

Opinia ekspercka w przedmiocie oceny poprawności wyceny spółki  
Elektrim S.A., sporządzonej przez DGA Audyt sp. z o.o.,  
przedstawionej w „*Raporcie z wyceny wartości Spółki z  
uwzględnieniem podmiotów podporządkowanych*” w dniu 22 czerwca  
2018 roku

Prof. SGH dr hab. Tomasz S. Berent

Szkoła Główna Handlowa

Katedra Rynków Kapitałowych

Warszawa 2 czerwca 2019 r.

## Spis treści

<b>1.O autorze Opinii.....</b>	<b>3</b>
<b>2.Streszczenie Opinii i główne wnioski .....</b>	<b>3</b>
<b>3.Zawartość Raportu .....</b>	<b>9</b>
<b>4.Punkt 1 Raportu: „Wstęp” .....</b>	<b>9</b>
<b>5.Punkt 2 Raportu: „Informacje ogólne o Elektrim S.A.” .....</b>	<b>17</b>
<b>6.Punkt 3 Raportu: „Przyjęte zasady rachunkowości” .....</b>	<b>20</b>
<b>7.Punkty 5-44 Raportu: Podmioty podporządkowane .....</b>	<b>23</b>
<b>8.Punkt 4 Raportu: „Elektrim S.A.” .....</b>	<b>25</b>
<b>9.Zastosowanie dyskonta przy wycenie Spółki .....</b>	<b>32</b>
<b>10.Jak powinien wyglądać Raport z wyceny?.....</b>	<b>35</b>
<b>11.Nieskorygowana wartość aktywów netto na podstawie sprawozdania skonsolidowanego .....</b>	<b>40</b>

## 1. O autorze Opinii

Prof. SGH dr hab. Tomasz S. Berent, wykładowca SGH i innych uczelni zagranicznych (m.in. *Shanghai University, University of Barcelona, Sussex University, University of Wales*), z bogatym doświadczeniem zawodowym w bankowości inwestycyjnej w Polsce i Londynie. Autor ponad 100 raportów, zawierających wyceny przedsiębiorstw i rekomendacje inwestycyjne. Doświadczenie na rynku kapitałowym obejmuje regularny kontakt z zarządzającymi największych światowych funduszy inwestycyjnych oraz zarządami spółek giełdowych z Polski i innych rynków wschodzących. Członek rad nadzorczych, Zespołu ds. Nagród Premiera Rady Ministrów RP. Ekspert, w tym Komisji Nadzoru Finansowego, w dziedzinie wyceny. Doktorat z finansów z *University of Wales*, Wielka Brytania.

Ceniony wykładowca, m.in. w każdym roku w gronie TOP 10 najlepszych wykładowców SGH, kilkakrotnie laureat *Nagrody Inspiracja Roku* dla najlepszego wykładowcy studiów licencjackich SGH, wielokrotnie nagradzany tytułem *Najlepszy Wykładowca* programu MBA-SGH, wielokrotnie również laureat *Most Outstanding Warsaw Executive MBA Faculty Award*. Prowadzi autorskie wykłady z finansów i wyceny przedsiębiorstw we współpracy z m.in. *University of Minnesota, Community of European Management Schools and International Companies, Ernst & Young Academy of Business*, w tym szkolenia dla międzynarodowych korporacji. Laureat wielu nagród naukowych, w tym jednej z najważniejszych w Polsce nagród dla ekonomistów - *Nagrody Banku Handlowego za wybitny wkład w rozwój finansów i ekonomii*.

## 2. Streszczenie Opinii i główne wnioski

- 2.1. „Raport z wyceny wartości Spółki z uwzględnieniem podmiotów podporządkowanych” (Raport) został stworzony na potrzeby wewnętrzne, o czym świadczy wyraźna deklaracja Autora we wstępie (s.4<sup>1</sup>). Zawiera on wyniki procedur wykonanych w ramach umowy zawartej pomiędzy spółką Elektrim S.A. (Spółka) oraz DGA Audyt sp. z o.o. (DGA). Przeznaczenie analizy jest już w samym założeniu i deklaracji Autora bardzo ograniczone. Analiza ma bowiem „na celu wyłącznie udzielenie pomocy odbiorcy Raportu w ocenie

---

<sup>1</sup>Każdorazowa, gdy w niniejsze Opinii pojawia się numer strony, odnosi się on do Raportu, chyba, że z treści wynika inaczej. Przez „autora” w Opinii rozumie się autora Raportu, chyba że z kontekstu wynika inaczej.

*realności wyceny Spółki*” (zob. „*Wstęp*”, s.4). Z tych względów Raportu nie sposób uznać za dokument zawierający pełną wycenę przedsiębiorstwa w myśl standardów wyceny, niezależnie od tego, czy mowa o krajowym standardzie „*Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstwa*” (OZWP, Standard), przygotowanym przez *Polską Federację Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych*, czy o standardach międzynarodowych. Jest to co najwyżej tzw. kalkulacja wartości przedsiębiorstwa, której celem jest jedynie „*wstępne oszacowanie wartości przedsiębiorstwa z pominięciem lub uproszczeniem niektórych procedur*” (OZWP, p.3.1.3). Nawet gdyby Raport nie wspominał *explicite* o konkretnym przeznaczeniu i ograniczonym celu analizy, już sama jego treść (np. ubóstwo zastosowanych metod wyceny, księgowy rodzaj obliczanych korekt), czy niska jakość prezentacji wyników jednoznacznie wskazują, że nie zawiera on pełnej ani nawet uproszczonej wyceny przedsiębiorstwa i nie jest przeznaczony do użytku zewnętrznego.

2.2. Raport deklaruje stosowanie dwóch metod wyceny: skorygowanej wartości aktywów netto oraz wartości księgowej. Biorąc pod uwagę istotę samego procesu wyceny, subiektywny z natury jej charakter, wycena co najmniej dwiema metodami to absolutne minimum. W rzeczywistości DGA ogranicza się tylko do tej pierwszej. Drugiej ani nie definiuje, ani nie opisuje sposobu jej użycia, nie komentuje jednym choćby słowem wyniku. Nie ma wątpliwości, że Autor utożsamia tę metodę z prostym skopiowaniem pozycji bilansowej. Metoda wartości księgowej, choć z natury swej stosunkowo prosta, wymaga szczegółowej analizy komponentów bilansu. Analiza taka prowadzi do wielu korekt, na co wskazują standardy wyceny i praktyka gospodarcza. Korekty te nie czynią jeszcze z metody wartości księgowej owej drugiej metody, zwanej metodą skorygowanej wartości aktywów netto. Raport zawiera zatem jedynie jedną metodę wyceny i z tego tylko powodu można by uznać za wadliwy, gdyby miał być stosowany inaczej, niż w czytelnie sformułowanej deklaracji Autora.

2.3. Nawet jeśli by założyć, że Raport zawiera dwie metody wyceny (a nie zawiera), jego szczegółowa analiza wskazuje, że, pomimo wielu deklaracji Autora, zawiera on jedynie wycenę księgową (z wyjątkiem wycen giełdowych Zespołu Elektrowni PAK oraz Cyfrowego Polsatu) – sytuacja nieakceptowalna z punktu widzenia praktyki gospodarczej czy standardów wyceny. Zarówno deklaracje Autora, jak i wielość, wieloetapowość i rozległość czynionych korekt, których celem jest właśnie transformacja wartości

księgowych w wartości rynkowe, nie mają potwierdzenia w faktach. Autor błędnie sądzi, że zastosowana przez niego metoda praw własności doprowadzi do wartości godziwej, a wspomiane w punkcie 1.1 Raportu wykorzystanie danych makroekonomicznych i prognoz finansowych w procesie wyceny kończy się na deklaracjach (lub odnosi do wartości w sprawozdaniu finansowym). Już sam fakt, że dane z bilansów Spółki i podmiotów podporządkowanych okazują się wystarczające do sporządzenia wyceny, jednoznacznie wskazuje na księgowy charakter korekt. Z całą odpowiedzialnością stwierdzam, że czynione przez DGA korekty mogłyby być oszacowane mechanicznie, bez żadnej refleksji, przez zwykły algorytm, łączący ze sobą bilanse Spółki i wszystkich podmiotów podporządkowanych. Korekty takie, choć na pozór znaczne, również kwotowo, nie doprowadziły Autora do wartości rynkowej Spółki, z dużym prawdopodobieństwem znacznie zaniżając wycenę.

2.4. O skali potencjalnego błędu niech świadczy choćby przypadek aktywów Spółki w szeroko pojętym sektorze nieruchomości. Na podstawie jedynie Raportu można ustalić, iż 23 podmioty podporządkowane Spółki, działające w tym sektorze, dysponują łącznie majątkiem o niebagatelnej wartości księgowej 1.598 mln zł i aktywami netto w wysokości 1.164 mln zł. Suma majątku spółek w fazie projektowej, niewielkim zaawansowaniu budowy i procesie sprzedaży, czy też z innych powodów nie wykazanych w wartości godziwej, wynosi 1.350 mln zł, a ich aktywa netto to aż 1.018 mln zł. Co więcej, w sprawozdaniu finansowym za 2017 rok aż 22 spośród tych 23 spółek nie podlegało badaniu przez firmę audytorską. Łączna wartość majątku tych 22 podmiotów to 1.302 mln zł, ich aktywa netto to 1.016 mln zł. Na dzień publikacji Raportu nie zostało wydane sprawozdanie z badania sprawozdania finansowego dla trzech spółek, które są właścicielami większości owych 23 podmiotów. Autor ani nie podaje, ani nie komentuje tych liczb, twierdząc bezpodstawnie, że zastosowana przez niego metoda skorygowanej wartości netto aktywów, po korekcie z tytułu praw własności, prowadzi do wartości godziwej.

2.5. Nawet jeśli by założyć, że przeprowadzona wycena jest prawidłowa i sporządzona za pomocą wielu (przynajmniej dwóch) metod (a nie jest), nie sposób zrozumieć braku jakiegokolwiek analizy otrzymanych wyników. Analiza taka jest niezbędna. Już sam fakt jej braku czyni z Raportu dokument mało użyteczny, szczególnie, gdyby miał być wykorzystywany do czegokolwiek innego niż „*wyłączenie udzielenia pomocy*” zlecającemu.

Zamiast analizy, na stronie 14, czyli w środku dokumentu, za całe podsumowanie służy sześć wierszy i sześć suchych liczb, opisujących:

- wycenę Spółki metodą skorygowanej wartości aktywów netto - 1.241 mln zł,
- wycenę Spółki po arbitralnie ustalonym 10% dyskoncie - 1.117 mln zł, tj. 13,33 na jedną akcję,
- wartość księgową Spółki - 203 mln zł, tj. 2,42 zł na jedną akcję.

Tak może wyglądać jedynie Raport do użytku wewnętrznego, przygotowany według z góry ustalonych procedur, choć nawet wtedy sposób analizy otrzymanej wyceny wydaje się być nieakceptowalny.

2.6. W szczególności, nie sposób zrozumieć, dlaczego Autor nie analizuje osobno zobowiązań podatkowych Spółki, których skala (1.324 mln zł) przewyższa oszacowaną przez DGA wycenę spółki (1.241 mln zł) i wielokrotnie jej wycenę księgową (203 mln zł). Jedynym własnym zdaniem Autora w wiernie skopiowanym fragmencie sprawozdania finansowego Spółki dotyczącym „*sporu z fiskusem*” (s.7) jest uwaga, iż ewentualne niekorzystne zakończenie sporu będzie miało „*niewątpliwy wpływ na wycenę Spółki*” (s.7). W podsumowaniu Autor dodaje od siebie, że „*w przypadku korzystnego rozstrzygnięcia wartość Spółki wzrośnie o 1.324 mln zł.*” Nie ma wątpliwości, że nie ma nic więcej w tej materii do powiedzenia. Na stronie 14, w punkcie 4, stanowiącym podsumowanie Raportu, brak jakiegokolwiek odniesienia do tych kwestii. Oznacza to *de facto*, że Autor przyjął, iż „*spór z fiskusem*” ze 100% pewnością zakończy się niekorzystnie dla Spółki. Autor mógł przecież podać wycenę w postaci przedziału lub wariantowo, zwłaszcza, że istnieją ku temu poważne przesłanki (m.in. nieprawomocność wyroków, skarga kasacyjna, uchylene wyroku WSA w sprawie zobowiązań podatkowych za 2006 itp.). Podobnie jest w przypadku spółki *Enelka Taahhut Ltd* - rozliczenia idące w setki milionów złotych nie stanowią wystarczającego argumentu, by poddać je osobnej analizie, a w wycenie końcowej skomentować. Już nawet pobieżna analiza wskazuje na potencjalne niedowartościowanie tej spółki o 127 mln zł.

2.7. Nawet jeśli założyć, że analiza została przeprowadzona poprawnie i należyście skomentowana w warstwie analitycznej (a nie została), sposób prezentacji Raportu w

warstwie redakcyjnej jest nie do zaakceptowania. Grupa Kapitałowa Elektrim S.A. to struktura niebywale skomplikowana. Składa się z kilkudziesięciu podmiotów z różnych branż, z siedzibą w różnych krajach, bardzo skomplikowaną strukturą współwłasności, o często bardzo podobnych, niemal identycznych nazwach, niekiedy bardzo egzotycznie brzmiących, często nawet przez samego Autora mylonych. Brak staranności w pisowni nazw, wiele literówek, niepodawanie formy prawnej, gdy ta jest główną różnicą pomiędzy dwiema nazwami, uniemożliwiają wręcz lekturę Raportu dla osób z zewnątrz. Brak staranności oraz mnogość błędów redakcyjnych mogą być oczywiście akceptowane przez zlecającego. Ich wielość świadczy jednak o pośpiechu i braku staranności, co może sugerować również małą wartość zawartości merytorycznej Raportu.

