

# WYCENA AKCJI

## ELEKTROWNI CHORZÓW SA

z siedzibą w Chorzowie przy ul. M. Skłodowskiej-Curie 3

dla potrzeb konsolidacji

stan na 01.10.2015r.

Za zespół:

mgr Wioleta Lisik

GRUPA KONSULTINGOWA DEFIN  
SPÓŁKA Z OGRANICZONĄ ODPOWIEDZIALNOŚCIĄ  
40-087 KATOWICE, ul. SOKOLSKA 65  
NIP 6272511433 REGON 278253412  
tel. 32 246 02 05, fax: 32 246 02 06

WIOLETA LISIK  
Prezes Zarządu

Katowice, 20 października 2015 roku

**SPIS TREŚCI**

1. Cel opracowania.....	3
2. Data, na którą dokonano oszacowania.....	3
3. Data wykonania opracowania.....	3
4. Podstawowe informacje o Spółce.....	4
5. Analiza ekonomiczno-finansowa Spółki.....	5
5.1. Prezentacja sprawozdań finansowych.....	5
5.2. Analiza wskaźnikowa.....	9
6. Uzasadnienie wyboru metody wyceny.....	11
7. Oszacowanie wartości Spółki metodą wartości skorygowanej aktywów netto.....	12
8. Ostateczna wartość udziałów.....	15
9. Klauzule i zastrzeżenia.....	16

## 1. Cel opracowania

Opracowanie zostało wykonane zgodnie ze zleceniem Elektrowni Chorzów S.A. nr 30/DF/0815 z dnia 27 sierpnia 2015r.

Celem opracowania jest wycena wartości podmiotu gospodarczego działającego pod firmą: **Elektrownia Chorzów S.A. z siedzibą w Chorzowie przy ul. M. Skłodowskiej-Curie 3**, zwanego dalej Przedsiębiorstwem, Spółką lub Elektrownia Chorzów według stanu na 01.10.2015 dla potrzeb konsolidacji.

Charakteryzując proces wyceny przedsiębiorstwa i dążąc do wskazania jego wewnętrznej struktury oraz różnorodnych uwarunkowań ją kształtujących, właściwe zdaje się wskazanie ogólnych wniosków płynących z rozważań nad naturą wartości przedsiębiorstwa jako szczególnego obiektu wartościowania. Wprawdzie jest ono w warunkach gospodarki rynkowej normalnym towarem – przedmiotem wymiany rynkowej, to jednak w odniesieniu do niego wskazać można wiele uwarunkowań znacznie odróżniających obrót przedsiębiorstwami od obrotu bardziej tradycyjnymi towarami.

Zaliczyć do nich można:

- złożoność i praktyczną niepowtarzalność przedsiębiorstw jako dóbr o charakterze indywidualnym,
- mniejszą ilość transakcji w porównaniu z innymi przedmiotami obrotu,
- istnienie wielu różnorodnych trudności w obiektywizacji wyceny w drodze oparcia się przy niej na innych wycenach, co wynika bezpośrednio z obu wyżej podanych uwarunkowań.

Przytoczone uwarunkowania sprawiają, iż w odniesieniu do przedsiębiorstwa mówić można o istnieniu wielu różnych wartości, o zróżnicowanym charakterze, w zależności od sposobu jej postrzegania, a równocześnie wynika z tego, że proces wyceny przedsiębiorstwa przyjmuje postać rachunku kalkulacyjnego, opierającego się na indywidualnym charakterze majątku podmiotu i/lub osiągniętych przez niego wynikach finansowych.

Wynika z tego, że tak prowadzona wycena podmiotu nie odbywa się na rynku, lecz raczej poprzez rynek, który dostarcza informacji umożliwiających właściwy dobór parametrów i zmiennych rachunku kalkulacyjnego.

Wycena służy nie tylko przedstawieniu charakterystyki liczbowej Przedsiębiorstwa, ale także umożliwia poznanie składników i wyodrębnienie czynników różnicujących wyniki jego wyceny dokonywanej różnymi metodami.

Analiza wartości przedsiębiorstwa jest więc narzędziem pozwalającym na porównania, ocenę i wybór wartości najbardziej obiektywnie odzwierciedlający rzeczywisty stan techniczno-ekonomiczny majątku i całego przedsiębiorstwa w danym momencie.

