

**CONSULTING**

DORADZTWO

POMOC PUBLICZNA

FINANSE

ZARZĄDZANIE

RESTRUKTURYZACJA

WYCENY

e-mail:

[puchowicz@restrukturyzacja.net](mailto:puchowicz@restrukturyzacja.net)

[www.restrukturyzacja.net](http://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, SIERPIEŃ 2022

## 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.....	36

Załącznik nr 1 i 1A – Operaty szacunkowe nieruchomości

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 8.08.2022). Celem wyceny jest ustalenie wartości rynkowej akcji w celu ich prywatyzacji (sprzedaży).

Wycena została dokonana na dzień 30.06.2022 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 – operat szacunkowy został przygotowany 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 14 429 000 zł, a wartość pakietu posiadanego przez Miasto Kraków 4 854 570 zł.
2. Dokonana wycena udziałów Spółki metodą majątkową - skorygowanych aktywów netto wynosi **79 417 728** zł, a wartość pakietu posiadanego przez Miasto Kraków **26 719 725** 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 (w ostatnich dwóch latach oczywiście była to pandemia), 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 30.06.2022 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:

- Pan Janusz Filipiak – Prezes Zarządu
- Pan Jakub Tabisz – 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 (z dużym prawdopodobieństwem zamknięcia kolejnego okresu – roku 2022 wysoką stratą netto).*

- *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)	niskie	wysokie
Ryzyko makroekonomiczne związane z covid/lockdown	wysokie	średnie
Ryzyko branży w której działa spółka tj. ewentualnej dekonjunktury 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 właściciel – 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 Właściciela) 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 ozliwych 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 najodpowiedniejszą<sup>1</sup>). 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.

---

<sup>1</sup> 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 2032 roku – tj. 10,5 lat.

Podstawą do wykonanych projekcji były wyniki za lata: 2018, 2019, 2020 i 2021 oraz I półrocze 2022 (jako dane historyczne), a także budżet Spółki na okres do 30.06.2023. Dokonano także własnych analiz i prognoz w oparciu o przedstawione założenia i spodziewane kierunki rozwoju Spółki w kolejnych latach.

Niestety zdajemy sobie sprawę, iż obecne warunki (po znacznej destabilizacji działalności klubu wywołanej ograniczeniami pandemicznymi) powodują dużą niepewność co do sprawdzalności prognoz finansowych.

Najważniejsze generalne założenia do planów:

- Głównym sponsorem Cracovii pozostaje Comarch SA
- Obostrzenia związane z pandemią znacznie obniżyły przychody z dni meczowych (przede wszystkim „vipowskie wejściówki” i „skyboxy”) oraz zaangażowanie innych sponsorów. Przyjęto jednak, iż ograniczenia te nie będą obowiązywać w sezonie jesiennym 2022 roku i kolejnych latach (choć powrót do „obłożeń” sprzed pandemii może jeszcze potrwać w bieżącym sezonie rozgrywkowym tj. 2022/23).
- Także od 2022 roku Cracovia Training Center w Rącznej będzie w stanie funkcjonować we wcześniej zakładanych warunkach.
- Przychody z Ekstraklasy pozostaną na poziomie sprzed pandemii (jedynie waloryzowane).
- 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](http://www.nbp.pl) za okres 2022-24, daje własne szacunki)

	2022	2023	2024	2025 i kolejne
Inflacja CPI r/r (%)	14,2	12,3	4,1	3,0
PKB r/r (%)	4,7	1,4	2,2	2,5
WIBOR 3M* (%)	5,51	6,20	6,20	4,0

### Prognoza przychodów:

Założono przychody w latach 2022 zgodnie z prognozą uwzględniającą obecną sytuację finansową (wyniki po I półroczu 2022), zawarte kontrakty oraz założenia budżetu. W kolejnych latach planowany jest wzrost przychodów o ok. 20% w latach 2023 i 2024, o 10% w 2025 roku i o 5-3,5 % w latach kolejnych

Tabela nr 1, Planowane przychody tys zł

Wyszczególnienie	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
Przychody netto ze sprzedaży produktów, tow. i materiałów	34 696	41 472	49 600	54 489	57 192	59 470
Pozostałe przychody operacyjne	9 342	9 436	9 532	9 630	9 728	9 828
Przychody finansowe	0	0	0	0	0	0

