RAPORT Z WYCENY WARTOŚCI

CONRES Sp. z o.o.

KRS 0000235446

ORAZ

UDZIAŁÓW PANA BOGDANA PAWŁOWSKIEGO W

PRZEDSIĘBIORSTWIE CONRES Sp. z o.o.

Lublin, 2021-06-10

Spis treści

Podsumowanie wyceny ... 3
1. Specyfikacja warunków zlecenia ... 6
Przedmiot wyceny ... 6
Cel wyceny i zakładane wykorzystanie wyceny ... 7
Zlecający oraz inni użytkownicy wyceny ... 7
Standard wartości wyceny wraz z definicją ... 8
Określenie podstawowego założenia wyceny ... 8
Data wyceny oraz data przygotowania raportu ... 9
Źródła informacji użyte w wycenie ... 9
2. Opis przedmiotu działalności Spółki i zdarzeń istotnych dla sporządzenia wyceny ... 13
3. Metody wyceny oraz rekomendacja wartości ... 15
3.1. Uzasadnienie wyboru zastosowanych podejść i metod wyceny ... 15
3.2. Charakterystyka stosowanych metody wyceny, z przedstawieniem poszczególnych etapów i procedur ... 17
3.2.1. Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF, Discounted Cash Flows) . 17
3.2.2. Metoda porównań rynkowych (mnożnikowa) ... 19
3.2.3. Metoda skorygowanych aktywów netto (księgowa) ... 20
4. Zakres niezbędnych informacji, założeń i parametrów istotnych dla sporządzenia wyceny wraz z wyjaśnieniami, w jaki sposób kluczowe parametry zostały oszacowane i przyjęte przez wyceniającego ... 21
5. Wyceny wartości przedsiębiorstwa Conres Sp. z o.o. ... 25
5.1. Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) ... 25
5.2. Metoda porównań rynkowych (mnożnikowa) ... 25
5.3. Metoda wartości księgowej netto ... 26
5.4. Sformułowanie finalnej opinii (rekomendowana wartość) ... 27
6. Klauzule i zastrzeżenia ... 27

Podsumowanie wyceny

Raport prezentuje kalkulacje i uzasadnienie wyceny wartości rynkowej przedsiębiorstwa działającego pod firmą **Conres Sp. z o.o.** z siedzibą rejestrową w Rzeszowie (dalej: Przedsiębiorstwo, Spółka, Podmiot, Jednostka, Firma). Wycenę przeprowadzono na zlecenie Syndyka masy upadłości (Zamawiający) w związku z planowanym zbyciem udziałów.

Wycenę sporządzono według standardu zawartego w Krajowym Standardzie Wyceny Specjalistycznym Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw (KSWS OZWP). Stowarzyszenie Biegłych Wyceny Przedsiębiorstw w Polsce przyjęło standard na posiedzeniu w dniu 19 sierpnia 2015 roku. Zgodnie z przyjętym standardem możliwe jest przedstawienie oszacowania wartości w ujęciu przedziałowym, a każda operacja dotycząca 100% kapitałów własnych przedsiębiorstwa przy ich wartości we wskazanym powyżej przedziale jest uznana jako przeprowadzona po cenie godziwej.

Ze względu na przytoczone poniżej informacje, z których wynika, iż:

(1) spółka Conres nie generuje żadnych przychodów bilansowych (dotyczy okresu objętego analizą w niniejszej ekspertyzie);

(2) przedsiębiorstwo osiąga corocznie wysoki poziom straty bilansowej netto (okres jak wyżej);

(3) wspólnicy na Zwyczajnym Zgromadzeniu Spółki odbytym w dniu 28 czerwca 2019 r. podjęli Uchwałę nr 6 w przedmiocie dalszego istnienia jednostki postanawiającą nie kontynuować dalszej działalności podmiotu, celem niepogarszania sytuacji obecnych wierzycieli;

(4) podmiot praktycznie nie generuje przepływów środków pieniężnych;

(5) firma Conres nie posiada nadwyżek gotówkowych, a środki w kasie i na rachunkach na koniec 2019 r. wynosiły w sumie zaledwie 400,08 zł;

(6) spółka nie posiada żadnych bilansowych aktywów trwałych (w tym majątku potencjalnie możliwego do zbycia);

(7) aktywa obrotowe jednostki zbudowane są wyłącznie z należności (tzn. całkowity brak jakichkolwiek zapasów, gotówka w wysokości 400,08 zł), z czego w zdecydowanej większości (89% ogółu należności krótkoterminowych/aktywów obrotowych) są to bardzo trudne do odzyskania krótkoterminowe należności od jednostek powiązanych inne niż z tytułu dostaw i usług (ten sam poziom tych należności w trzech kolejnych bilansach przedsiębiorstwa), a resztę (11% ogółu należności) stanowią także trudne do ściągnięcia inne krótkookresowe należności od pozostałych jednostek (ten sam poziom tych należności w trzech kolejnych bilansach podmiotu);

(8) dług netto spółki Conres na koniec 2019 roku wyniósł 67.578 tys. zł;

(9) przedsiębiorstwo posiada olbrzymie sięgające prawie 100 mln zł (97.963 tys. zł wg stanu na dzień 31.12.2019 r.) ujemne kapitały własne, których poziom corocznie się zwiększa;

(10) skumulowane starty netto wygenerowane przez firmę od początku jej działalności do dnia 31.12.2019 r. wyniosły 106.916.326,47 zł;

(11) poziom wskaźnika EBITDA dla Conres Sp. z o.o. przyjmuje corocznie wartości ujemne (w okresie objętym analizą w niniejszej ekspertyzie);

(12) Spółka ma zaciągnięte zobowiązania krótkoterminowe finansujące jej majątek w wysokości ponad 101,5 mln zł (dokładnie 101.547 tys. zł wg stanu na dzień 31.12.2019 r.), z czego zobowiązania wobec pozostałych jednostek z tytułu kredytów i pożyczek przekraczają 67.574 tys. zł, inne zobowiązania finansowe wynoszą 18.950 tys. zł, zaś inne zobowiązania krótkookresowe przyjmują wartość 13.087 tys. zł. Przedsiębiorstwo nie spłaciło także swoich zobowiązań wobec dostawców. Na dzień 31.12.2019 r. podmiot nie uregulował zapłaty z tytułu dostaw i usług o okresie wymagalności powyżej 12 miesięcy na kwotę 1.874.292,91 zł;

oszacowanie wartości firmy pod nazwą Conres Sp. z o.o. jest praktycznie niemożliwe do wykonania za pomocą uznanych powszechnie w literaturze przedmiotu metod wyceny przedsiębiorstw.

Wycena wartości przedsiębiorstwa przeprowadzona z wykorzystaniem metody dochodowej jako podstawowej i metody mnożnikowej lub metody majątkowej jako uzupełniającej wycenę oraz z zastrzeżeniem warunków, o których mowa w opisie metodyki i założeniach biznesowych do wycen jest niemożliwa do zrealizowania. Biorąc pod uwagę brak zdolności analizowanego przedsiębiorstwa Conres Sp. z o.o. do generowania nadwyżek z działalności operacyjnej w długim okresie czasu, brak możliwości oszacowania wartości poszczególnych składników jej majątku oraz niemożliwe do określenia poziomy kształtowania się wartości wskaźników rynkowych, **wycena Spółki Conres sporządzona w oparciu o wiedzę biegłego przy użyciu założeń metodologicznych trzech powyższych metod wynosi 0,00 zł, według stanu na dzień 01.01.2021 r.**

Tym samym więc **wartość udziałów jakie posiada Syndyk masy upadłości pana Bogdana Pawłowskiego w przedsiębiorstwie Conres Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością** (stanowiących 50,00% udziału w kapitale Spółki) **na dzień 01.01.2020 roku wynosi 0,00 zł.**

Należy pamiętać, że **oszacowana wartość przedsiębiorstwa może różnić się od ceny transakcyjnej.** Wycena stanowi jedynie wartość argumentacyjną i referencyjną, a z uwagi na indywidualne ustalenia pomiędzy stroną kupującą i sprzedającą, finalna cena transakcyjna może być od niej różna.

W tym miejscu biegły chciałby zwrócić szczególną uwagę na specyficzne warunki, w jakich została sporządzona niniejsza ekspertyza. Pierwszym aspektem niezmiernie utrudniającym przeprowadzenie wyceny był bardzo ograniczony dostęp do sprawozdań finansowych Spółki, jej dokumentacji finansowo-księgowej, spisu środków trwałych, audytów i raportów wewnętrznych, spisu z natury towarów, analiz sprzedażowych, czy innych materiałów źródłowych firmy. Biegły nie otrzymał z przedsiębiorstwa żadnych dokumentów. W elektronicznym repozytorium sprawozdań finansowych KRS znajdują się zaledwie dwa, w dodatku niezbyt aktualne sprawozdania finansowe Spółki Conres, ostatnie za rok obrotowy 2019. Podmiot posiada co prawda w internecie własną stronę firmową pod adresem https://conres.com.pl/pl/, lecz jej zawartość nie zawiera istotnych danych i informacji na temat działalności tej jednostki gospodarczej.

Zaistnienie takiej sytuacji spowodowało, iż biegły nie mógł dokonać oszacowania wartości przedsiębiorstwa (a co za tym idzie także wyceny wartości pojedynczego udziału w Spółce) metodami, które w obecnej sytuacji finansowej jednostki powinny być zastosowane (mowa jest tutaj o podejściu majątkowym: metodzie likwidacyjnej, metodzie wartości odtworzeniowej, czy metodach księgowych, np. metodzie wartości skorygowanych aktywów netto).

Przedsiębiorstwo począwszy od dnia 21 sierpnia 2018 r. funkcjonuje mając Zarząd jednoosobowy, którego Prezesem jest właściciel posiadający 100% udziałów w podmiocie. W Spółce nie został także powołany żaden prokurent, który mógłby wspomagać prowadzenie spraw firmowych. Nadmienić również należy, iż podmiot począwszy od zamknięcia roku obrotowego 2017 (początek okresu analizy ujętej w niniejszej ekspertyzie) charakteryzuje się posiadaniem ujemnych, corocznie narastających, kapitałów (funduszy) własnych. Wszystkie wspomniane powyżej kwestie rzutują bezpośrednio na rezultat otrzymanej wyceny wartości Conres Sp. z o.o. uzyskanej metodą dochodową.

Jacek Czarecki

dr Jacek Czarecki
Biegły sądowy przy Sądzie Okręgowym w Lublinie
w zakresie rachunkowości, finansów, wycen
wartości przedsiębiorstw, spółek, udziałów i akcji
poz. 1307 w wykazie z dn. 09.02.2021 r.

1. Specyfikacja warunków zlecenia

Przedmiot wyceny

Przedmiotem ekspertyzy było ustalenie wartości rynkowej przedsiębiorstwa Conres Sp. z o.o. z siedzibą rejestrową w Rzeszowie oraz dokonanie wyceny wartości pojedynczego udziału, a na tej podstawie oszacowanie wartości udziałów należących do pana Bogdana Pawłowskiego. Wycena została przeprowadzona na podstawie zlecenia Syndyka masy upadłości Bogdana Pawłowskiego, Kancelarii EMPE Sp. z o.o., w związku z potencjalną możliwością sprzedaży udziałów upadłego w przedsiębiorstwie Conres Sp. z o.o., a tym samym koniecznością ustalenia ewentualnej ceny, po której potencjalna transakcja mogłaby się odbyć.

