169 268
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	1 169 268	0	1 169 268
a. środki pieniężne i inne aktywa finansowe	1 169 268	0	1 169 268
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach i inne	1 169 268	0	1 169 268
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	949 132	0	949 132
AKTYWA OBROTOWE	8 608 642	0	8 608 642

Skorygowana wartość aktywów w zł

Pozycja	Wartość bilansowa	Wysokość korekt	Wartość oszacowania
AKTYWA TRWAŁE	62 816 316	82 725 787	145 542 103
AKTYWA OBROTOWE	8 608 642	0	8 608 642
RAZEM	71 424 958	82 725 787	154 150 744

Pasywa obce

Pod uwagę wzięto:

- I. rezerwy na zobowiązania
- II. zobowiązania długoterminowe,
- III. zobowiązania krótkoterminowe,

Rezerwy na zobowiązania długoterminowe

Największą pozycją są tutaj rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego. Ponadto znajdują się także rezerwy na świadczenia emerytalne oraz inne. Wartości nie korygowano.

Zobowiązania długoterminowe

Mamy tutaj zobowiązania wobec podmiotów powiązanych o terminie spłaty powyżej roku. Wartości nie korygowano.

Zobowiązania krótkoterminowe

Mamy tutaj zobowiązania zarówno wobec podmiotów powiązanych, jak i niepowiązanych o terminie spłaty poniżej roku. Wartości nie korygowano.

Rozliczenia międzyokresowe

W tej pozycji wartości w bilansie przypisane są do „innych rozliczeń międzyokresowych”. Co do zasady zalicza się tu wartość aktywów już otrzymanych, które dopiero w przyszłych okresach sprawozdawczych będą przychodem bilansowym. Nie jest to więc „zobowiązanie”, które Spółka będzie musiała spłacić. W naszym przypadku dotyczy to już otrzymanych dotacji (w części nierozliczonej „w czasie”).

Pozycję tę skorygowano, o kwotę uzyskanych dofinansowań jeszcze nierozliczonych tj. łącznie 8 658 179 zł.

Kwot przedpłat, czy zafakturowanych łącznej kwocie 133 716,34 zł nie korygowano.

Skorygowana wartość pasywów obcych

Tabela nr 7, dane w zł

Pozycja bilansu	Wartość bilansowa	Wysokość korekt	Wartość oszacowania
I. Rezerwy na zobowiązania	3 604 152	0	3 604 152
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1 876 870	0	1 876 870
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne	52 116	0	52 116
3. Pozostałe rezerwy	1 675 166	0	1 675 166
II. Zobowiązania długoterminowe	80 265 509	0	80 265 509
1. Wobec jednostek powiązanych	80 265 509	0	80 265 509
2. Wobec pozostałych jednostek	0	0	0
a. kredyty i pożyczki	0	0	0
b. z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	0	0	0
c. inne zobowiązania finansowe	0	0	0
d. inne	0	0	0
III. Zobowiązania krótkoterminowe	9 770 364	0	9 770 364
1. Wobec jednostek powiązanych	2 283 631	0	2 283 631
a. Z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	146 746	0	146 746
- do 12 miesięcy	146 746	0	146 746
- powyżej 12 miesięcy	0	0	0
b. inne	2 136 885	0	2 136 885
2. Wobec pozostałych jednostek	7 486 733	0	7 486 733
a. kredyty i pożyczki	0	0	0
b. z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	0	0	0
c. inne zobowiązania finansowe	0	0	0
d. Z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	4 137 941	0	4 137 941
- do 12 miesięcy	4 137 941	0	4 137 941

- powyżej 12 miesięcy	0	0	0
e. zaliczki otrzymane na dostawy	0	0	0
f. zobowiązania wekslowe	0	0	0
g. z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadc	1 072 158	0	1 072 158
h. z tytułu wynagrodzeń	768 194	0	768 194
i. inne	1 508 440	0	1 508 440
3. Fundusze specjalne	0	0	0
IV. Rozliczenia międzyokresowe	10 540 404	-8 658 179	1 882 226
1. Ujemna wartość firmy	0	0	0
2. Inne rozliczenia międzyokresowe	10 540 404	-8 658 179	1 882 226
- długoterminowe	8 600 506	-8 658 179	1 882 226
- krótkoterminowe	1 939 898		
PASYWA OBCE	104 180 429	-8 658 179	95 522 250

WYZNACZENIE WARTOŚCI FIRMY WEDŁUG METODY WARTOŚCI
SKORYGOWANEJ AKTYWÓW NETTO (zł)

Skorygowana wartość aktywów	154 150 744
Skorygowana wartość pasywów	95 522 250
Wartość Spółki	58 628 494

Podsumowanie

Po dokonaniu opisanych wyżej korekt bilansowych pozycji uzyskano wartość, która naszym zdaniem odpowiada rynkowej wartości majątku firmy obliczonej według metody majątkowej.