2.8. Zastosowanie przez DGA dyskonta, pomniejszającego wycenę o 124 mln zł jest wadliwe, szczególnie, jeśli traktować wycenę po dyskoncie jako wyznacznik wartości dla inwestora mniejszościowego. Pomijając fakt, że Autor nigdzie nie wyjaśnia sposobu ustalenia wielkości dyskonta (nie ma wątpliwości, że jest ono arbitralnie wyznaczone), „*Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw*” oraz analogiczne standardy międzynarodowe w sytuacjach spornych postulują użycie odmiennego standardu wartości, a mianowicie wartości sprawiedliwej (*ang. fair value*). Chociaż angielski termin to ponownie *fair value*, nie jest to ani rynkowa wartość godziwa w rozumieniu standardów wyceny (*ang. fair market value*), ani wartość godziwa w rozumieniu rachunkowości (*ang. fair value*). Jak stanowi Standard, w sytuacjach spornych, szczególnie w relacjach z akcjonariuszem mniejszościowym, stosuje się wartość sprawiedliwą, a więc wartość bez dyskonta. Autor w żadnym miejscu Raportu nie odnosi się do standardów wartości, a wartość godziwą rozumie wyłącznie jako termin z rachunkowości.

2.9. Podsumowując, nie mam wątpliwości, iż Raport nie wypełnia znakomitej większości podstawowych zaleceń standardów wyceny (o których szczegółowo w dalszej części Opinii), nie jest w tym zakresie zgodny z praktyką rynkową. Kategoryczność wymogów polskiego standardu „*Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw*”, wyrażona choćby w sformułowaniach typu: „*niezbędne jest wskazanie celu wyceny przedsiębiorstwa, który wpływa na wybór standardu wartości (...) oraz stosowanych metod wyceny*” (OZWP, p.4.1), „*niezbędne jest określenie podstawowych założeń wyceny; przyjęte założenia wpływają na wybór stosowanych metod wyceny*” (OZWP, p.6.1), „*niezbędne jest*

*określenie i zdefiniowanie standardu wartości mającego zastosowanie w danej wycenie (...), standard wartości definiuje poszukiwaną w procesie wyceny kategorię wartości”* (OZWP, p.7.1), nie pozostawia wątpliwości, iż wymogi te nie są przypadkowe.

Niestosowanie się do praktyki gospodarczej i Standardu jest w Raporcie wszechobecne, zarówno w zakresie doboru metod, jak i sposobu ich aplikacji, sposobu przeprowadzanej analizy czy prezentacji wyników. Trudno jednak czynić zarzut Autorowi z tego powodu, jeśli przygotowany dokument był zgodny z procedurami zawartymi w umowie, czego nie można wykluczyć, i/lub był przeznaczony wyłącznie do użytku wewnętrznego. Nie ma wątpliwości, że tylko w takim zakresie może być on ewentualnie stosowany.

2.10. Wracając do wyniku końcowego sporządzonej wyceny, zakładając nawet, iż wybór metody, sposób wykonania, analizy i prezentacji był prawidłowy (a nie był), nie sposób zrozumieć, dlaczego DGA nie sporządziła na etapie wstępnym takiej wyceny na podstawie sprawozdania skonsolidowanego. Wartość aktywów netto ustalona na podstawie sprawozdania skonsolidowanego, nawet bez dodatkowych (najczęściej koniecznych) korekt, zawierałaby większość (jeśli nie wszystkie) korekty dokonane przez DGA. Sprawozdanie skonsolidowane oferuje bowiem wiele różnorodnych korzyści, uwiarygadniających rzetelność wyceny, płynących np. ze stosowania jednolitych zasad rachunkowości dla wszystkich podmiotów w grupie. Moje zdumienie jest tym większe, iż wycena na podstawie sprawozdania skonsolidowanego zajęłaby 1 stronę (zamiast 72) i *de facto* proporcjonalnie mniej nakładu pracy. W krańcowym przypadku, wymagałaby jedynie przepisania z bilansu wartości kapitału własnego (wartości aktywów netto) i zapoznania się z zasadami rachunkowości, szczególnie z notami dotyczącymi wyceny majątku. Z całym przekonaniem potwierdzam, że charakter, zakres i stosunkowo nieliczne (żadne?) próby dodatkowej analizy danych księgowych, będących podstawą poczynionych przez DGA korekt, sprawiają, że podejście to nie oferuje żadnych korzyści ponad publicznie dostępną kwotę spisana ze sprawozdania skonsolidowanego. Nawet tak bardzo pobieżna namiastka wyceny, oparta na sprawozdaniu skonsolidowanym, daje wycenę 2.074 mln zł, czyli o ponad 800 mln zł większą niż ta szacowana przez DGA. W przeliczeniu na akcję jest to 24,78 zł zamiast 14,82 zł, a po dyskoncie - 22,30 zł zamiast 13,33 zł. Istnieje wiele powodów, wynikających choćby z faktu, że wycena wielu nieruchomości wykazywana jest po koszcie historycznym jako aktywa trwałe i zapasy, a



wycena podmiotów stowarzyszonych - metodą praw własności, by sądzić, że konieczne korekty (estymowane również innymi niż zastosowane przez DGA metodami, np. dochodowymi lub porównawczymi) byłyby dodatnie, a wycena Spółki (znacząco?) wyższa niż 24,78 zł na jedną akcję.

2.11. W konkluzji należy stwierdzić z całą mocą, iż Raport autorstwa DGA Audyt sp. z o.o., jako dokument do użytku innego niż cel, dla którego został stworzony, którym było „*wyłączenie udzielenie pomocy*” zlecającemu, jest nieakceptowalny. W odniesieniu do wysokości wyceny, istnieją poważne argumenty, by twierdzić, iż jest ona znacząco wyższa niż ta przedstawiona w Raporcie. Aby wartość tę poprawnie oszacować, wymagana jest dogłębna i żmudna analiza. Sporządzenie Raportu z wyceny tak skomplikowanej struktury, jaką jest Grupa Kapitałowa Elektrim w trzy tygodnie jest wręcz niemożliwe dla analityka, który nie zajmuje się Spółką regularnie i od dłuższego czasu.

### 3. Zawartość Raportu

„*Raport z wyceny wartości Spółki z uwzględnieniem podmiotów podporządkowanych*” (Raport), opublikowany w dniu 22 czerwca 2018 r., zawierający wycenę spółki Elektrim S.A. (Spółka), został - w imieniu DGA Audyt sp. z o.o. (DGA) - sporządzony przez Tomasza Nowaka.

Raport składa się z 72 stron. W szczególności na Raport składają się:

- Strona tytułowa ze spisem treści (s.1-3),
- „*Wstęp*” oraz „*Ograniczenia i zastrzeżenie*” (punkty 1 i 1.1, s.4-5),
- „*Opis metodologii wyceny*” (punkt 1.2, s.5),
- „*Informacje ogólne o Elektrim S.A.*” (punkt 2, s.6-7),
- „*Przyjęte zasady rachunkowości*” (punkt 3, s.7-11),
- „*Elektrim S.A.*” (punkt 4 zawierający wycenę Spółki, s.12-14),
- Wycena 41 podmiotów podporządkowanych (punkty 5-44, zatytułowane nazwami podmiotów podporządkowanych, s.15-72),
- Podpis Autora Raportu (s.72).

#### 4. Punkt 1 Raportu: „Wstęp”

W bardzo istotnym, choć właściwie jedynie dwuzdaniowym wstępie do „Wstępu” (p.1, s.4)<sup>2</sup>, Autor Raportu zwraca uwagę na cztery kwestie. Po pierwsze, wycena dotyczy Spółki wraz z podmiotami podporządkowanymi. Dotyczy zatem całej grupy kapitałowej. Po drugie, Autor wyraźnie wskazuje na cel przeprowadzonej analizy, który jest bardzo ograniczony. Po trzecie, wspomina (nie ujawniane nigdzie dalej w Raporcie) procedury, wynikające z umowy pomiędzy Spółką oraz DGA, których wykonanie zawiera Raport. Po czwarte, deklaruje zastosowanie dwóch metod wyceny.

Nie ulega wątpliwości, że intencją Autora jest wycena całej grupy kapitałowej, co z jednej strony sugeruje już sam tytuł Raportu, z drugiej, nawet, gdyby tytuł nie zawierał tej informacji, jest zupełnie oczywiste w tego typu sytuacjach. Właściciel spółki-matki jest również właścicielem posiadanych przez nią aktywów (netto), w tym aktywów (netto) spółek-córek. Jest rzeczą zrozumiałą, że podstawą takiej wyceny powinny być informacje na temat całej grupy, w rachunkowości sformułowane w postaci sprawozdań skonsolidowanych. Tak jednoznaczne wskazanie na źródło wartości Spółki, jaką jest portfel podmiotów podporządkowanych, kazało mieć nadzieję, że to właśnie sprawozdanie skonsolidowane będzie podstawą wstępnej wyceny Spółki. Pominięcie tego etapu pozbawia wyceniającego punktu odniesienia i sugeruje, że wyceniający przechodzi od razu do wyceny opartej na np. podejściu dochodowym lub porównawczym. Brak takiego wprowadzenia wymagałby szczegółowego uzasadnienia. Niestety, jak się okaże dalej, tak nie jest. Autor ani nie wspomina o wartości księgowej opartej na sprawozdaniu skonsolidowanym, ani nie stosuje żadnych innych metod poza księgowymi. Nie stosuje metod dochodowych ani metod porównawczych. W praktyce (i według standardów wyceny) zastosowanie podejścia

---

<sup>2</sup>Z uwagi na wagę tego wstępu, przytaczam go poniżej w całości:

*„Niniejszy raport („Raport”) zawiera wyniki procedur wykonanych w ramach umowy zawartej dnia 28 maja 2018 roku pomiędzy ELEKTRIM S.A., a DGA Audyt Sp. z o.o. na wycenę wartości Spółki ELEKTRIM S.A. z uwzględnieniem podmiotów podporządkowanych dwiema metodami:*

- *skorygowanej wartości aktywów netto,*
- *wartości księgowej.*

*Usługa została wykonana poprzez analizę udostępnionych danych źródłowych oraz przepisów prawnych, mających na celu wyłącznie udzielenie pomocy odbiorcy Raportu w ocenie realności wyceny Spółki.” (s.4).*

majątkowego oraz analizy księgowej jako jedynej metody wyceny jest niedopuszczalne przy założeniu kontynuacji działalności firmy.<sup>3</sup>

Zgodnie z deklaracją Autora, celem analizy jest:

*„wyłącznie udzielenie pomocy odbiorcy Raportu w ocenie realności wyceny Spółki”*  
(s.4).

Wydaje się oczywiste, że już sama ta klauzula rozstrzyga, kto jest adresatem analizy. Raport przygotowany jest na wewnętrzne potrzeby Spółki i nie zawiera informacji stanowiących bezpośrednie lub pośrednie zalecenia lub sugestie podjęcia określonych działań inwestycyjnych, szczególnie dla osób trzecich. Wniosek ten jest dodatkowo wzmocniony sugestią, iż Raport

*„zawiera wyniki procedur wykonanych w ramach umowy”* (s.5).

DGA wykonało zatem jedynie jakieś, nie ujawnione ani we wstępie, ani w dalszej części Raportu, procedury, których zakresu, szczegółowości itp. można domyślać się jedynie z finalnego produktu. Oznacza to, między innymi, że Raportu nie można uznać za zawierający pełną wycenę przedsiębiorstwa, w rozumieniu standardów wyceny.<sup>4</sup> Nie zawiera on nawet tzw. uproszczonej wyceny przedsiębiorstwa.<sup>5</sup> Co najwyżej, jest to tzw. kalkulacja wartości przedsiębiorstwa. Krajowy Standard Wyceny Specjalistyczny „*Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw*”, przygotowany przez Polską Federację Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych stanowi w punkcie 3.1.3, iż celem kalkulacji wartości przedsiębiorstwa jest

*„wstępne oszacowanie wartości przedsiębiorstwa z pominięciem lub uproszczeniem niektórych procedur wymaganych w punkcie 3.1.1.”* (dotyczących pełnej wyceny przedsiębiorstwa – dopisek TB).

---

<sup>3</sup>Zob. np. *ASA Business Valuation Standards: Asset-Based Approach to Business Valuation (American Society of Appraisers, 2009)*

<sup>4</sup>Zob. Krajowy Standard Wyceny Specjalistyczny, „*Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw*”, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, p. 3.1.1 i 3.2).

<sup>5</sup>Zob. Krajowy Standard Wyceny Specjalistyczny, „*Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw*”, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, p.3.1.2 i 3.3).

Co ważniejsze, w tym samym punkcie Standard doprecyzowuje, że

*„zakres zastosowanych ograniczeń i uproszczeń może zostać uzgodniony pomiędzy wyceniającym i zamawiającym.”*

W Raporcie nie ma żadnej wzmianki o charakterze i zakresie zleconej przez zamawiającego pracy. Nie sposób ustalić, czy w umowie znalazły się jakieś instrukcje dotyczące „zakresu zastosowanych ograniczeń i uproszczeń”. Zawartość Raportu nie pozostawia wątpliwości, iż sporządzona wycena jest niezwykle uproszczonym ćwiczeniem, w dużej mierze ograniczonym do mechanicznego (często niestety jakby bezrefleksyjnego), prostego kopiowania zawartości sprawozdań finansowych wycenianej Spółki i jej podmiotów podporządkowanych.

Rozróżnienie pomiędzy pełną wyceną przedsiębiorstwa, uproszczoną wyceną przedsiębiorstwa oraz kalkulacją wartości przedsiębiorstwa, zawartą w polskim Standardzie OZWP, jest również powszechnie spotykane na gruncie międzynarodowym, w krajowych standardach wyceny innych państw<sup>6</sup>, w tym najliczniejszych w Stanach Zjednoczonych<sup>7</sup>, czy na poziomie ponadkrajowym.<sup>8</sup> Dla przykładu, *ASA Business Valuation Standards*, przygotowanych przez *American Society of Appraisers*, mówią o *appraisals* (pełnej wycenie przedsiębiorstwa), *limited appraisals* (uproszczonej wycenie przedsiębiorstwa) oraz *calculations* (kalkulacji wartości przedsiębiorstwa), za każdym razem skalując zakres obowiązków i zaangażowania wyceniającego.