Wyszczególnienie	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031	31.12.2032
Przychody netto ze sprzedaży produktów, tow. i materiałów	61 546	63 694	65 917	68 219	70 600
Pozostałe przychody operacyjne	9 929	10 032	10 135	10 240	10 347
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 2022 i 2023, dane tys zł

	Przychody	31.12.2022	31.12.2023
1	Przychody z biletów	1 350	1 643

	bilety - rozgrywki krajowe	900	1 128
	bilety - rozgrywki międzynarodowe	0	0
	karnety	450	515
	opłaty członkowskie	0	0
	inne	0	0
<b>2</b>	<b>Sponsoring i reklamy</b>	<b>12 021</b>	<b>13 853</b>
	sponsor techniczny	409	434
	główny sponsor	7 640	8 935
	sponsor stadionu	260	320
	reklamy na stadionie	2 277	2 722
	inne	1 435	1 442
<b>3</b>	<b>Transmisja (telewizja)</b>	<b>14 098</b>	<b>23 587</b>
	rozgrywki krajowe	14 098	23 587
	inne	0	0
<b>4</b>	<b>Działalność handlowa</b>	<b>8 217</b>	<b>10 211</b>
	sprzedaż towarów	955	983
	wykorzystanie obiektów, poza dniami meczowymi	4 267	5 657
	inne	2 995	3 571
<b>5</b>	<b>UEFA</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
	Rozgrywki UEFA - prawa telewizyjne	0	0
	Rozgrywki UEFA - działalność handlowa	0	0
	Rozgrywki UEFA - nagrody, premie	0	0
	Fundusz solidarnościowy UEFA	0	0
	Rozgrywki UEFA - pozostałe	0	0
<b>6</b>	<b>Inne przychody</b>	<b>697</b>	<b>1 696</b>
	działalność sportowa	17	20
	Inne	680	1 676
<b>7</b>	<b>Zmiana stanu produktów</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>8</b>	<b>Razem przychody</b>	<b>36 383</b>	<b>50 989</b>
	Przychody ze sprzedaży produktów	35 428	50 006
	Zmiana stanu produktów	0	0
	Przychody ze sprzedaży towarów	955	983

W ramach pozostałych przychodów operacyjnych najważniejszą pozycję stanowią 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	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
Koszty sprzedanych produktów	56 129	57 331	59 279	60 814	62 101	63 808
a) amortyzacja	6 978	5 734	5 624	5 549	5 178	5 178

b) zużycie materiałów i energii	6 071	6 375	6 630	6 829	7 034	7 245
c) usługi obce	23 376	24 545	25 526	26 292	27 081	27 893
d) podatki i opłaty	1 848	1 940	2 018	2 079	2 141	2 205
e) wynagrodzenia	13 468	14 142	14 707	15 148	15 603	16 071
f) ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	1 481	1 556	1 618	1 666	1 716	1 768
g) pozostałe koszty rodzajowe	2 333	2 450	2 548	2 624	2 703	2 784
h) wartość sprzedanych towarów i materiałów	573	590	608	626	645	664
Pozostałe koszty operacyjne	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100
Koszty finansowe	1 819	1 565	1 590	1 571	1 497	1 396

Wyszczególnienie	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031	31.12.2032
Koszty sprzedanych produktów	64 881	66 693	68 559	70 481	72 184
a) amortyzacja	4 492	4 492	4 492	4 492	4 216
b) zużycie materiałów i energii	7 462	7 686	7 916	8 154	8 399
c) usługi obce	28 730	29 592	30 480	31 394	32 336
d) podatki i opłaty	2 271	2 340	2 410	2 482	2 556
e) wynagrodzenia	16 553	17 050	17 561	18 088	18 631
f) ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	1 821	1 875	1 932	1 990	2 049
g) pozostałe koszty rodzajowe	2 868	2 954	3 042	3 134	3 228
h) wartość sprzedanych towarów i materiałów	684	704	726	747	770
Pozostałe koszty operacyjne	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100
Koszty finansowe	1 288	1 163	1 038	913	763