Dokonana wycena Spółki metodą majątkową pozwala na określenie wartości Spółki (tj. 100% jej udziałów) na kwotę:

58 628 494 zł

Wartość pakietu akcji posiadanego przez Miasto Kraków wynosi:

19 725 284 zł

a wartość jednej akcji:

268,44 zł

Rozdział VI Interpretacja wyników wyceny

Dokonując wyceny Cracovii należy zwrócić uwagę na kilka bardzo istotnych aspektów:

- specyfika branży w której działa Spółka - szczególnie duże ryzyko zmienności wyników finansowych
- duże oddziaływanie sportowych, bieżących wyników na wynik finansowy
- niecodzienną sytuacją jest fakt, iż wartość Spółki wyceniona metodą majątkową jest wyższa (i to znacznie), od tej otrzymanej metodą dochodową.
- większościowym właścicielem Spółki jest duży podmiot – Comarch. Comarch jest też jednym z głównych kontrahentów (kupuje usługi), a także finansuje działalność klubu. Jednakże to związanie powoduje, iż to właśnie decyzje właścicielskie mogą mieć decydujący wpływ na bieżące wyniki finansowe, czyli konsekwentnie na bieżącą wycenę Spółki.

Argumenty powyższe skłaniają do szczególnego sposobu interpretacji wyników wyceny, gdzie jako rekomendowaną wartość uznajemy tę uzyskaną w wycenie metodą majątkową.

Jednocześnie widzimy, iż o wartości Spółki w wielkim stopniu decyduje wysoka wartość majątku trwałego – przede wszystkim nieruchomości (oraz wartości nakładów na nieruchomości).

Z kolei obie metody wyceny pokazują bardzo rozbieżne wyniki.

Co prawda w literaturze spotyka się także stosowanie obliczeń metodami mieszanymi (w istocie „uśredniającymi” wynik otrzymane z obu metod) lub wskazywanie „poziomu negocjacyjnego” właśnie dla przedziału wartości leżącej pomiędzy wynikami (z wartości z wycen oboma metodami), jednak w przypadku wyceny akcji Cracovia jako rekomendowaną wartość przyjmujemy te otrzymaną w metodzie majątkowej tj. **58 628 494 zł**.

Jako jedynymi bardzo wrażliwymi wartościami są te dotyczące szacunków wartości niematerialnych i prawnych. W tych pozycjach zarówno samo szacowanie „wartości rynkowej”, jak i możliwa jej szybka zmiana powoduje, że dopuszczamy ewentualne korekty samej wartości (lub ostatecznej ceny transakcyjnej) właśnie w zakresie „korekt” w wycenie poszczególnych „wartości niematerialnych i prawnych” (a w szczególności praw do zawodników).

Załącznik nr 3 do Wycena Akcji Spółki

- MKS „Cracovia” SSA

F. Zysk (strata) na działalności operacyjnej	-15 585	-9 390	-1 484	114	962	1 425	2 565	2 993	3 443	3 918	4 419
G. Przychody finansowe	2 370	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1. Dywidendy i udziały w zyskach	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Odsetki	8	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Zysk z tytułu rozchodu aktywów finansowych	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4. Aktualizacja wartości aktywów finansowych	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Inne	2 362	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
H. Koszty finansowe	4 512	5 295	4 981	4 091	3 278	3 225	3 200	3 200	3 200	3 100	3 000
1. Odsetki	4 288	5 095	4 781	3 891	3 078	3 025	3 000	3 000	3 000	2 900	2 800
2. Strata z tytułu rozchodu aktywów finansowych	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Aktualizacja wartości aktywów finansowych	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4. Inne	224	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
L. Zysk (strata) brutto	-17 726	-14 685	-6 465	-3 977	-2 316	-1 800	-635	-207	243	818	1 419
M. Podatek dochodowy	-398	0	0	0	0	0	0	0	46	155	270
N. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)											
O. Zysk (strata) netto	-17 328	-14 685	-6 465	-3 977	-2 316	-1 800	-635	-207	197	662	1 149

Prognoza bilansu, w tys. zł.