Niniejsza opinia została sporządzona w związku z powołaniem Biegłego Sądowego przy Sądzie Okręgowym w Lublinie dr Jacka Czareckiego do dokonania oszacowania wartości udziałów pana Bogdana Pawłowskiego (PESEL 61121202292, zamieszkałego w Rzeszowie), które posiada w przedsiębiorstwie Conres Spółce z ograniczoną odpowiedzialnością z siedzibą w Rzeszowie, na których to dokonano zajęcia przez Syndyka masy upadłości , w sprawie sygn. akt V GU 427/19 na wniosek wierzyciela Renaty Wójcik zamieszkałej w Rzeszowie, zgodnie z postanowieniem Sądu Rejonowego w Rzeszowie, Wydział V Gospodarczy Sekcja ds. Restrukturyzacyjnych i Upadłościowych z dnia 25.02.2020 r., z tytułu ogłoszenia upadłości dłużnika Bogdana Pawłowskiego. Biegły został wyznaczony do opracowania ekspertyzy, celem określenia wartości rynkowej zajętych udziałów należących do dłużnika w Spółce Conres według stanu na dzień 31 grudnia 2019 roku.

Spółka została zarejestrowana w Rejestrze Przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego w dniu 7 czerwca 2005 roku pod numerem KRS 0000235446 (Sąd Rejonowy w Rzeszowie, XII Wydział Gospodarczy KRS).

Kapitał zakładowy Spółki wynosi 50.000,00 zł i dzieli się na 1.000 udziałów o wartości nominalnej 50 zł każdy. Sto procent kapitału zakładowego jest własnością trzech krajowych osób fizycznych. Współwłaścicielami Spółki o największej liczbie udziałów są według stanu na dzień sporządzenia wyceny:

- Bogdan Pawłowski posiadający 500 udziałów o wartości nominalnej 25.000,00 zł (nad którymi nadzór prawny sprawuje Syndyk masy upadłości Bogdana Pawłowskiego Kancelaria EMPE Sp. z o.o. z Lublina),
- Daniel Pawłowski posiadający 100 udziałów o wartości nominalnej 5.000,00 zł,
- Marcin Biedroń posiadający 400 udziałów o wartości nominalnej 20.000,00 zł,

Cel wyceny i zakładane wykorzystanie wyceny

☒ Kupno/sprzedaż

☐ Łączenia lub podziału przedsiębiorstw

☐ Aspekty podatkowe

☒ Postępowanie układowe, upadłościowego lub likwidacyjne

☐ Aspekty ubezpieczeniowe

☐ Podwyższanie kapitału lub umarzanie akcji i udziałów

☐ Postępowania cywilnoprawne

☐ Określenie wartości aktywów posiadanych przez fundusze

☐ Sprawozdawczość finansowa

☐ Weryfikacja zdolności kredytowej i zabezpieczenia kredytu

☐ Odszkodowania

☐ Kontrola wartości kapitału zaangażowanego przez właściciela w przedsiębiorstwo

☐ Inny: nie dotyczy

Zlecający oraz inni użytkownicy wyceny

Zlecającym oraz dysponentem raportu jest:

Syndyk masy upadłości

Bogdana Pawłowskiego

Kancelaria EMPE Sp. z o.o.

ul. Narutowicza 55/6, 20-016 Lublin

Użytkownikiem raportu jest:

Sąd Rejonowy w Rzeszowie, Wydział V Gospodarczy

Standard wartości wyceny wraz z definicją

☒**Godziwa wartość rynkowa** (ang. Fair Market Value) - to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i niedziałający pod przymusem (nakazem). Przyjmuje się, że wyceniający ma odpowiedni zasób informacji nt. stron transakcji oraz kupujący i sprzedający posiadają odpowiedni zasób wiedzy nt. przedmiotu wyceny. Wartość wyznaczona w oparciu o kategorię godziwej wartości rynkowej jest akceptowana przez kupującego i sprzedającego. Opisane warunki transakcji są bardzo zbliżone do wymogów definicyjnych Wartości Rynkowej stosowanej w Międzynarodowych Standardach Wyceny.

☐**Wartość sprawiedliwa** (ang. Fair Value) - to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział konkretny, niekoniecznie zainteresowany przeprowadzeniem transakcji kupujący oraz konkretny, niezainteresowany przeprowadzeniem transakcji sprzedający. Kupujący lub sprzedający muszą działać pod przymusem (nakazem). Wyznaczona wartość powinna być sprawiedliwa z punktu widzenia sprzedającego z uwzględnieniem faktu, że nie ma on możliwości utrzymania (zatrzymania) przedmiotu wyceny. Powyższa definicja nie jest tożsama z definicją wartości godziwej (ang. Fair Value) zawartą w Międzynarodowych Standardach Rachunkowości.

☐**Wartość inwestycyjna** (ang. Investment Value) – to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny dla konkretnego inwestora (właściciela), przy szacowaniu której uwzględnia się jego indywidualne wymagania i oczekiwania odnośnie przedmiotu wyceny. Godziwa wartość rynkowa w odróżnieniu od wartości inwestycyjnej, jest odpersonifikowana i bezstronna.

☐**Wartość wewnętrzna** (ang. Intrinsic Value) - to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, która nie jest oszacowana w związku z konkretną transakcją, nie bierze pod uwagę, kim jest zleceniodawca i odbiorca wyceny, a opiera się na wszystkich informacjach nt. przedmiotu wyceny oraz czynnikach zewnętrznych mających wpływ na jego obecną i przyszłą sytuację ekonomiczno-finansową.

☐**Inny standard wartości**: nie dotyczy.

Określenie podstawowego założenia wyceny

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

☒**Założenie likwidacji działalności w sytuacji nieprzymusowej** – przyjmuje się, że aktywa są sprzedawane w rozsądnym przedziale czasu w celu uzyskania możliwie najwyższych wpływów z ich sprzedaży.

☐**Założenie likwidacji działalności w sytuacji przymusowej** - przyjmuje się, że aktywa są sprzedawane w możliwie najkrótszym czasie, co często powoduje uzyskanie niższych wpływów niż w sytuacji nieprzymusowej.

☐**Założenie likwidacji zbędnych aktywów** – przyjmuje się, że sprzedawana jest zorganizowana część mienia wchodząca w skład majątku przedsiębiorstwa.

☐**Inne założenie wyceny**: nie dotyczy.

Data wyceny oraz data przygotowania raportu

Data wyceny:2020-01-01

Data sporządzenia dokumentu:2021-06-10

Źródła informacji użyte w wycenie

Wycena sporządzona została w oparciu o dane i informacje:

1. Przekazane przez kancelarię EMPE Sp. z o.o. - Syndyka masy upadłości Bogdana Pawłowskiego drogą elektroniczną, w skład których weszły:

- postanowienie Sądu Rejonowego w Rzeszowie, Wydział V Gospodarczy Sekcja ds. Restrukturyzacyjnych i Upadłościowych z dnia 25.02.2020 r., w sprawie ogłoszenia upadłości dłużnika Bogdana Pawłowskiego zam. Rzeszów – osoby fizycznej nieprowadzącej działalności gospodarczej (sygn. akt V GU 427/19);
- protokół ZZW Spółki Conres Sp. z o.o. z siedzibą w Rzeszowie przy ul. Trembeckiego 11A odbytego w Rzeszowie z dnia 09.09.2020 r.;
- sprawozdanie Zarządu z działalności Spółki za okres od 01.01.2019 do 31.12.2019 r.

2. Pozyskane z elektronicznego Repozytorium Dokumentów Finansowych Ministerstwa Sprawiedliwości za pomocą przeglądarki dokumentów finansowych podmiotów wpisanych do Rejestru Przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego (strona internetowa: ekrs.ms.gov.pl) w skład których weszły:

- sprawozdania finansowe obejmujące: rachunki zysków i strat za lata obrotowe 01.01.2019-31.12.2019 oraz 01.01.2018-31.12.2018 (obejmujące także dane ze sprawozdania za rok obrotowy 01.01.2017-31.12.2017), bilanse sporządzone na dzień 31.12.2019 r. i 31.12.2018 r. (obejmujące również dane na dzień 31.12.2017 r.), wprowadzenia do sprawozdań finansowych za okresy 01.01.2019-31.12.2019 oraz 01.01.2018-31.12.2018, a także sprawozdania Zarządu z działalności Spółki za okresy od 01.01.2019 do 31.12.2019 r. oraz od 01.01.2018 do 31.12.2018 r.;
- uchwały Zwyczajnego Zgromadzenia Wspólników Conres Sp. z o.o. dotyczące: zatwierdzenia sprawozdania finansowego za rok obrotowy 2019 (z dnia 09.09.2020 r.), zatwierdzenia pokrycia straty netto za rok obrotowy 2019 (z dnia 09.09.2020 r.), zatwierdzenia sprawozdania finansowego za rok obrotowy 2018 (z dnia 28.06.2019 r.),

zatwierdzenia pokrycia straty netto za rok obrotowy 2018 (z dnia 28.06.2019 r.), zatwierdzenia sprawozdania Zarządu z działalności spółki za rok obrotowy 2019 (z dnia 09.09.2020 r.), zatwierdzenia sprawozdania Zarządu z działalności spółki za rok obrotowy 2018 (z dnia 28.06.2019 r.);

- protokół ZZW Spółki Conres Sp. z o.o. z siedzibą w Rzeszowie przy ul. Trembeckiego 11A odbytego w Rzeszowie w dniu 28.06.2019 r.;
- protokół ZZW Spółki Conres Sp. z o.o. z siedzibą w Rzeszowie przy ul. Trembeckiego 11A odbytego w Rzeszowie w dniu 09.09.2020 r.;

3. Inne informacje istotne dla prowadzonej działalności.

Na potrzeby procesu wyceny dodatkowo zostały wykorzystane publicznie dostępne informacje, głównie związane z ustaleniem parametrów rynku finansowego, niezbędnych do realizacji procesu wyceny.