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

Tabela nr 4, Planowane koszty operacyjne, wg procesów w roku 2022 i 2023 tys zł

	<b>Koszty</b>	<b>31.12.2022</b>	<b>31.12.2023</b>
<b>1</b>	<b>amortyzacja</b>	<b>6 978</b>	<b>6 068</b>
	majatek trwały	2 355	2 688
	wnip - zawodnicy	4 593	3 350
	wnip - pozostali	30	30
<b>2</b>	<b>Inne koszty</b>	<b>36 630</b>	<b>38 862</b>
	zmienne koszty meczów	21 959	24 214
	koszty marketingu i sponsoringu	699	640
	wartość sprzed towarów i materiałów	573	649
	koszty sprzed towarów i materiałów	0	0
	koszty nieruchomości i wynajmu obiektów	9 806	9 993
	koszty administracyjne	1 250	1 150
	koszty szkolenia młodzieży	1 022	1 022
	inne koszty działalności sportowej	1 033	916
	inne	288	278

<b>3</b>	<b>Wynagrodzenia</b>	<b>15 968</b>	<b>17 625</b>
	zawodników	14 968	16 325
	pozostałych pracowników	1 000	1 300
<b>4</b>	<b>Świadczenia pracownicze</b>	<b>1 995</b>	<b>2 266</b>
	zawodników	1 831	2 116
	pozostałych pracowników	164	150
	<b>Razem</b>	<b>61 572</b>	<b>64 820</b>

- 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 30.06.2022 rok.

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 (Equity Value) = EV (Enterprise Value) + Cash + NOA – 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:

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

gdzie:

- ✓ Cost of Equity – Średni nominalny koszt kapitału własnego: 9,56%,
- ✓ Cost of Debt – Średni nominalny koszt kapitału obcego: 4,86%,
- ✓ % (Capital Structure) – Struktura kapitałowa,
- ✓ Tax Rate – Stopa podatkowa: 19,0%,
- ✓ Additional operating risk discount – Dodatkowa premia za ryzyko operacyjne: 4,0%.

gdzie:

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

gdzie:

- ✓ Risk Free Rate – Średnia nominalna stopa procentowa wolna od ryzyka: 3,37% (na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych),
  - ✓ Equity Risk Premium – Premia za ryzyko: 6,19%,  
(wg Prof. Aswatha Damodarana z New York Stern University – [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](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.

$$\mathbf{WACC\ (Weighted\ average\ cost\ of\ capital) = 4,16\% + 4,0\% = 8,16\%}$$

#### **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 8,16%.

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 74 659 000 zł.

2. Wartość przedsiębiorstwa przynależna wyłącznie akcjonariuszom (Equity Value) wynosi 18 037 000 zł.

3. Skorygowana wartość przedsiębiorstwa przynależna wyłącznie akcjonariuszom (Adjusted Equity Value) wynosi 14 429 000 zł.

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

**14 429 000 zł**

Wartość pakietu akcji posiadanego przez Miasto Kraków wynosi:

**4 854 570 zł**

*a wartość jednej akcji:*

**66,07 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 30.06.2022 r i wyceny poszczególnych jego składników.

Sprawozdanie Spółki na 30.06.2022 nie było badane przez biegłego rewidenta. Badane było sprawozdanie na dzień 31.12.2021 i audytor nie miał zastrzeżeń co do rzetelności tego sprawozdania.

Warto także zwrócić uwagę iż przeglądowi śródrocznemu 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 (96-ciu), ale także Cracovia dysponuje zawodnikami, którzy wg. specjalistycznych portali<sup>2</sup> „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

---

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

właściwie jedyne dostępne źródło – portal transfermarkt.pl możemy wskazać, iż jedynie 31 zawodników Cracovia zostało uwzględnionych, jako posiadających „wartość rynkową”. Łączna wartość tych zawodników według aktualnej wyceny tego portalu wyniosła 13 175 000 EUR (po kursie z dnia 30.06.2022 tj 4,6806 daje 61 666 905 zł).

*Istotne informacje dotyczą ujęcia w Raporcie następujących zawodników (dane z informacji przedstawionych przez Cracovia):*

- *Pelle van Amersfoort - odszedł za darmo po zakończeniu kontraktu który obowiązywał do 30.06.2022 – dlatego wartość wyceny wynosi 0 (zawodnik powinien być też naszym zdaniem z ta data zostać „wyksięgowany”).*
- *Evgen Knopylienka - ma kontrakt do 30.06.2023, ewentualna sprzedaż możliwa tylko w okienku zimowym, co jednak wydaje się bardzo mało prawdopodobne. Biorąc pod uwagę te ograniczenia, a także specyficzny sposób pozyskania tego zawodnika przez Cracovię do kalkulacji przyjęto wartość rynkową jako 600 000 EUR (wg. transfermarkt to 1 200 000 EUR).*

Należy jednak wskazać na istotne ograniczenia dotyczące tych wycen:

- W połowie roku odbywają się transfery zawodników, stad mamy do czynienia z sytuacją, że do drużyny przychodzą lub odchodzą zawodnicy np. na początku lipca i wobec tego konsekwentnie przyjęto stan i „wyceny” na dzień 30.06.2022 (nawet jeśli już obecnie zawodnik zmienił klub / i odwrotnie gdy doszedł do drużyny np. w lipcu 2022).
- 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” – rzędu 3-6 tys zł (do 10 tys zł).
- 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 50% „wartości rynkowej” wszystkich zawodników klubu wg. transfermarkt.eu.