## 2. Data, na którą dokonano oszacowania

Wartość Spółki oszacowano na dzień 01.10.2015.

## 3. Data wykonania opracowania

Opracowanie ukończono dnia 20.10.2015r.

#### 4. Podstawowe informacje o Spółce

Podstawowe dane identyfikujące Spółkę:

KRS           0000079827  
 Regon        271980623  
 NIP           6270011873

Elektrownia Chorzów S.A. powstała w drodze przekształcenia Przedsiębiorstwa Państwowego w jednoosobową Spółkę Akcyjną Skarbu Państwa – zgodnie z Zarządzeniem nr 279/ORG/93 Ministra Przemysłu i Handlu z dnia 18.11.1993r.

Kapitał podstawowy Spółki wynosi na dzień 01.10.2015r. 8.000.000,00 złotych i dzieli się na 800 000 akcji o wartości nominalnej 10 złotych każdy.

Struktura akcjonariuszy na dzień wyceny kształtuje się następująco:

Akcjonariusz	Liczba akcji	Wartość akcji (w zł)	Procentowy udział w kapitale
Skarb Państwa	800 000	8 000 000,00	100,00%
<b>RAZEM</b>	<b>800 000</b>	<b>8 000 000,00</b>	<b>100,00%</b>

Wartość księgową Spółki na 01.10.2015r. wynosi 39.908.221,52 zł (a wartość księgową 1 akcji to 49,89 zł).

Podstawowy przedmiot działalności Spółki obejmuje:

- dystrybucję, przesył i obrót energią elektryczną,
- dostawę wody,
- najem, dzierżawę.

Spółka posiada stosowne koncesje URE na swoją działalność obowiązujące do 31.12.2030r.

Opracowanie sporządzone zostało przy założeniu ciągłości istnienia Spółki zdolnej do samodzielnej kontynuacji efektywnej działalności gospodarczej. Wycenie podlega więc Spółka jako całość.

Przy sporządzaniu niniejszego opracowania wykorzystano następujące dokumenty przedstawione przez Spółkę:

- KRS, Regon, NIP,
- Sprawozdania finansowe za lata 2013-2014,
- Bilans i rachunek wyników na dzień 01.10.2015r.,
- Opinia i raport biegłego rewidenta za lata 2013-2014,
- Inne informacje i wyjaśnienia uzyskane od przedstawicieli Spółki.

## 5. Analiza ekonomiczno-finansowa Spółki

### 5.1. Prezentacja sprawozdań finansowych

#### 5.1.1. Bilans Spółki

	<b>AKTYWA</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>09.2015</b>
<b>A.</b>	<b>Aktywa trwałe</b>	<b>38 404,7</b>	<b>38 151,3</b>	<b>36 998,5</b>	<b>36 100,1</b>
I.	Wartości niematerialne i prawne	21,6	15,2	9,1	0,5
II.	Rzeczowe aktywa trwałe	8 396,0	7 494,8	6 009,7	4 916,3
III.	Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0
IV.	Inwestycje długoterminowe	29 203,6	29 203,6	29 197,9	29 401,7
V.	Długotermin. rozlicz. międzyokresowe	783,5	1 437,8	1 781,7	1 781,7
<b>B.</b>	<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>13 212,0</b>	<b>9 588,1</b>	<b>10 721,1</b>	<b>8 352,9</b>
I.	Zapasy	965,8	474,3	435,2	447,9
II.	Należności krótkoterminowe	10 439,1	8 454,9	9 898,7	6 844,7
III.	Inwestycje krótkoterminowe	1 612,8	508,0	262,3	949,1
IV.	Krótkotermin. rozlicz. międzyokresowe	194,4	150,9	124,8	111,2
	<b>Razem aktywa</b>	<b>51 616,7</b>	<b>47 739,4</b>	<b>47 719,5</b>	<b>44 453,0</b>