Autor wspomina o sporządzeniu wyceny dwiema metodami, co należy przyjąć z aprobatą. Są to metody: „skorygowanej wartości aktywów netto” oraz „wartości księgowej” (p.1, s.4). Biorąc pod uwagę istotę samego procesu wyceny, często subiektywny jej

---

<sup>6</sup>Por. CICBV Standard No. 110-530 (The Canadian Institute of Chartered Business Valuators, 2007); APESB Valuation Services (Accounting Professional and Ethical Standards Board, 2008); HKBVF Business Valuation Standards (The Hong Kong Business Valuation Forum, 2005); IDW Standard: Principles for the Performance of Business Valuations.

<sup>7</sup>Por. AICPA Statement on Standards for Valuation Services (American Institute of Certified Public Accountants 2007); NACVA Professional Standards (National Association of Certified Valuation Analysts, 2002), *ASA Business Valuation Standards* (American Society of Appraisers, 2009), *IBA Business Appraisal Standards* (The Institute of Business Appraisers, 2001).

<sup>8</sup>Por. IVSC International Valuation Standards (International Valuation Standards Council, 2007), *IACVA Professional Standards* (Association of Consultants, Valuators, and Analysts, 2011).

charakter, niezależnie, czy subiektywność ta wynika z faktu stosowania subiektywnych z natury prognoz, czy danych księgowych (które same są wynikiem stosowania pewnych konwencji i założeń), wycena co najmniej dwiema metodami to absolutne minimum. Wymóg ten jest wręcz prawnie zdefiniowany, w sytuacji, gdy mowa o rekomendowaniu instrumentów finansowych.<sup>9</sup> W praktyce, aby uwiarygodnić swoją wycenę, wyceniający przedstawia czasem kilkanaście metod. Wprowadzając nazwy dwóch metod zastosowanych w Raporcie, znacznie bardziej czytelna byłaby kolejność odwrotna: najpierw metoda wartości księgowej, następnie metoda skorygowanej wartości aktywów netto. Metoda wartości księgowej to wstęp do metody skorygowanej wartości aktywów netto. Zależności tej próżno jednak szukać nawet w *opisie metodologii* (p.1.2), gdzie o drugiej metodzie się nie wspomina wcale.

Stwierdzenie, że Raport DGA zawiera wycenę sporządzoną dwiema metodami jest jednak prawdziwe tylko o tyle, o ile drugą metodę, którą zapowiada Autor, nazwaną przez niego metodą „wartości księgowej”, traktować jako metodę wyceny. Na etapie wstępu trudno było wyrokować, co dokładnie Autor miał na myśli wspominając tę metodę: czy pełnoprawną metodę, czy jedynie proste spisanie, dostępnej dla każdego w bilansie wycenianego podmiotu, wartości kapitału własnego, co metodą wyceny już nie jest. Tym, co odróżnia metodę wartości księgowej od zwykłego, bezrefleksyjnego skopiowania liczb ze sprawozdania finansowego, jest analiza bilansu i pozycji w nim nie ujętych oraz argumentacja za i przeciw dokonaniu podstawowych korekt wartości księgowych. Istnieje wiele możliwych pól debaty na temat korekt w obrębie samej tylko analizy księgowej i owej prostej „metody wartości księgowej”. Wynikają one m.in. z potrzeby zakwalifikowania lub odwrotnie, wyłączenia z wartości aktywów netto (wartości księgowej kapitału własnego), niektórych pozycji bilansowych, czy pozabilansowych, np. różnorakich rezerw, podatku odroczonego, hybrydowych instrumentów finansowych o cechach zarówno długu, jak i kapitału własnego, różnego charakteru zobowiązań warunkowych itp. Dyskusja nad sposobem ewidencjonowania (np. aktywowania, czy ujmowania w rachunku wyników) niektórych zdarzeń gospodarczych jest również istotna. Rozróżnienie tego, co jest typowe dla

---

<sup>9</sup>Dobrym przykładem jest tu obowiązujące wiele lat Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, które wymóg stosowania przynajmniej dwóch metod wyceny formułował literalnie w §5, ust.5, p.3 (Dz.U. z 2005. Nr 206, poz.1715).

działalności operacyjnej wycenianej spółki, a tego co jednorazowe, nietypowe, to kolejny obszar debaty. Lista koniecznych, a bardzo podstawowych korekt jest bardzo długa, szczególnie dla tak skomplikowanej struktury, jaką posiada grupa kapitałowa Spółki. Chciałbym powtórzyć, że korekty takie nie byłyby jeszcze korektami wychodzącymi poza zwykłe korekty księgowe i nie czyniłyby metody wartości księgowej metodą skorygowanej wartości aktywów netto. Są one zwykłą praktyką analityczną, bez której trudno wyobrazić sobie sporządzenie sensownej wyceny. Konieczność dokonania takich korekt jest również sygnalizowana w standardach wyceny.<sup>10</sup> Już sam fakt, że Autor, poza zapowiedzią zastosowania „*metody wartości księgowej*”, nigdzie w Raporcie nie odnosi się do niej samej w sposób bezpośredni, ani w nazwie, ani w sposobie jej użycia, nie wspomina jej wcale w *opisie metodologii* (p.1.2), ani w podsumowaniu sporządzonych wycen (p.4), świadczy, że dla niego „*metoda*” ta sprowadza się do mechanicznego spisania z bilansu wartości kapitału własnego. Tak rzeczywiście jest.

„*Ograniczenia i zastrzeżenia*” (pkt. 1.1) wspominają o wykorzystaniu w procesie wyceny dostępnych danych makroekonomicznych, informacji uzyskanych od zlecającego i zarządów spółek, w tym informacji finansowych i prognoz (s.4). Sugeruje to zamiar sporządzenia wyceny dogłębnej, najprawdopodobniej z wykorzystaniem podejścia dochodowego, opartego na prognozowaniu przyszłych przepływów gotówkowych, a zatem prowadzącego do daleko idących, z natury subiektywnych, korekt wartości księgowych. Jak bowiem przyznaje Autor, należy

„*zwrócić uwagę na fakt, że wszelkie opracowania dotyczące wyceny podmiotów gospodarczych niosą ze sobą ryzyko popełnienia błędu wynikającego z subiektywizmu ocen wprowadzonych przez Wyceniającego...*” (s.4).

Już sama objętość Raportu – 72 strony, bardzo obszernego jak na wycenę jednej spółki, nawet o tak skomplikowanej strukturze, jaką posiada Elektrim S.A., zdaje się sugerować gruntowność analizy. Na tym etapie niepokoi jedynie brak konkretów, który można by tłumaczyć faktem, że to wciąż pierwsze zdania „*Wstępu*”, i typowe dla „*ograniczeń i zastrzeżeń*” ogólniki. O ile ogólnikowość dotychczasowych stwierdzeń można było na tym

---

<sup>10</sup>Zob. np. *ASA Business Valuation Standards: Financial Statements Adjustments* (American Society of Appraisers, 2009).

etapie lektury tłumaczyć ich wprowadzającym charakterem, o tyle zawartość i objętość „Opisu metodologii wyceny” (pkt. 1.2) zdumiewa. To mniej niż jedna strona, w rzeczywistości jedynie pięć zdań.

Zdanie pierwsze wyjaśnia powód stosowanej metody:

„Ponieważ główną pozycją aktywów ELEKTRIM S.A. są akcje i udziały dokonano wyceny tej Spółki według metody skorygowanych aktywów netto” (interpunkcja oryginalna, s.5).<sup>11</sup>

W zdaniu drugim Autor wyjaśnia, iż dzięki metodzie skorygowanej wartości aktywów netto otrzymuje się szacunek wartości godziwej. Aby tak było, co Autor wyjaśnia w trzecim zdaniu, należy dokonać stosownych korekt wartości zarówno aktywów, jak i zobowiązań.

Stwierdzenie to następnie powtarza, ale bynajmniej nie doprecyzowuje, jak konkretnie rozumie transformację danych księgowych w rynkowe, we wzorze i zdaniu czwartym.<sup>12</sup>

Zdanie piąte wskazuje na konkretne pozycje bilansowe i pozabilansowe, które mogą wymagać korekt, aby doprowadzić je do wartości godziwej. Wymienia tu zarówno aktywa trwałe, jak i obrotowe, należności i roszczenia, zobowiązania, rezerwy na zobowiązania, czy zobowiązania warunkowe (s.5). Tak zapowiadany, właściwie pełen zakres korekt pozwalał mieć nadzieję, że sporządzona wycena będzie odpowiadać rzeczywistej wartości Spółki.

Niestety, brak ponownie konkretów. *Opis metodologii* zawiera bardzo podstawową wiedzę i bardzo ogólnikowe stwierdzenia – na poziomie zawartości setek stron internetowych firm/konsultantów/ pracowników naukowych, zajmujących się (teoretycznie lub praktycznie) tematyką wyceny przedsiębiorstwa. Niestety zawiera też błędne i/lub niezręczne terminy.

Autor na przykład w sposób nieprawidłowy stosuje zamiennie pojęcia „zobowiązania” oraz „kapitały obce”, a także używa niepoprawnego terminu „pasywa obce”. Kiedy pisze „wartość spółki”, czy też „wartość przedsiębiorstwa” ma ewidentnie na myśli coś innego, a mianowicie „wartość dla właściciela” (ang. *equity value*). To poważny błąd.

Jak wynika z *opisu metodologii*, Autor zamierza wyceniać wartość portfela Spółki podmiot po podmiocie, zaczynając zawsze od informacji ze sprawozdań jednostkowych. Jest

---

<sup>11</sup>Interpunkcja oryginalna.

<sup>12</sup>We wzorze na stronie 5 razi pojawienie się znaku ± jako indeks dolny.

oczywiście prawdą, że Elektrim S.A. to holding i jego wartość pochodzi z wartości posiadanego portfela. Można nawet założyć, choć Autor nie stara się tego wątku rozwijać, iż składniki portfela nie są ze sobą „skorelowane” – gdyby były, metoda wyceniająca każdy składnik osobno byłaby po prostu błędna. Kwestii wzajemnych relacji (biznesowych czy własnościowych) pomiędzy składnikami portfela, Autor nie podejmuje zresztą w żadnym miejscu Raportu – to dziwi, biorąc pod uwagę stopień wzajemnych powiązań i „skomplikowania” struktury całego holdingu. Biorąc pod uwagę różnorodność portfela, „ustalenie wartości godziwej poszczególnych pozycji aktywów” (s.5) wymagało zastosowania za każdym razem innych metod wyceny. W przypadku aktywów w sektorze nieruchomości mogą to być, na przykład, metody porównawcze, wykorzystujące mnożniki oparte na charakterystycznych dla tego sektora zmiennych (OZWP, p.8.4.2.3), w przypadku sektora energetycznego – podejście majątkowe i metoda odtworzeniowa (OZWP, p.8.2.3.3), w innych przypadkach – jedna z wielu metod dyskontowych podejścia dochodowego (OZWP, p.8.3). Niezależnie od rodzaju wycenianej pozycji, wartościowym byłoby wykorzystanie informacji na temat cen transakcyjnych w danym sektorze. Absolutnie niezbędne jest przy tym wyjaśnienie wyboru stosowanych metod, wskazanie ich zalet i wad w konkretnej sytuacji, a także powiązania z celem wyceny, jej założeniami itp. (zob. punkt 10 niniejszej Opinii).

Niestety, w *opisie metodologii* brak zapowiedzi zastosowania podejścia dochodowego i/lub porównawczego, brak czytelnego wyjaśnienia, jak będą obliczane korekty w metodzie skorygowanej. W dalszej części Raportu uderza zupełny brak wykorzystania wspomnianych wcześniej danych makroekonomicznych, czy prognoz. Obliczone przez Autora korekty, pomimo swej pozornej wieloetapowości, otwartych deklaracji Autora, czy obszerności Raportu, nie wychodzą właściwie poza korekty księgowe. Wycena ogranicza się do prostej wyceny księgowej, a imponująca objętość Raportu to „efekt załącznika”, wynikający z faktu „dołączenia” sprawozdań finansowych kilkudziesięciu podmiotów podporządkowanych.

Biorąc pod uwagę fakt, że korekty Autora okażą się ostatecznie korektami księgowymi, dziwi, że nie skorzystał on ze sprawozdania skonsolidowanego. Wycena oparta na sprawozdaniu skonsolidowanym, nawet bez korekt, byłaby znacznie dokładniejsza niż



pełna korekt, oparta na sprawozdaniu jednostkowym, wycena sporządzona przez DGA. Ta pierwsza, w odróżnieniu od drugiej, nie zgłasza pretensji do bycia czymś innym niż wyceną księgową. Wycena taka zabrałaby kilka minut i niecałą kartkę papieru (zob. punkt 11 niniejszej Opinii).