Stąd łączną wartość praw (wartości niematerialnych i prawnych) związanych z zawodnikami oceniono na 30 833 453 zł (tj. 50% z 61 666 905 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 literaturze<sup>3</sup> 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?

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 (gdzie roczne dochody ze sprzedaży gadżetów to rząd wielkości 100 tys zł – przy 300 tys zł przychodów).*

Ostatecznie dokonano korekty wartości znaków handlowych/towarowych do wartości początkowej (wartość bilansowa brutto) czyli 552 702 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

---

<sup>3</sup> Panfil, Szablewski Wycena przedsiębiorstwa od teorii do praktyki”

bilansową, jak i ich małą uniwersalność skorygowano wartość tej grupy aktywów do 0.

*Zestawienia wartości niematerialnych i prawnych znajdują się w Załączniku nr 2 do Wyceny*

#### *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 sporządzony dla nieruchomości przy ul. Wielickiej określa wartość rynkową tej nieruchomości na dzień 30.06.2022 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 +2 488 941 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 jest posiada w użytkowaniu wieczystym grunty oraz posadowionych budynków i budowli.

Na mocy Umowy dzierżawy z 2014 roku cała nieruchomość została wdzierżawiona 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 wyceną<sup>4</sup> z 2012 r), ale również same zapisy umowy można stwierdzić, iż rzeczywista wartość 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 22 980,82 zł (poziom umorzenia 84,6%)*

*b/ „budynek administracyjno-mieszkalny” o wartości bilansowej 114 838,82 zł (poziom umorzenia 55,8%)*

*Zakładany 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 sporządzony dla nieruchomości przy ul. 3-go Maja określa wartość rynkową tej nieruchomości na dzień 30.06.2022 na wartość 35 199 000 zł i do tej wartości została skorygowana jej wartość (wysokość korekty + 33 128 600 zł).

---

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

*Operat szacunkowy dla nieruchomości przy ul. Wielickiej stanowi załącznik nr 1 do opracowania.*

*Operat szacunkowy dla nieruchomości przy ul. 3-go Maja 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, budowlę 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 nominalnie).

Przeanalizowano sprawozdanie finansowe za 2021 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 31.12.2021 roku 1 386 003 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 - choć w ostatnich dwóch latach były one stosunkowo niewielkie). 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 693 001 zł (tj.  $1\,386\,003\text{ zł} * 50\%$ ).

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 +285 923 wynoszą 743 218 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 597 686 zł oraz inne 11 717 zł. Tych wartości nie korygowano.

#### *Zestawienie skorygowanej wartości netto aktywów trwałych*

*Tabela nr 5, dane w zł*

<b>Pozycja bilansu</b>	<b>Wartość bilansowa</b>	<b>Wysokość korekt</b>	<b>Wartość oszacowania</b>
I. Wartości niematerialne i prawne	10 540 216	20 825 419	31 365 635
1. Wartości zawodników	10 529 011	20 304 442	30 833 453
2. Wartość firmy (znak Cracovia)	0	552 702	552 702
3. Inne wartości niematerialne i prawne	11 206	-31 725	-20 519
II. Rzeczowe aktywa trwałe	54 035 418	50 754 275	104 789 693
1. Środki trwałe	53 982 971	50 806 722	104 789 692
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	46 996 345	2 351 121	49 347 466
własne (ul. Wielicka)	6 873 059	2 488 941	9 362 000
własne (3-go maja)	137 820	-137 820	0