#### Struktura Aktywów

	<b>AKTYWA</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>09.2015</b>
<b>A.</b>	<b>Aktywa trwałe</b>	<b>74,40%</b>	<b>79,92%</b>	<b>77,53%</b>	<b>81,21%</b>
I.	Wartości niematerialne i prawne	0,04%	0,03%	0,02%	0,00%
II.	Rzeczowe aktywa trwałe	16,27%	15,70%	12,59%	11,06%
III.	Należności długoterminowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
IV.	Inwestycje długoterminowe	56,58%	61,17%	61,19%	66,14%
V.	Długotermin. rozlicz. międzyokresowe	1,52%	3,01%	3,73%	4,01%
<b>B.</b>	<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>25,60%</b>	<b>20,08%</b>	<b>22,47%</b>	<b>18,79%</b>
I.	Zapasy	1,87%	0,99%	0,91%	1,01%
II.	Należności krótkoterminowe	20,22%	17,71%	20,74%	15,40%
III.	Inwestycje krótkoterminowe	3,12%	1,06%	0,55%	2,13%
IV.	Krótkotermin. rozlicz. międzyokresowe	0,38%	0,32%	0,26%	0,25%
	<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

	<b>PASYWA</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>09.2015</b>
<b>A.</b>	<b>Kapitały (fundusze) własne</b>	<b>46 004,0</b>	<b>41 779,3</b>	<b>41 241,6</b>	<b>39 908,2</b>
I.	Kapitał podstawowy	8 000,0	8 000,0	8 000,0	8 000,0
II.	Należne wpłaty na poczet kapitału (w.u.)	0,0	0,0	0,0	0,0
III.	Udziały (akcje) własne (w.u.)	0,0	0,0	0,0	0,0
IV.	Kapitał zapasowy	38 279,3	32 226,9	28 248,0	27 842,3
V.	Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	5 782,0	5 777,1	5 531,3	5 399,3
VI.	Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	0,0	0,0	0,0	0,0
VII.	Zysk (strata) z lat ubiegłych	0,0	0,0	0,0	0,0
VIII.	Zysk (strata) netto	-6 057,3	-4 224,8	-537,6	-1 333,4
IX.	Odp. z zysku net. w ciągu roku obrot. (w.u.)	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>B.</b>	<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>5 612,7</b>	<b>5 960,1</b>	<b>6 477,9</b>	<b>4 544,8</b>
I.	Rezerwy na zobowiązania	2 467,4	2 422,5	590,2	606,8
II.	Zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0
III.	Zobowiązania krótkoterminowe	2 969,9	3 368,3	5 770,4	3 911,6
IV.	Rozliczenia międzyokresowe	175,4	169,3	117,4	26,4
	<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>51 616,7</b>	<b>47 739,4</b>	<b>47 719,5</b>	<b>44 453,0</b>

**Struktura Pasywów**

	<b>PASYWA</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>09.2015</b>
<b>A.</b>	<b>Kapitały (fundusze) własne</b>	<b>89,13%</b>	<b>87,52%</b>	<b>86,42%</b>	<b>89,78%</b>
I.	Kapitał podstawowy	15,50%	16,76%	16,76%	18,00%
II.	Należne wpłaty na poczet kapitału (w.u.)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III.	Udziały (akcje) własne (w.u.)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
IV.	Kapitał zapasowy	74,16%	67,51%	59,20%	62,63%
V.	Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	11,20%	12,10%	11,59%	12,15%
VI.	Pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VII.	Zysk (strata) z lat ubiegłych	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VIII.	Zysk (strata) netto	-11,74%	-8,85%	-1,13%	-3,00%
IX.	Odp. z zysku net. w ciągu roku obrot. (w.u.)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>B.</b>	<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>10,87%</b>	<b>12,48%</b>	<b>13,58%</b>	<b>10,22%</b>
I.	Rezerwy na zobowiązania	4,78%	5,07%	1,24%	1,37%
II.	Zobowiązania długoterminowe	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
III.	Zobowiązania krótkoterminowe	5,75%	7,06%	12,09%	8,80%
IV.	Rozliczenia międzyokresowe	0,34%	0,35%	0,25%	0,06%
	<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Z przeprowadzonej analizy aktywów i pasywów wynika:

- struktura aktywów jest stosunkowo stabilna,
- główny składnik majątku trwałego stanowią udziały w dwóch spółkach (WPRD w Katowicach i ZWSE w Białymstoku),
- na majątek obrotowy składają się przede wszystkim należności,
- malejąca wartość kapitałów własnych związana z uzyskiwaniem corocznej straty netto w całym okresie analizy,
- mimo wszystko kapitały własne stanowią ok. 90% ogółu pasywów,
- pozostałe istotne składniki pasywów to zobowiązania krótkoterminowe i rezerwy na zobowiązania.