Podsumowując, już sam krótki „Wstęp” jednoznacznie wskazuje, że Raport nie zawiera pełnej wyceny przedsiębiorstwa, nawet w jej uproszczonej wersji. Jest, w najlepszym wypadku, tzw. kalkulacją wartości przedsiębiorstwa, sporządzoną według ustalonych umownie z zamawiającym i nie ujawnianych w Raporcie procedur. Przeznaczony jest jedynie do użytku wewnętrznego, na co wskazuje również bezpośrednia deklaracja samego Autora. Pomimo zapowiedzi zastosowania dwóch metod wyceny, w Raporcie użyto *de facto* tylko jednej. Chociaż Autor zdaje się wierzyć, iż zastosowana przez niego metoda prowadzi do wartości godziwej, to z całą stanowczością należy stwierdzić, że w rzeczywistości tak nie jest. *Opis metodologii* nie wskazuje czytelnie sposobu obliczania korekt. Wyjaśniony będzie dopiero w punkcie 3 Raportu. Jak się wtedy okaże, korekty sprowadzą się jedynie do korekt księgowych. Brak w Raporcie zastosowania jakichkolwiek metod innych niż księgowe, pomimo tego, że charakter Grupy Kapitałowej oraz wspomniane przez Autora dane makroekonomiczne i prognozy sugerowały zastosowanie podejścia dochodowego i/lub porównawczego. W konsekwencji Raport, którego celem, przypomnę, jest „*wyłącznie udzielenie pomocy odbiorcy Raportu w ocenie realności wyceny Spółki*” nie może być używany jako wiarygodne odniesienie w jakichkolwiek negocjacjach/ rozmowach o wartości Spółki, prowadzonych z osobami trzecimi.

#### **5. Punkt 2 Raportu: „*Informacje ogólne o Elektrim S.A.*”**

Niecałe dwie strony „*Informacji ogólnych o Elektrim S.A.*” (punkt 2 Raportu) to właściwie niemal w całości fragmenty sprawozdania finansowego Spółki za rok zakończony dnia 31 grudnia 2017 r. (Sprawozdanie). Pierwsza strona tego punktu, zawierająca nigdzie później nie wykorzystywaną, podaną jedynie hasłowo informację na temat przedmiotu działalności statutowej Spółki, to w całości skopiowany punkt 1 Sprawozdania (Sprawozdanie, s.5). Jediną ingerencją Autora jest zamiana terminu „*Elektrim S.A.*” na „*Grupa Kapitałowa Elektrim S.A.*”. Na końcu strony Autor dodaje od siebie jedno zdanie o pakietach akcji spółek notowanych na giełdzie.

W punkcie brak jakiegokolwiek odniesienia się do struktury Grupy Kapitałowej. Sporządzając Raport z wyceny wartości Spółki z uwzględnieniem kilkudziesięciu wzajemnie powiązanych podmiotów podporządkowanych, z różnych sektorów i krajów, często o bardzo podobnych, niemal identycznych nazwach, niekiedy bardzo egzotycznie brzmiących, Autor nie pokusił się nawet o graficzne zaprezentowanie wzajemnych, i tak bardzo skomplikowanych powiązań. Często zmieniająca się pisownia nazw spółek (małe i duże litery), liczne w nich literówki (np. ANKYMMA zamiast Anokymma, s.17), błędnie podana forma prawna spółki (niejednokrotnie główna różnica pomiędzy podmiotami, np. Embud 2 sp. z o.o. zamiast Embud 2 sp. z o.o. S.K.A., s.29) lub jej całkowity brak, mylenie podmiotów (np. Port Praski Inwestycje zamiast Port Praski Nowe Inwestycje, s.48), a nawet zmieniona nazwa podmiotu (np. Elektrim Megadex S.A. zamiast Megadex Elektrim S.A., s.40) utrudnia znacznie, a nawet uniemożliwia, lekturę Raportu, o czym, jako zewnętrzny odbiorca, mogę wiarygodnie zaświadczyć.

Druga strona informacji ogólnych, składająca się z trzech akapitów i, na końcu, jednozdaniowego wniosku, poświęcona jest kwestii „*toczonego przez Spółkę sporu z fiskusem*” (s.7). Odpowiada ona niemal dokładnie treści punktu 2 Sprawozdania. Połowa pierwszego akapitu, w którym Autor informuje, iż Spółka

*„ujęła w sprawozdaniu finansowym zobowiązania z tytułu podatku dochodowego zarówno za rok 2006, jak i za rok 2011 w łącznej kwocie 1.324 milionów złotych”*(s.7),

a także cały punkt trzeci, to skopiowane fragmenty strony 5 Sprawozdania. Akapit drugi to streszczenie wniosków ze Sprawozdania (punkt 18, s.34; punkt p.39, s.45).

W pierwszym akapicie Autor, choć nie podaje źródła cytatu, przytacza zaczerpniętą dosłownie ze Sprawozdania opinię zarządu Spółki:

*„W ocenie Zarządu – popartej opiniami doradców prawnych i podatkowych Spółki – rozliczenia podatkowe Spółki za rok 2006 i 2011 zostały dokonane zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa i ostatecznie nie powinny powodować wpływu korzyści ekonomicznych dla Spółki”* (s.7).

Warto zauważyć, iż termin „ostatecznie” nie znajduje się ani w Sprawozdaniu jednostkowym, ani skonsolidowanym. W drugim akapicie, jedynym nie skopiowanym wiernie ze Sprawozdania (na co wskazuje nawet kolokwialny charakter zawartych w nim stwierdzeń<sup>13</sup>) Autor przyznaje, iż:

*„mamy uchyloną decyzję dotyczącą podatku dochodowego za 2006 rok, a skarga dotycząca podatku dochodowego za 2011 rok została oddalona. Trudno powiedzieć, jakie będą następne wyroki” (s.7).*

Trzeci akapit, ponownie wierna kopia Sprawozdania, dotyczy sytuacji, w której nie doszłoby do

*„korzystnego dla Spółki rozstrzygnięcia przedmiotowych postępowań podatkowych” (s.5 Sprawozdania i s.7 Raportu).*

Uważna lektura Sprawozdania i Raportu ujawnia, iż w akapicie tym Autor dodaje od siebie jedno zdanie, a mianowicie, iż kwestia ta ma

*„niewątpliwy wpływ na wycenę Spółki” (s.7).*

We wniosku Autor stwierdza natomiast, iż

*„w przypadku korzystnego rozstrzygnięcia wartość Spółki wzrośnie o 1 324 mln zł” (s.7).*

Do faktów i opinii wyrażonych w tym punkcie (m.in. uchylenia wyroku WSA w sprawie zobowiązań podatkowych za 2006, skargi kasacyjnej do NSA w sprawie zobowiązań podatkowych za 2011, nieprawomocności wyroków, ewentualnego przedawnienia zobowiązań itp.) Autor, choćby opcjonalnie, już nigdzie w Raporcie nie nawiązuje. Kwestii podatków nie analizuje. Prawdopodobieństwa materializacji ryzyka – nie szacuje. Odejmuje

---

<sup>13</sup>Można zauważyć pewną prawidłowość w sposobie redagowania tekstu Raportu, wskazującą na brak staranności redakcyjnej i/lub pośpiech: tam, gdzie tekst Raportu jest kopiowany ze sprawozdania finansowego Spółki, znacznie mniej jest błędów redakcyjnych; tam, gdzie tekst pochodzi bezpośrednio od Autora, błędów jest znacznie więcej (zob. np. niechlujne skopiowanie w kilkunastu tabelach błędów interpunkcyjnych i gramatycznych autorskiej klauzuli „Ponieważ zaawansowanie budowy i procesu sprzedaży jest jeszcze niewielki to nie (...)”, brak konsekwencji w sposobie użycia małych i wielkich liter w tytułach kolumn w tabelach, stosowanie terminu „ilość” zamiast liczb” itp.).

jedynie od wyceny 1.324 mln zł, które czytelnik Raportu może sobie dodać do przedstawionej wyceny

*„w przypadku korzystnego rozstrzygnięcia wartość Spółki wzrośnie o 1 324 mln zł”*  
(s.7).

Podsumowując, tak jak w przypadku „Wstępu”, zawartość punktu „Ogólne informacje o Elektrim S.A.” zdumiewa swoim ubóstwem. Brak ogólnego, syntetycznego, uporządkowanego opisu Grupy uniemożliwia, moim zdaniem, zrozumienie zawartości Raportu. Potwierdza to wcześniejsze wnioski, że Raport nie powinien być wykorzystywany na zewnątrz i z pewnością nie był z taką intencją przygotowywany, nawet gdyby jakość analizy, a zatem wiarygodność wyceny, była najwyższej próby (a nie jest). Autor Raportu w ogóle nie analizuje „*sporu z fiskusem*”, ogranicza się jedynie do ogólnikowych i oczywistych stwierdzeń, nie ujawnia nawet, które fragmenty tekstu są jego autorstwa, a które są wiernymi kopiami Sprawozdania finansowego Spółki. Jest to o tyle niezrozumiałe, że analizowany punkt Raportu zawiera niezwykle istotne kwestie, jeśli nie z innego powodu, to choćby ze względu na swoją skalę (1.324 mln zł). Powyższe wnioski nie muszą stanowić krytyki Raportu, jeśli pamięta się, że jest on sporządzony dla zleceniodawcy, który dobrze zna skład i powiązania wewnątrzgrupowe. Zna również nazwy podmiotów powiązanych, nawet jeśli są one w Raporcie błędnie używane. Orientuje się również w kwestii sporu podatkowego. Być może nie potrzebuje redakcyjnej staranności, ani analitycznej kompetencji. Stwierdzenie jednak, że w obecnej formie, nawet jeśli jego zawartość byłaby bardzo dobra, Raport nie nadaje się do użycia innego niż wewnętrzne jest stwierdzeniem fundamentalnym.

#### **6. Punkt 3 Raportu: „Przyjęte zasady rachunkowości”**

Punkt 3 Raportu (s.7-11) to „Przyjęte zasady rachunkowości”. Jest to ponownie wierna kopia, literalnie niemal powtórzona w Raporcie punktu 4 sprawozdania finansowego Spółki, w miejscu, gdzie określa on sposób wyceny różnorodnych składników majątkowych. Istnieją dwa wyjątki od tej reguły i to wyjątki bardzo istotne. Po pierwsze, w podpunkcie 3.3.2 Raportu, gdy mowa o wartości godziwej instrumentów finansowych stanowiących przedmiot obrotu na aktywnym rynku, ustalonej w odniesieniu do cen

notowanych na tym rynku na dzień bilansowy, Autor jednoznacznie wskazuje na dwie spółki, których akcje są w posiadaniu spółek Grupy Kapitałowej Elektrim S.A. Są to Cyfrowy Polsat i Zespół Elektrowni PAK.

Drugim wyjątkiem, tzn. nie skopiowanym fragmentem Sprawozdania, jest ostatni akapit w podpunkcie 3.3, dotyczący inwestycji w jednostki podporządkowane. Wiedząc, iż inwestycje te wyceniane są według kosztu historycznego, pomniejszonego o ewentualną utratę wartości, Autor decyduje się zastosować metodę praw własności, polegającą na tym, że:

*„udziały i akcje wykazuje się w cenie ich nabycia powiększonej lub pomniejszonej o przypadające na rzecz jednostki dominującej zwiększenia lub zmniejszenia kapitału własnego jednostki podporządkowanej, jakie nastąpiły od dnia objęcia kontroli” (s.9).*

Autor wskazuje przy tym na pewną asymetrię w traktowaniu ujemnych i dodatnich zmian:

*„W przypadku gdy wartość kapitałów własnych przypadających jednostce dominującej jest niższa od ceny nabycia to nie wystąpi korekta aktywów, ponieważ w sprawozdaniu jednostkowym tworzy się odpis z tytułu utraty wartości. Natomiast gdy udział w kapitale własnym jest większy od ceny nabycia udziałów lub akcji to wprowadzamy korektę aktywów na plus,„(s.9, interpunkcja oryginalna – TB)*

Zastosowanie przez Autora metody praw własności, opisanej w Ustawie o rachunkowości w artykule 63, jest o tyle zrozumiałe, że inwestycje w jednostki podporządkowane wyceniane są często według kosztu historycznego. Korekty, zbliżające koszt historyczny do wartości godziwej, Autor zapowiadał zarówno explicite w punkcie 1.2 („Opis metodologii wyceny”), jak i pośrednio w punkcie 1.1 („Ograniczenia i zastrzeżenia”), gdy wspominał wykorzystanie danych makroekonomicznych, prognoz itp. Jako, że inwestycje w jednostki podporządkowane stanowią większość majątku Spółki, akapit ten jest w rzeczywistości najważniejszą częścią tego punktu, choć jego treść powinna znaleźć się w *opisie metodologii* (lub w tym opisie powinno znaleźć się odniesienie do miejsca, gdzie przedstawiany jest sposób obliczania korekt). Autor zdaje się wierzyć, że zastosowana przez niego metoda praw własności prowadzi do wartości godziwej lub jest przynajmniej wystarczająco skutecznym jej estymatorem. W niektórych, bardzo specyficznych sytuacjach,

gdy majątek w bilansie spółek-córek oraz spółek, które są dla nich spółkami-córkami, jest wyceniany w wartości godziwej, a okres od dnia bilansowego jest krótki, przedsiębiorstwo ma zaś stosunkowo małe perspektywy wzrostu itp., tak rzeczywiście może się zdarzyć, ale najczęściej, i szczególnie w przypadku spółki Elektrim S.A. (ze względu na choćby posiadane nieruchomości), tak nie jest. Metoda praw własności pozwala przypisać jednostce dominującej zmianę kapitału własnego jednostki podporządkowanej, najczęściej jednorocznego zysku lub straty, natomiast nie musi, i najczęściej nie uwzględnia, prawdziwej wartości rynkowej spółki podporządkowanej (wynikającej m.in. z perspektyw wzrostu).