Wyszczególnienie	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031	31.12.2032	31.12.2032
A. Aktywa trwałe	59 409	53 966	50 891	48 292	45 903	43 593	42 018	40 442	38 867	37 292	35 716
I. Wartości niematerialne i prawne	6 934	2 009	1 246	831	415	0	0	0	0	0	0
II. Rzeczowy majątek trwały, w tym:	51 308	50 789	48 477	46 294	44 320	42 425	40 850	39 275	37 699	36 124	34 549
1. Środki trwałe	51 308	50 789	48 477	46 294	44 320	42 425	40 850	39 275	37 699	36 124	34 549
a) grunty	3 070	3 070	3 070	3 070	3 070	3 070	3 070	3 070	3 070	3 070	3 070
b) budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej i wodnej	45 349	45 406	43 831	42 255	40 680	39 105	37 530	35 954	34 379	32 804	31 228
c) urządzenia techniczne i maszyny	1 914	1 765	1 367	968	569	250	250	250	250	250	250
d) środki transportu	786	498	209	0	0	0	0	0	0	0	0
e) inne środki trwałe	189	50	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Środki trwałe w budowie	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Zaliczki na środki trwałe w budowie	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
III. Należności długoterminowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV. Inwestycje długoterminowe	457	457	457	457	457	457	457	457	457	457	457
1. Nieruchomości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Wartości niematerialne i prawne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Długoterminowe aktywa finansowe	457	457	457	457	457	457	457	457	457	457	457
4. Inne inwestycje długoterminowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	710	710	710	710	710	710	710	710	710	710	710
1. Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	699	699	699	699	699	699	699	699	699	699	699
2. Inne rozliczenia międzyokresowe	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
B. Aktywa obrotowe	38 429	37 499	14 807	12 939	11 483	10 552	11 322	12 526	14 141	11 228	13 808
I. Zapasy	359	263	302	317	330	342	354	366	379	392	406
1. Materiały	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Produkty lub półprodukty w toku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Produkty gotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4. Towary	239	175	202	212	220	228	236	244	253	261	271

Załącznik nr 3 do Wycena Akcji Spółki

- MKS „Cracovia” SSA

f) zobowiązania wekslowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
g) z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń	565	565	565	565	565	565	565	565	565	565	565
h) z tytułu wynagrodzeń	246	246	246	246	246	246	246	246	246	246	246
i) inne	791	791	791	791	791	791	791	791	791	791	791
3. Fundusze specjalne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV. Rozliczenia międzyokresowe	11 472	11 124	10 776	10 428	10 080	9 732	9 384	9 036	8 688	8 340	7 992
1. Ujemna wartość firmy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Inne rozliczenia międzyokresowe	11 472	11 124	10 776	10 428	10 080	9 732	9 384	9 036	8 688	8 340	7 992
PASYWA RAZEM	97 839	91 464	65 698	61 231	57 386	54 145	53 340	52 968	53 008	48 519	49 525

Tabele kalkulacji metoda dochodowa, w tys zł.

		31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031	31.12.2032	31.12.2033	Wartość Rezydualna 31.12.2033
Stopa CIT		19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT		-15 585	-9 390	-1 484	114	962	1 425	2 565	2 993	3 443	3 918	4 419	
NOPAT		-12 623	-7 606	-1 202	92	780	1 155	2 078	2 424	2 789	3 173	3 579	
amortyzacja		6 911	7 694	5 325	4 848	4 639	4 560	3 825	3 825	3 825	3 825	3 825	
Inwestycje w środki trwałe		-2 444	-2 250	-2 250	-2 250	-2 250	-2 250	-2 250	-2 250	-2 250	-2 250	-2 250	
Nakłady na kapitał obrotowy		-1 227	96	-39	-15	-13	-12	-12	-12	-13	-13	-14	
FCFF		-9 384	-2 066	1 834	2 676	3 156	3 453	3 641	3 987	4 351	4 736	5 141	0
Wartość rezydualna													83 204
Współczynnik wzrostu po okresie prognozy													1,00%
Koszt kapitału WACC		8,41%	8,41%	8,41%	8,05%	7,24%	7,24%	7,24%	7,24%	7,24%	7,24%	7,24%	7,24%
Okres		-	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
współczynnik dyskontowy		1,000	0,922	0,851	0,793	0,756	0,705	0,657	0,613	0,572	0,533	0,497	0,464
Wpływy zdyskontowane		0	-1 906	1 560	2 121	2 386	2 435	2 394	2 444	2 488	2 524	2 555	38 568

WYCENA metodą DCF	W tys zł
Wartość przedsiębiorstwa przynależna wszystkim stronom finansującym (akcjonariuszom/właścicielom kapitału obcego) (Enterprise Value)	57 569
+ Środki pieniężne	33 960
+ Inwestycje krótko i długoterminowe	457