Dodatkowo, z uwagi na brak w dokumentacji przekazanej biegłemu materiałów dotyczących działalności Conres Sp. z o.o., poszukiwano informacji o funkcjonowaniu Spółki w Krajowym Rejestrze Sądowym, gdzie wybrane podmioty gospodarcze zgodnie z brzmieniem Ustawy z dnia 20.08.1997 r. o KRS zobowiązane są zarejestrować się oraz przekazywać sprawozdania i publikować je w Monitorze Sądowym i Gospodarczym B po zakończeniu każdego roku finansowego. Na podstawie danych z KRS (okresy zdarzeń zaprezentowanych poniżej zostały przytoczone zgodnie z datami ich wpisów do Krajowego Rejestru Sadowego) ustalono dodatkowe informacje o prowadzonej działalności w ramach przedsiębiorstwa Conres Sp. z o.o. istotne dla oszacowania wartości przedsiębiorstwa:

1. Conres Sp. z o.o. została zarejestrowana w Krajowym Rejestrze Sądowym w dniu 7 czerwca 2005 roku. **Informacja o zawarciu umowy spółki**: 11 maja 2005 r. Notariusz Teresa Panek-Wiśniowska – Kancelaria Notarialna w Rzeszowie, ul. Hetmańska 9, Rep. Nr 2318 z 2005 r.. **Informacja o zmianach umowy spółki**:

   (1) 15.02.2008 r., Repertorium A Nr 18378/2007, Notariusz Teresa Panek-Wiśniowska, Kancelaria Notarialna w Rzeszowie, ul. Hetmańska 9 - Uchwała NZW Spółki z 20.12.2007 r.;

   (2) 25.08.2008 r., Repertorium A Nr 397/2008, Notariusz Marta Kruczyńska-Cach, Kancelaria Notarialna w Rzeszowie – Uchwalono nową treść umowy spółki w dniu 01.07.2008 r.;

   (3) 30.11.2009 r., Repertorium A Nr 580/2008, Notariusz Marta Kruczyńska-Cach, Kancelaria Notarialna w Rzeszowie – zmiana par. 8 umowy spółki poprzez dodanie ust. 3 w dniu 21.07.2008 r.;

   (4) 27.01.2010 r., Repertorium A Nr 18378/2007, Notariusz Teresa Panek-Wiśniowska, Kancelaria Notarialna w Rzeszowie, ul. Hetmańska 9 - Uchwała NZW Spółki z 20.12.2007 r., wykreślono z KRS powyższe repertorium i wpisano ponownie;

   (5) 13.08.2010 r., Repertorium A Nr 6493/2010, Notariusz Teresa Panek-Wiśniowska, Kancelaria Notarialna w Rzeszowie, ul. Hetmańska 9, zmiana par. 7 ust. 1 umowy spółki w dniu 02.07.2010 r.

2. W dniu rejestracji Spółka posiadała nazwę Conres Sp. z o.o. i adres: ul. Rejtana 36, 35-959 Rzeszów. W dacie rejestracji przedsiębiorstwa zarząd Spółki był jednoosobowy. Funkcję prezesa firmy pełnił pan Bogdan Pawłowski. **W dniu 14.11.2006 r. Spółka zmieniła adres na: ul. Piłsudskiego 34, 35-001 Rzeszów.** W dniu 25.08.2008 r. pan Ryszard Podkulski został powołany na stanowisko wiceprezesa zarządu. W dniu 30.06.2009 r. członkowie zarządu przestali pełnić swoje funkcje, a ich role przejęli Waldemar Różycki jako prezes zarządu i pan Marcin Biedroń jako wiceprezes zarządu. W dniu 16.09.2009 r. pan Marcin Biedroń została odwołany z funkcji wiceprezesa, zaś na jego miejsce powołany został pan Tadeusz Ludwik Dziurzyński, który od dnia 30.11.2009 r. przestał wykonywać obowiązki wiceprezesa zarządu. **W dniu 04.09.2014 r. spółka zmieniła adres na: Trembeckiego 11A, 35-234 Rzeszów**, pod którym figuruje do dnia sporządzenia niniejszej ekspertyzy. W dniu 03.10.2018 r. funkcję prezesa przestał pełnić pan Waldemar Różycki. **Począwszy od 15.02.2019 r.** stanowisko członka zarządu po raz drugi zaczął sprawować **pan Bogdan Pawłowski, który został w KRS oznaczony w tym dniu jako Prezes Zarządu.**

   Według wydruku informacji odpowiadającej **odpisowi pełnemu z Rejestru Przedsiębiorców** pobranej z **Centralnej Informacji Krajowego Rejestru Sądowego** (stan na dzień 13.05.2021 r.) począwszy od dnia 15 lutego 2019 r. przedsiębiorstwo **Conres Sp. z o.o. posiada jednego członka wchodzącego w skład organu zarządu w postaci pana Bogdana Pawłowskiego, jako pełniącego funkcję Prezesa.** Ponadto, według tego samego odpisu Spółka nie posiada Rady Nadzorczej, ani też żadnego prokurenta mogącego prowadzić sprawy firmy i reprezentować ją na zewnątrz. Utrzymywanie się takiej sytuacji powoduje, iż całość prowadzenia działalności gospodarczej przez przedsiębiorstwo, a także zarządzanie samą Spółką spoczywa wyłącznie na jednej osobie. Sprawy firmowe mogą w takiej sytuacji co prawda być prowadzone przez pełnomocników Spółki na podstawie udzielonych im odrębnych pełnomocnictw szczegółowych, jednakże brak jest takich wzmianek w odpisach z KRS, zaś biegły również nie wszedł w posiadanie informacji na ten temat.

3. W dniu rejestracji Conres Sp. z o. o. kapitał zakładowy przedsiębiorstwa wynosił 50.000,00 zł i dzielił się na 1.000 udziałów po 50 zł każdy. Pierwszym kapitałodawcą i założycielem spółki był Bogdan Pawłowski. W dniu 14.07.2006 r. zbył on swoje udziały w liczbie 100 sztuk na rzecz Daniela Pawłowskiego, który nabył dzięki temu pakiet udziałów o wartości nominalnej 5.000,00 zł. W dniu 25.08.2008 r. Ryszard Podkulski zakupił 400 udziałów o łącznej wartości nominalnej 20.000,00 zł od Bogdana Pawłowskiego, które następnie w dniu 30.06.2009 r. wszystkie sprzedał Marcinowi Biedroniowi. W dacie tej po zarejestrowaniu transakcji w KRS kapitał Spółki wynosił 50.000,00 zł i dzielił się na 1.000 udziałów, które należały do trzech wymienionych powyżej właścicieli.

4. W chwili obecnej (tj. na dzień sporządzenia wyceny) według wydruku informacji, odpowiadającej **odpisowi aktualnemu z Rejestru Przedsiębiorców**, pobranej z **Centralnej Informacji Krajowego Rejestru Sądowego** kapitał zakładowy Spółki wynosi 50.000,00 zł i dzieli się na 1.000 udziałów o wartości nominalnej 50 zł każdy,

przy czym całość udziałów w kapitale przedsiębiorstwa Conres Sp. z o.o. posiadają: Bogdan Pawłowski (50%), Daniel Pawłowski (10%) oraz Marcin Biedroń (40%).

5. Spółka złożyła w Krajowym Rejestrze Sądowym, do którego wybrane jednostki gospodarcze zobowiązane są przekazywać sprawozdania finansowe i publikować je w Monitorze Sądowym i Gospodarczym B po zakończeniu każdego roku obrotowego sprawozdania finansowe za okresy od 07.06.2005-31.12.2005 w dniu 30.06.2006 r. do 01.01.2019-31.12.2019 w dniu 26.11.2020 r. Za rok finansowy rozpoczynający się w dniu 01.01.2020 r. i kończący w dniu 31.12.2020 r. Conres Sp. z o.o. nie złożyła dotychczas sprawozdania finansowego.

6. Spółka prowadzi działalność handlową. Przedmiotem przeważającej działalności przedsiębiorstwa według Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD 2007) jest obecnie działalność opisana kodem **68.10.Z - Kupno i sprzedaż nieruchomości na własny rachunek**. Podklasa ta obejmuje: (1) kupno i sprzedaż nieruchomości własnych lub dzierżawionych, takich jak: budynki mieszkalne i mieszkania, budynki niemieszkalne, włączając obiekty wystawowe, magazyny, centra handlowe oraz grunty; (2) podział nieruchomości na parcele, bez rekultywacji gruntów.

7. Ponadto, wykonywana jest także przez Spółkę działalność gospodarcza w następujących klasach PKD: 42.99.Z - roboty związane z budową pozostałych obiektów inżynierii lądowej i wodnej, gdzie indziej nie sklasyfikowane, 43.12.Z - przygotowanie terenu pod budowę, 43,31.Z - tynkowanie, 43.33.Z - posadzkarstwo, tapetowanie i oblicowywanie ścian, 43.34.Z - malowanie i szklenie, 46.34.Z - sprzedaż hurtowa napojów alkoholowych, 46.42.Z - sprzedaż hurtowa odzieży i obuwia, 47.11.Z - sprzedaż detaliczna prowadzona w niewyspecjalizowanych sklepach z przewagą żywności, napojów i wyrobów tytoniowych oraz 47.99.Z - pozostała sprzedaż detaliczna prowadzona poza siecią sklepową, straganami i targowiskami.

8. W wyniku przeszukania zasobów elektronicznego rejestru Ministerstwa Finansów - Krajowej Administracji Skarbowej, na stronie internetowej www.podatki.gov.pl, gdzie znajduje się wykaz podmiotów zarejestrowanych jako podatnicy VAT, niezarejestrowanych oraz wykreślonych i przywróconych do rejestru VAT dokonano identyfikacji przedsiębiorstwa, które zostało zarejestrowane w Wykazie podmiotów zarejestrowanych jako podatnicy VAT w dniu 24 lutego 2006 r. Ponadto w wyżej wspomnianym wykazie widnieje wzmianka dotycząca wykreślenia rejestracji, jako podatnika VAT w dacie 25 września 2018 r., a jako podstawa prawna wykreślenia Spółki z rejestru podany jest art. 96 ust. 9a pkt. 3. Wg stanu na dzień 13 maja 2021 r. Conres Sp. z o.o. posiada status podatnika oznaczony jako „niezarejestrowany".

   Wskazany powyżej status podatnika został dodatkowo poddany zweryfikowaniu za pomocą weryfikatora statusu VAT podatników (kontrahentów) jpk.info.pl, który dokonuje sprawdzenia stanu wskazanego podmiotu na podany dzień w elektronicznym wykazie podmiotów VAT w wyniku, którego to działania uzyskano informację, iż firma Conres Sp. z o.o. nie figuruje na białej liście Ministerstwa Finansów, nie jest więc „czynnym" podatnikiem podatku VAT.

9. Udziałowcy Spółki na Zwyczajnym Zgromadzeniu Wspólników odbytym w Rzeszowie w dniu 09.09.2020 r. podjęli uchwałę nr 4 w sprawie dalszego istnienia Spółki

postanawiając o przedłużeniu działalności Spółki do czasu wypracowania dochodu z najmu powierzchni, która pozwoli na opłacenie postępowania upadłościowego do 31 grudnia 2020 r.

W wyniku przeprowadzonych działań stwierdzić można, iż na datę wyceny podmiotu zawartą w opracowanej ekspertyzie firma Conres Sp. z o.o. funkcjonowała jako przedsiębiorca, ale prowadziła działalność gospodarczą w ograniczonym zakresie, nie była płatnikiem podatku VAT, a jej plany na przyszłość zmierzały w kierunku ogłoszenia upadłości.