Dla przykładu, w przypadku spółki Elektrim S.A., w Raporcie aż 23 podmioty podporządkowane, poprzez realizację inwestycji związanych z rewitalizacją i zabudową (głównie na terenie Portu Praskiego), rozbudowę istniejących obiektów, zarządzanie, pośrednictwo, sprzedaż i wynajem powierzchni biurowej, magazynowej, mieszkaniowej itp., mogą być określone, jako działające na szeroko pojętym rynku nieruchomości.<sup>14</sup> Spośród nich, jedynie przy trzech spółkach Autor, w kontekście wyceny ich majątku („nieruchomości”, czy „nieruchomości inwestycyjnych”), wspomina o wartości godziwej. O koszcie historycznym pisze co prawda tylko przy opisie jednej spółki (Port Praski Nowe Inwestycje sp. z o.o.), jednak z kontekstu można się domyśleć, iż brak wyceny w wartości godziwej dotyczy wszystkich pozostałych: w sumie 20 spośród 23 podmiotów (z wyjątkiem tych wymienionych z nazwy *viz.* Harmony-Warszawa-Konstruktorska sp. z o.o., Megadex Księży Młyn sp. z o.o., SPV Grodzisk sp. z o.o.). Warto w tym miejscu zaznaczyć, że w przypadku nieruchomości, oprócz inwestycji, które mogą być wyceniane albo w wartości godziwej, albo po koszcie historycznym, wycena w koszcie historycznym jest wręcz wymagana zarówno dla nieruchomości przeznaczonych do użytku własnego, wykazywanych wtedy jako aktywa trwałe, jak i przeznaczonych na sprzedaż, widocznych wtedy w zapasach.<sup>15</sup> Autor zresztą otwarcie wielokrotnie stwierdza, że

---

<sup>14</sup> Listę podmiotów aktywnych w „sektorze nieruchomości” stworzyłem na podstawie opisów w Raporcie. Nawet jednak pobieżna analiza zawartości KRS opisywanych spółek pokazuje, że Autor nie zawsze przypisuje właściwie podmiot do sektora.

<sup>15</sup>Bezpośrednia wzmianka o koszcie historycznym w przypadku Portu Praskiego Nowe Inwestycje sp. z o.o. wynika między innymi z tego, że nieruchomości są wciąż traktowane jako aktywa trwałe. Nie została bowiem podjęta jeszcze decyzja odnośnie sposobu rozliczenia, stąd majątek ten nie został jeszcze *przeniesiony* do nieruchomości inwestycyjnych (zob. s.57).

*„ponieważ zaawansowanie budowy i procesu sprzedaży jest jeszcze niewielkie to nie wprowadzono korekty wartości nakładów na inwestycje”*

(zob. większość spółek działających na terenie Portu Praskiego). Równie często wspomina „początek działalności – fazę projektową”. Problem w tym, że wspomniane tu 23 podmioty dysponują łącznie majątkiem o wartości księgowej 1.598 mln zł i aktywami netto w wysokości 1.164 mln zł., z tego zdecydowana większość wyceniona jest po koszcie historycznym. Suma majątku spółek w fazie projektowej, niewielkim zaawansowaniu budowy i procesu sprzedaży, czy też z innych powodów nie wykazujących wartości godziwej, wynosi 1.350 mln zł, a ich aktywa netto to aż 1.018 mln zł. Co więcej, sprawozdanie finansowe za 2017 rok aż 22 spośród 23 spółek działających w szeroko rozumianym sektorze nieruchomości (wszystkie oprócz Laris Investments sp. z o.o.) nie podlegało badaniu przez firmę audytorską. Łączna wartość majątku tych podmiotów to 1.302 mln zł, ich aktywa netto to 1.016 mln zł. W tym kontekście warto również zauważyć, iż na dzień publikacji Raportu nie zostało jeszcze wydane sprawozdanie z badania sprawozdania finansowego dla trzech spółek: Pantanomo Ltd, gdzie audytorem jest firma z Cypru, oraz Portu Praskiego sp. z o.o. i Portu Praskiego Inwestycje sp. z o.o., których audytorem jest Ernst & Young Audyt Polska. Te trzy firmy są właścicielami większości spółek grupy aktywnych na rynku nieruchomości.

Niestety, opisywany tu punkt 3 to ostatnie miejsce, w którym Autor przedstawia metodę wyceny. Oznacza to, że korekty wartości, nie licząc przypadku Cyfrowego Polsatu i Zespołu Elektrowni PAK, Autor zamierzał ograniczyć jedynie do korekt wynikających z metody praw własności. Tak w rzeczywistości jest. Począwszy od punktu 4 aż do 44, wprowadza on konsekwentnie zaprezentowaną metodę, nigdzie nie wychodząc poza jej ramy. Tym samym, jego korekty nie wychodzą poza wartości księgowe, jedynie pozornie wyglądając na szacunek wartości godziwej.

Podsumowując, należy raz jeszcze z całą mocą stwierdzić, iż korekty, które zapowiada Autor to jedynie korekty księgowe. Punkt 3 wyjaśnia *explicite* tego przyczynę. Stosowana przez Autora metoda praw własności nie prowadzi, jak zdaje się wierzyć Autor, do wartości godziwej. Biorąc pod uwagę skalę korzystania przez podmioty powiązane z kosztu historycznego należy stwierdzić, że prawdopodobieństwo otrzymania niewiarygodnej wyceny jest znaczne. Oczywiście, prawdziwa wartość Spółki może być inna niż ta otrzymana

przez Autora. Uwzględniając jednak, nawet bardzo powierzchownie, informacje z rynku nieruchomości, szansa, aby faktyczna wycena majątku z sektora nieruchomości była mniejsza niż prezentowana w Raporcie jest mała. Wręcz przeciwnie, wydaje się, że zastosowana przez DGA metoda znacząco nie dowartościowuje tej części biznesu Spółki.

## **7. Punkty 5-44 Raportu: Podmioty podporządkowane**

Po punktach 1-3, opisujących metodę działania, Autor przystępuje do sporządzenia wyceny Spółki, którą przedstawia w punkcie 4, zatytułowanym po prostu „Elektrim S.A.”. Autor przedstawia w nim schemat prezentacji wyników swojej analizy, powielany następnie dla podmiotów podporządkowanych Spółki, po czym, w kilku dosłownie wierszach, podsumowuje zakończoną właśnie wycenę spółki Elektrim S.A. Zanim przejdę do tego punktu, z pewnością kluczowego dla całego Raportu, pomimo swojej skromnej formy, należy w pierwszej kolejności zaprezentować zbiorczo wszystkie pozostałe punkty: od 5 do 44. Jest to najbardziej obszerna część Raportu, zajmująca aż 55 stron, a opisująca 41 podmiotów podporządkowanych. Pełni ona w zasadzie rolę załącznika, niezręcznie ukrywając, i tak – jak już nadmieniałem - nie eksponowany należycie, np. za pomocą jakiegoś podsumowania na początku lub końcu Raportu, ostateczny wynik wyceny. Co więcej, zawartość tych punktów jest konieczna, aby zrozumieć zawartość punktu 4 i samą wycenę Spółki, stąd umieszczenie ich po punkcie 4 (lub nie w formie załącznika) jest mylące.

Na wstępie należy zauważyć, iż sposób uporządkowania listy podmiotów jest nieprzejrzysty. Nie jest to ani porządek alfabetyczny, ani zgodny z listą w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym Spółki za 2017 rok, ani nawet z listą, na której początku, uszeregowane według jakiegoś porządku, byłyby spółki bezpośrednio w posiadaniu Elektrim S.A., a następnie te, uszeregowane według jakiegoś klucza, które są w posiadaniu Spółki jedynie pośrednio. Nawet jeśli istnieje jakiś pomysł, stojący za takim, a nie innym wyszczególnieniem podmiotów podporządkowanych, to nie jest on jasny, ani nigdzie w Raporcie wyjaśniony. Nie trzeba dodawać, że lektura Raportu przez zewnętrznego czytelnika jest przez to w znacznym stopniu utrudniona.

Każdy z punktów 5-44 poświęcono odrębnemu podmiotowi. Rozpoczyna się zawsze od nowej strony i przygotowany jest, na podobieństwo prezentacji spółki Elektrim S.A.,



według następującego szablonu<sup>16</sup>. Najpierw jest kilkudzaniowy wstęp, zawierający ogólnikową informację na temat przedmiotu działalności opisywanego podmiotu, audytu/audytora oraz umiejscowienia w pozostałych częściach Raportu wyliczanych w danym punkcie korekt. Następnie publikowane są dwie tabele. Pierwsza zawiera informacje na temat udziałów i akcji w posiadaniu opisywanego podmiotu podporządkowanego na dzień 31 grudnia 2017 r. Druga zatytułowana jest „*Sprawozdanie z sytuacji finansowej za 2017 r.*” i zawiera skorygowany o poczynione korekty bilans opisywanego podmiotu podporządkowanego. Dla 19 podmiotów (w tym dla 14 ostatnich w spisie treści), z uwagi na brak udziałów/akcji/korekt, nie opublikowano pierwszej tabeli, tak, iż cała informacja o podmiocie znajduje się na jednej stronie.<sup>17</sup>

Podsumowując, Autor nigdzie nie analizuje, ani nie komentuje zawartości 55 stron swego Raportu. Punkty zawierające informacje na temat spółek, których aktywa wynoszą kilka tysięcy złotych (np. Port Praski City IV sp. z o.o. w punkcie 43) zajmują tyle samo, a czasem nawet więcej miejsca, co punkty poświęcone spółkom wartym dla Elektrimu S.A. setki milionów złotych (np. Cyfrowemu Polsatowi i Zespołowi Elektrowni PAK, ujętym razem punkcie 7, na zaledwie połowie strony 18). Poza wymienionymi powyżej akcjami spółek giełdowych oraz aktywami w sektorze nieruchomości, na szczególną uwagę zasługuje spółka Enelka Taahhut Ltd (punkt 14). Mój komentarz do niej znajduje się pod koniec punktu 8 niniejszej Opinii.

#### **8. Punkt 4 Raportu: „*Elektrim S.A.*”**

Na pierwszej stronie w tym punkcie Autor umieszcza krótki wstęp, otwarcie stwierdzający, że

*„podstawą wyceny było jednostkowe sprawozdanie finansowe na dzień 31 grudnia 2017 roku” (s.12).*

---

<sup>16</sup>Wyjątkiem jest prezentacja niezwykle istotnych składników portfela holdingu, jakim są Cyfrowy Polsat i Zespół Elektrowni PAK. Zawarte są one w jednym punkcie i do tego dzieląc stronę z innym podmiotem (p.7, s.18). W tabeli dotyczącej Zespołu Elektrowni PAK, Autor umieszcza niezrozumiały tytuł wiersza „*RAZEM ZSZ*” (czyżby „*Zygmunt Solorz Żak*”?), mając z pewnością na myśli Grupę Kapitałową.

<sup>17</sup>Poza Cyfrowym Polsatem i Zespołem Elektrowni PAK, wyjątkiem od podanej struktury jest spółka Enelka Taahhut Ltd, której sytuacja finansowa, pomimo braku tabeli pierwszej, jest opisana na dwóch stronach.

Wstęp zawiera też krótką informacją o audycie/ audytorze, a także – co dla niniejszej Opinii jest najważniejsze - instrukcję, jak należy rozumieć przedstawione niżej, a następnie konsekwentnie powielane w punktach 5-44 dla spółek podporządkowanych, tabele. Tabela pierwsza:

*„przedstawia zestawienie posiadanych udziałów i akcji, gdzie wyliczono ich wartość według metody praw własności za wyjątkiem akcji Zespołu Elektrowni PAK, których wartość została wyliczona w oparciu o kurs na GPW w dniu 29 grudnia 2017 roku. Od wyliczonej w ten sposób wartości odjęto ich wartość ze sprawozdania finansowego. Wyliczono kwotę korekty, którą wpisano do sprawozdania z sytuacji finansowej na następujących stronach w pozycjach „Inwestycje w jednostkach zależnych...” (w tabeli drugiej – dopisek TB) i „Kapitał z aktualizacji wyceny” (w tabeli trzeciej – dopisek TB)” (str. 12).*

Po tym wstępie przedstawiono zapowiadane w nim tabele, zatytułowane odpowiednio: *„Udziały i akcje posiadane przez Elektrim S.A. na dzień 31.12.2017 roku”*, *„Sprawozdanie z sytuacji finansowej Elektrim S.A. za 2017 rok (w tys. zł)”*, zawierające *de facto* skorygowane (o wyliczaną korektę) aktywa Spółki, oraz ponownie *„Sprawozdanie z sytuacji finansowej Elektrim S.A. za 2017 rok (w tys. zł)”*, zawierające tym razem skorygowane o *„Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny”* pasywa Spółki.

Z powyższego wynika, iż korekta stosowana do aktywów i pasywów to różnica pomiędzy wartością udziałów i akcji, wynikającą z metody praw własności, a wartością bilansową, przy czym ta pierwsza obejmuje (skorygowane wcześniej tą samą metodą) wartości udziałów i akcji spółek posiadanych przez spółki-córki Elektrimu S.A. Ze struktury tabeli przedstawiającej udziały i akcje Spółki Elektrim S.A., można się domyśleć, iż procedura ta jest realizowana następująco:

- W pierwszym kroku, w kolumnie *„Wartość bilansowa udziałów 31.12.2017”* ustalana jest wartość bilansowa udziałów i akcji w posiadaniu Spółki.
- Następnie, z bilansów spółek, których udziały i akcje posiada Elektrim S.A., przepisano, niezależnie od wielkości posiadanego przez Spółkę pakietu, wartość kapitału własnego tych spółek (kolumna *„Kapitały własne”*).

- W kolejnym kroku, dzięki zastosowaniu metody praw własności dla udziałów i akcji w posiadaniu spółek-córek, ustalono różnicę pomiędzy wartością wynikającą z tej metody, a wartością bilansową tych udziałów i akcji w bilansach spółek-córek; różnicę tę przedstawiono w kolumnie zatytułowanej „korekty”, przez małe „k” - w dalszym ciągu niezależnie od wielkości pakietu posiadanego przez Elektrim S.A.
- Sumując te dwie wartości, ustalono wartość aktywów netto spółek-córek, zawartą w kolumnie „Aktywa netto po korektach” (ciągle niezależnie od stanu posiadania Spółki Elektrim S.A.).
- Pamiętając, iż Elektrim S.A. nie zawsze posiada 100% udziałów/ akcji w analizowanych spółkach (córkach), wyliczono następnie wartość tych pakietów dla Elektrimu S.A., w wielkości odpowiadającej jego własności (kolumna „wg metody praw własności”).
- Od tak ustalonej wartości udziałów i akcji w posiadaniu Spółki odjęto ich wartość bilansową, ustalając wielkość końcowej korekty, przedstawionej w ostatniej kolumnie, zatytułowanej „Korekty”, tym razem wielką literą „K”.