### 5.1.2. Rachunek zysków i strat

Wyszczególnienie	2012	2013	2014	09.2015
<b>Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi</b>	<b>31 928,5</b>	<b>15 362,6</b>	<b>8 500,6</b>	<b>5 135,06</b>
Przychody netto ze sprzedaży produktów i usług	15 847,8	14 838,2	8 245,4	5 077,38
Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	16 080,7	524,3	255,2	57,68
<b>Koszty działalności operacyjnej</b>	<b>37 490,7</b>	<b>18 283,1</b>	<b>10 541,5</b>	<b>7 286,44</b>
Koszty rodzajowe	21 969,2	17 893,7	10 460,9	7 231,44
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	15 521,5	389,4	80,6	55,00
<b>Wynik na sprzedaży</b>	<b>-5 562,2</b>	<b>-2 920,6</b>	<b>-2 040,9</b>	<b>-2 151,38</b>
Pozostałe przychody operacyjne	530,2	892,8	1 537,9	1 007,18
Pozostałe koszty operacyjne	537,7	2 786,7	377,7	125,45
<b>Wynik na działalności operacyjnej</b>	<b>-5 569,7</b>	<b>-4 814,4</b>	<b>-880,7</b>	<b>-1 269,65</b>
Przychody finansowe	436,5	139,0	176,6	9,99
Koszty finansowe	1 541,3	209,7	242,2	73,73
<b>Wynik na działalności gospodarczej</b>	<b>-6 674,6</b>	<b>-4 885,2</b>	<b>-946,3</b>	<b>-1 333,39</b>
Zyski nadzwyczajne	0,0	0,0	184,2	0,00
Straty nadzwyczajne	0,0	0,0	76,8	0,00
<b>Wynik brutto</b>	<b>-6 674,6</b>	<b>-4 885,2</b>	<b>-838,9</b>	<b>-1 333,39</b>
Podatek dochodowy	-617,3	-660,4	-301,3	0,00
Pozostałe obowiązkowe obciążenia	0,0	0,0	0,0	0,00
<b>Wynik netto</b>	<b>-6 057,3</b>	<b>-4 224,8</b>	<b>-537,6</b>	<b>-1 333,39</b>

Poziom przychodów Spółki systematycznie maleje. Spółka ponosi stratę na sprzedaży, która poza kilkoma wyjątkami pogłębia się na pozostałej działalności operacyjnej i działalności finansowej.

Poniżej zamieszczono zestawienie wyników osiągniętych na poszczególnych rodzajach działalności.

Wyszczególnienie	2012	2013	2014	09.2015
Wynik na sprzedaży	-5 562,2	-2 920,6	-2 040,9	-2 151,38
w tym wynik na sprzedaży towarów i materiałów	559,2	135,0	174,6	2,69
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-7,5	-1 893,9	1 160,2	881,73
Wynik na działalności finansowej	-1 104,8	-70,7	-65,6	-63,74
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	107,4	0,00
Wynik brutto	-6 674,6	-4 885,2	-838,9	-1 333,39
Wynik netto	-6 057,3	-4 224,8	-537,6	-1 333,39

W przypadku kosztów działalności operacyjnej największe znaczenie odgrywiają zużycie materiałów i energii oraz wynagrodzenia i świadczenia na rzecz pracowników.

Wyszczególnienie	2012	2013	2014	09.2015
Amortyzacja	906,4	877,5	796,8	453,64
Zużycie materiałów i energii	11 424,6	8 009,3	3 605,4	2 406,77
Usługi obce	1 768,7	1 831,7	1 334,1	896,36
Podatki i opłaty	1 195,2	1 331,0	717,9	487,39
Wynagrodzenia	5 202,6	4 624,0	3 190,7	2 339,30
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	1 164,4	947,7	619,7	501,59
Pozostałe koszty rodzajowe	307,3	272,6	196,3	146,39
Wartość sprzed. towarów i materiału	15 521,5	389,4	80,6	55,00
<b>Koszty operacyjne razem</b>	<b>37 490,7</b>	<b>18 283,1</b>	<b>10 541,5</b>	<b>7 286,44</b>

### 5.1.3. Rachunek przepływów pieniężnych

Spółka sporządzała rachunek przepływów pieniężnych w całym okresie analizy.