2. Opis przedmiotu działalności Spółki i zdarzeń istotnych dla sporządzenia wyceny

Conres Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością z siedzibą w Rzeszowie została powołana do życia 11 maja 2005 roku aktem notarialnym z tego dnia sporządzonym przez notariusza Teresę Panek-Wiśniowską w kancelarii notarialnej w Rzeszowie (rep. nr 2318 z 2005 r.). Rejestracja spółki w Krajowym Rejestrze Sądowym – Rejestrze Przedsiębiorców nastąpiła w dniu 7 czerwca 2005 r. pod numerem KRS 0000235446 w Sądzie Rejonowym w Rzeszowie, XII Wydział Gospodarczy (sygn. akt RZ.XII NS-Rej. KRS/3916/05/864). Jest ona aktualnie w 100% własnością kapitałodawców będących trzema krajowymi osobami fizycznymi. Przedsiębiorstwo zostało zawiązane na czas nieoznaczony. Firma funkcjonuje w sektorze handlowo-usługowym. Głównym przedmiotem działalności tego podmiotu gospodarczego był w momencie jego powołania do życia wynajem nieruchomości na własny rachunek (kod 70.20.Z wg klasyfikacji PKD), zaś w dniu dzisiejszym jest to kupno i sprzedaż nieruchomości na własny rachunek (kod 68.10.Z wg klasyfikacji PKD). Ponadto, Spółka deklarowała także w chwili jej założenia obsługę nieruchomości świadczoną na zlecenie (kod 70.3), obsługę nieruchomości na własny rachunek (kod 70.1), budownictwo (kod 45) czy hotele (kod 55.1). Obecnie zaś poza działalnością pod kodem PKD 68.10 firma w rejestrze KRS ma uwidocznioną działalność m. in. w zakresie robót związanych z budową pozostałych obiektów inżynierii lądowej i wodnej, gdzie indziej nie sklasyfikowanych czy przygotowania terenu pod budowę. Conres Sp. z o.o. nie prowadzi jednakże obecnie ani działalności handlowej, ani usługowej zarówno na terenie Polski, jak i poza jej granicami.

Sąd Rejonowy w Rzeszowie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego w swoim postanowieniu w sprawie o ustanowienie dla spółki kuratora (sygn. akt RZ.XII NS REJ.KRS 9954/18/782) wyznaczył od dnia 13 lipca 2018 r. dla firmy kuratora w osobie pana Macieja Wisza (data wzmianki o tym fakcie w KRS to 13 sierpnia 2018 roku) w celu niezwłocznego podjęcia czynności zmierzających do powołania organów osoby prawnej, a w razie potrzeby do jej likwidacji.

Ponadto, w 2018 roku został złożony wniosek o ogłoszenie upadłości spółki do Sądu Rejonowego w Rzeszowie V Wydział Gospodarczy Sekcja do spraw Restrukturyzacyjnych i Upadłościowych, który to w dniu 6 marca 2019 r. został oddalony przez Sąd Rejonowy w Rzeszowie z uwagi na brak środków, z których przedsiębiorstwo mogłoby pokryć koszty

postępowania. Powyżej wymienione postanowienie jest nieprawomocne z uwagi na wniesienie środka jego zaskarżenia.

W roku obrotowym 2017 spółka nie osiągnęła przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, a także przychodów operacyjnych (głównie rozumianych jako zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych) poniosła zaś koszty działalności operacyjnej w kwocie 1.345,00 zł oraz koszty finansowe w wysokości 2.800.446,62 zł, co spowodowało wykreowanie starty bilansowej netto o wartości 2.801.791,62 zł. Przedsiębiorstwo nie wypłaciło w 2017 r. żadnych wynagrodzeń. Podkreślić należy, iż stan środków pieniężnych w kasie i na rachunkach firmy wyniósł na koniec tego roku 2.251,08 zł. Suma bilansowa podmiotu wyniosła na koniec roku 3.592.215,62 zł, zaś kapitały własne osiągnęły ujemny poziom 89.187.397,83 zł.

Rok obrotowy 2018 przedsiębiorstwo zamknęło jeszcze wyższą niż w 2017 r. stratą bilansową w wysokości 5.973.923,55 zł. Spółka nadal nie osiągała przychodów ze sprzedaży. Ujemny wynik finansowy został wygenerowany przede wszystkim z powodu dużej wartości obciążeń z tytułu kosztów finansowych (zaksięgowano je w wysokości 5.972.833,56). W tym miejscu należy zwrócić uwagę, iż stan środków pieniężnych w kasie i na rachunkach firmy uległ, w stosunku do poprzedniego roku, znaczącemu obniżeniu poziomu i wyniósł na koniec tego roku zaledwie 523,08 zł. Przedsiębiorstwo w 2018 r. nie zatrudniało żadnych pracowników, stąd nie poniosło kosztów wypłat wynagrodzeń. Suma bilansowa jednostki wyniosła na koniec roku 3.598.555,62 zł, zaś kapitały własne przyjęły wartość minus 95.161.321,38 zł.

W 2018 roku Zarząd spółki działał w składzie jednoosobowym. W dniu 19 lutego 2018 r. zmarł dotychczasowy Prezes Zarządu Waldemar Różycki. Na stanowisko Prezesa powołany został w dniu 29 października 2018 r. pan Bogdan Pawłowski, który posiada także 50% udziałów w spółce. Zmiany personalne na stanowisku Prezesa zostały zarejestrowane w KRS w dniu 3 października 2018 r. (wykreślenie Waldemara Różyckiego) i w dniu 15 lutego 2019 roku (wpisanie Bogdana Pawłowskiego).

W dniu 25 września 2018 r. spółka straciła status czynnego podatnika VAT i została wykreślona z rejestru podmiotów zarejestrowanych jako podatnicy VAT, niezarejestrowanych oraz wykreślonych i przywróconych do rejestru VAT.

W 2019 roku sytuacja finansowa Spółki Conres uległa dalszemu pogorszeniu. Ten rok obrotowy przedsiębiorstwo zamknęło startą bilansową w wysokości 2.801.390,50 zł., nie osiągając ponownie żadnych przychodów ze sprzedaży. Ujemny wynik finansowy uzyskany został nie tylko z powodu wysokiej wartości kosztów finansowych poniesionych w wysokości 2.800.529,50 zł, ale także z powodu kosztów usług obcych. Stan środków pieniężnych w kasie i na rachunkach Spółki nie uległ zmianie zasadniczej zmianie, w stosunku do poprzedniego roku, i osiągnął na koniec 2019 r. poziom 400,08 zł. Suma bilansowa podmiotu wyniosła na koniec roku 3.589.432,62 zł, zaś kapitały własne osiągnęły ujemny poziom 97.962.711,88 zł.

Brak danych za 2020 r. uniemożliwia biegłemu ustosunkowanie się do sytuacji finansowej firmy w poprzednim roku. Trudno jest określić, czy nastąpiło dalsze pogorszenie się wyników finansowych, a jeżeli tak to w jak dużym zakresie.

3. Metody wyceny oraz rekomendacja wartości

3.1. Uzasadnienie wyboru zastosowanych podejść i metod wyceny

Udzielenie odpowiedzi na zakreślone przez Syndyka zadanie wymagało:

(1) ustalenia odpowiedniej metody i procedury szacowania wartości,

(2) ustalenia zakresu niezbędnych informacji, założeń i parametrów,

(3) zgromadzenia tych informacji oraz

(4) przeprowadzenia właściwych kalkulacji.

Przekazana, wraz z zleceniem powołania biegłego do oszacowania wartości Spółki, dokumentacja w niewielkim stopniu pozwalała na dokonanie wyceny wartości Conres Sp. z o.o. Zapoznając się z dokumentacją biegły ustalił przydatność zgromadzonych informacji, zwłaszcza pod kątem ustalenia sytuacji firmy na datę wyceny przedsiębiorstwa (tj. 31 grudnia 2019 roku) i na dzień sporządzenia opinii (tj. 10czerwca 2021 roku). Z punktu widzenia sporządzenia ekspertyzy, za przydane uznano dokumenty: sprawozdanie Zarządu z działalności Spółki za okres 01.01.2019 r. - 31.12.2019 r.

Powyższe dokumenty biegły uzupełniał informacjami pochodzącymi z powszechnie dostępnych źródeł publicznych.

(1) Ustalenie metody i procedury szacowania wartości przedsiębiorstw

Wycena wartości przedsiębiorstwa jest procesem indywidualnym szacowania ceny za aktywa danego przedsiębiorstwa i korzyści osiąganych z ich efektywnego zagospodarowania. Jest to *de facto* opinia dotycząca wartości, przygotowana przez wyspecjalizowanych ekspertów, analityków i rzeczoznawców na podstawie zebranych i odpowiednio wykorzystanych informacji o badanym przedsiębiorstwie oraz otoczeniu jego funkcjonowania. Innymi słowy, wycena przedsiębiorstwa oznacza, iż poznawaniu wartości podlega wyodrębniona pod względem ekonomicznym i prawnym konkretna jednostka organizacyjna, dysponująca określonym potencjałem ekonomicznym w postaci aktywów trwałych i obrotowych oraz różnych wartości i cech o charakterze niematerialnym.

Nie istnieje jedna, uznana obiektywna definicja i w konsekwencji metoda wyceny wartości przedsiębiorstwa. Wartość jest zawsze kategorią subiektywną, gdyż dane aktywa są warte tyle, ile jest w stanie za nie zapłacić dobrze poinformowany nabywca. Istniejące metody mają za zadanie jedynie ograniczyć subiektywizm przeprowadzonych wycen, dostarczyć informacji o podstawowych czynnikach budujących wartość danego przedsiębiorstwa. O wartości przedsiębiorstwa określanej przez proces wyceny decyduje sytuacja ekonomiczna kraju, strategia rozwojowa firmy, atrakcyjność rynku i sektora jej aktywności, jej kondycja finansowa, pracownicy i kadra zarządzająca, charakter i efektywność wykorzystania

posiadanych aktywów itd. Jednocześnie, wartość przedsiębiorstwa określona przez wycenę nie musi odpowiadać cenie, przy której zostanie zawarta potencjalna transakcja dotycząca całości lub części udziałów. Wycena jest raczej punktem wyjścia do dalszych negocjacji i ustaleń pomiędzy stronami.

Ustawa o rachunkowości w art. 28 ust. 6 definiuje wartość godziwą jako kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej, pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi ze sobą stronami. Wartość godziwą instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie na aktywnym rynku stanowi cena rynkowa pomniejszona o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji, gdyby ich wysokość była znacząca. Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej 13 "Wycena wartości godziwej" zawiera podobną - do zawartej w ustawie o rachunkowości - definicję wartości godziwej. **Standard ten stanowi, że wartość godziwa to kwota, którą można byłoby otrzymać w transakcji sprzedaży składnika aktywów lub zapłacić w transakcji przekazania zobowiązania przeprowadzonej między uczestnikami rynku na dzień wyceny**. Formalną wartość godziwą najczęściej potocznie rozumie się jako wartość rynkową przedsiębiorstwa lub udziałów.

W praktyce gospodarczej stosowane są najczęściej metody majątkowe (księgowe), dochodowe i porównawcze wyceny przedsiębiorstw. Pierwsza grupa metod wskazuje na zasoby i źródła finansowania podmiotu przedstawiając obraz tych kategorii na konkretny moment jej funkcjonowania (datę wyceny, datę zdarzenia). Metody te utożsamiają wartość podmiotu z wartością netto majątku, jakim one dysponują. Z drugiej strony, metody dochodowe bazują na spodziewanych korzyściach z kontynuowania działalności podmiotu przy określonych założeniach i zasadach. Metoda porównań rynkowych jest natomiast najczęściej uzupełnieniem weryfikującym ocenę wartości przedsiębiorstwa oszacowaną za pomocą metody dochodowej. Z uwagi na to, że powyższe metody nie muszą prowadzić do jednoznacznych wyników, czasem przyjmuje się jako wiążące wyniki metod mieszanych, uśredniających wskazania z tych metod.