Niezależnie, czy było intencją Autora rozróżnienie pomiędzy „korektami” i „Korektami”, czy był to jedynie przypadek – co sugeruje liczba innych literówek i/lub brak konsekwencji w sposobie tytułowania kolumn w tabelach (czasem małą – „ilość...”, „odpis...” itd., czasem wielką literą – „Wartość...”, „Kapitały...”) – konieczne jest zaznaczenie, że są to z natury te same korekty. Pierwsze dotyczą wartości udziałów i akcji w posiadaniu spółek-córek Elektrimu S.A., drugie – wartości udziałów i akcji w posiadaniu Spółki-matki. W obydwu przypadkach, korekty te są jedynie księgowe. Czytelność tabeli na s.12 (i kilkadziesiąt bliźniaczych, dla podmiotów podporządkowanych) byłaby znacznie większa, gdyby kolumny, poza tytułami, były opisane za pomocą prostych zależności (algebraicznych) pomiędzy nimi.

Kolejnym utrudnieniem w lekturze tabeli jest sprzeczność pomiędzy deklaracją Autora w punkcie 3 na stronie 9 Raportu, mówiącą o niewystępowaniu korekt ujemnych, a obecnością na stronie 12 Raportu ujemnych wartości dla spółek: Elektrim Megadex S.A., Anokymma Ltd, Megadex Expo sp. z o.o. (ujemne „korekty”) oraz Elektrim Megadex S.A., Argumenol Ltd, Enelka Ltd (ujemne „Korekty”). Takich przykładów jest w Raporcie znacznie więcej. Ujemnych „Korekt” dla Embud 2 sp z o.o. S.K.A., Laris Investments sp. z o.o., Megadex

Expo sp. z o.o., Megadex Serwis sp. z o.o., Megadex SPV, Pantanomo Ltd, Port Praski sp. z o.o., Port Praski FIZAN, Port Praski Inwestycje sp. z o.o. nie powinno być wcale, gdyż, według deklaracji Autora, są one ujmowane w odpisach z tytułu utraty wartości na poziomie podmiotu dominującego. Można się domyślać, że powodem występowania ujemnych korekt jest albo ich mała wartość, albo obecność podmiotu zagranicznego, dla którego polityka rachunkowości może być odmienna. Nie może to być jednak usprawiedliwieniem dla braku wyjaśnienia tej ewidentnej sprzeczności pomiędzy deklaracjami Autora, a wynikami obliczeń. Zwłaszcza, że Autor konsekwentnie nie komentuje wyników swoich kalkulacji.

Specyficznym przykładem jest spółka Elektrim Megadex S.A., gdzie, na skutek odpisu aktualizującego w Elektrim S.A., wartość bilansowa spółki Elektrim Megadex S.A. spada do zera. Trudno jednak zrozumieć braku komentarza Autora do ujemnej ostatecznie korekty, która pomniejsza wartość Spółki o kolejne 5 mln zł.

Odnosząc się do końcowych wyliczeń, przedstawionych w Raporcie (zob. tabela A poniżej),

- wartość bilansowa posiadanych przez Elektrim S.A. udziałów i akcji w spółkach-córkach (wymienionych w tabeli na s.12 Raportu), wynosi łącznie 1.303 mln zł.
- Kapitały własne tych spółek to aż 3.109 mln zł.
- Biorąc pod uwagę fakt, iż na spółki-córki Elektrimu S.A. przypada większa wartość niż wynikałoby to z wartości kapitału własnego ich spółek-córek („korekty” wynoszą łącznie 657 mln zł), wartość aktywów netto spółek-córek Elektrimu S.A. to 3.766 mln zł. Z tego wynika, iż „korekty” stanowią ponad 20% wartości kapitałów własnych spółek-córek.
- Z 3.766 mln zł, 2.342 mln zł, należy do spółki Elektrim S.A.
- Jest to aż o 1.038 mln zł (prawie 80%) więcej niż wynikałoby z wartości bilansowej tych udziałów i akcji. „Korekty”, pisane tym razem wielką literą, są zatem również znaczne.

Tabela A

<i>Nazwy wierszy wg tabeli na s.12 Raportu</i>	<i>(PLN 000)</i>
<i>Wartość bilansowa udziałów 31.12.2017</i>	1.303.957
<i>Kapitały własne</i>	3.109.065
<i>korekty</i>	657.222
<i>Aktywa netto po korektach</i>	3.766.287
<i>wg metody praw własności</i>	2.341.989
<i>Korekty</i>	1.038.059

Źródło: Raport, s.12

Tabela na s.12 Raportu zawiera wszystkie te sumy, ale Raport nie zawiera żadnego do nich komentarza, nawet tak szczątkowego, jak powyżej. Sama lektura tabeli daje jednak poczucie, że korekty są znaczne, odpowiednio 657 mln zł („korekty”) oraz 1.038 mln zł („Korekty”). Dalsza analiza pomogłaby Autorowi (i czytelnikowi) pełniej zrozumieć otrzymane wyniki. Na przykład, z 657 mln zł „korekt” pisanych małą literą, czyli korekt dla wartości spółek-córek Elektrimu S.A., na Elektrim S.A. przypada... niecałe 6 mln zł. Wynika to przede wszystkim z faktu, że cała ujemna wartość korekty dla spółki Anokymma Ltd, w wysokości 233 mln zł, przypada w całości Elektrimowi S.A., podczas, gdy udział Spółki w dodatkich korektach jest mały: niecała połowa w 713 mln zł z Portu Praskiego sp. z o.o., 11,5% z 52 mln zł z Argumenolu Ltd, oraz praktycznie nic z 129 mln zł z Laris Investment sp. z o.o. W przypadku „Korekt” pisanych wielką literą, są one znacznie mniejsze niż wynikałoby z wyceny bez korekt, opartej na sprawozdaniu skonsolidowanym (zob. punkt 11 niniejszej Opinii)

Brak jakichkolwiek innych komentarzy do tabeli na s.12, brak analizy wrażliwości, czy też analizy słabych i mocnych stron zastosowanej metody obliczania korekt, czy choćby dołączenie do niej nieistotnych z punktu widzenia sporządzanej wyceny czterech spółek

(niektóre z nich, np. Tower Service sp. z o.o., nie wchodziły nawet do sprawozdań skonsolidowanych), znacznie utrudnia zrozumienie zawartości tabeli.

Na końcu punktu 4, na stronie 14 Raportu, Autor podsumowuje wyniki swojej wyceny. Z uwagi na wagę tego fragmentu Raportu, jak i fakt, że zajmuje on jedynie sześć wierszy, przytaczam go w całości jako tabelę B. Kilka wierszy dodano dla większej czytelności.

Tabela B.

<i>Liczba akcji</i>	83.770.297
<i>Wartość księgową Spółki (PLN 000)</i>	203.121
<i>Na 1 akcję (PLN)</i>	2,42
<i>Korekta (PLN 000)</i>	1.038.059
<i>Na 1 akcję</i>	12,39
<i>Wartość Spółki wg metody SWAN (PLN000)</i>	1.241.180
<i>Na 1 akcję (PLN)</i>	14,82
<i>Po uwzględnieniu 10% dyskonta z tytułu szybkiej sprzedaży (PLN000)</i>	1.117.062
<i>Na 1 akcję (PLN)</i>	13,33

Źródło: Raport, s.14

Analizę wyników należy rozpocząć od... końca, czyli od wartości księgowej, owej drugiej „metody” wspomnianej jedynie we wstępie do „Wstępu” (s.4). Jest to dopiero drugie i zarazem ostatnie miejsce, gdzie w Raporcie istnieje jakiegokolwiek odniesienie do niej, odniesienie ponownie hasłowe, bez żadnego komentarza. „Metoda” ta, powtórzę, ogranicza się w rozumieniu Autora jedynie do prostego, mechanicznego spisania wartości bilansowej.

Dla porządku zatem stwierdzmy, że wartość księgowa aktywów netto Spółki wynosi 203 mln zł, tj. 2,42 zł na akcję. Do tak oszacowanej wartości księgowej, należy następnie dodać wartość korekty w wysokości 1.038 mln zł. Wycena Spółki metodą skorygowanej wartości netto wynosi zatem 1.241 mln zł, tj. 14,82 zł na akcję. Korekta jest rzeczywiście znaczna, ponad 5 razy większa niż wartość księgowa i stanowi aż 84% wyceny, tj. 12,39 zł na akcję. W kolejnym etapie Autor, bez komentarza, za który musi wystarczyć nazwa wiersza „*Po uwzględnieniu 10% dyskonta z tytułu szybkiej sprzedaży*”, obniża wycenę Spółki o 10% do 1.117 mln zł., tj. do 13,33 zł. To wciąż ponad 5 razy więcej niż wartość księgowa na jedną akcję.

Podobnie jak w przypadku tabeli zawierającej podsumowanie korekt na stronie 12 (a właściwie w przypadku całego Raportu), tak i tutaj brak jakiegokolwiek analizy i komentarza do otrzymanych wyników. Zakładając nawet, że wzięta z bilansu, nieskorygowana wartość księgowa 203 mln zł, dobrze oddaje wartość księgową Elektrimu S.A., Autor powinien przeanalizować główne jej składniki, główne nośniki wartości. W przypadku Spółki, analiza taka byłaby po pierwsze stosunkowo prosta, po drugie, bardzo bogata w treść. Tabela C poniżej proponuje szkic takiej analizy.

Tak, jak wspomina Autor w punkcie 1.2 (s.5), większość majątku Spółki (82%, zob. tabela C) to inwestycje w jednostkach zależnych i współzależnych. Kolejną istotną pozycją jest pożyczka dla Enelka Taahhut Ltd., o wartości księgowej 211 mln zł, o której w Raporcie nie ma właściwie nic. Brak komentarza i analizy tej pozycji jest niezrozumiały, zwłaszcza, że spółki tej dotyczy wiele innych transakcji na kilkaset milionów złotych. Wartość księgowa pożyczki, większa od całych aktywów netto Spółki Elektrim S.A., to różnica pomiędzy wartością udzielonych pożyczek wraz z odsetkami (825,5 mln zł) a wartością odpisów aktualizacyjnych (łącznie 614,5 mln zł). Dalsza, nawet pobieżna, analiza ujawnia istnienie potencjalnie poważnego niedoszacowania tej części majątku Spółki przez DGA. Jak wynika z punktu 14 Raportu, poświęconego spółce Enelka Taahhut Ltd (s.30), jej majątek wynosi 488 mln zł, a zobowiązania dla innych niż Elektrim S.A. podmiotów to 150 mln zł. Z tego wynika, iż Enelka Taahhut Ltd warta jest dla swoich właścicieli (zakładając brak zobowiązań dla Elektrimu S.A.) ok. 338 mln zł. Poza pożyczką w wysokości 211 mln zł w bilansie Spółki, brak śladu tego majątku w Grupie Kapitałowej, która, poprzez wzajemne powiązania, jest

praktycznie jedynym właścicielem spółki Enelka Taahhut Ltd. Oznacza to potencjalne zanizenie majątku Spółki o ok. 127 mln zł. Do identycznych wyników prowadzi bliźniacza analiza: ujemna wartość kapitału własnego spółki Enelka Taahhut Ltd to -488 mln zł.<sup>18</sup> Wysokość odpisów aktualizacyjnych to 615 mln zł. Różnica to brakujące 127 mln zł. Na marginesie warto również wspomnieć, iż korekta dla spółki Enelka Taahhut Ltd. dotyczy nie Embud sp. z o.o. (takiej w ogóle nie ma), ale Embud 2 sp. z o.o. S.K.A. (s.29).

Tabela C.<sup>19</sup>

	PLN 000	% sumy bilansowej	% kapitału własnego
<i>Inwestycje w jednostkach zależnych i współzależnych</i>	1.303.957	82%	642%
<i>Pożyczki (Enelka Taahhut Ltd)</i>	210.907	13%	104%
<i>Inne aktywa</i>	69.387	4%	34%
<b><u>AKTYWA RAZEM</u></b>	<b><u>1.584.251</u></b>	<b><u>100%</u></b>	
<b><i>Kapitał własny</i></b>	<b>203.121</b>	<b>13%</b>	<b>100%</b>
<i>Zobowiązania podatkowe</i>	1.324.584	84%	652%
<i>Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe</i>	57.000	4%	28%
<b><u>PASYWA RAZEM</u></b>	<b><u>1.584.251</u></b>	<b><u>100%</u></b>	

<sup>18</sup>Zbieżność wysokości sumy bilansowej oraz wartości kapitału własnego (ze znakiem minus) jest przypadkowa.

<sup>19</sup> Brak sumowania do 100% wynika z zaokrąglenia składników.



Pominięcie szczegółowej analizy pozostałych aktywów, w wysokości 69 mln zł, odpowiadających za 4% całego majątku, czy pozostałych zobowiązań (krótkoterminowych), stanowiących zaledwie 4% pasywów, można zrozumieć (zob. tabela C). Nie sposób jednak zrozumieć braku analizy zobowiązań podatkowych, wynikających z toczonych, a nie zakończonych spraw sądowych. Brak w punkcie 4 jakiegokolwiek wzmianki o zobowiązaniach podatkowych, a wcześniej (w punkcie 2), ograniczenie się jedynie do skopiowania fragmentów sprawozdania finansowego Spółki, traktujących o tym temacie, podważa znacznie wiarygodność Raportu. Zobowiązania te stanowią 84% całych pasywów oraz ponad 650% aktywów netto. Gdyby rozstrzygnięcia sądowe były po myśli Spółki, jej wartość księgową wzrasta ponad 7 razy.