Wyniki na poszczególnych rodzajach działalności kształtują się w rachunku Cash flow następująco.

Wyszczególnienie	2012	2013	2014	09.2015
Przepływy środków pien. z dział. operacyjnej	-10 860,2	-1 181,3	-1 914,9	-767,5
Przepływy środków pien. z dział. inwestycyjnej	-1 166,3	76,4	1 668,0	1 453,7
Przepływy środków pien. z dział. finansowej	-0,4	0,1	1,2	0,5
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych netto</b>	<b>-12 026,9</b>	<b>-1 104,8</b>	<b>-245,7</b>	<b>686,7</b>
Środki pieniężne na początek roku obrotowego	13 639,7	1 612,8	508,0	262,3
<b>Środki pien. na koniec roku obrotowego</b>	<b>1 612,8</b>	<b>508,0</b>	<b>262,3</b>	<b>949,0</b>

W całym okresie analizy Spółka osiąga ujemne przepływy z działalności operacyjnej.



## 5.2. Analiza wskaźnikowa

Wyszczególnienie	Obliczenie	2012	2013	2014	09.2015
<b>Wskaźniki rentowności</b>					
Rentowność sprzedaży					
Brutto	wynik brutto / przychody ze sprzedaży	-20,90%	-31,80%	-9,87%	-25,97%
Netto	wynik netto / przychody ze sprzedaży	-18,97%	-27,50%	-6,32%	-25,97%
Rentowność aktywów (ROA)					
Brutto	wynik brutto / średnia wartość aktywów	-12,93%	-9,83%	-1,76%	-2,89%
Netto	wynik netto / średnia wartość aktywów	-11,74%	-8,50%	-1,13%	-2,89%
Rent. kapit. własnych (ROE)					
Brutto	zysk brutto / średnia wartość kapit. wł.	-14,51%	-11,13%	-2,02%	-3,29%
Netto	zysk netto / średnia wartość kapit. wł.	-13,17%	-9,63%	-1,30%	-3,29%
<b>Wskaźniki płynności</b>					
Wskaźnik płynności bieżący	środki obrotowe bieżące ogółem / zobowiązania bieżące	4,45	2,85	1,86	2,14
Wskaźnik płynności szybki	płynne środki obrotowe / zobowiązania bieżące	4,06	2,66	1,76	1,99
Wskaźnik płynności natychmiastowej	środki pieniężne / zobowiązania bieżące	0,54	0,15	0,04	0,24
<b>Wskaźniki zadłużenia</b>					
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	zobowiązania ogółem / pasywa ogółem	0,11	0,12	0,14	0,10
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	zobowiązania ogółem / kapitał własny	0,12	0,14	0,16	0,11
<b>Wskaźniki rotacji</b>					
Rotacja aktywów					
Wskaźnik	Przychody netto ze sprzedaży / średni stan aktywów	0,62	0,31	0,18	0,15
W dniach	(średni stan aktywów * 360) / przychody netto ze sprzedaży	582	1 164	2 021	2 423
Rotacja majątku obrotowego					
Wskaźnik	Przychody netto ze sprzedaży / średni stan aktywów obrotowych	2,42	1,35	0,84	0,72
W dniach	(średni stan aktywów obrotowych * 360) / przychody netto ze sprzedaży	149	267	430	501
Rotacja zapasów					
Wskaźnik	Przychody netto ze sprzedaży / średni stan zapasów	33,06	21,34	18,69	15,50
W dniach	(średni stan zapasów * 360) / przychody netto ze sprzedaży	11	17	19	23
Rotacja należności					
Wskaźnik	Przychody netto ze sprzedaży / średni stan należności	3,06	1,63	0,93	0,82
W dniach	(średni stan należności * 360) / przychody netto ze sprzedaży	118	221	389	440