Zastosowanie w niniejszej ekspertyzie podejścia dochodowego np. w postaci metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych, jako podstawowej do określenia wartości firmy, także nie jest pozbawione uchybień. Spółka Conres na przestrzeni kilku ostatnich lat generowała stratę, zarówno na poziomie wyniku ze sprzedaży, jak i na poziomie wyniku netto (założeniem przy wykorzystaniu metody DCF powinno być wypracowywanie przez podmiot dochodów). Ponadto wskaźniki EBITDA dla trzech analizowanych lat działalności spółki (2017-2019) także przyjmują wartości ujemne (bardzo ważny aspekt podejścia dochodowego wyceny przedsiębiorstwa budujący jego wartość). Kierownictwo firmy Conres w corocznych sprawozdaniach z działalności Spółki zakładało kontynuację działalności gospodarczej jednostki w następnym roku (kolejne istotne założenie zastosowania metody DCF), z drugiej jednak strony, co zasługuje w tym miejscu na podkreślenie, informowało ono, iż firma jest trwale nierentowna od 2010 r., a ponadto udziałowcy na Zwyczajnym Zgromadzeniu Wspólników Spółki odbytym w dniu 28 czerwca 2019 r. podjęli uchwałę w przedmiocie nie kontynuowani dalszego istnienia podmiotu i prowadzenia przez niego działalności gospodarczej.

Z powodu przytoczonych powyżej faktów biegły doszedł do wniosku, iż zastosowanie podejścia dochodowego nie znajduje w tym przypadku uzasadnienia, gdyż w oparciu o dostępne dane finansowe i aktualną sytuację ekonomiczną tego podmiotu przeprowadzenie projekcji przyszłej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa Conres Sp. z o.o., zakładając przy tym

kontynuacje jego działalności gospodarczej, jest niemożliwe do zrealizowania w obecnych warunkach.

Wycena mnożnikowa wymaga (1) znalezienia dla analizowanego przedsiębiorstwa odpowiednio dużej liczby spółek notowanych w publicznym obrocie, które w zbliżonym modelu biznesowym i na porównywalną skalę prowadziłyby działalność operacyjną oraz (2) pozyskania danych ze sprawozdań finansowych porównywalnych podmiotów na dzień sporządzenia wyceny, lub też (3) posłużenia się takimi poziomami wskaźników, które byłyby uznane za relatywnie atrakcyjne w transakcjach kapitałowych udziałami. Ze względu na profil działalności (na GPW nie ma wystarczającej liczby notowanych spółek o podobnej działalności) oraz jej skalę pierwsza z powyższych alternatyw (1) i (2) nie jest możliwa do zrealizowania.

Bazując na miernikach, przy których rośnie prawdopodobieństwo zawarcia transakcji kapitałowej, a potencjalni nabywcy mogą uznać wartość Spółki za dobrze wycenioną (tzn. z atrakcyjnym dyskontem) nie uszczuplającym także przy tym wpływów zbywającego, wyceny metodą mnożnikową dokonuje się najczęściej w oparciu o trzy poniższe wskaźniki:

- P/E (cena do zysku),
- EV/EBITDA (wartość firmy z długiem do wyniku EBITDA),
- P/BV (cena do wartości księgowej).

Ze względu na fakt, iż wszystkie pozycje bilansowe przyjmowane do wyliczenia wartości powyższych wskaźników są w przypadku firmy Conres ujemne zastosowanie drugiej możliwości (3) także nie jest zasadne. Reasumując wykorzystanie podejścia porównawczego (metoda mnożnikowa, inaczej metoda porównań rynkowych) w analizowanym przypadku także nie będzie mogło mieć zastosowania.

Reasumując należy podkreślić, iż jak przedstawiono w rozważaniach sformułowanych w tym rozdziale, a także w pkt. zatytułowanym „Podsumowanie wyceny" oszacowanie wartości godziwej przedsiębiorstwa Conres Sp. z o.o. w oparciu o wykorzystanie metod: dochodowej jako podstawowej i majątkowej lub mnożnikowej jako uzupełniającej wycenę (lub w każdej innej konfiguracji) oraz z zastrzeżeniem warunków, o których mowa w opisie metodyki i założeniach biznesowych do wycen jest bardzo trudne do zrealizowania z powodów merytorycznych zaprezentowanych w powyżej.

3.2. Charakterystyka stosowanych metody wyceny, z przedstawieniem poszczególnych etapów i procedur

3.2.1. Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF, Discounted Cash Flows)

Metoda DCF jest jedną z najczęściej wykorzystywanych metod dochodowych wyceny, która w elastyczny sposób pozwala prognozować wartość przedsiębiorstwa lub zorganizowanej jego części oraz wskazywać zagrożenia, jakie mogą pojawić się w okresie prognozy. W celu przeprowadzenia wyceny za pomocą tej metody konieczne jest ustalenie:

1. horyzontu czasowego objętego wyceną (n),

2. poziomu przyszłych przepływów pieniężnych możliwych do osiągnięcia przez przedsiębiorstwo, których konstrukcja oparta jest na tzw. wolnych przepływach pieniężnych (FCFt, t=1,...,n),

3. stopy dyskontowej bazującej na rachunku prognozowanego poziomu kosztu kapitału finansującego działalność przedsiębiorstwa, który odzwierciedla oczekiwaną stopę zwrotu z kapitałów zaangażowanych w przedsiębiorstwo (WACC) i pozwala na wyznaczenie współczynników dyskontujących (at, t=1,...,n),

4. wartości końcowej (rezydualnej) wycenianego podmiotu, wyznaczonej na koniec ostatniego roku prognozy przepływów pieniężnych (RV).

Najpełniejszą i najczęściej wykorzystywaną metodą wyceny jest **metoda dochodowa DCF**, która w elastyczny sposób pozwala prognozować wartość przedsiębiorstwa oraz wskazywać zagrożenia, jakie mogą pojawić się w okresie prognozy. Wartość przedsiębiorstwa (V) jest sumą wartości zdyskontowanych strumieni przepływów i wartości rezydualnej wyznaczonej na podstawie poniższej zależności:

$$V = \sum_{t=1}^{n} a_t \cdot FCF_t + a_n \cdot RV$$

gdzie tzw. wartość rezydualną (RV) wyznacza się jako wartość renty wieczystej na podstawie strumienia pieniężnego z ostatniego roku prognozy (FCFn) oraz prognozowanej stopy wzrostu przepływów pieniężnych po okresie prognozy (g) i stopy dyskontowej (WACC) jako:

$$RV = \frac{FCF_n \cdot (1+g)}{WACC - g}$$

Do wyznaczenia wartości przedsiębiorstwa metodą DCF niezbędne jest przyjęcie założeń konstytuujących prognozę finansową podmiotu. Dysponując nią wyznacza się wartość strumieni pieniężnych według następującej formuły:

$$FCFF = EBITDA - CIT - CAPEX - \Delta WC$$

gdzie:

FCFF – wolne przepływy pieniężne dla wszystkich stron finansujących,

EBITDA – zysk operacyjny bez kosztów finansowych, podatków i amortyzacji,

CIT – podatek dochodowy,

CAPEX – nakłady inwestycyjne na majątek trwały,

ΔWC – nakłady na przyrost majątku obrotowego.

Wyznaczenia wartości rynkowej przedsiębiorstwa (kapitału własnego) dla ustalonej jak powyżej wartości przedsiębiorstwa z długiem (EV) dokonuje się korygując wartość sumy zdyskontowanych przepływów pieniężnych o wartość posiadanych aktywów nieoperacyjnych (zwiększenie wartości) oraz długu netto nie uwzględnionego w przepływach (zmniejszenie

wartości). Okres prognozowany obejmuje zwykle 5-10 lat szczegółowej prognozy, po którym następuje tzw. okres rezydualny modelowany w uproszczony sposób. Prognozę szczegółową wymaganych parametrów sporządza się najczęściej na podstawie poprzedzających wycenę 3-5 zamkniętych okresów sprawozdawczych i/lub zaobserwowanych trendów.

Ostateczna wartość przedsiębiorstwa (V) jest sumą wartości zdyskontowanych strumieni przepływów i wartości rezydualnej wyznaczonej na podstawie poniższej zależności:

$$V = \sum_{t=1}^{n} a_t \cdot FCF_t + a_n \cdot RV$$

gdzie wartość rezydualną wyznacza się jako wartość renty wieczystej na podstawie strumienia pieniężnego z ostatniego roku prognozy (FCF_n) oraz prognozowanej stopy wzrostu przepływów pieniężnych po okresie prognozy (g) i stopy dyskontowej (WACC) jako:

$$RV = \frac{FCF_n \cdot (1+g)}{WACC - g}$$

Do wyznaczenia wartości przedsiębiorstwa metodą DCF przyjmuje się założenie konstytuujące prognozę sprawozdań finansowych podmiotu najczęściej na okres 5-7 lat. Na podstawie prognozy przychodów ze sprzedaży, kosztów operacyjnych, kosztów amortyzacji wyznacza się zapotrzebowanie na kapitał obrotowy oraz prognozowane wartości bieżących składników aktywów i pasywów. Zestawienie całkowitych nakładów na majątek trwały oraz majątek obrotowy ze źródłami funduszy początkowych pozwala wyznaczyć salda gotówkowe generowane w okresie prognozy. Dysponując powyższymi strumieniami wyznacza się wartość strumieni pieniężnych według następującej formuły:

$$FCFF = EBITDA - CIT - CAPEX - \Delta WC$$

gdzie:

FCFF – wolne przepływy pieniężne dla wszystkich stron finansujących,

EBITDA – zysk operacyjny bez kosztów finansowych, podatków i amortyzacji,

CIT – podatek dochodowy,

CAPEX – nakłady inwestycyjne na majątek trwały,

ΔWC – nakłady na przyrost majątku obrotowego.

Na bazie tak określonej wartości przedsiębiorstwa z długiem (EV) dokonuje się szacunku kapitału własnego, korygując sumę zdyskontowanych przepływów pieniężnych o wartość posiadanych aktywów nieoperacyjnych (zwiększenie wartości) oraz długu netto nieuwzględnionego w przepływach (zmniejszenie wartości).

3.2.2. Metoda porównań rynkowych (mnożnikowa)

Wycena metodą porównawczą stanowi zazwyczaj uzupełnienie wyceny DCF i opiera się na wycenach osiąganych przez porównywalne firmy z danego sektora, w którym funkcjonuje

wyceniane przedsiębiorstwo. Do wyceny tego rodzaju wykorzystuje się wskaźniki rynkowe, z których najpopularniejsze to:

(1) P/E (cena do zysku na akcję),

(2) P/BV (cena.do kapitału własnego),

(3) EV/EBITDA (wartość firmy z długiem do nadwyżki operacyjnej EBITDA) lub

(4) EV/EBIT (wartość firmy z długiem do wyniku EBIT).