Podsumowując, brak komentarza do sposobu obliczania korekt, ich analizy, brak komentarza do jakiegokolwiek części otrzymanych wyników, brak ich szczegółowej analizy, prezentacja obok siebie nieistotnych elementów i tych, które determinują wartość Spółki, brak jakiegokolwiek analizy wrażliwości, dyskwalifikują Raport, jako dokument użyteczny do zrozumienia źródeł wartości Spółki, a tym samym oceny wiarygodności samej wyceny.

## **9. Zastosowanie dyskonta przy wycenie Spółki**

W tym miejscu należy zatrzymać się nad samą kwestią zasadności zastosowania dyskonta i zakresu jego stosowalności. Przypomnę, że jedynym miejscem w Raporcie, gdzie Autor sugeruje potrzebę takiego dyskonta, wynikającego z ewentualnej „konieczności upłynnienia posiadanych aktywów” (s.7), jest przedostatni akapit punktu 2 „Informacje ogólne o Elektrim S.A.” (s.7), gdzie Autor wiernie kopiuje, bez ujawnienia tego faktu, cały paragraf ze strony 5 sprawozdania finansowego Spółki (zarówno jednostkowego, jak i skonsolidowanego). W paragraf ten wkomponowuje pół zdania od siebie, stwierdzając, że owa konieczność upłynnienia majątku ma „niewątpliwy wpływ na wycenę Spółki”. To cała argumentacja stojąca za zastosowaniem dyskonta, zmniejszającego wycenę o 124 mln zł. Trudno ją traktować jako wypełnienie instrukcji zawartej w standardach wyceny, mówiącej o tym, że

*„każde zastosowanie premii lub dyskonta powinno być zdefiniowane i uzasadnione”*  
(zob. OZWP, p. 9.4).

Kwestia stosowania dyskonta wiąże się ze sposobem rozumienia pojęcia *fair*. Do tej pory nie mogło być wątpliwości, że Autor stosując ten termin porusza się w obszarze rachunkowości. *Fair value* to polsku wartość godziwa. Ustawa o rachunkowości definiuje wartość godziwą w następujący sposób,

*„Za wartość godziwą przyjmuje się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązаныmi ze sobą stronami”*.<sup>20</sup>

W Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej:

*„wartość godziwa została zdefiniowana jako cena, którą otrzymano by za sprzedaż składnika aktywów lub zapłacono by za przeniesienie zobowiązania w transakcji przeprowadzonej na zwykłych warunkach między uczestnikami rynku na dzień wyceny”*.<sup>21</sup>

Wartość godziwa w rachunkowości odnosi się zatem, najczęściej bezpośrednio, do wartości rynkowej. Pokazałem wcześniej, że metoda praw własności, którą stosuje Autor nie jest, co do zasady, dobrym estymatorem takiej wartości, szczególnie dla spółki Elektrim S.A. Nawet jednak gdyby Autor poprawnie oszacował wartość godziwą Spółki (czego nie zrobił), sam fakt zastosowania do niej w następnym kroku dyskonta, pomijając nawet fakt braku jego wyjaśnienia, pokazuje, iż Autor nie jest w pełni świadomy konieczności wyjścia poza ramy rachunkowości w kierunku standardów wartości. Istnieje bowiem pojęcie „wartość godziwa”, nawet kilka jej rodzajów, jako odmienne standardy wartości na gruncie standardów wyceny. „Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw”, jako Krajowy Standard Wyceny autorstwa Polskiej Federacji Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, w punkcie 7.3 wymienia cztery standardy wartości:

- godziwą wartość rynkową (ang. *fair market value*),
- wartość sprawiedliwą (ang. *fair value*),

---

<sup>20</sup>Art. 28 ust. 6 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 2018 r., poz. 395).

<sup>21</sup>MSSF 13, p.9.

- wartość inwestycyjną (ang. *investment value*) oraz
- wartość wewnętrzną (ang. *intrinsic value*).

Z powyższych czterech standardów wartości, dwa to *fair value*, czyli wartość godziwa, choć w drugim przypadku polski standard wyceny nazywa ją wartością sprawiedliwą. Godziwa wartość rynkowa (ang. *fair market value*) to w przybliżeniu „wartość godziwa” tak, jak rozumie pojęcie to rachunkowość (i Autor Raportu), po angielsku „*fair value*”. Natomiast wartość sprawiedliwa, choć po angielsku to ponownie *fair value*, jest od niej znaczeniowo różna. Wartość sprawiedliwa 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.” (OZWP, p. 7.3.2)*

Odmienność od pojęcia wartości godziwej w rachunkowości jest stwierdzona tu bezpośrednio. Jak wynika z przytoczonej definicji, akcent w tym wypadku położony jest na „sprawiedliwość”, nie „rynkowość” wyceny. W praktyce to właśnie ten standard wartości, wartość sprawiedliwa, jest stosowany w sytuacjach różnorodnych sporów prawnych. Najczęściej przywołuje się wartość sprawiedliwą w kontekście praw właścicieli/ pakietów mniejszościowych. W odróżnieniu od

*„typowego, hipotetycznego sprzedającego, zainteresowanego przeprowadzeniem transakcji i nie działającego pod przymusem (nakazem)” (zob. OZWP, p.7.3.1),*

czyli uczestnika transakcji, która jest podstawą dla wyznaczenia godziwej wartości rynkowej (ang. *fair market value*), w transakcji, w której uczestniczy mniejszościowy właściciel sytuacja jest inna. Wartość sprawiedliwa ma zatem na celu ochronę takiego właściciela przed nadmierną presją ze strony właściciela większościowego. W praktyce, wyznaczanie wartości

pakietu mniejszościowego, według standardu wartości sprawiedliwej, tak by była ona po prostu *fair*, oznacza niestosowanie dyskont, szczególnie z tytułu braku płynnego rynku. W przypadku spółki Elektrim S.A. oznacza to niestosowanie dyskonta z tytułu szybkiej sprzedaży.

Jako, że Raport jest jedynie dokumentem wewnętrznym i nie jest jego celem wykorzystanie go „na zewnątrz” trudno czynić zarzut Autorowi, że stosuje dyskonto. Brak jakiegokolwiek debaty w Raporcie na temat standardów wartości jednak niepokoi, chyba że procedury, o których mówi umowa ze zlecającym, nie przewidują niczego innego, jak tylko oszacowanie numeryczne pewnego, bardzo ograniczonego zakresu korekt księgowych.

## **10. Jak powinien wyglądać Raport z wyceny?**

W niniejszym punkcie zaprezentuję skrótowo charakterystykę raportu z wyceny przedsiębiorstwa, tak, aby pod względem merytorycznej zawartości był dokumentem akceptowalnym, w formie zaś czytelnym. Chociaż w swej strukturze opis ten będzie korzystał ze struktury polskiego standardu wyceny „*Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw*”, większość wyszczególnianych tu wymogów obecnych jest obecnych również w innych np. międzynarodowych standardach wyceny. Jako były analityk giełdowy mogę potwierdzić, że większość podanych niżej zaleceń to zwykła codzienność w pracy osoby wyceniającej i publikującej raporty z wyceny.

Po pierwsze,

*„niezbędne jest wskazanie celu wyceny przedsiębiorstwa, który wpływa na wybór standardu wartości (...) oraz stosowanych metod wyceny”* (OZWP, p.4.1).

Standard OZWP wymienia 12 celów, dla których sporządzana jest wycena. Ustalenia wartości sporządza się na potrzeby

*„kupna lub sprzedaży; postępowania układowego, upadłościowego lub likwidacji, łączenia lub podziału przedsiębiorstw, podwyższania kapitału lub umarzania akcji i udziałów, określenia wartości aktywów posiadanych przez fundusze, postępowania cywilnoprawnych, podatkowych, sprawozdawczości finansowej, weryfikacji zdolności i*

*zabezpieczenia kredytu, ubezpieczenia, odszkodowania, kontroli wartości kapitału zaangażowanego przez właściciela (OZWP, p.4.3).*

*„W uzasadnionych przypadkach dopuszcza się również wskazanie innego celu wyceny niż wymienione. W takiej sytuacji wymagane jest jednak przedstawienie stosownego wyjaśnienia (OZWP, p.4.4).*

W Raporcie DGA brak jakiegokolwiek wzmianki, że jest on sporządzany na potrzeby np. kupna lub sprzedaży czy podwyższenia kapitału. Cel Raportu, którym jest *„wyłącznie udzielenie pomocy odbiorcy Raportu w ocenie realności wyceny Spółki”* (s.4) oraz brak powiązania celu ze standardem wartości i metodami wyceny powoduje, że Raportu nie sposób uznać za spełniający podstawowe standardy.

Po drugie,

*„niezbędne jest określenie podstawowych założeń wyceny. Przyjęte założenia wpływają na wybór stosowanych metod wyceny”* (OZWP, p.6.1).

Standard wymienia cztery takie założenia:

*„kontynuacji działalności, likwidacji działalności w sytuacji nieprzymusowej, likwidacji działalności w sytuacji przymusowej, likwidacji zbędnych aktywów”* (OZWP, p.6.2).

Autor Raportu nie wspomina nic o założeniu, które stosuje (co jest ważne w kontekście choćby zagrożeń, wynikających ze zobowiązań podatkowych), a co za tym idzie, nie wiąże go z wyborem stosowanej przez siebie metody wyceny.

Po trzecie,

*„niezbędne jest określenie i zdefiniowanie standardu wartości mającego zastosowanie w danej wycenie (...). Standard wartości definiuje poszukiwaną w procesie wyceny kategorię wartości”* (OZWP, p.7.1).

Jak wspomniano wyżej, Standard OZWP wymienia cztery standardy wartości: godziwą wartość rynkową (*ang. fair market value*), wartość sprawiedliwą (*ang. fair value*), wartość

inwestycyjną (*ang. investment value*), oraz wartość wewnętrzną (*ang. intrinsic value*) (OZWP, p.7.3).

*„W uzasadnionych przypadkach dopuszcza się również przyjęcie, jako standardu wartości, innej kategorii wartości niż wymienione, w takiej sytuacji wymagane jest jednak zamieszczenie w wycenie stosownego wyjaśnienia.”*(OZWP, p.7.4).

Nie ma wątpliwości, że Raport w żaden sposób nie odnosi się do standardu wartości. Świadczy o tym całkowite utożsamianie pojęcia „wartość godziwa” (*ang. fair value*) z rachunkowością oraz sposób traktowania dyskonta. Refleksja nad standardem wartości, której brak w Raporcie, jest fundamentalnie ważna, biorąc pod uwagę sposób wykorzystania Raportu.

Standard OZWP wymienia trzy podejścia w wycenie przedsiębiorstwa: podejście majątkowe, podejście dochodowe oraz podejście porównawcze (OZWP, p.8.1). W obrębie podejścia majątkowego wymienia trzy metody m.in. „*metodę skorygowanych aktywów netto*” (OZWP, p.8.2.3) stosowaną w Raporcie. Dla spółki będącej holdingiem jest to podejście prawidłowe w tym sensie, że nakazuje wycenę każdego składnika portfela. Jest jednak zupełnie niezrozumiałe dlaczego Autor przy wycenie poszczególnych podmiotów podporządkowanych ogranicza się do wartości księgowych. Nie stosuje on na tym etapie ani podejścia dochodowego i proponowanych przez nie metod: zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF, zdyskontowanych zysków, czy zdyskontowanych dywidend (OZWP, p.8.3.1), ani podejścia porównawczego, z jego mnożnikami: opartymi na wartości rynkowej transakcji (P/E, P/BV), opartymi na wartości całego przedsiębiorstwa (EV/EBITDA, EV/EBIT), czy opartymi na charakterystycznych dla danego sektora wielkościach (OZWP, p.8.4.2). Opisywanych w literaturze akademickiej, czy opracowaniach branżowych, i stosowanych powszechnie w praktyce metod wyceny jest cała paleta. Ograniczenie się do *de facto* podejścia majątkowego i metod księgowych jest nieakceptowalne, o czym *explicite* mówią niektóre standardy.<sup>22</sup>

---

<sup>22</sup>Zob. np. *ASA Business Valuation Standards: Asset-Based Approach to Business Valuation* (American Society of Appraisers, 2009).

W polskim standardzie wyceny przedsiębiorstw OZWP, w punkcie 11, zawarte są ponadto wskazania, dotyczące zakresu analizy i raportowania, a nakazujące przeprowadzenie następujących analiz<sup>23</sup>:

- historycznych wyników działalności operacyjnej przedsiębiorstwa, stanu obecnego oraz planów i perspektyw rozwoju – w Raporcie analizy takiej brak<sup>24</sup>;
- historycznej i aktualnej sytuacji ekonomiczno-finansowej – w Raporcie analizy takiej brak;
- stanu aktywów i pasywów, w tym zobowiązań przedsiębiorstwa – w Raporcie analizy takiej brak;
- warunków funkcjonowania sektorów/rynków, na których działa przedsiębiorstwo i tych, które mają wpływ na dane przedsiębiorstwo – w Raporcie analizy takiej brak,
- uwarunkowań prawnych i innych czynników zewnętrznych mających wpływ na działalność przedsiębiorstwa – w Raporcie analizy takiej brak;
- historycznych transakcji udziałami/akcjami wycenianego przedsiębiorstwa – w Raporcie analizy takiej brak;
- danych z rynku kapitałowego (stopy zwrotu; dane o notowaniach akcji firm porównywalnych; dane o transakcjach przejęć firm podobnych, cen uzyskiwanych w transakcjach udziałami/akcjami podmiotów podobnych do wycenianego, w tym umów i warunków wpływających na ceny) – w Raporcie analizy takiej brak.