na obcym gruncie	39 985 466	0	39 985 466
c. Urządzenia techniczne i maszyny	2 324 913	0	2 324 913
d. środki transportu	1 272 424	0	1 272 424
e. Inne środki trwałe	318 889	0	318 889
2. Środki trwałe w budowie	52 447	-52 447	0
3. Zaliczki na środki trwałe w budowie	0	0	0
III. Należności długoterminowe	0	0	0
IV. Inwestycje długoterminowe	457 295	293 001	750 296
a. Nieruchomości	0	0	0
b. Wartości niematerialne i prawne	0	0	0
c. Długoterminowe aktywa finansowe	457 295	293 001	750 296
Bonus Management	400 000	293 001	693 001
Pozostałe	57 295	0	57 295
d. Inne inwestycje długoterminowe	0	0	0
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	609 404	0	609 404
1. Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	597 686	0	597 686
2. Inne rozliczenia międzyokresowe	11 717	0	11 717
<b>RZECZOWE aktywa trwałe</b>	<b>65 642 333</b>	<b>71 872 695</b>	<b>137 515 029</b>

### 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*

<b>Pozycja</b>	<b>Wartość bilansowa</b>	<b>Wysokość korekt</b>	<b>Wartość oszacowania</b>
I. Zapasy	763 819	0	763 819
1. Materiały	0	0	0
2. Półprodukty i produkty w toku	0	0	0
3. Produkty gotowe	0	0	0
4. Towary	461 366	0	461 366
5. Zaliczki na dostawy	302 453	0	302 453
II. Należności krótkoterminowe	4 847 789	0	4 847 789
1. Należności od jednostek powiązanych:	841 909	0	841 909
a. Z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	841 909	0	841 909
- do 12 miesięcy	841 909	0	841 909
- powyżej 12 miesięcy	0	0	0
2. Należności od pozostałych jednostek:	4 005 880	0	4 005 880
a. Z tytułu dostaw i usług, o okresie spłaty:	2 138 386	0	2 138 386
- do 12 miesięcy	2 138 386	0	2 138 386
- powyżej 12 miesięcy	0	0	0
b. z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz innych świadczeń	1 561 896	0	1 561 896
c. inne	305 597	0	305 597
d. dochodzone na drodze sądowej	0	0	0
III. Inwestycje krótkoterminowe	1 204 576	0	1 204 576
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	1 204 576	0	1 204 576
a. środki pieniężne i inne aktywa finansowe	1 204 576	0	1 204 576
- środki pieniężne w kasie i na rachunkach	1 204 576	0	1 204 576
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 908 959	0	1 908 959
<b>AKTYWA OBROTOWE</b>	<b>8 725 142</b>	<b>0</b>	<b>8 725 142</b>

*Skorygowana wartość aktywów w zł*

<b>Pozycja</b>	<b>Wartość bilansowa</b>	<b>Wysokość korekt</b>	<b>Wartość oszacowania</b>
AKTYWA TRWAŁE	65 642 333	71 872 695	137 515 029
AKTYWA OBROTOWE	8 725 142	0	8 725 142
RAZEM	74 367 475	71 872 695	146 240 171



*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 9 092 126,76 zł.

Kwot przedpłat, czy zafakturowanych usług (przypadających na inne okresy niż data faktury) w łącznej kwocie 133 716,34 zł nie korygowano.

**Skorygowana wartość pasywów obcych**

Tabela nr 7, dane w zł

<b>Pozycja bilansu</b>	<b>Wartość bilansowa</b>	<b>Wysokość korekt</b>	<b>Wartość oszacowania</b>
I. Rezerwy na zobowiązania	2 643 999	0	2 643 999
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	2 187 492	0	2 187 492
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne	53 757	0	53 757
3. Pozostałe rezerwy	402 749	0	402 749
II. Zobowiązania długoterminowe	57 594 050	0	57 594 050
1. Wobec jednostek powiązanych	57 594 050	0	57 594 050
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	6 450 678	0	6 450 678
1. Wobec jednostek powiązanych	900 463	0	900 463
a. Z tytułu dostaw i usług, o okresie wymagalności:	210 551	0	210 551
- do 12 miesięcy	210 551	0	210 551
- powyżej 12 miesięcy	0	0	0
b. inne	689 912	0	689 912
2. Wobec pozostałych jednostek	5 550 214	0	5 550 214
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:	3 040 913	0	3 040 913
- do 12 miesięcy	3 040 913	0	3 040 913
- 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 świadczeń	1 066 138	0	1 066 138
h. z tytułu wynagrodzeń	410 248	0	410 248
i. inne	1 032 915	0	1 032 915
3. Fundusze specjalne	0	0	0
IV. Rozliczenia międzyokresowe	9 225 844	-9 092 127	133 716
1. Ujemna wartość firmy	0	0	0
2. Inne rozliczenia międzyokresowe	9 225 844	-9 092 127	133 716
- długoterminowe	9 034 454	-9 034 454	0
- krótkoterminowe	191 389	-57 673	133 716
<b>PASYWA OBCE</b>	<b>75 914 570</b>	<b>-9 092 127</b>	<b>66 822 443</b>