Tego rodzaju wycena jest sporządzana przy wykorzystaniu zarówno historycznych, jak i przewidywanych wskaźników osiąganych przez podmioty z danego sektora wyceniane publicznie, które odnosi się do odpowiednich wielkości (zysk, EBITDA, sprzedaż) osiąganych przez wycenianą spółkę. Grupa porównywalnych firm jest wybierana na podstawie profilu działalności spółki wycenianej i powinna obejmować podmioty o modelu biznesu jak najbardziej podobnym do spółki wycenianej. W przypadku, kiedy nie są dostępne wyceny rynkowe innych porównywalnych spółek przyjmuje się mnożniki na ogólnie akceptowanym racjonalnym poziomie obserwowanym na rynku publicznym.

3.2.3. Metoda skorygowanych aktywów netto (księgowa)

Metoda skorygowanej wartości aktywów netto jest rozwinięciem metody księgowej. Modyfikacja związana jest z odpowiednią korektą wartości pozycji bilansowych (zazwyczaj korekta dotyczy aktywów bilansu, aczkolwiek czasem, w uzasadnionych przypadkach korygowane są również pozycje obcych źródeł finansowania). Korekta polega przede wszystkim na sprowadzeniu wartości księgowej netto danego aktywu do jego wartości rynkowej. Korekta wartości bilansowej aktywów może dotyczyć:

1. Stopnia przydatności operacyjnej aktywów, polegającego na dodaniu wartości wykorzystywanych, a niewykazywanych w bilansie (np. w skutek pełnego umorzenia) składników majątku trwałego lub wyrażeniu wartości aktywów zbędnych z punktu widzenia prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności według ich wartości likwidacyjnej lub potencjalnej rynkowej ceny sprzedaży.

2. Różnic cenowych, poprzez wyrażenie wartości rzeczowych składników majątku trwałego według cen rynkowych, wartości finansowych składników majątku trwałego na podstawie ich wyceny metodą dochodową lub metodą rynkową (porównawczą), wartości zapasów surowców, materiałów, produkcji w toku oraz wyrobów gotowych według aktualnych rynkowych cen sprzedaży, wartości papierów wartościowych przeznaczonych do obrotu według ich bieżących cen rynkowych.

3. Zmian wielkości nominalnych pozycji bilansowych spowodowanych inflacją, polegających na wyrażeniu wartości nabytych składników majątkowych, przedstawionych w bilansie według historycznych kosztów nabycia lub cen nominalnych w cenach bieżących, odzwierciedlających spadek siły nabywczej pieniądza.

4. Stopnia płynności i wymagalności, co polega na skorygowaniu wartości należności przeterminowanych oraz trudno ściągalnych. Natomiast korekta pozycji pasywów może

polegać na uwzględnieniu zobowiązań pozabilansowych, planów zamiany wierzytelności na akcje lub udziały, przeprowadzeniu w razie potrzeby korekty z tytułu zobowiązań podatkowych. Wynik rzetelnie przeprowadzonej wyceny przedsiębiorstwa metodą wartości skorygowanej aktywów netto powinien dać więc dobry jakościowo szacunek wartości rynkowej majątku przedsiębiorstwa.

Dzięki temu metoda może spełniać rolę procedury uzupełniającej w stosunku do wycen metodami dochodowymi lub porównawczymi oraz być testem wiarygodności ich wyników. Gdy wyniki uzyskane przy pomocy tych metod istotnie odbiegają od szacunku wartości uzyskanej metodą wartości skorygowanej aktywów netto wyceniający powinni zidentyfikować i wyjaśnić przyczyny tych różnic. Ma to istotny aspekt poznawczy - pozwala to wyceniającym na kompleksowe zrozumienie czynników kreujących wartość przedsiębiorstwa. Przeprowadzenie szacunku przedsiębiorstwa tą metodą może również z powodzeniem spełniać funkcję argumentacyjną podczas negocjacji cenowych w transakcjach fuzji i przejęć.

Proces wyceny metodą skorygowanych aktywów netto polega na ustaleniu wartości wycenianej jednostki jako różnicy pomiędzy rynkową wartością aktywów a wartością jej zobowiązań. Wykonywane operacje przedstawić można schematycznie jako:

Wartość rynkowa aktywów trwałych Wartości niematerialne i prawne Rzeczowe aktywa trwałe Należności długoterminowe Inwestycje długoterminowe Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe Aktywa obrotowe Zapasy Należności krótkoterminowe Inwestycje krótkoterminowe Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	(-)	Zobowiązania długoterminowe Zobowiązania krótkoterminowe Rozliczenia międzyokresowe
	=	
Wartość według metody skorygowanych aktywów netto		

4. Zakres niezbędnych informacji, założeń i parametrów istotnych dla sporządzenia wyceny wraz z wyjaśnieniami, w jaki sposób kluczowe parametry zostały oszacowane i przyjęte przez wyceniającego

(2) Ustalenie zakresu niezbędnych informacji, założeń i parametrów

Do oszacowania wartości udziałów konieczne jest ustalenie informacji specyficznych dla Spółki oraz wybranych parametrów rynkowych. Poniżej wskazano informacje niezbędne dla wyceny wartości rynkowej Conres Sp. z o.o.:

1. ilość udziałów przedsiębiorstwa Conres Sp. z o.o.;
2. sprawozdania finansowe Spółki za lata 2017-2019 opublikowane w Krajowym Rejestrze Sądowym (sprawozdania pobrane z elektronicznego Repozytorium Dokumentów Finansowych KRS);

3. ustalenie prognozy kluczowych parametrów finansowych na lata 2020-2025: przychody ze sprzedaży, wynik operacyjny EBIT, amortyzacja, nakłady inwestycyjne na środki trwałe i środki obrotowe, przy założeniu, że przeprowadzana jest ona na początku 2020 roku (wg stanu na dzień 31 grudnia 2019 r.) i nie znane są wyniki finansowe Spółki oraz działania zrealizowane przez nią w latach kolejnych;
4. dług netto przedsiębiorstwa na 31 grudnia 2019 r.;
5. udział kapitału własnego i długu odsetkowego w strukturze finansowania Spółki Conres;
6. współczynnik beta przyjęty dla Spółki;
7. poziom marży kredytowej;
8. stopa wzrostu przepływów w okresie rezydualnym;
9. stopa wolna od ryzyka;
10. stopa procentowa stanowiąca premię za ryzyko systemowe;
11. informacje o warunkach otoczenia i trendach istotnych w latach 2020-2025 dla branży, w której działała wyceniana Spółka.

(3) Zgromadzenie niezbędnych informacji, ustalenie założeń i parametrów

Na podstawie materiału zgromadzonego przez biegłego z publicznie dostępnych źródeł oraz przekazanych przez Syndyka masy upadłości Bogdana Pawłowskiego ustalono następujące złożenia i parametry istotne dla wyceny wartości rynkowej całości udziałów w Conres Sp. z o.o.:

1. Na dzień 31 grudnia 2019 r., a także na dzień sporządzenia niniejszego operatu pan Bogdan Pawłowski posiadał 500 udziałów w Conres Sp. z o.o., co stanowiło 50% kapitału własnego Spółki (źródło: obliczenia własne na podstawie danych Spółki z Krajowego Rejestru Sądowego – wydruk z Centralnej Informacji KRS, stan na dzień 13.05.2021 r.).
2. Wykorzystane dane ze sprawozdań finansowych Spółki za lata 2017-2019 zawiera załącznik nr 1. Z uwagi na to, że w przekazanej biegłemu przez zlecającego dokumentacji finansowej niniejszej sprawy oraz w elektronicznym Repozytorium Dokumentów Finansowych podmiotów wpisanych do Rejestru Przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego nie znaleziono sprawozdania finansowego Conres Sp. z o.o. za okres 01.01.2020-31.12.2020 r., ani też żadnego cząstkowego (kwartalnego, półrocznego itp.) sprawozdania finansowego z powyższego okresu posłużono się danymi finansowymi na koniec 2019 roku - jest to powszechnie stosowana praktyka w przypadku braku danych śródrocznych, która w niewielkim stopniu zaburza obraz finansów badanej firmy i nie wpływa znacząco na jakość szacunków. Na podstawie informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych ustalono, że w latach 2017-2019 **Spółka generowała stratę netto przez co wykazywała się w tym okresie trwałą ujemną zyskownością** (ze względu jednak na brak przychodów ze sprzedaży niemożliwe jest obliczenie zarówno przeciętnego, jak i rocznych wskaźników rentowności operacyjnej EBIT; średniej i rocznych wartości rentowności operacyjnej EBIT oczyszczonej z przychodów z tytułu dotacji i zysków ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych; przeciętnego i rocznych

wskaźników rentowność sprzedaży netto; a możliwe jest jedynie oszacowanie wartości przeciętnej rentowność aktywów ROA, która wyniosła -107,5%).

3. **W analizowanym okresie Spółka utrzymywała stały poziom wskaźnika płynności bieżącej na poziomie 0,04. Nie możemy jednak mówić, iż były to stabilne i właściwe poziomy tego miernika, gdyż wartość wskaźnika płynności bieżącej powinna utrzymywać się w przedziale 1,2-2,0** (a nawet wg niektórych źródeł powinna oscylować pomiędzy 1,5 a 2,0).

4. W okresie objętym niniejszą analizą na **bardzo niezadawalającym poziomie kształtował się wskaźnik struktury finansowania.** Od 2017 r. (rozpoczęcie okresu analizy) ze względu na odnotowane ujemne kapitały własne Conres Sp. z o.o. wskaźnik struktury finansowania ulegał znacznemu pogorszeniu się i zobowiązania zaczęły przekraczać wartość pasywów bilansu (zmiana wartości udziału kapitału własnego z -38,5% sumy bilansowej w 2017 roku, poprzez -47,8% w 2017 roku, -51,6% w 2018 r. do -62,8% na koniec 2019 roku).

5. Ze względu na brak jakiegokolwiek majątku trwałego uwidocznionego w aktywach przedsiębiorstwa relacja udziału aktywów trwałych do sumy aktywów w poszczególnych okresach analizy kształtowała się na tym samym zerowym poziomie, stąd też **przeciętna wartość wskaźnika udziału majątku trwałego w sumie bilansowej wynosiła w tym okresie 0,00%.**

Najważniejsze wskaźniki finansowe Conres Sp. z o.o. w latach 2017-2019

	2017	2018	2019
RENTOWNOŚĆ EBIT*	-	-	-
RENTOWNOŚĆ EBIT OCZYSZCZONY*	-	-	-
RENTOWNOŚĆ NETTO*	-	-	-
RENTOWNOŚĆ AKTYWÓW	-78,0%	-166,4%	-78,0%
PŁYNNOŚĆ BIE ŻĄCA	0,04	0,04	0,04
KAPITAŁ WŁASNY / SUMA BILANSOWA	-2482,8%	-2651,1%	-2729,2%
AKTYWA TRWAŁE / SUMA BILANSOWA	0,0%	0,0%	0,0%

* brak możliwości oszacowania ze względu na niegenerowanie przez Conres Sp. z o.o. przychodów ze sprzedaży.