Ponadto, w punkcie 11 Standard stanowi, iż:

- raport z wyceny powinien zawierać wystarczającą ilość informacji, aby był on zrozumiały;
- analizy, opinie oraz konkluzje zawarte w raporcie z wyceny powinny być przedstawione w sposób jasny i nie wprowadzający w błąd;
- w raporcie należy przedstawić wpływ informacji i założeń podanych przez zlecającego na wynik wyceny.

---

<sup>23</sup>W poniższej sekcji cytować będę *in extenso* Standard, punkt 11, bez stosowania cudzysłowów.

<sup>24</sup>Przez analizę rozumiem choćby szcztątkową analizę zagadnienia, wykraczającą poza mechaniczne skopiowanie fragmentów sprawozdania finansowego Spółki.

Raport DGA w wielu miejscach nie spełnia powyższych wymogów.

Również w punkcie 11 Standard stanowi, iż opis przedsiębiorstwa i jego otoczenia powinien obejmować:

- opis historii przedsiębiorstwa;
- prezentację produktu/usługi;
- prezentację rynku/klientów;
- informacje o zarządzie;
- opis głównych aktywów oraz zobowiązań;
- prezentację ogólnych perspektyw/prognoz dla gospodarki, sektora oraz przedsiębiorstwa;
- opis historycznych transakcji dotyczących przedmiotu wyceny;
- informacje o sezonowości sprzedaży/działalności operacyjnej;
- informacje o konkurencji.

Dla spółki o tak skomplikowanej strukturze i szerokim wachlarzu branżowym, brak wyżej wymienionych informacji jest szczególnie dotkliwy.

Analiza ekonomiczno-finansowa powinna obejmować (OZWP, p.11):

- analizę historycznych sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa;
- wyniki finansowe przedsiębiorstwa;
- w raporcie winny być zamieszczone historyczne rachunki zysków i strat oraz bilanse za okresy wystarczające z punktu widzenia celu przeprowadzenia wyceny oraz istoty działalności operacyjnej podmiotu;
- w przypadku dokonywania korekt do sprawozdań finansowych dla celu przeprowadzenia wyceny, korekty powinny być rzetelnie i jasno wyjaśnione..

Raport nie spełnia tych wymogów.

W kwestii zastosowanych metod wyceny oraz rekomendacji wartości, Raport powinien obejmować (OZWP, p.11):



- uzasadnienie wyboru zastosowanych podejść i metod wyceny;
- charakterystykę każdej zastosowanej metody wyceny, z przedstawieniem poszczególnych etapów i procedur;
- wyjaśnienia, w jaki sposób kluczowe wskaźniki/parametry użyte w wycenie zostały oszacowane i przyjęte przez wyceniającego;
- rekomendowaną wartość wraz z uzasadnieniem.

Podsumowując, nie ma wątpliwości, iż Raport nie wypełnia znakomitej większości zaleceń Standardu, ani nie jest w tym zakresie zgodny z praktyką rynkową. Trudno jednak czynić zarzut Autorowi z tego powodu, jeśli przygotowany dokument przeznaczony jest wyłącznie do użytku wewnętrznego. Nie ma zatem wątpliwości, że tylko w takim zakresie może być on używany.

## **11. Nieskorygowana wartość aktywów netto na podstawie sprawozdania skonsolidowanego**

Na koniec warto powrócić do konstatacji z początku tej Opinii, według której pierwszym etapem wyceny Spółki powinna być wycena aktywów netto na podstawie sprawozdania skonsolidowanego. Wycena taka, w swej najprostszej postaci, stanowiłaby jedynie podstawę do bardziej szczegółowych analiz. Poniżej zaprezentuję wyniki takiej analizy, jedynie w formie ilustracji, podkreślając raz jeszcze, iż nie zawiera ona żadnych korekt, żadnej niemal szczegółowej wiedzy na temat Spółki, opierała się jedynie na wartościach księgowych opisanych w sprawozdaniu finansowym.

Punkt 7.2 skonsolidowanego sprawozdania finansowego stanowi, iż

*„jednostki zależne podlegają konsolidacji pełnej w okresie od objęcia nad nimi kontroli przez Jednostkę dominującą do czasu ustania tej kontroli. Aktywa i zobowiązania spółki zależnej na dzień włączenia jej do skonsolidowanego sprawozdania finansowego ujmowane są według wartości godziwej. Różnica między wartością godziwą tych aktywów i zobowiązań oraz ceną nabycia udziałów powoduje powstanie wartości firmy lub ujemnej wartości firmy, które są wykazywane w odrębnej pozycji skonsolidowanego bilansu odpowiednio jako „wartość firmy jednostek podporządkowanych” lub „ujemna wartość firmy jednostek podporządkowanych”.*

Stosowanie sprawozdania skonsolidowanego ma wiele zalet wynikających choćby z ujednoczenia zasad rachunkowości, w tym wymuszenia stosowania innych niż pierwotnie użyte w podmiotach podporządkowanych zasad wyceny itp. Jest to szczególnie ważne dla spółki Elektrim S.A., gdyż:

*„stosowane przez spółki Anokymma Limited, Argumenol Limited, Fizan Limited oraz Enelka Taahhüt Imalat ve Tic. Ltd Şti., zasady rachunkowości różnią się od stosowanych przez Grupę Kapitałową. Sprawozdanie finansowe tych spółek zostało przekształcone w taki sposób, by wyeliminować istotne różnice w zasadach rachunkowości stosowanych przez spółkę i Grupę Kapitałową” (p.7.2 sprawozdania skonsolidowanego).*

Dobrym przykładem jest sposób traktowania inwestycji w nieruchomości, które, w odróżnieniu od wielu sprawozdań jednostkowych podmiotów podporządkowanych, w sprawozdaniu skonsolidowanym

*„wyceniane są według wartości godziwej” (...). W inwestycjach w nieruchomości prezentowane są również nieruchomości w budowie, które po ukończeniu będą spełniały definicję nieruchomości inwestycyjnych pod warunkiem, że w trakcie budowy można w wiarygodny sposób ustalić ich wartość godziwą” (p. 7.7 sprawozdania skonsolidowanego)*

Przypomnę, iż sporządzona przez DGA wycena spółki Elektrim S.A., już po bardzo dużych korektach, jak się z razu wydawało, bo zwiększających wartość Spółki ponad sześciokrotnie w stosunku do wartości księgowej Spółki (203 mln zł), wynosi 1.241 mln zł, tj. 14,82 zł na jedną akcję. Stosując sprawozdanie skonsolidowane otrzymujemy wartość aktywów netto grupy kapitałowej Elektrim na poziomie 2.075 mln zł, tj. 24,78 zł na jedną akcję. Jest to ponad 800 mln zł, tj. ok. 10 zł na jedną akcję, więcej. Stanowi to wycenę ponad 67% wyższą niż sporządzona przez DGA. Całość tej wartości należy do właścicieli Spółki. Kapitały mniejszości, w niebagatelnej kwocie 1.577 mln zł, wykazywane są w polskich standardach rachunkowości w osobnej pozycji.

Wycena na poziomie PLN 2.075 mln to wycena nieskorygowana. Należy bowiem pamiętać, że zgodnie z punktem 7.2 sprawozdania skonsolidowanego, akcje i udziały w

jednostkach stowarzyszonych wyceniane są w dalszym ciągu metodą praw własności. Jeśli ich majątek nie jest wyceniony w wartości godziwej, korekta może być znaczna. Co więcej, należy pamiętać, że choć inwestycje w nieruchomości, w tym te

*„których spółki Grupy Kapitałowej nie użytkują na własne potrzeby, ale które spółki posiadają w celu przynoszenia korzyści w postaci przyrostu wartości lub/i przychodów z najmu” (p.7.7 sprawozdania skonsolidowanego)*

wyceniane są rzeczywiście w wartości godziwej, to nieruchomości przeznaczone do użytku własnego, wykazywane jako aktywa trwałe oraz przeznaczone na sprzedaż, widoczne w zapasach, wyceniane są po koszcie historycznym. Stąd konieczność korekt nawet do wyceny opartej na sprawozdaniu skonsolidowanym. Ewentualna korekta tej wartości czyniłaby metodę tę metodą skorygowanej wartości aktywów netto, z tym że opartą na sprawozdaniu skonsolidowanym. To prawda, że ewentualne korekty, odpowiednio zrobione, mogły wartość tę zarówno powiększyć, jak i pomniejszyć. Tym bardziej należało dokonać ze szczególną dbałością. Na marginesie dodam jedynie, że, biorąc pod uwagę sytuację na rynku nieruchomości, prawdopodobieństwo ujemnej korekty jest małe, dodatniej – znaczne.

Nawet jeśli Autor z jakichś powodów nie podzielał wyżej przytoczonych argumentów, nie sposób zrozumieć dlaczego nie podzielił się swoimi wątpliwościami i przynajmniej nie wyjaśnił przyczyn stosowania metody znacznie bardziej „zawiłej”, w porównaniu ze zwykłym opublikowaniem powszechnie dostępnej wartości aktywów netto dla grupy. Brak czytelnego, sformułowanego w osobnym rozdziale, wyjaśnienia takiego wyboru, skutkującego przecież znaczącym niedoszacowaniem wartości, uważam za niedopuszczalny. Jak już wykazałem wyżej, sam fakt posiadania przez Elektrim S.A. głównie akcji i udziałów w innych podmiotach, nie jest wystarczającym argumentem ani dla wyboru metody wyceny poprzez wartość księgową (skorygowaną lub nie), ani dla oparcia się na sprawozdaniu jednostkowym Spółki-matki. Wybór bardziej skomplikowanej i potencjalnie gorszej metody narusza nawet najbardziej podstawową zasadę metodologiczną w nauce (i praktyce), określaną jako brzytwa Ockhama.

Brak przejrzystości to nie jedyna cena zastosowania skomplikowanego systemu korekt. System ten jest podatny na wprowadzanie błędów zarówno w swojej konstrukcji, jak

i opisie, pomimo swego czysto mechanicznego charakteru. Na przykład, błędnie zostały wyliczone „Korekty” (pisane wielką literą) wartości Portu Praskiego oraz IB 8 FIZAN dla Embud 2 sp. z o.o. S.K.A., czy Portu Praskiego Nowe Inwestycje sp. z o.o. dla Portu Praskiego Inwestycje sp. z o.o. Chociaż jedynie ta pierwsza, zaniżająca wartość o 37 mln zł jest istotna dla wyceny Spółki (*Korekta* w tabeli wynosi 452,3 mln zł zamiast 489,7 mln zł = 596,7 mln zł - 107,0 mln zł), sam fakt powstawania błędów, niewytłumaczalnych zaokrągleniem, jest świadectwem braku staranności. Również błędnie opisano wpływ niektórych korekt na poszczególne podmioty. Na przykład, korekta dla IB 8 FIZAN nie jest wykazana jedynie, co sugeruje Autor w punkcie 6, na stronie 17, przez spółkę Anokymma Ltd. Wykazywana jest też przez Embud 2 sp. z o.o. S.K.A. oraz Pantanomo Ltd. Podobnie korekty dla Embud 2 sp. z o.o. S.K.A. (p.12, s.25) pojawiają się nie tylko w Fizan Ltd, ale również w Embud 2 sp. z o.o. oraz spółce Argumenol Ltd. Z kolei korekty dla Megadex Serwis sp. z o.o. (p.20, s.40), a nie, jak błędnie informuje Autor, dla Megadex Elektrim S.A., znajdują się nie w Elektrim Megadex S.A. (takiego podmiotu w ogóle nie ma), ale w Embud 2 sp. z o.o. S.K.A. Korekty obliczone dla Pantanomo Ltd (p.25, s.48) ujawnione są w Porcie Praskim Nowe Inwestycje sp. z o.o., a nie w Porcie Praskim Inwestycje sp. z o.o. S.K.A. (który nie jest swoją drogą spółką komandytowo-akcyjną).

Podsumowując, nie sposób nie zauważyć, że przedstawiony w niniejszym punkcie Opinii jedynie szkic wyceny opartej na sprawozdaniu skonsolidowanym zajął dosłownie kilka godzin – dokładnie tyle, ile zajmuje spisanie jednej pozycji bilansowej i lektura not wyjaśniających do sprawozdania. Co więcej, przedstawienie wyników „*analizy*” to niespełna jedna strona. Raport DGA zajął Autorowi cały niemal miesiąc i 72 strony. Co więcej, oparty na sprawozdaniu jednostkowym, jest on znacznie mniej wiarygodny, co gorsza, zgłasza pretensje, poprzez swoją obszerność, wieloetapowość i skalę korekt, aby być traktowanym jako Raport szczegółowy i dogłębny. Taki jednak nie jest. Przeciwnie, Raport jest dokumentacją prostego algorytmu algebraicznego, łączącego w system wiele bilansów spółek powiązanych. Właściwie nie wymagał on krytycznej refleksji i w rzeczywistości mógł być sporządzony automatycznie. Prawidłowo skonstruowany, nie powinien być zawierać żadnych błędów algebraicznych. Wycena oparta na sprawozdaniu skonsolidowanym jest dokładniejsza, nawet bez korekt, i z pewnością, jako jednostronicowa, nie pretenduje do bycia wyceną pełną. Wręcz przeciwnie, zachęca do podjęcia gruntownej analizy, która nie

może być wykonana w kilka tygodni. Z mojego doświadczenia jako analityka giełdowego wynika jednoznacznie, że jedynie stały, często wielomiesięczny i wielowymiarowy kontakt ze spółką, wszechstronny dostęp do informacji i dobra znajomość szeroko pojętego otoczenia biznesowego wycenianego podmiotu (co również wymaga czasu i zbudowania wiarygodnych relacji), pozwala na rzetelną, choć nadal subiektywną, wycenę przedsiębiorstwa.