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

<b>Skorygowana wartość aktywów</b>	<b>146 240 171</b>
<b>Skorygowana wartość pasywów</b>	<b>66 822 443</b>
<b>Wartość Spółki</b>	<b>79 417 728</b>

### **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:

**79 417 728 zł**

Wartość pakietu akcji posiadanego przez Miasto Kraków wynosi:

**26 719 725 zł**

*a wartość jednej akcji:*

**363,63 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.
- większościovym 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. **79 417 728 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).

## Prognoza rachunku zysków i strat, w tys zł

Wyszczególnienie	31.12.2022	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
<b>A. Przychody netto ze sprzedaży produktów, tow. i materiałów</b>	<b>34 696</b>	<b>41 472</b>	<b>49 600</b>	<b>54 489</b>	<b>57 192</b>	<b>59 470</b>	<b>61 546</b>	<b>63 694</b>	<b>65 917</b>	<b>68 219</b>	<b>70 600</b>
1. Przychody netto ze sprzedaży produktów	33 741	40 489	48 587	53 446	56 118	58 363	60 406	62 520	64 708	66 973	69 317
2. Zmiana stanu produktów	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	955	983	1 013	1 043	1 074	1 107	1 140	1 174	1 209	1 246	1 283
<b>B. Koszty sprzedanych produktów</b>	<b>56 129</b>	<b>57 331</b>	<b>59 279</b>	<b>60 814</b>	<b>62 101</b>	<b>63 808</b>	<b>64 881</b>	<b>66 693</b>	<b>68 559</b>	<b>70 481</b>	<b>72 184</b>
a) amortyzacja	6 978	5 734	5 624	5 549	5 178	5 178	4 492	4 492	4 492	4 492	4 216
b) zużycie materiałów i energii	6 071	6 375	6 630	6 829	7 034	7 245	7 462	7 686	7 916	8 154	8 399
c) usługi obce	23 376	24 545	25 526	26 292	27 081	27 893	28 730	29 592	30 480	31 394	32 336
d) podatki i opłaty	1 848	1 940	2 018	2 079	2 141	2 205	2 271	2 340	2 410	2 482	2 556
e) wynagrodzenia	13 468	14 142	14 707	15 148	15 603	16 071	16 553	17 050	17 561	18 088	18 631
f) ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	1 481	1 556	1 618	1 666	1 716	1 768	1 821	1 875	1 932	1 990	2 049
g) pozostałe koszty rodzajowe	2 333	2 450	2 548	2 624	2 703	2 784	2 868	2 954	3 042	3 134	3 228
h) wartość sprzedanych towarów i materiałów	573	590	608	626	645	664	684	704	726	747	770
<b>C. Zysk (strata) ze sprzedaży</b>	<b>-21 433</b>	<b>-15 859</b>	<b>-9 680</b>	<b>-6 325</b>	<b>-4 908</b>	<b>-4 339</b>	<b>-3 335</b>	<b>-2 999</b>	<b>-2 642</b>	<b>-2 262</b>	<b>-1 584</b>
<b>D. Pozostałe przychody operacyjne</b>	<b>9 342</b>	<b>9 436</b>	<b>9 532</b>	<b>9 630</b>	<b>9 728</b>	<b>9 828</b>	<b>9 929</b>	<b>10 032</b>	<b>10 135</b>	<b>10 240</b>	<b>10 347</b>
1. Zysk z tytułu rozchodu niefinansowych aktywów trwałych	7 292	7 386	7 482	7 580	7 678	7 778	7 879	7 982	8 085	8 190	8 297
2. Dotacje	950	950	950	950	950	950	950	950	950	950	950
3. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4. Inne przychody operacyjne	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100
<b>E. Pozostałe koszty operacyjne</b>	<b>1 100</b>	<b>1 100</b>	<b>1 100</b>	<b>1 100</b>	<b>1 100</b>	<b>1 100</b>	<b>1 100</b>	<b>1 100</b>	<b>1 100</b>	<b>1 100</b>	<b>1 100</b>
1. Strata z tytułu rochodu niefinansowych aktywów trwałych	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Inne koszty operacyjne	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100
<b>F. Zysk (strata) na działalności operacyjnej</b>	<b>-13 191</b>	<b>-7 522</b>	<b>-1 247</b>	<b>2 205</b>	<b>3 720</b>	<b>4 389</b>	<b>5 494</b>	<b>5 933</b>	<b>6 394</b>	<b>6 878</b>	<b>7 663</b>