Kształtowanie się wartości wybranych najważniejszych wskaźników finansowych przedsiębiorstwa Conres zamieszczonych w powyższej tabeli nakazuje jednoznacznie negatywnie ocenić sytuacje finansową Spółki.

6. Biorąc pod uwagę parametry finansowe Spółki w latach poprzedzających datę oszacowania wartości można byłoby przyjąć następujące założenia i prognozy kluczowych parametrów finansowych na potrzeby wyceny metodą dochodową na lata 2020 do 2025, w sytuacji jej zastosowania i przy założeniu, iż kontynuowana będzie dalej działalność podmiotu oraz, że ustalana jest ona na 01.01.2020 roku i nie znane są wyniki finansowe oraz działania zrealizowane w latach kolejnych:

- ze względu na całkowity brak historycznych przychody ze sprzedaży (w okresie objętym analizą niniejszej ekspertyzy) nie można założyć wygenerowania przez przedsiębiorstwo żadnego przychodu ze sprzedaży w okresie prognozowanym;
- ze względu fakt, iż spółka w latach 2017-2019 nie ponosiła kosztów amortyzacji środków trwałych nie można prognozować pojawienia się ich w okresie projekcji finansowej, także z powodu nieposiadania przez biegłego informacji dotyczących dokonania zakupu jakichkolwiek nowych składników majątku trwałego przez jednostkę lub planowania nakładów inwestycyjnych na aktywa trwałe;
- w wyniku nieosiągania przez przedsiębiorstwo przychodów ze sprzedaży i nie generowania wolnych środków finansowych z tytułu amortyzacji, a przy tym ponoszenia kosztów funkcjonowania, wynik operacyjny EBIT spółki przyjmuje wartości poniżej zera, a to powoduje, iż w prognozie należałoby przyjąć wartość wskaźnika rentowności oczyszczonego EBIT na ujemnym poziomie procentowym, co z kolei jest błędnym założeniem już na samym początku opracowywania projekcji finansowej i mocno rzutowałoby na uzyskane w niniejszej ekspertyzie wyniki wyceny;

powyższe parametry utwierdzają przekonanie o słuszności zaniechania sporządzenia wyceny firmy Conres Sp. z o.o. w oparciu o podejście dochodowe (metodą DCF).

7. udziału kapitału własnego i długu odsetkowego w strukturze finansowania Spółki ustalono na podstawie relacji kapitału własnego do kapitału i długu odsetkowego według danych zawartych w sprawozdaniu za 2019 rok; poziom zadłużenia Spółki w ciągu 2019 roku nie uległ bardzo znaczącej zmianie (zwiększył się o 2.801 tys. zł tj. o 4,3%), nastąpiła jednak pewna zmiana, co do wysokości poszczególnych rodzajów zadłużenia terminowego (o ile wysokość zaciągniętych kredytów długoterminowych nie uległa zmianie, o tyle zaś kredyty krótkoterminowe wzrosły z 64.773 tys. zł do 67.574 tys. zł); udział kapitału własnego strukturze finansowania firmy przyjęto na poziomie 0%, ze względu na odnotowane ujemne kapitały własne Spółki; z tego powodu przedsiębiorstwo finansowało się będzie wyłącznie kapitałem obcym, dlatego też przyjęto jego udział na 100%; w kolejnych latach przyjęto, że Spółka będzie akumulować stratę netto w kapitale własnym, tym samym jeszcze bardziej powiększy ujemne kapitały własne, co spowoduje, że nawet przy założeniu zmniejszenia zadłużenia nominalnego finansowanie nadal będzie opierało się tylko na źródłach obcych;
8. dług netto na 1 stycznia 2020 roku przyjęto na podstawie sprawozdań finansowych Spółki na koniec 2019 roku; uwzględniając saldo inwestycji krótkoterminowych według wartości z dnia 31.12.2019 r. dług netto przyjęto na poziomie 67.578 tys. zł;

5. Wyceny wartości przedsiębiorstwa Conres Sp. z o.o.

(4) Przeprowadzenie właściwych kalkulacji

5.1. Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)

Ze względów omówionych szeroko przez biegłego w pkt. zatytułowanym „Podsumowanie wyceny", a także w pkt. określonym jako „Uzasadnienie wyboru zastosowanych podejść i metod wyceny" zastosowanie metody dochodowej w ustalaniu wartości firmy Conres Sp. z o.o. jest niezasadne. Według przyjętych założeń i wcześniejszej argumentacji biegłego można jednak postawić tezę, iż:

wartość rynkowa 100% udziałów stanowiących kapitał własny przedsiębiorstwa Conres Sp. z o.o. na datę wyceny 01.01.2020 roku wynosi 0 zł.

5.2. Metoda porównań rynkowych (mnożnikowa)

Wycena mnożnikowa wymaga (1) znalezienia dla analizowanego przedsiębiorstwa odpowiednio dużej liczby przedsiębiorstw notowanych w publicznym obrocie, które w zbliżonym modelu biznesowym oraz na porównywalną skalę prowadziłyby działalność operacyjną lub (2) posłużeniem się takimi poziomami wskaźników, które byłyby uznane za relatywnie atrakcyjne w transakcjach kapitałowych udziałami. Pierwsza z powyższych alternatyw nie jest możliwa do zrealizowania, zarówno ze względu na profil działalności (na GPW nie ma notowanych spółek o podobnej działalności) oraz jej skalę. W związku z powyższym można by było teoretycznie zastosować drugą możliwość, która wykorzystywana jest także powszechnie na rynku kapitałowym.

Bazując na doświadczeniu i poziomach wskaźników, przy których rośnie prawdopodobieństwo zawarcia transakcji kapitałowej, a potencjalni nabywcy mogą uznać wartość Spółki za dobrze wycenioną (z atrakcyjnym dyskontem) nie uszczuplającym także wpływów zbywającego, można by było dokonać wyceny w oparciu o trzy poniższe wskaźniki:

- P/E (cena do zysku) wynoszącym 6: przyjmując, że potencjalny nabywca jest w stanie zapłacić za zdolne do generowania zysku Przedsiębiorstwo 6-krotność zysku netto pro forma (*NOPLAT, Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*), jaki byłby prognozowany w najbliższym okresie rachunkowym (tutaj: w 2020 roku spółka poniosłaby stratę),
- EV/EBITDA (wartość firmy z długiem do wyniku EBITDA) wynoszącym 4: przyjmując, że potencjalny nabywca jest w stanie zapłacić za Przedsiębiorstwo z długiem 4-krotność nadwyżki operacyjnej EBITDA, jaka byłaby prognozowana w najbliższym okresie rachunkowym (tutaj: w 2020 roku EBITDA byłaby ujemna),
- P/BV (cena do wartości księgowej) wynoszącym 1: przyjmując, że potencjalny nabywca jest w stanie zapłacić za Przedsiębiorstwo równowartość kapitału własnego

raportowanego w ostatnim sprawozdaniu finansowym (tutaj: za 2019 rok minus 97.962.711,88 zł).

Zgodnie z powyżej zaprezentowanymi ustaleniami i obliczeniami wartość przedsiębiorstwa Conres Sp. z o.o. wyznaczona za pomocą uśrednienia w metodzie mnożników rynkowych wyniosłaby 0 zł na datę wyceny 01.01.2020 roku.

5.3. Metoda wartości księgowej netto

Majątkowe metody wyceny zakładają, iż dany podmiot gospodarczy jest zorganizowanym zespołem składników majątkowych jest więc warty on tyle, ile jego aktywa pomniejszone o długi (zobowiązania).

W celu zobrazowania skali niekorzystnej sytuacji finansowej spółki Conres przekładającej się na jej wycenę biegły oszacował poniżej wartość przedsiębiorstwa za pomocą podejścia księgowego obliczając wartość aktywów netto (wartość księgową netto).

Ustalenie wartości przedsiębiorstwa metodą wartości księgowej netto (zwanej inaczej metodą wyceny aktywów netto, metodą nominalną lub po prostu metodą wartości księgowej) polega na obliczeniu wartości podmiotu w oparciu o księgową wartość majątku pomniejszoną o zobowiązania firmy. Przyjmując, iż wartość aktywów netto odpowiada wartości godziwej przedsiębiorstwa, uzyskuje się w ten sposób jego wycenę. Formuła na oszacowanie wartości jednostki gospodarczej na podstawie metody wyceny aktywów netto przyjmuje następujący wzór:

Wartość księgowa spółki (WKS) = bilansowa wartość aktywów przedsiębiorstwa – bilansowa wartość zobowiązań ogółem (kapitału obcego)

Po wstawieniu do wzoru wartości liczbowych dla firmy Conres Sp. z o.o. otrzymujemy następującą formułę obliczeniową:

WKS = 3.589.432,62 – 101.552.144,50

WKS = - 97.962.711,88

jak można zaobserwować powyżej wynik równania wyniósł prawie minus 98 milionów zł.

Zgodnie z powyższymi obliczeniami wartość przedsiębiorstwa Conres Sp. z o.o. ustalona za pomocą podejścia majątkowego metodą wartości księgowej netto wyniosła 0 zł na datę wyceny 01.01.2020 roku.

5.4. Sformułowanie finalnej opinii (rekomendowana wartość)

Zgodnie z powyżej zaprezentowanymi ustaleniami i obliczeniami wartość przedsiębiorstwa Conres Sp. z o.o. wyznaczona za pomocą uśrednienia wartości wyników trzech zastosowanych metod szacunków wyniosłaby 0 zł na datę wyceny 01.01.2020 roku.

WYCENA WG PODEJŚCIA DOCHODOWEGO	0
WYCENA WG PODEJŚCIA MAJĄTKOWEGO	0
WYCENA WG PODEJSCIA PORÓWNAWCZEGO	0
ŚREDNIA WYCENA	0

Według przyjętych w niniejszej opinii założeń i podejścia metodycznego, zgodnie z zaprezentowanymi powyżej obliczeniami można teoretycznie stwierdzić, iż wartości Spółki Conres Sp. z o.o. ustalonej za pomocą uśrednienia rezultatów wycen uzyskanych w wyniku zastosowania trzech powyższych metod określono by ostatecznie na dzień 01.01.2020 roku na poziomie 0,00 zł.

tym samym więc,

wycena udziałów pana Bogdana Pawłowskiego w przedsiębiorstwie Conres Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością (50,00% udziału w kapitale Spółki) na 01.01.2020 roku wynosi 0,00 zł.

6. Klauzule i zastrzeżenia

☒ Wykonawca ekspertyzy oświadcza, że nie występuje konflikt interesów pomiędzy Zamawiającym i/lub jego reprezentantami a Wykonawcą i/lub jego reprezentantami.

☒ Wycena została sporządzona zgodnie z jego najlepszą wiedzą i przekonaniem wykonawcy w oparciu o informacje dostarczone przez Zamawiającego oraz inne publicznie dostępne informacje i dane. Jednakże dokonując jakichkolwiek transakcji lub operacji kapitałowych związanych z przedmiotem wyceny i/lub Zamawiającym należy dokonać szeregu dodatkowych analiz. W szczególności należy przeprowadzić analizy prawny zawartych kontraktów, analizy prawne stanu zobowiązań i należności, analizy ksiąg wieczystych nieruchomości, audyt ksiąg rachunkowych, analizę zobowiązań pozabilansowych spółki i/lub inne niezbędne w danej sytuacji decyzyjnej.

☒ Analizy, opinie i konkluzje zawarte w raporcie są profesjonalnymi, bezstronnymi i obiektywnymi analizami, opiniami i konkluzjami osoby wykonującej wycenę; analizy, opinie i konkluzje zawarte w raporcie są ograniczone jedynie przez przyjęte założenia oraz warunki ograniczające.

☒ Zlecenie wyceny nie było uzależnione od przygotowania lub przedstawienia w raporcie

przez wyceniającego wniosków oraz konkluzji z góry zakładanymi rezultatami.

☒ Wynagrodzenie wyceniającego nie jest uzależnione od:

a. przygotowania lub przedstawienia w raporcie wniosków lub konkluzji z góry tendencyjnie zakładanymi wartościami,

b. wartości przedmiotu wyceny przedstawionego w raporcie,

c. uzyskania z góry założonego rezultatu,

d. przyszłych wydarzeń bezpośrednio związanych z celem wyceny,

e. konkluzji raportu korzystnej dla Zlecającego.

☒ Raport z wyceny może być przedstawiony jedynie zamawiającemu, chyba że wyrazi on zgodę na przedstawienie raportu stronie trzeciej. Wyjątkiem od tej reguły jest nakaz sądu lub innego właściwego organu (policja, prokuratura itp.) na udostępnienie raportu z wyceny.

Jacek Czarecki

dr Jacek Czarecki
Biegły sądowy przy Sądzie Okręgowym w Lublinie
w zakresie rachunkowości, finansów, wycen
wartości przedsiębiorstw, spółek, udziałów i akcji
poz. 1307 w wykazie z dn. 09.02.2021 r.

Załącznik 1. Sprawozdania finansowe Conres Sp. z o.o. w latach 2017-2019

CONCRES Sp. z o.o. z siedzibą w Rzeszowie

35-234 Rzeszów, ul. Trembeckiego 11A

KRS 0000235446

Dane finansowe za lata 2017 - 2019

	Rok:	2017	2018	2019
		01.01.2017	01.01.2018	01.01.2019
	Na dzień:	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Bilans				
A. Aktywa trwałe				
I. Wartości niematerialne i prawne				
1. Koszty zakończonych prac rozwojowych				
2. Wartość firmy				
3. Inne wartości niematerialne i prawne				
4. Zaliczki na wartości niematerialne i prawne				
II. Rzeczowe aktywa trwałe				
1. Środki trwałe				
a. Grunty w tym prawa wieczyste				
b. Budynki, lokale i obiekty				
c. Urządzenia techniczne i maszyny				
d. Środki transportu				
e. Inne środki trwałe				
2. Środki trwałe w budowie				
3. Zaliczki na środki trwałe				
III. Należności długoterminowe				
1. Od jednostek powiązanych				
2. Od pozostałych jednostek				
IV. Inwestycje długoterminowe				
1. Nieruchomości				
2. Wartości niematerialne i prawne				
3. Długoterminowe aktywa finansowe				
a. W jednostkach powiązanych				
i. udziały lub akcje				
ii. inne papiery wartościowe				
iii. udzielone pożyczki				
iv. inne długoterminowe aktywa finansowe				
b. W pozostałych jednostkach				

i. udziały lub akcje			
ii. inne papiery wartościowe			
iii. udzielone pożyczki			
iv. inne długoterminowe aktywa finansowe			
4. Inne inwestycje długoterminowe			
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe			
1. Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego			
2. Inne rozliczenia międzyokresowe			
B. Aktywa obrotowe	**3 592 215,62**	**3 589 555,62**	**3 589 432,62**
I. Zapasy			
1. Materiały			
2. Półprodukty i produkty w toku			
3. Produkty gotowe			
4. Towary			
5. Zaliczki na dostawy			
II. Należności krótkoterminowe	3 589 964,54	3 589 032,54	3 589 032,54
1. Należności od jednostek powiązanych	3 182 035,20	3 182 035,20	3 182 035,20
a. Z tytułu dostaw i usług w okresie spłaty			
i. Do 12 miesięcy			
ii. Powyżej 12 miesięcy			
b. Inne	3 182 035,20	3 182 035,20	3 182 035,20
2. Należności od pozostałych jednostek	407 929,34	406 997,34	406 997,34
a. Z tytułu dostaw i usług w okresie spłaty			
i. Do 12 miesięcy			
ii. Powyżej 12 miesięcy			
b. Z tytułu podatków, dotacji, ceł, ZUS	932,00		
c. Inne	406 997,34	406 997,34	406 997,34
d. Dochodzone na drodze sądowej			
III. Inwestycje krótkoterminowe	2 251,08	523,08	400,08
1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	2 251,08	523,08	400,08
a. W jednostkach powiązanych			
i. Udziały lub akcje			
ii. Inne papiery wartościowe			
iii. Udzielone pożyczki			
iv. Inne krótkoterminowe aktywa finansowe			
b. W pozostałych jednostkach			
i. Udziały lub akcje			
ii. Inne papiery wartościowe			

iii. Udzielone pożyczki			
iv. Inne krótkoterminowe aktywa finansowe			
c. Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	2 251,08	523,08	400,08
i. Środki pieniężne w kasie i na rachunkach	2 251,08	523,08	400,08
ii. Inne środki pieniężne			
iii. Inne aktywa pieniężne			
2. Inne inwestycje krótkoterminowe			
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe			
Aktywa razem	***3 592 215,62***	***3 589 555,62***	***3 589 432,62***
A. Kapitał (fundusz) własny	**-89 187 397,83**	**-95 161 321,38**	**-97 962 711,88**
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	50 000,00	50 000,00	50 000,00
II. Należne wpłaty na kapitał podstawowy			
III. Udziały (akcje) własne			
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	8 903 614,59	8 903 614,59	8 903 614,59
V. Kapitał z aktualizacji wyceny			
VI. Pozostałe kapitały rezerwowe			
VII. Zysk (strata) z lat ubiegłych	-95 339 221,30	-98 141 012,42	-104 114 935,97
VIII. Zysk (strata) netto	-2 801 791,12	-5 973 923,55	-2 801 390,50
IX. Odpisy z zysku netto w ciągu roku			
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	**92 779 613,45**	**98 750 877,00**	**101 552 144,50**
I. Rezerwy na zobowiązania			
1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku doch.			
2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne			
a. Długoterminowa			
b. Krótkoterminowa			
3. Pozstałe rezerwy			
a. Długoterminowa			
b. Krótkoterminowa			
II. Zobowiązania długoterminowe	5 000,00	5 000,00	5 000,00
1. Wobec jednostek powiązanych			
2. Wobec pozostałych jednostek	5 000,00	5 000,00	5 000,00
a. Kredyty i pożyczki	5 000,00	5 000,00	5 000,00
b. Z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych			
c. Inne zobowiązania finansowe			
d. Inne			
III. Zobowiązania krótkoterminowe	92 774 613,45	98 745 877,00	101 547 144,50
1. Wobec jednostek powiązanych		4 850,00	4 850,00
a. Z tytułu dostaw i usług o okresach wymagalności			

i. Do 12 miesięcy			
ii. Powyżej 12 miesięcy			
b. Inne		4 850,00	4 850,00
2. Wobec pozostałych jednostek	92 769 763,45	98 741 027,00	101 542 294,50
a. Kredyty i pożyczki	58 800 615,89	64 773 031,45	67 573 560,95
b. Z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych			
c. Inne zobowiązania finansowe	18 950 000,00	18 950 000,00	18 950 000,00
d. Z tytułu dostaw i usług o okresach wymagalności	1 874 415,92	1 874 415,91	1 875 153,91
i. Do 12 miesięcy		123,00	861,00
ii. Powyżej 12 miesięcy	1 874 415,92	1 874 292,91	1 874 292,91
e. Zaliczki otrzymane na dostawy			
f. Zobowiązania wekslowe			
g. Z tytułu podatków, ceł, ZUS i innych świadczeń	57 285,60	56 133,60	56 133,60
h. Z tytułu wynagrodzeń			
i. Inne	13 087 446,04	13 087 446,04	13 087 446,04
3. Fundusze specjalne			
a. ZFSS			
b. ZFRON			
c. Pozostałe			
IV. Rozliczenia międzyokresowe			
1. Ujemna wartość firmy			
2. Inne rozliczenia międzyokresowe			
a. Długoterminowe			
b. Krótkoterminowe			
Pasywa razem	***3 592 215,62***	***3 589 555,62***	***3 589 432,62***

Rok:	**2017**	**2018**	**2019**
Okres sprawozdawczy od:	**01.01.2017**	**01.01.2018**	**01.01.2019**
Okres sprawozdawczy do:	**31.12.2017**	**31.12.2018**	**31.12.2019**
Rachunek zysków i strat (wersja porównawcza)			
A. Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi, w tym:			
-od jednostek powiązanych			
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów			
II. Zmiana stanu produktów			
III Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jed.			
IV. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów			
B. Koszty działalności operacyjnej	1 345,00	1 090,00	861,00
I. Amortyzacja			

II. Zużycie materiałów i energii			
III. Usługi obce	1 150,00	723,00	861,00
IV. Podatki i opłaty	195,00	367,00	
V. Wynagrodzenia			
VI. Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia			
VII. Pozostałe koszty rodzajowe			
VIII. Wartość sprzedanych towarów i materiałów			
C. Zysk (strata) ze sprzedaży (A-B)	-1 345,00	-1 090,00	-861,00
D. Pozostałe przychody operacyjne		0,01	
I. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych			
II. Dotacje			
III. Inne przychody operacyjne		0,01	
E. Pozostałe koszty operacyjne			
I. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych			
II. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych			
III. Inne koszty operacyjne			
F. Zysk (strata) z działalności operacyjnej (C+D-E)	-1 345,00	-1 089,99	-861,00
G. Przychody finansowe			
I. Dywidendy i udziały w zyskach w tym			
II. Odsetki w tym			
III. Zysk ze zbycia inwestycji			
IV. Aktualizacja wartości inwestycji			
V. Inne			
H. Koszty finansowe	2 800 446,62	5 972 833,56	2 800 529,50
I. Odsetki w tym:	2 800 446,62	5 972 833,56	2 800 529,50
- dla jednostek powiązanych	279,50	144,00	279,5
II. Strata ze zbycia inwestycji			
III Aktualizacja wartości inwestycji			
IV. Inne			
I. Zysk (strata) z działaności gospodarczej (F+G-H)	-2 801 791,62	-5 973 923,55	-2 801 390,50
J. Wynik zdarzeń nadzwyczajnych (J.I.-J.II)	0,00	0,00	0,00
I. Zyski nadzwyczajne			
II. Straty nadzwyczajne			
K. Zysk (strata) brutto (I-+J)			
L. Podatek dochodowy			
M. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)			
N. Zysk (strata) netto (K-L-M)	-2 801 791,62	-5 973 923,55	-2 801 390,50