## Załącznik nr 3 do Wycena Akcji Spółki

## - MKS „Cracovia” SSA

<b>G. Przychody finansowe</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
1. Dywidendy i udziały w zyskach	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Odsetki	0	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	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>H. Koszty finansowe</b>	<b>1 819</b>	<b>1 565</b>	<b>1 590</b>	<b>1 571</b>	<b>1 497</b>	<b>1 396</b>	<b>1 288</b>	<b>1 163</b>	<b>1 038</b>	<b>913</b>	<b>763</b>
1. Odsetki	1 219	1 465	1 490	1 471	1 397	1 296	1 188	1 063	938	813	663
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	600	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>L. Zysk (strata) brutto</b>	<b>-15 010</b>	<b>-9 087</b>	<b>-2 837</b>	<b>635</b>	<b>2 223</b>	<b>2 993</b>	<b>4 206</b>	<b>4 770</b>	<b>5 356</b>	<b>5 966</b>	<b>6 900</b>
M. Podatek dochodowy	0	0	0	121	422	569	799	906	1 018	1 133	1 311
N. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)											
<b>O. Zysk (strata) netto</b>	<b>-15 010</b>	<b>-9 087</b>	<b>-2 837</b>	<b>514</b>	<b>1 801</b>	<b>2 425</b>	<b>3 407</b>	<b>3 864</b>	<b>4 339</b>	<b>4 832</b>	<b>5 589</b>









## Załącznik nr 3 do Wycena Akcji Spółki

## - MKS „Cracovia” SSA

d) z tytułu dostaw i usług	4 278	5 113	6 115	6 718	7 051	7 332	7 588	7 853	8 127	8 411	8 704
- do 12 miesięcy	4 278	5 113	6 115	6 718	7 051	7 332	7 588	7 853	8 127	8 411	8 704
- powyżej 12 miesięcy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
e) zaliczki otrzymane na dostawy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
f) zobowiązania wekslowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
g) z tytułu podatków, dotacji, ceł, ubezpiec. i innych świadczeń	732	732	732	732	732	732	732	732	732	732	732
h) z tytułu wynagrodzeń	169	169	169	169	169	169	169	169	169	169	169
i) inne	925	925	925	925	925	925	925	925	925	925	925
3. Fundusze specjalne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>IV. Rozliczenia międzyokresowe</b>	<b>11 909</b>	<b>10 865</b>	<b>9 821</b>	<b>8 777</b>	<b>7 733</b>	<b>6 689</b>	<b>5 645</b>	<b>4 601</b>	<b>3 557</b>	<b>2 991</b>	<b>2 991</b>
1. Ujemna wartość firmy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Inne rozliczenia międzyokresowe	11 909	10 865	9 821	8 777	7 733	6 689	5 645	4 601	3 557	2 991	2 991
długoterminowe	8 918	7 874	6 830	5 786	4 742	3 698	2 654	1 610	566	0	0
krótkoterminowe	2 991	2 991	2 991	2 991	2 991	2 991	2 991	2 991	2 991	2 991	2 991
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>73 185</b>	<b>65 889</b>	<b>63 010</b>	<b>61 543</b>	<b>58 266</b>	<b>56 240</b>	<b>53 860</b>	<b>51 944</b>	<b>50 513</b>	<b>50 063</b>	

## Tabele kalkulacji metoda dochodowa, w tys zł.

	31.12.2022	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	Wartość Rezydualna 31.12.2032
Stopa CIT	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT	-13 191	-7 522	-1 247	2 205	3 720	4 389	5 494	5 933	6 394	6 878	7 663	
NOPAT	-10 685	-6 093	-1 010	1 786	3 013	3 555	4 450	4 806	5 179	5 571	6 207	
amortyzacja	6 978	5 734	5 624	5 549	5 178	5 178	4 492	4 492	4 492	4 492	4 216	
Inwestycje w środki trwałe	-4 430	-2 250	-2 250	-2 250	-2 250	-2 250	-2 250	-2 250	-2 250	-2 250	-2 250	
Nakłady na kapitał obrotowy	-802	61	79	34	3	-4	-8	-8	-8	-8	-8	
<b>FCFF</b>	<b>-8 939</b>	<b>-2 548</b>	<b>2 443</b>	<b>5 119</b>	<b>5 944</b>	<b>6 479</b>	<b>6 684</b>	<b>7 040</b>	<b>7 413</b>	<b>7 805</b>	<b>8 164</b>	<b>0</b>
<b>Wartość rezydualna</b>												<b>110 961</b>
Współczynnik wzrostu po okresie prognozy												<b>1,00%</b>
<b>Koszt kapitału WACC</b>	<b>10,88%</b>	<b>10,48%</b>	<b>8,86%</b>	<b>7,24%</b>	<b>7,24%</b>	<b>7,24%</b>	<b>7,24%</b>	<b>7,24%</b>	<b>7,25%</b>	<b>7,62%</b>	<b>8,43%</b>	<b>8,43%</b>
Okres	-	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
współczynnik dyskontowy	1,000	0,905	0,844	0,811	0,756	0,705	0,657	0,613	0,571	0,516	0,445	0,411
<b>Wpływy zdyskontowane</b>	<b>-4 470</b>	<b>-2 306</b>	<b>2 062</b>	<b>4 151</b>	<b>4 494</b>	<b>4 568</b>	<b>4 394</b>	<b>4 316</b>	<b>4 235</b>	<b>4 030</b>	<b>3 634</b>	<b>45 550</b>

WYCENA metodą DCF	na 30-06-2022
Wartość przedsiębiorstwa przynależna wszystkim stronom finansującym (akcjonariuszom/właścicielom kapitału obcego) (Enterprise Value)	74 659
+ Środki pieniężne	1 205
+ Inwestycje krótko i długoterminowe	457



## Załącznik nr 3 do Wycena Akcji Spółki

## - MKS „Cracovia” SSA

Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>Koszt kapitału własnego (Cost of Equity)</b>	<b>14,28%</b>	<b>12,36%</b>	<b>10,43%</b>	<b>8,51%</b>	<b>8,51%</b>	<b>8,51%</b>	<b>8,51%</b>	<b>8,51%</b>	<b>8,51%</b>	<b>8,51%</b>	<b>8,51%</b>	<b>9,56%</b>
<b>Koszt długu - Kredyty i pożyczki</b>	<b>7,50%</b>	<b>8,00%</b>	<b>6,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,86%</b>
<b>Koszt długu - Inne zobowiązania oprocentowane</b>	<b>7,50%</b>	<b>8,00%</b>	<b>6,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,00%</b>	<b>4,86%</b>
Stopa podatkowa	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	
<b>WACC (Weighted average cost of capital)</b>	<b>6,88%</b>	<b>6,48%</b>	<b>4,86%</b>	<b>3,24%</b>	<b>3,24%</b>	<b>3,24%</b>	<b>3,24%</b>	<b>3,24%</b>	<b>3,25%</b>	<b>3,62%</b>	<b>4,43%</b>	<b>4,16%</b>
Dodatkowa premia za ryzyko operacyjne	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	
<b>Skorygowany WACC</b>	<b>10,88%</b>	<b>10,48%</b>	<b>8,86%</b>	<b>7,24%</b>	<b>7,24%</b>	<b>7,24%</b>	<b>7,24%</b>	<b>7,24%</b>	<b>7,25%</b>	<b>7,62%</b>	<b>8,43%</b>	<b>8,16%</b>

Stopa wolna od ryzyka - Rentowność obligacji skarbowych na rynku wtórnym	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-06-30
10-letnie	3,28%	2,75%	1,99%	1,15%	3,53%	<b>7,09%</b>
					<b>2,54%</b>	

<https://financialcraft.pl/rentownosc-obligacji-skarbowych/>

Nominalna premia za ryzyko - wg Prof. Aswatha Damodara z New York Stern University	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-06-30
Enter the current risk premium for a mature equity market	5,08%	5,96%	5,20%	4,72%	4,24%	6,01%
Country Risk Premium Poland	0,98%	1,18%	0,84%	0,82%	0,84%	1,18%
Equity Risk Premium Poland	6,06%	7,14%	6,04%	5,54%	5,08%	<b>7,19%</b>
					<b>5,97%</b>	

<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>